

チーフ・アナリスト  
大槻 奈那

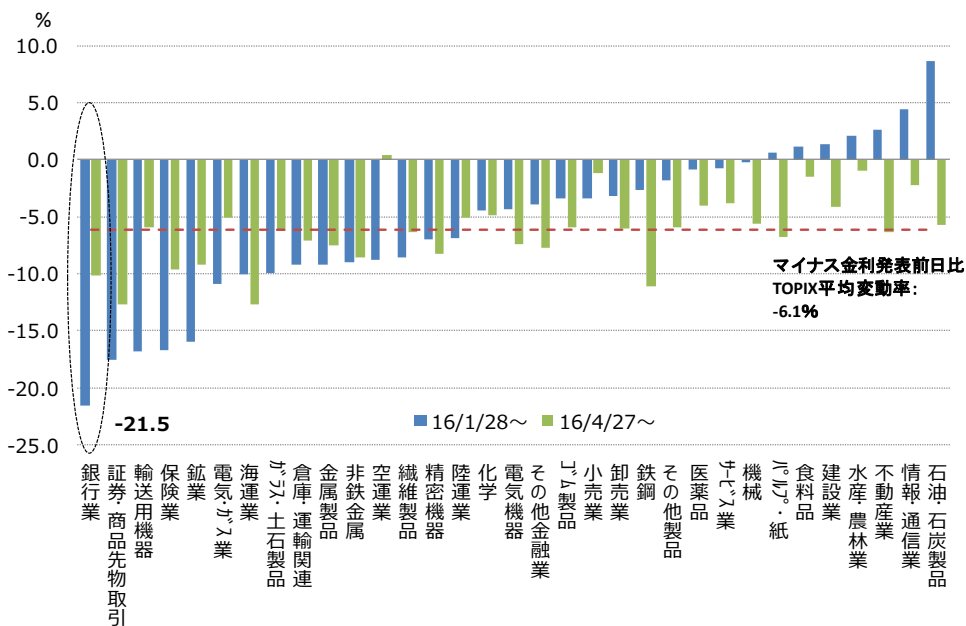
マネックス証券株式会社  
www.monex.co.jp

### マイナス金利下の銀行決算見通し: 高配当狙いの投資機会を検証

今週は、16年3月期の企業決算発表が集中している。なかでも5月13日金曜日は東証上場のうち940社もの決算発表が予定されている。

銀行セクターの決算発表も今週ピークを迎える。株価は日銀の4月28日の追加緩和期待空振り後下落し、その後やや持ち直しているものの、依然として、1月末以降の下落率は全セクター中最大となっている(図表1。16/5/9終値ベース)。

図表1: 金融政策決定会合前日比セクター別株価変動率



(出所) Bloombergよりマネックス証券作成

今後についてはどうか。銀行株価や収益に影響を与える Tibor は、日銀が初めて実質ゼロ金利下で量的緩和を導入した2001年以来の低水準となっている(図表2)。今後も追加緩和の思惑で下落リスクが払拭できない上、高止まりの短期プライムレートについても、徐々に引き下げ圧力が高まる可能性がある。しかも、日銀当座預金のマイナス金利回避のため、貸出競争はより熾烈になるだろう。

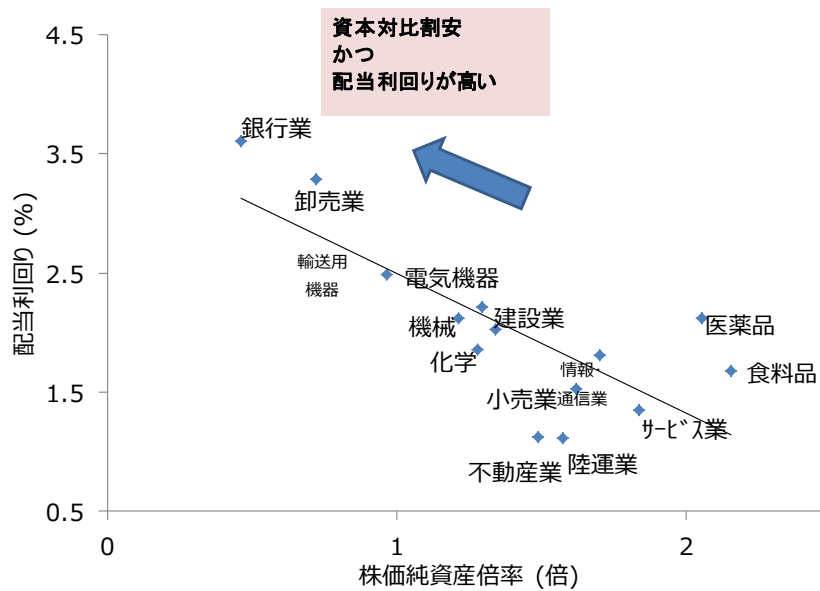
図表 2 : 銀行各種基準金利 v s 銀行株価



(出所) Bloombergよりマネックス証券作成

一方、以前にもレポートした通り、銀行セクターは主要セクターの中で最も配当利回りが高く、資本に対して割安となっている(図表 3)。厳しい経営環境ではあるが、これらの悪材料も既に市場には相当程度織り込まれているとみられる。もし、想定以上の利益下振れがないなら、良好な投資機会となろう。今後の収益動向について、今回の決算と、同時に発表される 17/3 期の会社計画について、チェックすべきポイントをまとめた。

図表3：主要業種の株価純資産倍率 (PBR) vs 配当利回り



(出所) Bloombergよりマネックス証券作成

16/3 期、17/3 期の決算発表と予想のチェックポイント

図表4：16/3期、17/3期決算の方向性

注目点	前期比の方向性		17/3期のポイント
	16/3期	17/3期	
① 利鞘	↓ (平均：-8bp)	↓↓	マイナス金利導入の影響が貸出金利に徐々に反映 国内の増加は若干加速、だが海外は、貸出額自体が大きくなっているため比率としては横ばいか鈍化か 株式市場の勢い鈍り、顧客の投資意欲はやや減退 低金利が短期的には債券運用にプラスに AI等の機械化関連、海外等の投資が活発化 コーポレート・ガバナンス強化で引き続きコンスタントに処分継続。しかし、相場環境から益出し額の上乗せは難しい 過去数年続いた戻し入れ益がなくなり、かつ、海外リスクが上昇
② 貸出	↑ (前年比+2~3%)	↗	
手数料	→	→	
運用	↑	↗	
経費	↗	↗	
政策株式売却益	↗	↘	
与信費用(ネット)	↑	↑	
当期利益	→	↘	
③ 配当性向	→	↗	

↑ 上昇、下落 → 横ばい ↗ 微増、微減

出所：マネックス証券作成

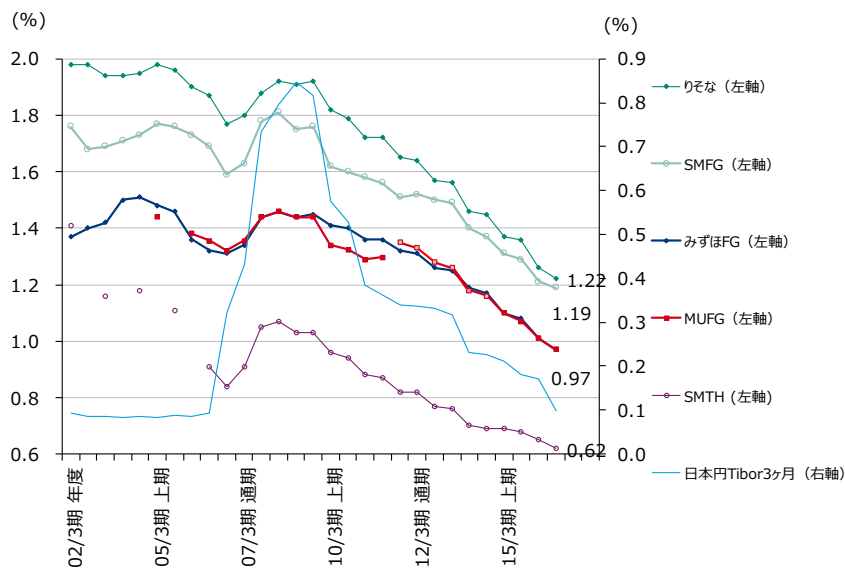
### チェックポイント①：預貸利鞘の下落予想幅は楽観的でないか

銀行の貸出業務においては、小売業等の“売上単価”に当たるのが利鞘で、“売上数量”に当たるのが貸出額である。経費や貸倒費用等を賄うには、数量も大事ではあるが、単価が下がらないことがより望ましい。しかし、マイナス金利下では、利鞘は下落が既定路線である。注目すべきは、今期の下落幅がどの程度で収まると銀行が予想しているのかである。これは、計画収益の楽観度を測る上で特に重要だ。

我々の16/3期の利鞘下落幅予想は、大手・地銀の平均で8bp(0.08%)強程度と、前年度の下落幅とほぼ同等だが(図表5)、これは、国内貸出収益の5-8%の押し下げ要因となっている。

問題は17/3期である。1月以降のTibor下落幅の影響が17/3期に徐々に顕在化するので、利鞘は10bp程度下落する可能性がある。因みに、前回Tiborが急落した11/3期には銀行の利鞘は平均10bp強下落した。今回もし同じくらい利鞘が下落したら、下落率は8~10%に上る計算になる。銀行によって、利鞘の厚い貸出を増やすなどの施策を打つので一概には言えないが、特段の施策も示されることなく利鞘が前年度程度かそれ以下しか下がらないような計画になっている場合、利益計画比未達となるリスクが高まるだろう。

図表5：大手銀行の利鞘と政策金利の推移（単体、国内）

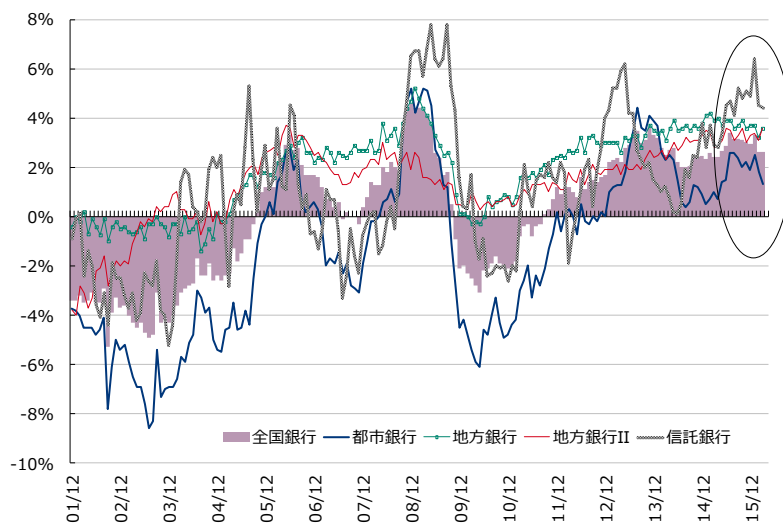


(出所) 会社資料、日本銀行よりマネックス証券作成

**チェックポイント②：貸出増加率と拡大分野～過度な集中と海外資金調達余力に注意**

3月末の前年同期比の貸出増加率は全国銀行平均で2.6%程度と、ペースは緩やかである（図表6）。これに対して、17/3期に各行がどの程度の貸出拡大にコミットメントするのかを今期の計画値から読み取りたい。

図表6：業態別前年同期比貸出増減

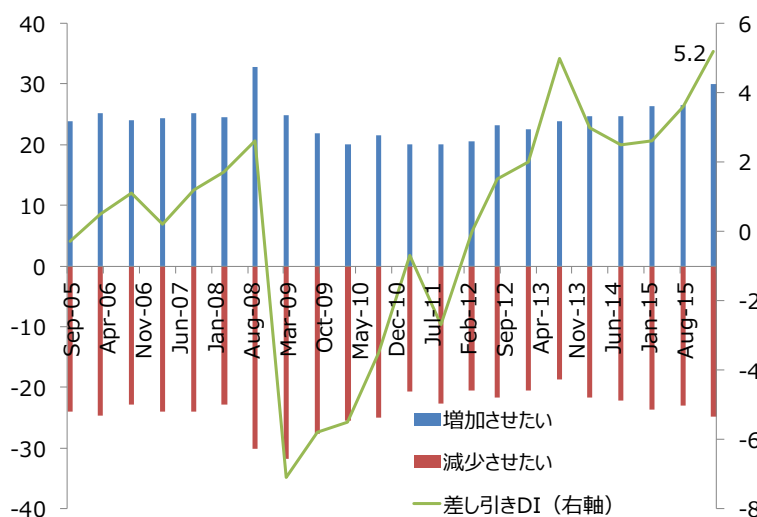


(出所) 全国銀行協会データよりマネックス証券作成

17/3 期は、3つの分野で拡大の余地がある。第一に不動産関連。マイナス金利の影響で、住宅ローンの需要が強い。特に目立つのは借り換えの申込みだが、地銀では、新規の申込み件数もペースが上がってきた模様である。また、住宅一件当たりの価格も上昇していることから、件数以上に貸出金額が増加する可能性もある。

企業の不動産投資意欲も高まっている。国土交通省の2月調査によれば、今後1年程度で不動産取得を拡大させたいとする企業数から減少させたいとする企業数を引いた差額はデータが見られる03年以降で最高となっている（図表7）。

図表7：今後1年間における自社利用の土地・建物の増加意向と減少意向

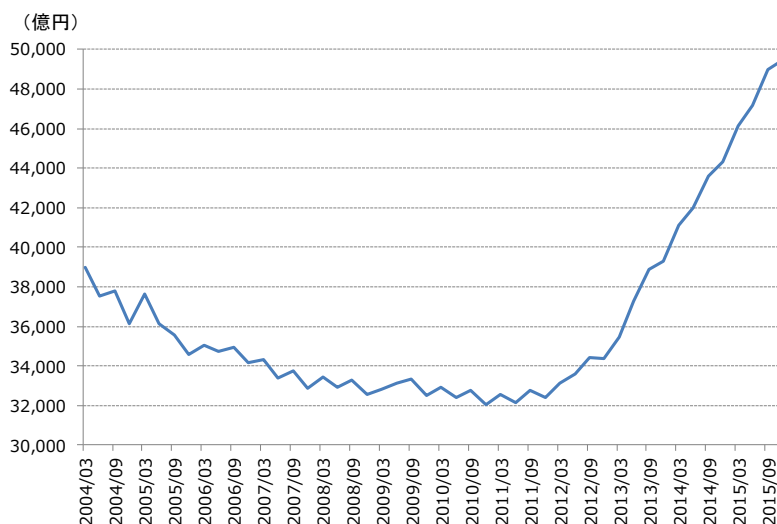


(出所) 国土交通省資料よりマネックス証券作成

但し、近年不動産貸出の活発化が目立つだけに、この分野に過度に依存していないかどうかを確認する必要があるだろう。

第二に個人向け無担保貸出である。これも貸出金利は市場金利の影響をさほど受けなため、一層活発化すると思われる（図表8）。銀行によっては、二桁%の増加率も珍しくはないとみられる。市場規模はまだ小さいが、利鞘が3~10%程度と平均貸出金利の3~10倍もあるため利益貢献も無視できない。但し、競争も激しくなっていることから、この分野も中長期的には利鞘低下の聖域というわけではない。

図表8：銀行のカードローン等の貸出



(出所) Bloombergよりマネックス証券作成

三番目は海外の貸出である。前年度比円高になっていることも響くため、前年ほどの伸びは期待できないだろう（前年度は大手行で7～10%強増加の計画だった）。それでも17/3期の計画も、+6～10%程度には設定されると思われる。但し、残高が大きくなるにつれて資金調達も厳しくなっており、将来的には外貨調達に関する規制も厳格化される。このため、貸出計画が外貨調達力に合致しているかどうかを十分チェックする必要があるだろう。

### チェックポイント③：株主還元策～減配は極めて考えにくい。自己株取得に注目

16/3期の配当については、現在の会社予想を引き下げる銀行はまずありえないだろう（図表9）。17/3期についても、減益予想の銀行も含め、殆どの銀行が一株当たり配当額は維持するだろう。近年配当が引き下げられたのはリーマンショック直後くらいであり、マイナス金利導入は、銀行収益にとって痛いですがそこまで大きなショックイベントではない。資本も当時に比べてはるかに厚い。

但し、減益で配当を維持する場合、配当性向が銀行の示す目標水準以上に上昇してしまう可能性がある。配当性向の上振れをどこまで許容するかは確認する必要があるだろう。

また、これまでも自己株取得を行ってきたMUFGや一部地銀については、17/3期も自己株取得を継続する可能性が高いと思われるものの、金額は利益や資本の見込み次第であることから、会社の方針発表に注目したい。

図表9：主要銀行の株主還元実績

東証コード	銀行（グループ）名	予想配当額	配当性向	配当利回り	自己株取得
8306	MUFG	18	26%	3.6%	2000億円
8316	SMFG	150	28%	4.6%	
8411	みずほFG	7.5	30%	4.7%	
8308	りそなHD	17	24%	4.5%	
8309	SMTB	13	29%	4.0%	100億円
8331	千葉銀行	14	21%	2.6%	99億円
8354	ふくおかFG	13	26%	3.7%	
7186	コンコルディア（17/3 期計画）	14	NA（50%程 度を目標）	2.8%	
8333	常陽銀行（16/10月 よりめぶきFG）	13	30%	3.5%	
8369	京都銀行	12	21%	1.7%	

注）配当は16/3期会社計画（対連結利益）、配当利回りは16/5/9の株価、自己株取得は実績値

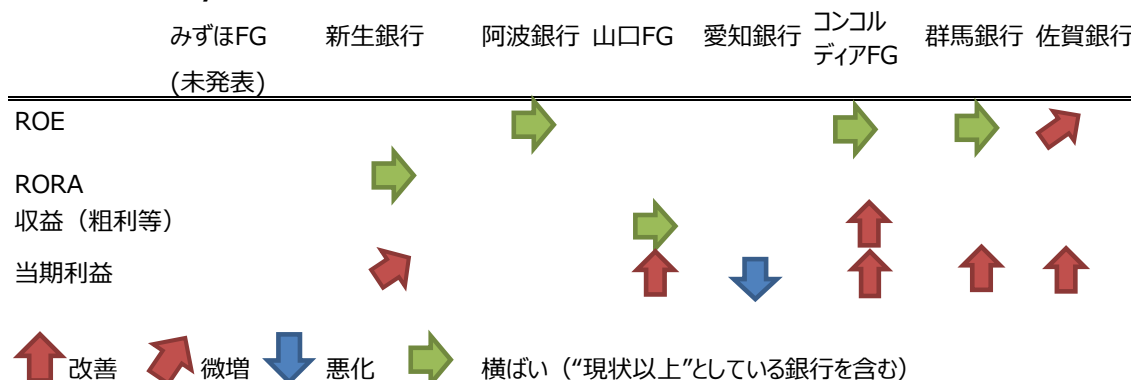
出所：各行資料よりマネックス証券作成

**チェックポイント④：新中期経営計画の前提条件。金利等のシナリオが楽観的なら未達リスクも**

今期は、マイナス金利導入後初めての中期経営計画スタートの年度となることから、各行が将来の利鞘をどう想定するのか、収益構成をどのように考えるのか、経費をどう圧縮するのか、再編や異業種買収等の抜本的な改革の意欲はあるのか等の様々な点に注目したい。

既に計画の概要を開示している銀行については、当期利益は上昇、ROE（株主資本利益率）やRORA（リスク資産に対する利益率）は横ばい程度としている銀行が多いが（図表10）、今後更に多くの銀行の中期経営計画が発表になる予定である。マイナス金利の影響をどこまで加味しているかは銀行によりばらつきが生じる可能性が高く、それらの前提条件次第では計画が未達となるリスクがある。また、株主還元は総じて拡充の方向と思われるものの、規制強化も見込まれることから、各銀行がどの程度の還元率を想定するのかにも注目したい。

図表10：17/3期に開始した中期経営計画目標の方向性



出所：各行資料からマネックス証券作成



### まとめ

17/3 期は減益かせいぜい横ばいの利益計画を提示する銀行が多いだろう。しかし焦点はむしろ、17/3 期の利益が「底」になり、18/3 期から回復軌道に乗せられるかどうか、それに向けた施策が今期中に打たれるかどうかである。マイナス金利が当面続くと想定される中、18/3 期以降の早い時期に減益が止まるような施策が早い段階で示されるなら、現在の配当利回りやバリュエーションから投資妙味は十分にあるだろう。

#### ご留意いただきたい事項

マネックス証券（以下当社）は、本レポートの内容につきその正確性や完全性について意見を表明し、また保証するものではありません。記載した情報、予想および判断は有価証券の購入、売却、デリバティブ取引、その他の取引を推奨し、勧誘するものではありません。当社が有価証券の価格の上昇又は下落について断定的判断を提供することはありません。

本レポートに掲載される内容は、コメント執筆時における筆者の見解・予測であり、当社の意見や予測をあらわすものではありません。また、提供する情報等は作成時現在ののものであり、今後予告なしに変更又は削除されることがございます。

当画面でご案内している内容は、当社でお取扱している商品・サービス等に関連する場合がありますが、投資判断の参考となる情報の提供を目的としており、投資勧誘を目的として作成したものではありません。

当社は本レポートの内容に依拠してお客様が取った行動の結果に対し責任を負うものではありません。投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断と責任でなさるようお願いいたします。

本レポートの内容に関する一切の権利は当社にありますので、当社の事前の書面による了解なしに転用・複製・配布することはできません。

当社でお取引いただく際は、所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。お取引いただく各商品等には価格の変動・金利の変動・為替の変動等により、投資元本を割り込み、損失が生じるおそれがあります。また、発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込み、損失が生じるおそれがあります。信用取引、先物・オプション取引、外国為替証拠金取引をご利用いただく場合は、所定の保証金・証拠金をあらかじめいただく場合がございます。これらの取引には差し入れた保証金・証拠金（当初元本）を上回る損失が生じるおそれがあります。

なお、各商品毎の手数料等およびリスクなどの重要事項については、「[リスク・手数料などの重要事項に関する説明](#)」をよくお読みいただき、銘柄の選択、投資の最終決定は、ご自身のご判断で行ってください。

マネックス証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第165号  
加入協会：日本証券業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会