



魅力的な投資機会：米国銀行セクター

はじめに

2017年当初、投資家は米国銀行セクターに高い期待を寄せていました。それから約9カ月が経過するなか、ファンダメンタルズは改善していますが、株価は軟調に推移してきました。米国銀行株式戦略を担当する運用チームは、同セクターのファンダメンタルズが短期的要因により見過ごされていることから、特に地方銀行を中心に魅力的な投資機会があると考えています。

主な運用メンバー



Lisa A. Welch

リサ・ウェルチ

シニア・マネージング・ディレクター 兼 シニア・ポートフォリオ・マネージャー

1986年より金融関連のキャリアをスタート。当初、ニューヨーク連邦準備銀行で銀行の上席検査官を務めた後、ボストン連邦準備銀行の銀行規制監督局で上席監督官として従事。
1998年に、マニユライフ・アセット・マネジメント入社。

<運用哲学>

割安に放置されていて、
大幅な価格上昇が期待できる株式を組入れることで、
高いパフォーマンスを追求する。



Susan A. Curry

スーザン・カリー

マネージング・ディレクター
兼 ポートフォリオ・マネージャー



Ryan P. Lentell CFA

ライアン・レンテル

マネージング・ディレクター
兼 ポートフォリオ・マネージャー

出所：マニユライフ・アセット・マネジメント(US)LLC

市場環境

米国銀行セクターは、2016年秋の米大統領選後に急騰したものの、2017年には、地方銀行を中心に市場全体に大きく劣後しています。8月末までの年初来のリターンは、S&P500種指数が¹+11.9%であるのに対し、S&P総合1500地方銀行株指数は-3.9%となりました¹。同セクターの株価は総じて軟調ですが、ファンダメンタルズは引き続き改善しており、セクター全体を強く後押しするものと考えます。私たちが数年にわたり注目してきた下記の4つのテーマは、明るい長期見通しの根拠となってきました。

【長期テーマ】

- 持続的な貸出増加と短期金利の上昇を受けて、業績が改善する可能性
- 良好な信用環境による低い与信関連費用
- 効率性を重視したM&Aの継続
- 過去の水準と比べ依然として魅力的なバリュエーション

さらに、米大統領選後、私たちは米国銀行セクターに恩恵をもたらす追加的要因として、長期金利上昇によるイールドカーブのスティープ化(長短金利差の拡大)、持続的な経済成長、法人税率の引き下げ、規制緩和などを挙げてきました。

上記の4つの長期テーマは依然として有効ですが、政治情勢の不透明感によって、投資家は米大統領選後に期待された追加的要因の一部が実現しないという懸念を抱いています。その結果、銀行株は低迷しており、市場全体に大きく劣後しています。日々のニュースが投資家心理を悪化させてきた一方、堅調な業績や、ROA(総資産利益率)、ROE(自己資本利益率)に上昇がみられるなど、銀行株のファンダメンタルズは年初から改善しています。このファンダメンタルズと株価の乖離が、現在、極めて魅力的な投資機会を生み出していると私たちは考えています。

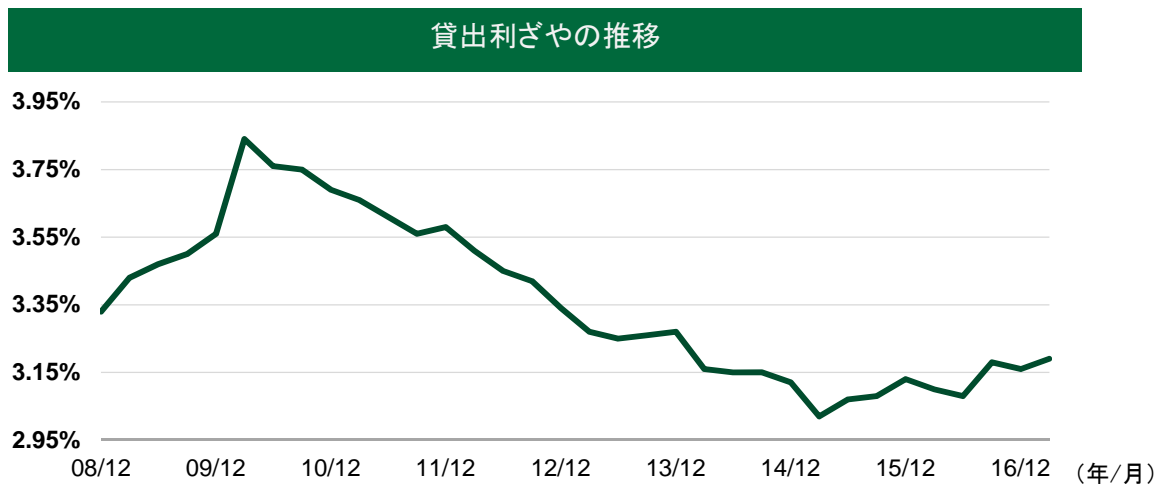
1 ブルームバーグ、2017年8月31日現在

金利

2016年12月以降、FRB(米連邦準備制度理事会)は3回の利上げを実施しましたが、米10年国債利回りは2016年末の2.45%から8月末には2.12%と、0.33%低下しています¹。長期金利の低下は確かに期待外れであり、銀行株に対する投資家心理の悪化要因にもなっていますが、銀行の業績は長期金利より短期金利に大きく左右されやすいと見ています。なぜなら、銀行の10年国債利回りに連動する資産の割合は15%未満と小さいためです²。とはいえ、長期金利が上昇していくことは、銀行の収益拡大へのプラス材料でもあります。9月のFOMCの声明ではFRBの保有資産の縮小を10月より開始することが表明されました。保有資産の段階的な縮小は、長期金利の上昇要因になると考えられていることから、私たちはFRBの金融政策を好感しています。

なお、昨年12月と今年3月の利上げを受けて、銀行の2017年上半期の利ざやは0.06%拡大しました³。さらに、6月の利上げの効果は年後半の業績に反映されることから、利ざやは上昇していくと予想されます。

利ざやの改善は、持続的な貸出増加や徹底した費用削減とともに、銀行セクターのEPS(1株当たり純利益)の増加をもたらしてきました。実際、2017年第2四半期のEPSは、前年同期比+12.5%となりました⁴。銀行セクターは引き続きFRBの直近の利上げによる恩恵を受けると考えられるため、2017年下半期のEPSも前年比で同程度増加すると見ています。



出所: FDIC(米連邦預金保険公社)、2017年3月31日

貸出増加

投資家が米大統領選後に期待していた成長重視の政策は、未だ実行されていません。それにもかかわらず、米国経済は、長期にわたり緩やかな成長を続けてきており、銀行の貸出は安定的に増加してきました。2017年第2四半期のGDP成長率は前期比年率+3.1%と、第1四半期の同+1.4%から改善しました¹。私たちは、全米にわたる地方銀行の経営陣との頻繁なやりとりに基づき、今年後半も堅調な経済活動が続くと予想しています。地方銀行の経営陣によると、顧客である中小企業は米国経済に関して強気な姿勢を保ち、実際に事業を拡大しているとのことでした。

² バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ、2017年6月7日現在

³ FDIC(米連邦預金保険公社)統計、2017年6月30日現在

⁴ キーフ・ブリュエット&ウッズ:2017年第2四半期銀行業績要約、2017年8月8日

市場は、2017年に貸出増加率が低下すると懸念してきました。FRBのデータによれば、今年の銀行セクター全体の貸出増加率は第1四半期が前年比+4.1%、第2四半期が前年比+3.6%でした⁵。貸出は確かに伸び悩んでいますが、住宅担保ローンを除いた全ての分野で貸出の増加が続いています。住宅担保ローンは、貸出全体に占める割合が小さく、また、金融危機以降は縮小傾向にあります。これは消費者が過去の過ちを繰り返すことなく、生活資金を賄うために、所有する住宅を利用していないことを示唆していると考えられることから、私たちは前向きに捉えています。

中小銀行では、業界全体の貸出増加率をはるかに上回っています。例えば、2017年第2四半期における中小銀行の貸出はそれぞれ前期比+4.3%、前年比+13.3%でした⁶。小規模銀行は、総貸出額の市場シェアを増やすことによって、常に最大手銀行を上回る成長を遂げており、この傾向は続くと思われれます。

規制

米大統領選後から予想していたように、議会を通じた抜本的な規制改革の実行は、目先難しいと思われる一方、銀行業界に有利となる多くの規制変更は、議会の承認を得ることなく実現可能です。米財務省は6月、規制改革をまとめたレポートを公表しました⁷。同レポートでは、銀行システムを改善するために規制環境を変更する97の提案がまとめられています。この97の提案のうち、約3分の1が議会の承認を必要とし、残りの3分の2は、1つまたは複数の規制機関の裁量により実行可能です。また、労働省の受託者責任基準の実施先送りや⁸、買収提案に関する承認プロセスの簡略化など、同業界に有利な変更は既に実行されています。下表に示されるように、金融規制機関の高官の多くが既に交代しており、さらに多くの交代が今後数年以内に予想されます。高官の交代によって、規制機関は財務省の提案に沿った行動を開始すると見えています。

米連邦準備制度理事会 (FRB)	副議長とコミュニティ銀行出身理事の2席が空席
米通貨監督庁 (OCC)	2017年6月、地方銀行の経営責任者であったジョゼフ・オッティング氏を長官に指名
米消費者金融保護局 (CFPB)	2018年7月、長官の任期が満了
米連邦預金保険公社 (FDIC)	5名の理事のうち、議長、副議長、CFPB出身理事を含む4名が18ヵ月以内に任期満了
米商品先物取引委員会 (CFTC)	2019年4月、委員長代理で委員長に指名されたクリストファー・ジャンカルロ氏が任期満了
米証券取引委員会 (SEC)	2017年5月4日、トランプ大統領に指名されたジェイ・クレイトン氏が委員長に就任

出所:ブルームバーグ、2017年8月31日現在

5 米連邦準備制度理事会、2017年6月30日現在

6 キーフ・ブリュエット&ウッズ: 四半期ごとの貸出増加傾向、2017年8月25日

7 米財務省 経済発展の機会を生み出す金融システム、銀行及び信用組合、2017年6月

8 ロイター: 労働省、フィデューシャリー・ルールの実施日を先送り、2017年8月9日

業界再編

業界再編は、30年にわたり米国銀行株に恩恵を与えてきた長期投資テーマであり、今後も続くと考えられます。米国には5,700行を超える銀行があり、米国銀行業界の再編は現在も続いています。過去5年間にわたり、年平均で約250件の合併が成立しています。年初来では1,697件の合併案件が発表されており、今年も同程度の合併が成立すると予想されています⁹。広範囲にわたりコンプライアンス対応費用やテクノロジー費用が増加するなか、銀行は規模の拡大を通じた効率性を求めています。したがって、今後も同様のペースで業界再編は続き、過当競争が解消されていくことになる予想されます。

FDIC(連邦預金保険公社)に加盟している米国銀行数の推移

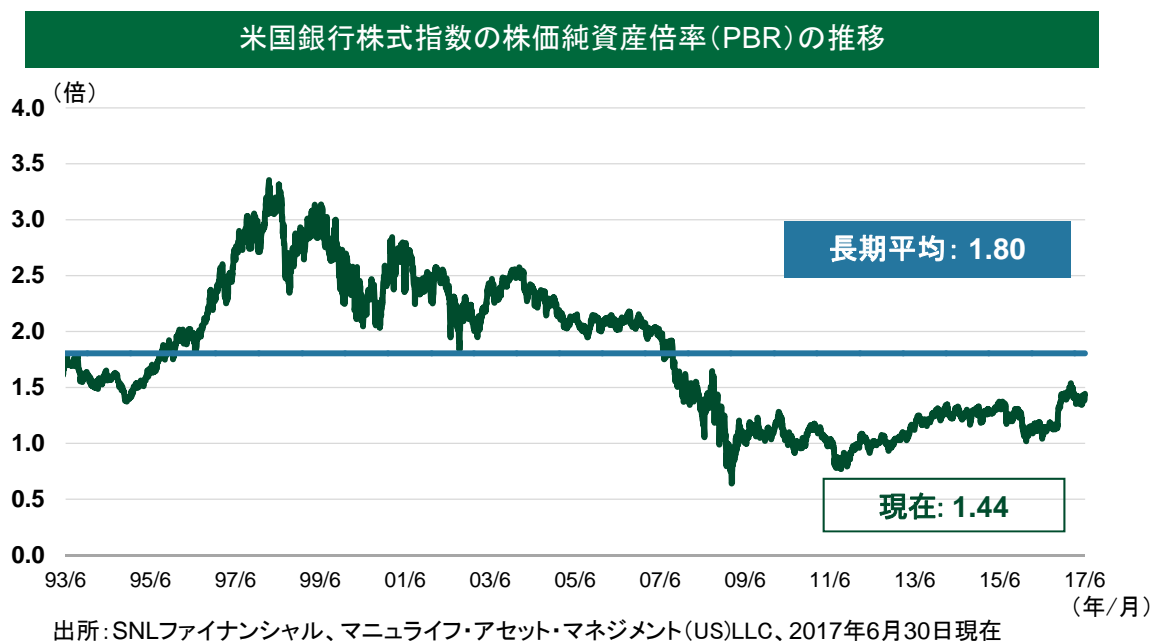


出所：FDIC(米連邦預金保険公社)、2016年12月31日現在

バリュエーション

銀行セクターは2016年終盤に急騰しましたが、銀行株のバリュエーションは依然として魅力的な水準にあると見ています。現在の銀行株は純資産の約1.4倍の株価で取引されており、長期平均の1.8倍を大きく下回っています。このバリュエーションは、経営環境が大幅に悪化した2014年の水準をわずかに上回っているのみです。当時のFF金利(フェデラル・ファンド・レート)はゼロに近く、利ざやは縮小し、規制が強化されていく局面でした。現在、利ざやは改善しており、新規制が銀行に有利な内容で制定され始めています。

銀行株は今後、利ざやの拡大や貸出増加、いくつかの規制緩和が実現した場合の追い風などを受けて、収益力が高まり、バリュエーションをより正常な水準に戻す可能性があると考えられます。また、銀行セクターのROEは10%近い水準にあるため、業界全体での純資産価値の増加が続くと考えられます。



まとめ

米国銀行業界は、米国経済の成長に後押しされた短期金利の上昇や着実な貸出増加、安定した信用環境を背景に、ファンダメンタルズが改善しています。合併等の動きにも衰える兆しは見られず、業界再編は安定したペースで続いています。これらの傾向と割安なバリュエーションが、長期的な投資家に魅力的な投資機会をもたらすと考えています。

最後に、米国銀行株に対する投資家心理は、継続する政局の混乱により悪化しています。現在の株価は、銀行セクターのファンダメンタルズの改善が反映されていないと考えられます。加えて、昨年11月の大統領選直後に見られたような規制緩和や税制改革、経済成長の加速などに対する期待感が剥落した状態です。今後、投資家心理が改善し、期待された政策のいずれかが実現すれば、同セクターはさらなる恩恵を受ける可能性があります。

[当資料に関する留意事項]

- 当資料は、マニライフ・アセット・マネジメント株式会社(以下「当社」といいます)が、投資判断の参考となる情報提供を目的として作成したものであり、特定の投資商品の推奨を目的としたものではありません。
- 当資料記載のデータや見通し等は、将来の運用成果等を示唆または保証するものではありません。
- 当資料は、信頼できると考えられる情報をもとに作成しておりますが、正確性、適時性を保証するものではありません。
- 当資料の内容およびコメントは資料作成時点における経済・市場環境等について当社の見解を記載したもので当該見解は予告なく変更される場合があります、将来の経済・市場環境の変動等を保証するものではありません。
- 各指数に関する著作権等の知的財産、その他一切の権利は、各々の開発元または公表元に帰属します。
- 投資信託のお申込みの際は、必ず最新の投資信託説明書(交付目論見書)で商品内容をご確認の上、ご自身で投資のご判断をお願いいたします。
- 当資料に関する一切の権利は、引用部分を除き当社に属し、いかなる目的であれ当資料の一部または全部の無断での使用・複製はできません。

マニライフ・アセット・マネジメント株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第433号
加入協会:一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会
一般社団法人第二種金融商品取引業協会