



経済が転換期を迎える中、米国銀行の健全性を検証する

David Jiang, 米国投資適格債クレジット・リサーチ・アナリスト

Alex Bender, 米国投資適格債クレジット・リサーチ・アナリスト

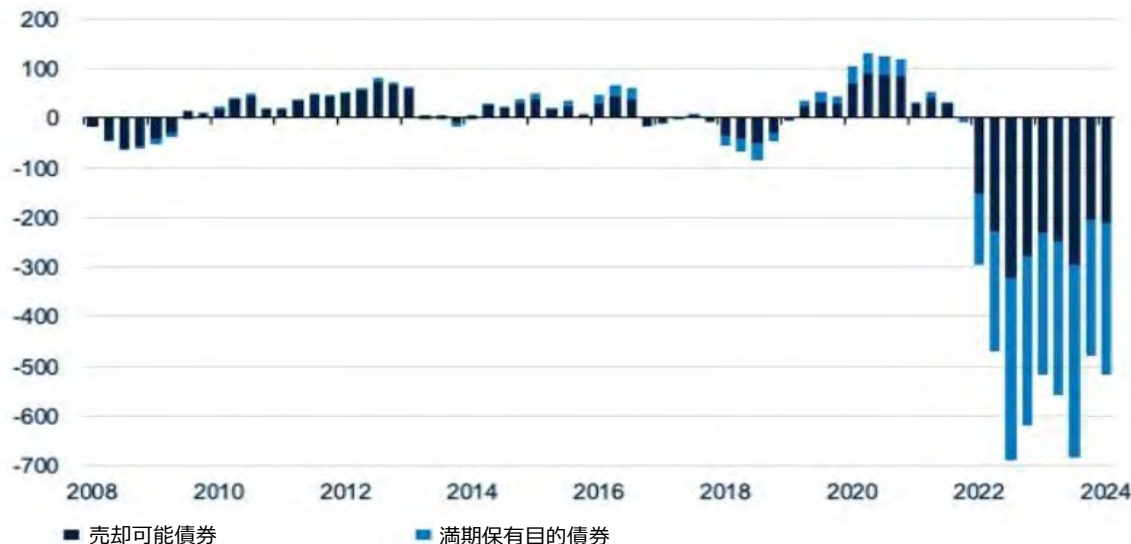
2023 年 3 月、シリコンバレー銀行（SVB）による資産の売却損が報じられると、米国史上最大規模となる取り付け騒ぎが発生し、SVB、シグネチャー銀行、ファースト・リパブリック銀行の 3 つの銀行がわずか数日の間に次々と経営破綻した。こうした一連のパニックにより、不適切なリスク管理、規制当局による不十分な監督、とりわけ保険対象外の預金に依存し特定領域に偏重するビジネスモデルの脆弱性が露呈した。また、グローバルな金融システムには相互関連性があること、および特定の金融システムがストレスに晒された場合には他の金融システムにも急速に波及する可能性があることも浮き彫りとなった。

PGIM フィクスト・インカムでは銀行セクターに対する強気な見方を維持し、この先の景気減速を予想している（PGIM フィクスト・インカムの経済見通しや業種に対する選好については 7 月に発行した「[グローバル債券 2024 年第 3 四半期見通し](#)」を参照）。一連の銀行破綻から 1 年以上が経過し、各銀行の投資ポートフォリオ、流動性や収益の状況を振り返るには適切な時期にあると言えるだろう。銀行セクターの信用ファンダメンタルズは底堅いことに加え、今後の見通しも概ね良好であり、アクティブ運用を行う投資家にとっては個別銘柄選択の投資機会が生じることが期待される。

2023 年初めに発生した銀行危機は、各銀行の投資ポートフォリオにおける多額の含み損が引き金となり、同セクターが金利の急上昇に対して脆弱であることが浮き彫りとなった。こうした損失によって資本は棄損し、これによって預金者はさらなるパニックに陥り、一部の銀行は資産売却を余儀なくされ、最終的には金融危機の伝染リスクにつながった。

米連邦準備制度理事会（FRB）の最近の金融引き締めサイクルにおいて、2021 年 7-9 月期には米国の銀行システムは 290 億米ドルの含み益となっていたが、2023 年 7-9 月期のピーク時には 6,840 億米ドルの含み損に転じた（図 1）。2024 年 1-3 月期の含み損は 5,160 億米ドルと依然として高水準ではあるが、金利環境がより安定する中で債券価格は今後も引き続き上昇すると考えられる。一方で、インフレ鈍化によって利下げの実施が見込まれるほか、資本増強を加速することも可能となる。

図 1：保有する債権の含み益/含み損（10 億米ドル）



出所：連邦預金保険公社、2024 年 5 月現在。

流動性リスク

コロナ禍において銀行預金は大幅に増加した。しかし、FRB が 2022 年初めに金融引き締めサイクルを開始すると、顧客はより高い利回りの金融商品へと資金を振り向けたため、銀行預金は減少に転じた。2023 年の銀行破綻を受けて、多くの銀行は競うように保険対象外の預金者に対する流動性バッファの増強に努めるようになり、投資家の懸念を緩和するために、保険対象外の預金総額を大幅に上回る手元現金を維持した。規制当局と政府が介入して間もなく、預金者の行動はより正常化した（図 2）。

図 2：四半期ごとの預金の動向（10 億米ドル）

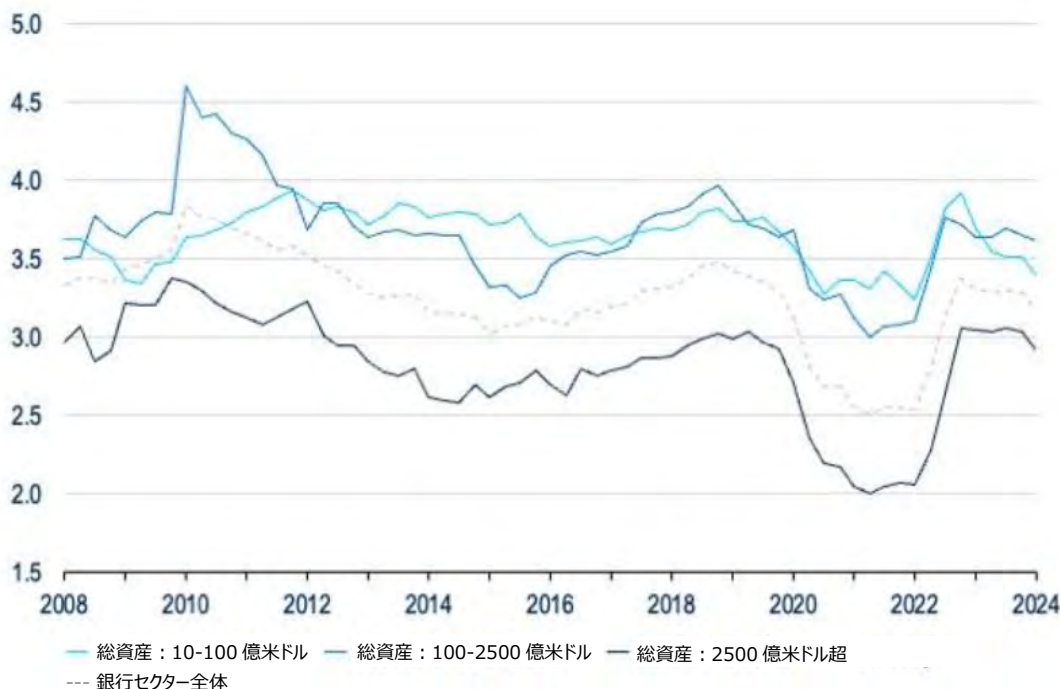


出所：連邦預金保険公社、2024 年 5 月現在。

純金利マージン

こうした流動性対策によって資金調達コストが上昇したことに加え、金利上昇を背景とした預金金利の見直しによって収益性が圧迫され、2024 年上半期まで純金利マージン（NIM）が低下した。それにもかかわらず、自己資本利益率（ROE）は健全な水準を維持しており、長期平均を上回っている。これは、銀行システムの底堅さを示すものであるが、各銀行の業績は大きく異なっており、これを反映して各銀行のスプレッド推移や格付動向も大きく異なっている（図 3）。

図 3：四半期ごとの純利益マージンの推移（%）



出所：連邦預金保険公社、2024 年 5 月現在。

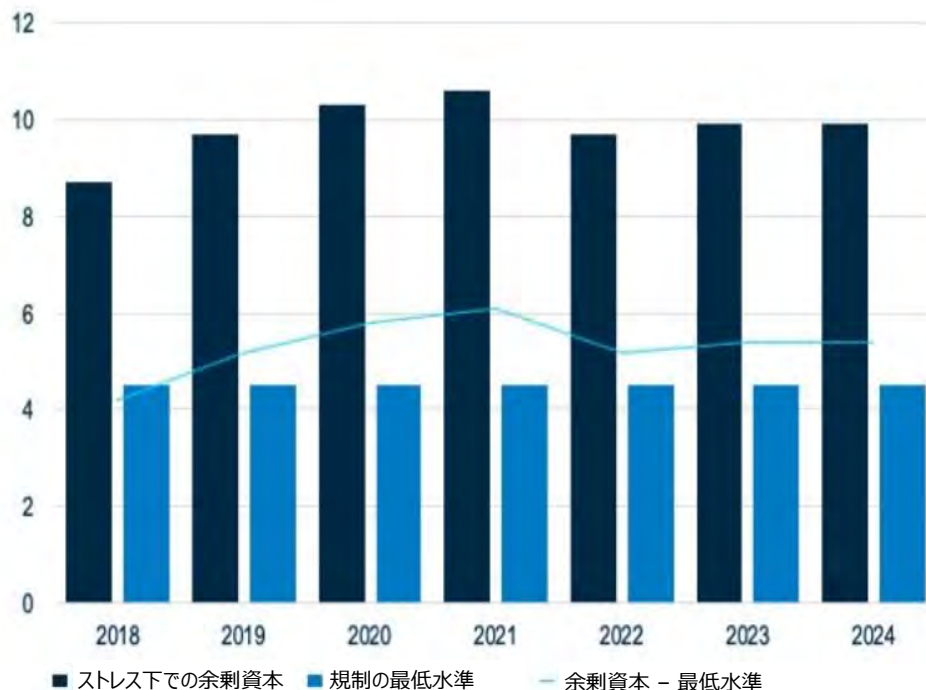
銀行セクターの見通し

銀行セクターにおける収益性の圧迫は終盤を迎えていると我々は考えている。預金金利の上昇に伴うコスト増がピークを打ち、金利が正常化するにつれて、各銀行は固定金利資産の段階的なリプライシングから恩恵を受けると考えられる。これが資金調達におけるコスト増の影響を軽減し、落ち込んだ純金利収入の支援材料になるであろう。

銀行セクター全体でみると、純金利収入は 2024 年に 1 桁台半ばから後半の減少となり、2025 年に再び増加に転じると予想される。業界全体の手数料収入の見通しが改善していることを背景に収益性は向上しており、投資銀行業務の回復と好調な資本市場によって特に大手銀行が大きな恩恵を受けている。

FRB が実施した今年のストレステスト（DFAST）は、総資産 1,000 億米ドル以上の「カテゴリーI」から「カテゴリーIV」までの 4 つのカテゴリに区分される全ての大手銀行を対象としており、各銀行が厳しい環境に直面しても十分な耐性を有していることが今回のテストでも示された。全体として、銀行システムは深刻な損失にも持ち堪えることが可能であり、こうした状況に直面した際には CET1（普通株 Tier1）比率は 9.9%まで低下するものの、これは規制の最低水準である 4.5%を大きく上回ると試算された。なお、今回のストレスチェックの結果は、2023 年とほぼ一致する内容となった（図 4）。

図 4 : ストレスチェック (DFAST) に基づく余剰資本 (%)



出所：米連邦準備制度、2024 年 6 月現在。

DFAST の結果は市場にはあまり大きな影響を及ぼさなくなっているものの、特に信用リスクが高まっているような環境下においてクレジット商品に投資する投資家にとっては、極めて重要な情報になると我々は考えている。と言うのも、DFAST は、カテゴリ IV の基準を上回る銀行とそうでない銀行に対する規制上の主な相違点の 1 つであり、各銀行の資産に関する固有のリスク特性と基礎的な収益力を深く理解することができる。

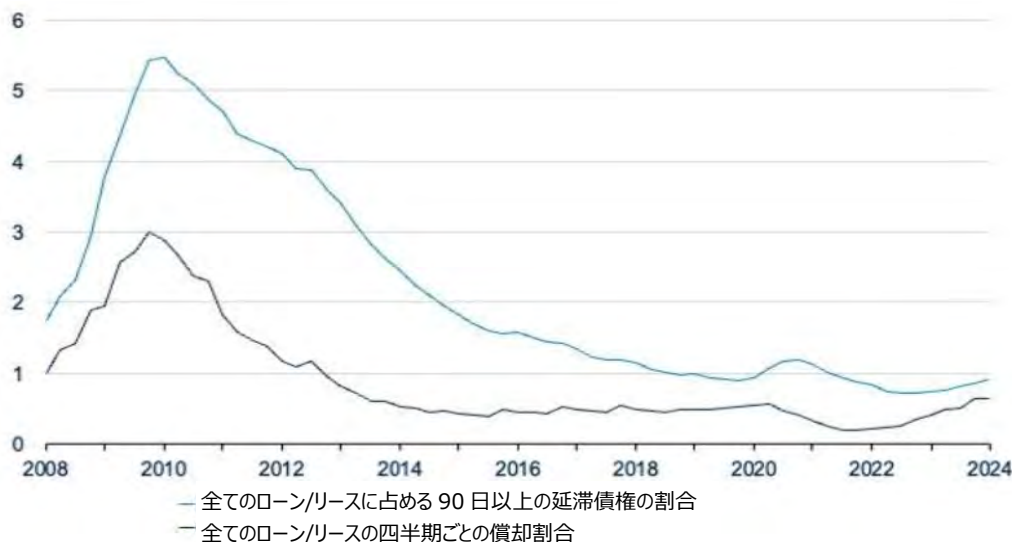
信用リスク

今後に目を向けると、銀行セクターにとって最大のリスクは伝統的な資産の質のサイクルであり、投資家にとっては信用リスクが最大の関心事となる。商業用不動産（CRE）向けローンが引き続き焦点となるが、商工業（C&I）向けローンでも通常とは異なる状況が増加し始めている。我々は、業界のガイダンスとほぼ同様に、管理可能な水準で資産の質が悪化し、一部の CRE とサブプライム消費者ローンの信用リスクが特に高まることを基本シナリオとしている。銀行セクターに対するリスクの多くは、こうした既知の問題以外によってもたらされると考えられ、経済の鈍化および広範な C&I および消費者向けローンにおける圧力の高まりによってリスクがもたらされる可能性がある。

満期予定日が異なることや、ゼロ金利政策下で組成されたローンの借り手の返済能力を踏まえると、CRE のサイクルは長期化すると予想される。CRE のエクスポージャーが限定的な大手銀行は、先手を打って問題のある CRE 向けローンを売却するなどより積極的な対応を行っており、これによって不良債権の償却額が増加傾向にあるものの、歴史的に見れば引き続き健全な水準にある（図 5）。

一方で、多くの銀行は満期償却という形でこうした資産の質の悪化に対処するものと見られ、償還を待つ間に一時的なサプライズがもたらされてスプレッドが拡大する可能性がある。各銀行は、積極的にエクスポージャーの抑制に努める一方で、問題のあるオフィスの CRE 向けローンに対して高い引当金を維持することで、こうしたリスクを軽減している。

図 5：資産の質の推移（％）



出所：連邦預金保険公社、2024 年 5 月現在。

銀行セクターに対する強気な見方を維持し、レバティバリューの投資価値に着目する

銀行業界は、2023 年初めに発生した銀行危機以降は底堅さを示しており、収益性の改善、資本の増強、資産の質が引き続き管理可能な状況にあることを受けて、全体的に見通しは良好であると言える。しかし、信用リスクが最大の関心事である中、引き続きリスクは煽っている。FRB が実施した最近のストレステストが示す通り、銀行業界は厳しい圧力にも持ち堪えようと考えられる一方、アクティブ運用を行う投資家にとっては個別銘柄選択による投資機会が生じると予想される。銀行危機がもたらした長期的な影響（ビジネスモデルの脆弱性、資金調達面における課題、規制を巡る不確実性など）によって、相対価値に注目した投資価値を検討することが引き続き重要となる。こうした中、我々は、多様な収益源や多くの預金者による安定した預金基盤を有し、過度な資産集中を避ける大手銀行の持ち株会社が発行する債券を 선호する。

2023 年 3 月の銀行破綻は、集中型の事業モデルのリスクを改めて浮き彫りにした。これを受けて、我々は資本市場に対するエクスポージャーや卓越した資金調達能力など、堅調な手数料収入が見込める銀行を 선호している。こうした銀行は、企業顧客の定着率を高め、その結果として預金を増やす傾向がある。オフィスや集合住宅のエクスポージャーを含む CRE の集中が注目されているが、レバレッジド・レンディングに対するエクスポージャーの大きさや一部の無担保消費者ローンも注視する必要がある。

銀行持ち株会社の資本構成は、債券保有者にとって債務不履行時の回収において極めて重要な要素となる。地方銀行の持ち株会社が発行する債券は、追加的なスプレッドが上乗せされていることに加え、現行の規制の枠組みでは実際には構造的な劣後性が生じないことから、持ち株会社傘下の銀行が発行する債券よりも選好される。また、金利リスクと慎重な資産・負債の総合管理も重要となる。審議中のバーゼル III 規制では、総資産 1,000 億米ドル超の銀行に対して、保有債券のデューレーションの短期化と経済資本のさらなる積み増しを奨励している。これにより、大手銀行と中小銀行との間の格差がより確実なものとなることから、我々は、より高い資本および流動性に関する基準を遵守し、毎年あるいは隔年で DFAST の対象となるような総資産 1,000 億米ドル超の銀行に対する選好をより強めている。

データの出所(特に断りのない限り)：PGIM フィクスト・インカム、2024 年 8 月 20 日現在。

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本に損失が生じる可能性があります。

留意事項 1

PGIMフィクスト・インカムは、1940年米国投資顧問会社法に基づき米国で登録している投資顧問会社であり、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インク（PFI）の子会社であるPGIMインクを通して事業を行っています。登録投資顧問会社としての登録は、一定の水準またはスキルまたはトレーニングを意味するものではありません。PGIMフィクスト・インカムは、ニュージャージー州ニューアークを本拠とし、以下の拠点を含め世界で事業を展開しています。(i) ロンドン拠点のPGIM Limited.における債券運用部門、(ii) アムステルダム拠点のPGIMネーデルラント B.V.、(iii) 東京拠点のPGIMジャパン株式会社（PGIM Japan）、(iv) 香港拠点のPGIM（香港）における債券運用部門（PGIM Hong Kong）、(v) シンガポール拠点のPGIM（シンガポール）における債券運用部門（PGIM Singapore）。米国のブルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするブルデンシャル社、あるいはM&G plcの子会社であり英国を本拠とするブルデンシャル・アシュアランス・カンパニーとはなんら関係がありません。Prudential、PGIM、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものでもありません。これらの情報を提供するに当たってPGIMはお客様に対して、受託者としての役割を果たしているものではありません。特定の投資ニーズに関する情報が必要なお客様は、金融の専門家にお問い合わせください。本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、および意見について示したものです。本資料を当初の配布先以外の方（当初の配布先の投資アドバイザーを含む）に配布することは認められておりません。またPGIMフィクスト・インカムの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたします。本資料に記載されている情報は、現時点でPGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した情報源から入手したものです。その情報の正確性、完全性、および情報が変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、現時点（または本資料に記載したそれ以前の日付）における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIMフィクスト・インカムは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示黙示を問わず何ら保証または表明するものでなく、誤謬についての責任を負うものでもありません。**すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。どのようなリスク管理技術も、いかなる市場環境においてもリスクを最小化または解消できることを保証することはできません。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。投資は損失となることがあります。本資料に記載されている情報や本資料から導出した情報を利用したことにより（直接的、間接的、または派生的に）被り得るいかなる損失についても、一切責任を負いません。PGIMフィクスト・インカムおよびその関係会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。**

本資料はそれぞれのお客様の置かれている状況、投資目的、あるいはニーズを考慮しておりません。また、特定のお客様もしくは見込み客に対して特定の証券、金融商品、または投資戦略を推奨するものでもありません。いかなる証券、金融商品、または投資戦略についても、これらが特定のお客様もしくは見込み客にとって適切であるかどうかに関する決定は下しておりません。本資料に記載された証券または金融商品についてのご判断はご自身で行ってください。

利益相反：PGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社が、本資料で言及した有価証券の発行体との間で、投資顧問契約や他の取引関係を結ぶ可能性があります。時にはPGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社や役員が、本資料で言及した有価証券や金融商品をロングもしくはショートするポジションを保有する可能性、およびそれらの有価証券や金融商品を売買する可能性があります。PGIMフィクスト・インカムの関連会社が、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行することがあります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料作成者以外のPGIMフィクスト・インカムの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見を、口頭もしくは書面でPGIMフィクスト・インカムのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。利益相反もしくはそのおそれについて、詳しくはPGIMフィクスト・インカムのフォーム ADV第2A 部をご覧ください。

英国では、PGIM インクの間接子会社である PGIM リミテッドがプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIM リミテッドの登記上の所在地は以下の通りです：Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR. PGIM リミテッドは、英国の金融行動監督庁(FCA)の認可および規制を受けています。(企業参照番号：193418) **欧州経済領域 (EEA)** では、PGIM ネーデルラント B.V. がプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIM ネーデルラント B.V.は、オランダ金融市場庁(Autoriteit Financiële Markten - AFM)によりオランダで認可を受けており、欧州パスポートに基づいてサービスを提供しています。特定の EEA 諸国では、それが認められる場合には、英国の EU 離脱後の一時的な許可取決めにに基づき、PGIM リミテッドが利用できる規定、免除またはライセンスに従って、プロの投資家に対して情報提供を行います。これらの資料は、PGIM リミテッドまたは PGIM ネーデルラント B.V.によって、FCA の規則が定めるプロの投資家、および/または第 2 次金融商品市場指令 2014/65/EU (MiFID II)で定義されているプロの投資家に対して情報提供されるものです。アジア太平洋地域の一部の国では、シンガポール金融管理局 (MAS) に登録、認可を受けているシンガポールの資産運用会社 PGIM (シンガポール) Pte.Ltd.が情報を提供しています。**日本**では、日本の金融庁に投資顧問会社として登録している PGIM ジャパン株式会社が情報を提供しています。**韓国**では、投資顧問サービスのライセンスを有する PGIM インクが直接韓国の投資家に情報提供を行っています。**香港**では、香港の証券・先物取引監察委員会の規制対象企業である PGIM (香港) リミテッドの担当者が証券先物条例の第一項第一条で定義されている適格機関投資家に対して情報の提供をしています。一部の投資運用サービスは、上記に挙げられている会社の関係会社であり、米国投資顧問会社法に基づき米国で登録されている PGIM インクに委託されることがあります。**オーストラリア**では、PGIM (オーストラリア) Pty Ltd. (PGIM オーストラリア)が、(豪州 2001 年会社法で定義されている) 販売会社に対して情報を提供しています。PGIM オーストラリアは PGIM リミテッドの代理人であり、PGIM リミテッドは金融サービスに関して豪州 2001 年会社法により必要とされる豪州金融サービス・ライセンスの取得が免除されています。PGIM リミテッドは英国法に基づき FCA の監督下であり (登録番号：193418)、オーストラリア証券投資委員会のクラス・オーダー 03/1009 が適用されるためです。なお、英国法はオーストラリア法と異なります。**南アフリカ**では、PGIM インクが金融サービス・プロバイダーとして認可を受けています。

(ライセンス番号：49012) **カナダ**では、情報開示基準である NI 31-103 における国際アドバイザー登録の免除に従い、PGIM インクは次の事項について通知しています。(1) PGIM インクはカナダにおいて登録されおらず、NI 31-103 に基づくアドバイザー登録要件の免除に依存しています。(2) PGIM インクの所在地は米国ニュージャージー州です。(3) PGIM インクはカナダ国外に所在しており、全部または実質的に大部分の資産がカナダ国外にある可能性があるため、法的権利を行使することが困難な場合があります。(4) カナダ各州における PGIM インクの手続きの代理人の氏名および住所は次の通りです。**ケベック州**：Borden Ladner Gervais LLP, 1000 de La Gauchetière Street West, Suite 900 Montréal, QC H3B 5H4、**ブリティッシュコロンビア州**：Borden Ladner Gervais LLP, 1200 Waterfront Centre, 200 Burrard Street, Vancouver, BC V7X 1T2、**オンタリオ州**：Borden Ladner Gervais LLP, 22 Adelaide Street West, Suite 3400, Toronto, ON M5H 4E3、**ノバスコシア州**：Cox & Palmer, Q.C., 1100 Purdy's Wharf Tower One, 1959 Upper Water Street, P.O. Box 2380 - Stn Central RPO, Halifax, NS B3J 3E5、**アルバータ州**：Borden Ladner Gervais LLP, 530 Third Avenue S.W., Calgary, AB T2P R3.

© 2024 PFI and its related entities.
2024-6530

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本に損失が生じる可能性があります。

留意事項 2

本資料に記載の内容は、PGIM フィクスト・インカムが作成した"U.S. Bank Update Amid an Economic Turn"をPGIMジャパン株式会社が翻訳の上でレポートにしたものです。原文（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文（英語版）の内容が優先します。PGIMフィクスト・インカムは、米国SEC の登録投資顧問会社であるPGIM インクのパブリック債券運用部門です。

本資料は、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

本資料は、当グループの資産運用ビジネスに関する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、本案内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。

本資料に記載されている市場動向等は現時点での見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。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。

本資料で言及されている個別銘柄は例示のみを目的とするものであり、特定の個別銘柄への投資を推奨するものではありません。

本資料に掲載された各インデックスに関する知的財産権及びその他の一切の権利は、各インデックスの開発、算出、公表を行う各社に帰属します。

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。

PGIMジャパン株式会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・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国プルデンシャル社とはなんら関係がありません。

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：一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

PGIMJ111358

3829011-20240902