

チーフ・アナリスト
大槻 奈那

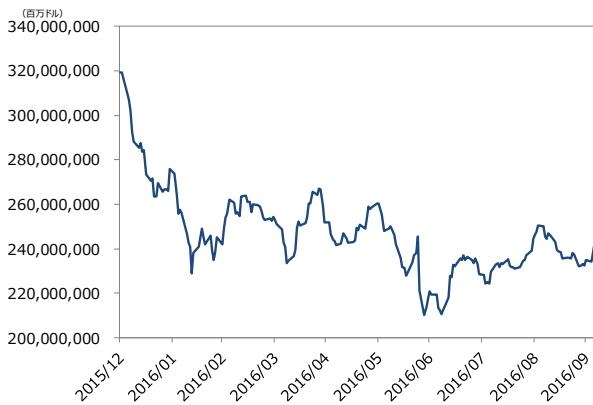
マネックス証券株式会社
www.monex.co.jp

ドイツ銀行と他行への波及：株価底打ちも、抜本的な改善には時間

今週はドイツ銀行の米司法当局への支払いが安く済むとの報道から銀行の株価が回復した(図表1、図表2)。10月6日には、IMFも早期の和解を促しており、金額はどうか、この司法問題は収束間近と予想される。

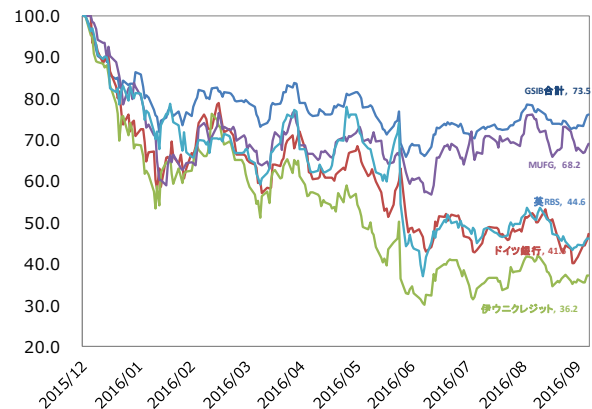
それでも、世界の大手行の株価純資産倍率(PBR)は、資本力の強い米銀と北欧の銀行という健全5行を除き、すべて1倍を割っている(図表3)。不安が一服した現在、世界の金融機関の株式や債券は投資好機と言えるのか。

図表1：G-SIBsの時価総額の推移



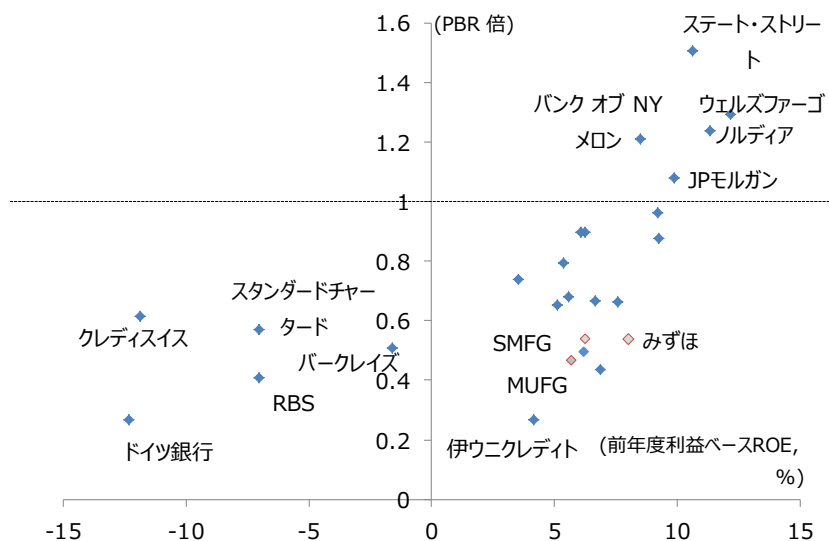
(出所) Bloombergデータよりマネックス証券作成

図表2：金融株の時価総額の推移(15年末=100)



(出所) Bloombergデータよりマネックス証券作成

図表3：世界の大手行の株価純資産倍率(PBR)



(出所) Bloombergデータよりマネックス証券作成。世界の大手行=G-SIBS (Global Systemically Important Banks)。但し、中国の銀行を除いている。16/10/05時点

ドイツ銀行の問題は、今回の司法問題で改めてハイライトされたものの、本質的には収益力と財務力の問題である。収益環境が改善するか、資本比率を引き上げない限り、抜本的な解決にはならないだろう。特に、金融危機後に世界の大手行が発行した「CoCo(ココ)債 (Contingent Convertible Bond、偶発転換社債)」(概要を後述、[図表 14](#)に記載)に関わるリスクは何らかの費用発生の際に再燃することになるだろう。以下にドイツ銀行の課題とそのリスクの影響を解説する。

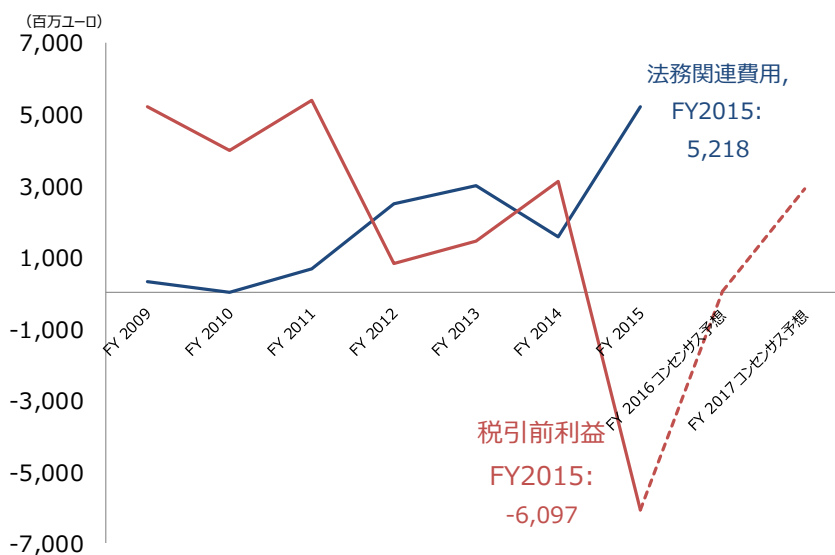
世界の金融株の連動性の高さは他の業界の比ではない。日々、巨額の銀行間取引が行われており、ある1行の調達コストの上昇は業界全体に波及しうるためである。金融業界では、ライバル会社のリスクは、市場シェアを奪える等の好機ではなく、むしろ“一蓮托生”的である。特にドイツ銀行の不安は世界の金融機関に影響を与えやすいと、IMFは6月のレポートで指摘している([図表 11](#)、[12](#)参照)。

投資対象としては、様々な外部要因で相対優位にある米銀がベターであるが、それ以外の金融機関については、株・債券ともに、依然慎重スタンスで臨みたい(地域別の相対的な優先度を[図表 13](#)に記載)。当面の注目イベントは、ドイツ銀行の米司法当局への支払い額決定(時期未定)、欧州各行の9月期決算発表(ドイツ銀行 や英主要行 10/27、モンテパスキ 10/28)、イタリア憲法改正に関わる国民投票(12/4)などである。

ドイツ銀行の課題 1：法務関係費用のリスク

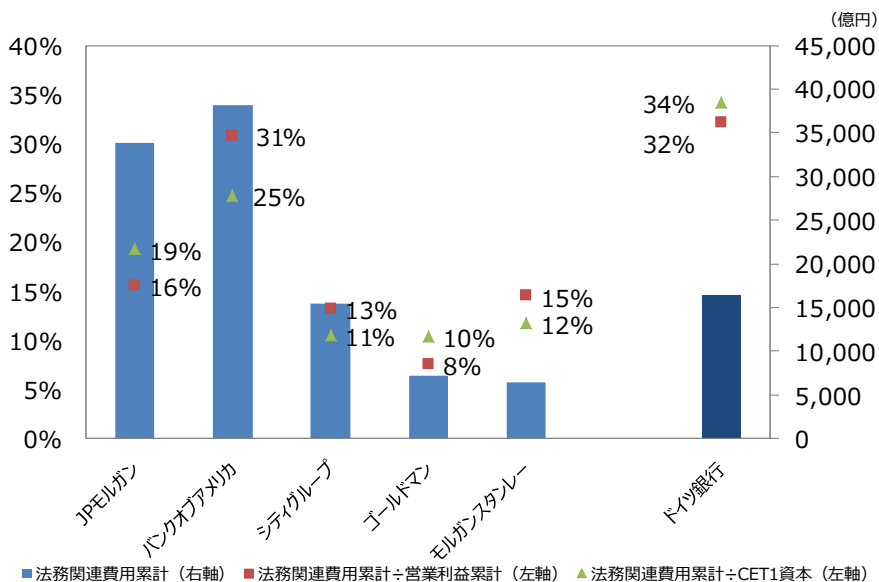
ドイツ銀行は、住宅ローン担保証券の販売に関する米司法当局に対する支払額を1.4兆円(140億ドル)から半分以下の5,400億円(54億ドル)程度に節約できる可能性が高まってきた。これなら、ドイツ銀行が金融危機後昨年までに計上してきた法務関連費用累計額約1.6兆円や(図表4)、累計で1行当り3~4兆円規模の費用を計上してきた米国大手行と比較してもさほど突出した金額ではない(図表5)。しかし問題は、これらの費用が利益や資本と比較して重たいという点である。では、ドイツ銀行の利益と資本にはどんな課題があるのか。

図表4：ドイツ銀行：利益 v s 法務関連費用



(出所) Bloombergデータよりマネックス証券作成

図表5：米銀及びドイツ銀行の法務関連費用累計 (2009年～15年)



(出所) Bloombergデータよりマネックス証券作成。

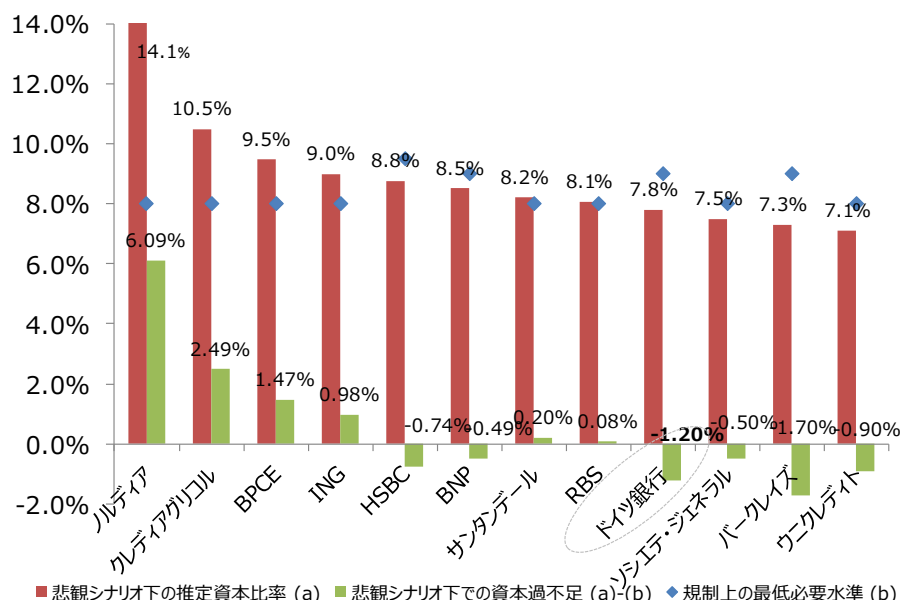
実際に支払った金額ではなく、引当金計上も含め、法務関係費用として計上した金額。費用と利益は09～15年度の累計、CET資本 = 普通株式等Tier 1(Common Equity Tier1)比率で、15年度末時点

ドイツ銀行の課題 2：脆弱な資本

ドイツ銀行の資本比率を、二つの側面から見てみたい。いずれの側面からも課題が多く、今回の司法関連費用の問題がなかったとしても、資産圧縮や資本増強が早期回復への近道と思われる。

一つめは、現在の規制の中心になっている「普通株式等 Tier1 比率 (CET1 比率)」である。7月に発表された欧州のストレステストの結果、悲観シナリオ下でのドイツ銀行の資本比率は、9%の最低所要比率に対して1.2%ポイント不足する。これはバークレイズの1.7%ポイントの不足に次いで大きい(図表6)。

図表6：欧州大手行のストレステスト結果

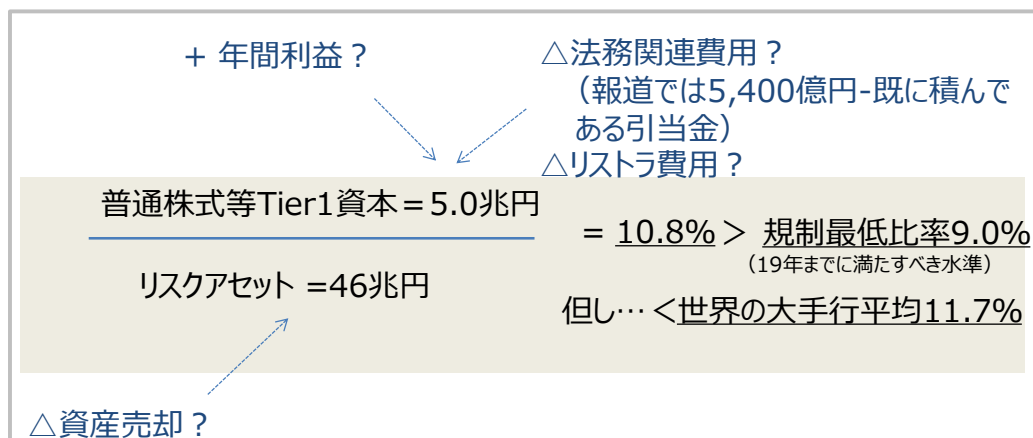


(出所) EBAデータよりマネックス証券作成。。ストレステストは、15/12月末の資本を基準としている。資本比率は、完全施行ベースのCET比率という最も厳しい基準による。大手行の最低必要資本比率は、BISによって各行別に異なる水準が8~9.5%の間で設定されている

このストレステストには、今後の法務関連費用は含まれていない。この影響度を試算すると以下の通りとなる。

ドイツ銀行の資本比率の分子は、約5.0兆円で、分母のリスクアセットは約46兆円程度(=€402billion 因みに邦銀で近い規模のところがないが、みずほの62兆円や三井住友トラストの18兆円の間)。資本は約5.0兆円(€43billion)で、比率は10.8%となっている(図表7)。

図表7：ドイツ銀行グループの現在の資本比率（CET1）と今後の動き



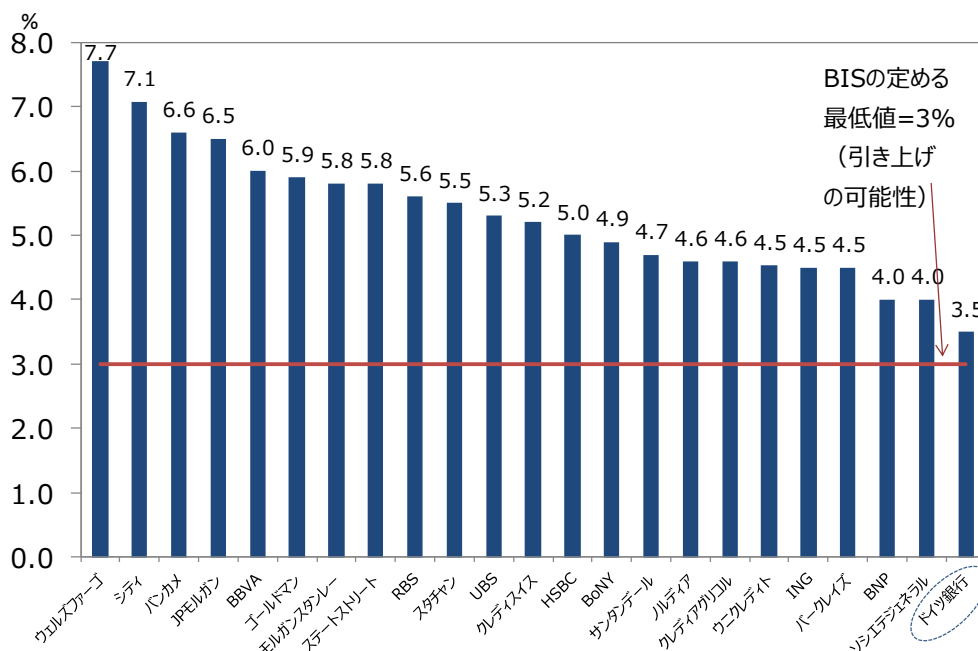
（出所）会社資料、報道等よりマネックス証券作成。世界の平均は15/12月、それ以外は16/6月時点。€ 1 = 114円で計算

規制当局がドイツ銀行に求める最低比率は9%であるが（今はまだ移行期間で、完全施行は2019年）、世界の大手行の平均は15年12月末時点で、既に11.7%とドイツ銀行より遥かに高くなっている。

規制上の最低比率を割り込むと、業務が制限される事態となるが、その可能性はあるだろうか。今後の利益等も考慮すれば、追加法務関係費用がおよそ1.7兆円を超えない限り、恐らく規制最低比率を本当に下回ってしまうという事態は生じないだろう。

しかし、資本の問題はこれだけではない。金融危機後に新たにBISが策定したレバレッジ比率がより深刻だ。この指標では、ドイツ銀行は、世界の大手行の中で最低レベルとなっている（図表8）。現在この規制上の最低比率は試験的に3%とされているが、BISは2017年に引き上げを決める可能性がある。仮に最低比率が4%に引き上げられた場合、ドイツ銀行を含むいくつかの銀行は、決められた期間内に何らかの形で比率を引き上げなければならない。レバレッジ比率の分母は調整後総資産であるため、調整後総資産160兆円のドイツ銀行の場合、0.5%ポイントの不足につき8,000億円規模の資本が必要になる計算である。

図表8：世界の大手行のレバレッジ比率



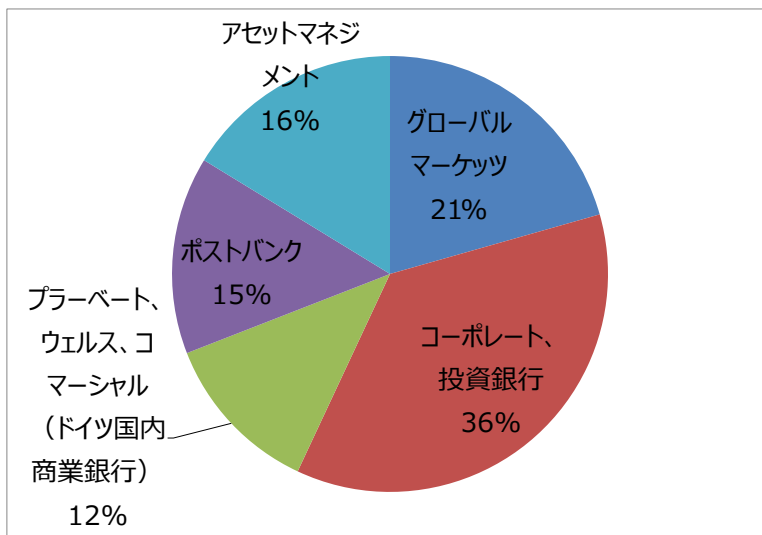
(出所) Bloombergデータよりマネックス証券作成。各年度末基準。完全実施ベース。対象は、日本と中国を除く「世界のシステムにとって重要な銀行」(G-SIBs)

ドイツ銀行の課題3：収益に逆風吹き荒れる

国内は構造問題にマイナス金利が拍車

ドイツ銀行の収益構造は、国内の商業銀行の割合が12%と非常に低いのが特徴である(図表9)。これに対し、トレーディングと法人営業が合算で57%を占める。資産運用管理や郵便貯金のウェイトが増えているものの、依然収益のボラティリティが高い事業モデルである。

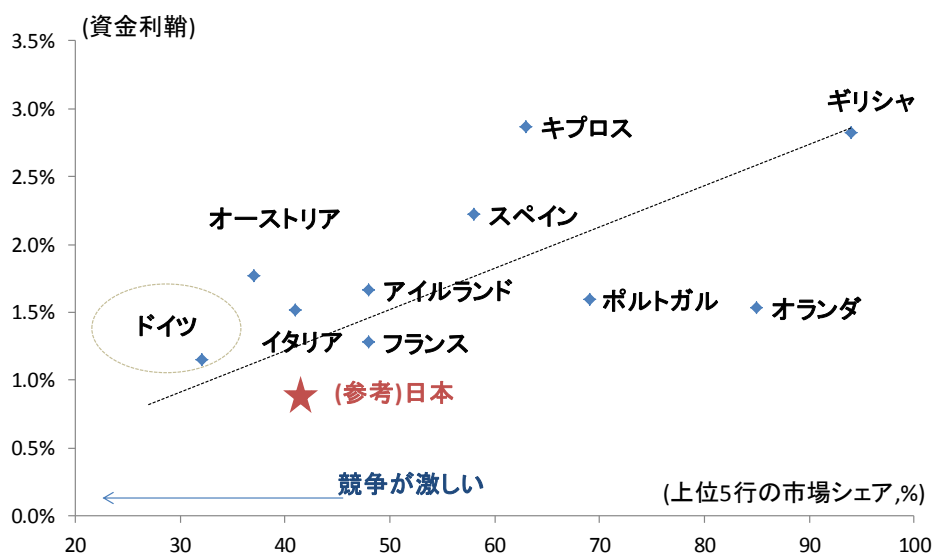
図表9：ドイツ銀行：2015年上期税引前利益内訳



(出所) 銀行資料よりマネックス証券作成

割合は小さいとはいえ、国内商業銀行業務は本丸である。しかしこの分野では、過当競争にマイナス金利が拍車をかける。欧州の中でも、ドイツは日本以上に金融市場が分散しており、その分競争が激しく利鞘が低い (図表 10)。このような環境が、ドイツの銀行の海外進出や投資銀行業務などへの傾注を後押ししたと考えられる。しかも、近年のマイナス金利の影響で、利鞘は更に落ち込む可能性が高い。

図表10：欧州銀行の競争環境vs利鞘



(出所) ECBデータよりマネックス証券作成。横軸は各国内の上位5行の総資産が、全銀行の総資産に占める割合を示す。上位5行のシェアが低いほど（グラフ左側）、市場が分散し競争が激しいと推定される

法人業務やトレーディングはリスクが取りにくい状況

上記の通り、海外の法人業務やトレーディング収益がドイツ銀行の収益の柱である。ところが、ドイツ銀行の場合、資本力に余裕が少ないためリスクが取りにくい。

その上、今年6月の米国ストレステストで、ドイツ銀行の米子会社は、スペインのサンタンデールとともに、資本計画が却下された。しかも、米国では、FRBのタルーロ理事が、大手銀行については今後ストレステストの要件厳格化が必要とも発言している。今後は、米国でのリスクテイクが一層難しくなるだろう。

ドイツ銀行の課題4：「CoCo債」にまつわる2つのリスク

世界の大手銀行は、金融危機後、CoCo（ココ）債^(*)という新しい債券を発行し始めた。これは、会計上は負債だが、厳しい条件を入れることによって規制上は資本にカウントできる特殊な債券である。

^(*)Contingent Convertible Bond、偶発転換社債（文末図表14に主な特徴を記載）

CoCo債は、日本でも、「バンクキャピタル・ファンド」や「ハイブリッド証券ファンド」「CoCo債ファンド」などの投信に組み入れられている。

現在CoCo債の総額は、世界合計で10兆円を超えるとされており、このうち、ドイツ銀行のCoCo債残

高は、5,500 億円程度となっている (Bloomberg データより)

これらの債券には 2 段階のリスクがある。①クーポンの支払いが停止してしまうというリスクと、更に、②元本が毀損してしまったり、株式に転換されてしまうというリスクである。今年 2 月にドイツ銀行株式が下落した時に話題となったのは、このうち、①クーポンの支払停止のリスクである。

ドイツ銀行の CoCo 債等の今年のクーポンの支払額は 800 億円程度と報じられている (7 億ユーロ、CoCo 債及び同等の債券を含む。このうち 4 月に支払われた額は 3.5 億ユーロ)。これに対し、会計ルールで定められた支払原資は、16/6 月時点で 1,250 億円程度である。一応利益が出ている限り支払いに問題はないが、もし今期も赤字となった場合、来期以降クーポンの支払いが停止する可能性は排除できない。仮にクーポンが停止すると、大手行の CoCo 債としては、恐らく初めてのケースとなる。

しかし、このクーポンの支払いは普通の社債の利払いとは異なる。株式配当と同様に、銀行の権利として、一定の条件のもとでは停止できる、と定められているものだ。このため、CoCo 債のクーポン支払いを止めても、その銀行が法的に倒産するわけでもないし、普通の社債の利払いが止まるわけでもない。かつて日本でも、類似の古い証券 (OPCO と呼ばれていた優先出資証券) について、旧 UFJ (現在 MUFJ) やりそながクーポンの支払いを停止したことがあった。しかし、いずれも普通社債の利払いは継続していたし、今でも健全に経営を続けている。

②の債券元本の毀損または株式転換は、資本比率が一定水準を割り込むか (そのトリガーは 5.125% が一般的)、公的資金が注入される時に発生する。ドイツ銀行の場合、資本は堅固とは言えないが、トリガーまでは 5%ポイント=2 兆円以上の余裕があるので、こちらはひとまず懸念事項ではない。しかも、ドイツ銀行の CoCo 債には、復活条項が付されており、一旦元本が毀損しても、銀行の裁量で再び元本を復活させることができる。

①が発生した場合のリスクとしては、ヘッドラインリスクとともに、今後のさまざまな債券発行コストの上昇、他の銀行の類似の債券発行条件への影響、組み入れているバンクキャピタル・ファンドの基準価格の下落などである。このため、邦銀や日本の投資商品に対する影響もゼロではない。

ドイツ銀行の信用不安の株価への影響

他の大手行との連動性が高い

IMF が 6 月のレポートで指摘したように、ドイツ銀行の株価の動揺は、金融業界全体の株価に対して与える影響度合いが世界で最も高い (図表 11)。これは、財務的に不安視されていることや資産規模などが関係しているようだ。

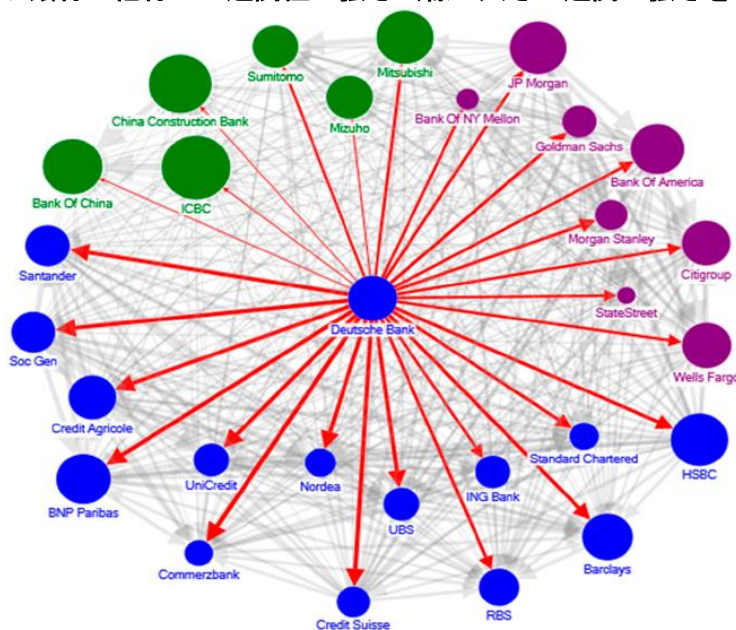
図表11 : G-SIBSのシステミックリスクへの影響度ランキング

1	ドイツ銀行	ドイツ
2	HSBC	英国
3	クレディスイス	スイス
4	JPモルガン	米国
5	ゴールドマンサックス	米国
6	バンクオブアメリカ	米国
7	BNPパリバ	フランス
8	サンタンデール	スペイン
9	BoNYメロン	米国
10	モルガンスタンレー	米国
11	ソシエテジェネラル	フランス
12	クレディアグリコル	フランス
13	ウェルズファーゴ	米国
14	シティグループ	米国
15	ノルディア	スウェーデン
16	コメルツ	ドイツ
17	ステートストリート	米国

(出所) IMF16/6月資料よりマネックス証券作成

邦銀との関係では、MUFG、SMFG とのリンクが相対的に高いとされている（図表 12）。但し影響度は他国ほど高くない。ドイツ全体に対する邦銀の与信額は 12 兆円程度で、過去数年概ね横ばいで推移している。

図表 12 : ドイツ銀行の他行との関連性の強さ（線の太さが関連の強さを示す）



(出所) IMF

その他の金融業界の不安要素：相対的には米国を選好するが全体に慎重継続

ドイツ銀行の問題は、大いに個別性が高いものの、当面は利益と資本の問題が燻り続けるだろう。これによって、業界全体の株価は影響を受ける可能性が高い。

しかも、金融機関を取り巻く事業環境は、1) 日欧で超低金利が継続している、2) 規制が厳しくなっており、世界的に銀行への規制や課徴金等が厳しくなっている、3) 一部の国では資本や不良債権の問題が発生している、4) 政治的にも選挙等で金融界に厳しい候補が当選する可能性がある―といった不透明要因がある(図表13)。これらの点から、世界の金融業界では、相対的には米国を選好しつつも、全体には慎重スタンスを継続する。

図表13：地域別金融機関の投資リスク度

	金利環境	規制	資本力	不良債権（資産の質の透明性）	政治の予見可能性	優先度ランキング（#1低リスク→#4高リスク）
米国	A	C	A	A	C	1
日本	D	B	B	A	A	2
中国	B	B	B	D	B	3
欧州	C	C	B	C	C	4

A 問題なし Bやや厳しい C厳しい D 極めて厳しい

(出所) マネックス証券

図表14：（参考）CoCo債の一般的な特性

	CoCo債	（参考）銀行の発行する社債
発行体	銀行または銀行持株会社	銀行または銀行持株会社（近時は規制の関係で持株会社発行が増加傾向）
形態	永久劣後社債	普通社債
発行の目的	ROEを下げることなくTier1資本比率を引き上げる	主に、長期資金や外貨の調達のため
利払い停止	任意停止：銀行が任意に停止することができる。 他の普通債務には影響を与えない 強制停止：銀行の配当原資が枯渇すると強制的に支払いが停止される。しかし、他の普通債務には影響を与えない	利息が支払えなくなった場合、銀行は債務不履行（デフォルト）となり、さまざまな取引ができなくなる
トリガー	大半は、5.125%～7%（なお、ドイツ銀行、邦銀とも5.125%）	なし
トリガーヒット時にどうなるか	パターン①：元本の一部または全額毀損する パターン②：株式に転換される ①については、復活条項が入っている場合と、二度と復活しない場合がある。（ドイツ銀行のCoCo債は、銀行の裁量で元本の復活が可能）	
他の債券への影響	元本が毀損する時には、同種類のCoCo債等も同じ割合で毀損する	他の社債もデフォルトし、元利金ともにストップする
資本性	規制上の、「その他Tier1資本」（普通株や剰余金等のピュアな資本に準じるもの）に算入される	負債
これまでの利払い停止や元本毀損（bail-in）（*）の実績	現時点で、CoCo債については利払い停止もバイルインも実績なし しかし、8月にポルトガル政府が国内最大の銀行CGD（Caixa Geral de Depósitos）の支援を発表、その一環で政府が持つCoCo債を普通株式に転換すると発表している	
投資家層	世界の機関投資家や、投信（バンクキャピタル・ファンドやハイブリッド・ファンド）	世界の機関投資家や地域金融機関など
邦銀の発行実績	3メガバンク等が2015年以降に発行	メガバンクや一部の地域金融機関が常時発行

（出所）各種目論見書、BIS資料、報道等からマネックス証券作成。（*）債券元本が毀損したり株式に転換されることを“バイルイン（bail-in）”という。保釈する、救うことをbail-outというので、その逆で、有事には債権者にも損失を負担させる、という意味である。このような仕組みがあるため、会計上は負債でも規制上は一定の資本があるとみなされる。

当社は、本書の内容につき、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、予想及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。過去の実績や予想・意見は、将来の結果を保証するものではありません。

提供する情報等は作成時現在のものであり、今後予告なしに変更又は削除されることがございます。当社は本書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。本書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。内容に関するご質問・ご照会等にはお応え致しかねますので、あらかじめご容赦ください。

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