

2017年10月

日本銀行のマイナス金利導入以降、日本の銀行業界を取り巻く事業環境は厳しさを増しており、本邦メガバンクは海外に活路を見出しています。結果として、金融規制対応のための資本性証券のみならず、外貨獲得手段の一つとして海外でのTLAC(総損失吸収力)債の発行も進めています。本稿では、これら邦銀のTLAC債並びに資本性証券の特徴と投資妙味について概観します。なお、文中の投資見解にかかわる部分は、ファンダメンタルズ並びに価格等の相対位置のみに基づくもので、当社の投資方針、実績等と必ずしも一致しないことを申し添えておきます。

邦銀を取り巻く事業環境

90年代初頭にバブル経済が崩壊して以降、国内金利はほぼ一貫して低下してきました。低金利環境の継続により、主に国内資金利益が減少、銀行のトップライン収益(業務粗利益)は低迷しています。国内の貸出金は直近4半期で前年比約3%程度伸びているものの、預貸金利ざやが縮小しているのが主な理由です。また、最近では、投資信託・保険販売等の金融商品の個人向け販売に伴う手数料収入も伸び悩んでいます。この結果、大手行*の2017年3月期の基礎的収益力を示す連結業務純益は前年比11%減少しました。政策保有株式の売却益等によって業務純益の減少を一部補ったため、当期純利益は同4.0%減にとどまりましたが、2018年3月期も3.4%減少する見通しです。有価証券ポートフォリオからの利益底上げにはおのずと限界があり、持続可能な収益を如何にして伸ばしていけるかが大きな課題となっています。

*大手行とは、みずほフィナンシャルグループ、三菱UFJフィナンシャル・グループ、三井住友フィナンシャルグループ、三井住友ラスト・ホールディングス、りそなホールディングス、新生銀行、あおぞら銀行を指します。

規制への対応

銀行の債券発行には規制対応の目的があります。2008年の金融危機を教訓として、銀行への規制強化の流れは継続しており、銀行は各種規制に対応していかなければなりません。2013年に導入されたバーゼルⅢでは、銀行の財務健全性確保の観点から、銀行に対して質、量の両面で十分な自己資本の保有を義務付けています。日本においても2014年以降、メガバンク中心に、バーゼルⅢの自己資本規制に適合した債券の発行が高水準で推移、今後も国内中心に発行が続くとみられます。

バーゼルⅢの自己資本比率規制に加え、「グローバルなシステム上重要な銀行(Global Systemically Important Banks: G-SIBs)」に選定されたメガバンク3

メガバンク3行はトップライン収益を伸ばすために海外収益の拡大に注力し、M&Aを含め、積極的に海外での貸出業務を伸ばしています。しかしながら、近年は外貨調達コストの上昇や、優良な貸出先に対する競合激化などにより、ここでも利ざやの縮小傾向が見られ始めました。それでも国内より利ざやが大きいことから、各行は貸出の量より質へと戦略を転換するとともに、手数料収入増への取り組みも強化しています。いずれにせよ、中長期的にみれば海外事業からの収益機会は相対的に多く、また欧米市場においては、今後緩やかな金利上昇も期待されることから、日本のメガバンクの海外事業強化の流れは変わらないと考えられます。海外事業の更なる拡大には外貨流動性確保が重要ですから、メガバンク3行による外貨建て債券の発行は、今後も継続すると思われます。

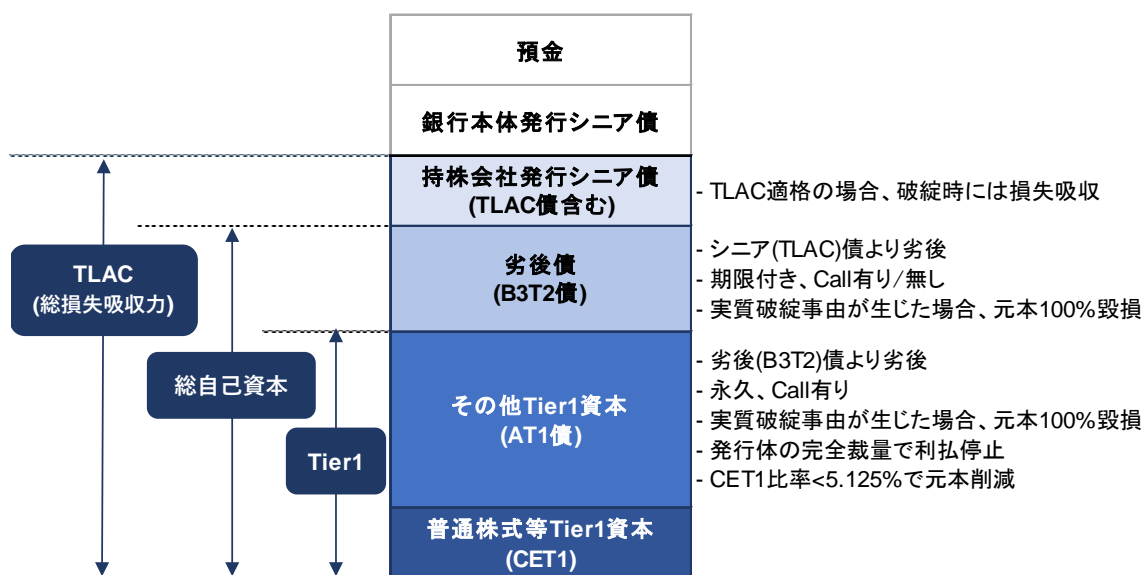
行は、TLAC規制にも対応しなければなりません。TLAC規制は、金融危機において生じた、「大き過ぎて潰せない(too big to fail)」問題に対処、秩序ある破綻処理を可能とすることを目的に2019年1月から適用されます。具体的には、G-SIBsに対して、破綻に備えた「総損失吸収力」(Total Loss-Absorbing Capacity: TLAC)を予め確保させることで、万一G-SIBsが危機に陥った場合に、納税者の負担を回避しつつ、株主だけでなく債権者にも損失を負担させる仕組みになっています。メガバンク3行は、2016年以降、規制対応に加えて外貨流動性確保の必要性から主にドル建てTLAC債を発行、発行残高は2017年8月末で約500億ドルに達しています。

メガバンク発行のTLAC債と資本性証券の特徴

TLAC債の社債要項には、銀行が破綻した場合、バーゼルⅢで規定されている総自己資本(普通株式等Tier1資本、AT1債、Tier2債の合計)によっても吸収することができない損失については、本社債をもって吸収される旨が明記されています。ただし、銀行が破綻しない限りにおいては、通常のシニア債と同様に元金は支払われます。従って、メガバンクが発行するTLAC債の優先劣後関係は、銀行シニア債より下ですが、バーゼルⅢ準拠の資本性証券(株式に近い「その他Tier 1資本」として認められるTier 1債(AT1債)と、「Tier 2資本」として認められるTier 2債(通称B3T2債)よりも上に位置づけられると一般に見られています。実際、格付会社のTLAC債格付はシニア無担保債務と同等のA格となっています。

B3T2債とAT1債は、通常の社債と比べて債務の弁済順位が低いことに加え、発行している銀行が法的破綻に至っていないとしても、監督当局により実質的に破綻していると認定された場合には、元本の全額削減により損失吸収に充当される特約が定められています。加えてAT1債には、発行体の自己資本比率が一定の水準(具体的には、普通株式等Tier1比率で5.125%)を割り込んだ場合には、元本削減を通じて損失吸収に必ず充当されるという条項が付されています。即ち、債務超過に至るかなり前に元本が減額される可能性があることとなります。更に、AT1債は、発行体の完全裁量によって利払いが停止されるリスク、期限前償還(コール可能日)付きの永久債なので、必ずしもコールされるとは限らないリスクの2つも考慮しなければなりません。

図表1:
銀行の負債・資本の優先劣後構造



出所: PGIMジャパン

マイナス金利下での投資妙味

マイナス圏にある低金利、かつクレジットスプレッドが相対的に小さい日本にあって、メガバンクの発行するB3T2債とAT1債は、通常の社債と比べてデフォルト時の弁済順位が低いこと、元本が毀損する可能性があること、また期限前償還のタイミングがずれる可能性があること等により、通常の社債よりも高い金利、スプレッドが設定されています。とりわけAT1

債は、国内市場において高いクレジットスプレッドが得られる、数少ない投資先となっています。B3T2債やAT1債を海外で発行するには、調達コストが高くなるので、今後も国内発行が主流になるとみられます。

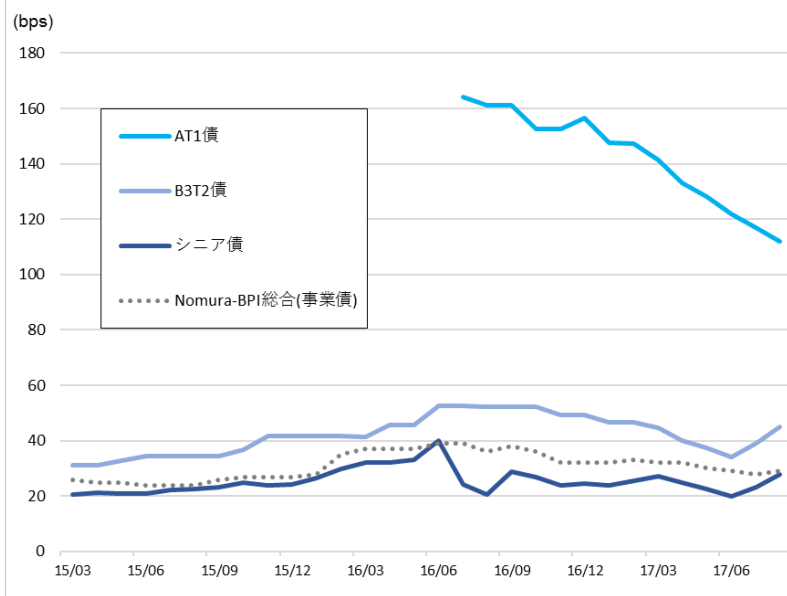
メガバンクのシニア債は、日本の格付会社からA～AA格、米系格付会社からもA格と比較的高い格付が付与されています。一方、B3T2債は既述のリスクを反映し、シニア債から0～2ノッチ下、A～BBBの格付となっており、クレジットスプレッドは、スワップ対比で45～50bpsと、シニア債より20bps程度高くなっています。実質破綻事由による元本毀損リスクがない、日本の大手生保が発行する劣後債と比べると30～40bpsタイトであり、リスクに見合ったスプレッドとなっているかについては、議論が分かれるところでしょう。もっとも、現状の日本の銀行破綻処理制度では、政府支援の可能性が高いため、メガバンクの劣後債等も損失負担を被る可能性は、格付記号で表されるリスク以上に低いと、一般的には受け止められていると思われます。このように考えれば、B3T2債のスプレッドは、リスクに見合っており、シニア債対比での妙味を見出せるとの判断もあり得るでしょう。

AT1債については、B3T2債より更に弁済順位が低く、銀行の信用力が大きく低下するより早い段階で、利払い停止や元本削減等により損失負担が生じる可能性があり、大手生保の劣後債や銀行のB3T2債よりもリスクが大きいことを十分理解したうえで投資すること

が重要です。規制で要求される自己資本比率の水準も各行で異なりますので、規制対応を含む個別の信用力動向を慎重かつ注意深くフォローする必要があります。こうしたリスクを反映し、日本格付研究所（JCR）はメガバンク3行のAT1債にA-と、シニア債から3ノッチ下、B3T2債から2ノッチ下の格付を付与しています。現状AT1債は国内発行のみですが、仮に、米系格付会社から格付を取得するとすると、BBBからBBレンジとなる可能性もあるでしょう。

一方、日本のメガバンクの自己資本比率は、内部留保の蓄積が進んだことで、規制水準を十分に上回っています。従って、元本削減や利払い停止の前提となる水準にまで自己資本比率が低下する可能性は、短期的には極めて低いと思われます。また、メガバンク3行のAT1債の発行金額は2017年8月末で合計2.6兆円規模となっており、今後も継続的な発行が見込まれ、以前に比べれば流動性も高まってきています。AT1債のスプレッドはスワップ対比80～110bpsと同水準の格付が付与されている事業債に比べて厚く、格付会社の格付を基準にすれば、BBB格の事業債対比でも魅力的と言えそうです。

図表2:
大手行が発行した債券のスプレッド推移(5年物)



出所: BloombergなどによりPGIMジャパンが作成。2017年8月31日現在

本資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品の勧誘又は販売を目的としたものではありません。また、本資料に記載された内容等については今後変更されることもあります。

記載されている市場動向等は現時点での見解であり、これらは今後変更することもあります。また、その結果の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものでもありません。

本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できると判断した各種情報源から入手したのですが、その情報の正確性、確実性について当社が保証するものではありません。

過去の運用実績は必ずしも将来の運用成果等を保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

“Prudential”、“PGIM”、それぞれのロゴおよび“ロックシンボル(The Rock)”は、プルデンシャル・ファイナンシャル(本社: 米国ニュージャージー州ニューアーク)およびその関連会社のサービスマークです。英国プルデンシャル社とはなんら関係はありません。

PGIMジャパン株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第392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
PGIMJ201710040920

・無登録格付に関する説明書



格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。

これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等を顧客に告げなければならないこととされております。この書面は同法に基づく無登録格付業者に関する説明です。

当社からご提供する格付情報につきまして、個別に「無登録格付である旨」をご案内している場合は、以下の説明事項をご確認ください。

1. 登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

2. 無登録の格付会社について

当社が提供する格付情報を付与している格付会社のうち、下記の格付会社グループは金融商品取引法第66条の27に基づく登録を受けておりません。

〔ムーディーズ〕

○格付会社グループの呼称について

ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク(以下「ムーディーズ」と称します。)

○同グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号

ムーディーズ・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第2号)

○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ(ムーディーズ日本語ホームページ(<http://www.moody.co.jp>)の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ)にある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

○信用格付の前提、意義及び限界について

ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。

ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

この情報は、平成29年1月6日現在、信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。

詳しくは上記ムーディーズのホームページをご覧ください。

・無登録格付に関する説明書



〔スタンダード&プアーズ〕

○格付会社グループの呼称について

スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービスズ(以下「S&P」と称します。)

○同グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号

スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第5号)

○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ(<http://www.standardandpoors.co.jp>)の上段「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」(<http://www.standardandpoors.co.jp/unregistered>)に掲載されております。

○信用格付の前提、意義及び限界について

S&Pグローバル・レーティングの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。

信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。

S&Pグローバル・レーティングは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&Pグローバル・レーティングは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

この情報は、平成29年1月6日現在、信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記格付会社のホームページをご覧ください。

〔フィッチ〕

○格付業者グループの呼称等について

格付業者グループの呼称:

フィッチ・レーティングス(以下「フィッチ」といいます。)

グループ内の信用格付業者の名称および登録番号:

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第7号)

○信用格付を付与するために用いる方針および方法の概要に関する情報の入手方法について

フィッチ・レーティングスのホームページ(<http://www.fitchratings.co.jp>)の「規制関連」セクションにある「格付方針等の概要」に掲載されております。

○信用格付の前提、意義および限界について

フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。

フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査および当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。

この情報は、平成29年1月6日現在、信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記フィッチのホームページをご覧ください。