

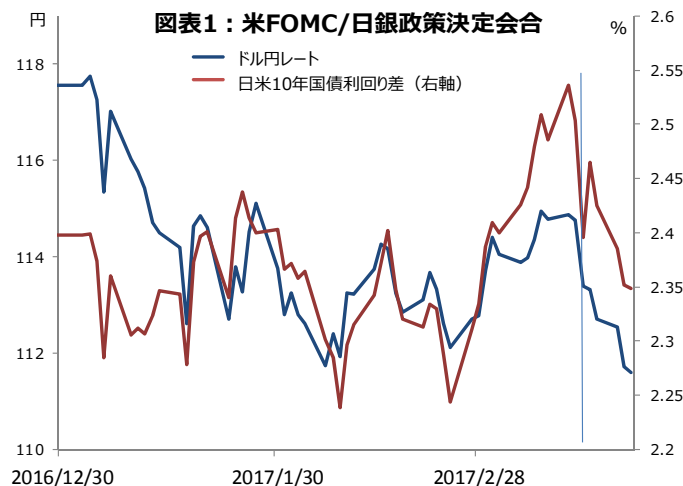
チーフ・アナリスト
大槻 奈那

マネックス証券株式会社
www.monex.co.jp

17年度の金融環境と銀行株の見通し

- 欧米の金融政策は、揃って出口＝緩和縮小へ。日本は、消費者物価伸び悩みに足を引っ張られ、マイナス金利維持を強いられる。
- 日米で銀行株が売られ、資金が欧州に若干戻っている感。しかし、欧州の銀行に対する投資は金融緩和縮小が本格化すると不良債権が増加する恐れがあり、やや時期尚早。
- 一方、米銀の収益環境は、確実な金利上昇や景気拡大を背景に良好。時間はかかっても規制緩和やインフラ投資等の確度は高い。邦銀に比べて収益にも株価にもアップサイドあり。

3月の各種イベント後、特に米国の利上げとその方向性に対する思惑で、金利や為替が大きく変動した（図表1。文末図表15に主な予定を記載）。これらを踏まえて、今後の世界的な金融政策の動向を整理しつつその銀行株への影響を検討する。



(出所) ブルームバーグデータよりマネックス証券作成

I. 主要国の金融政策の動向：徐々に緩和縮小(出口)へと向かうが、日本は出遅れ

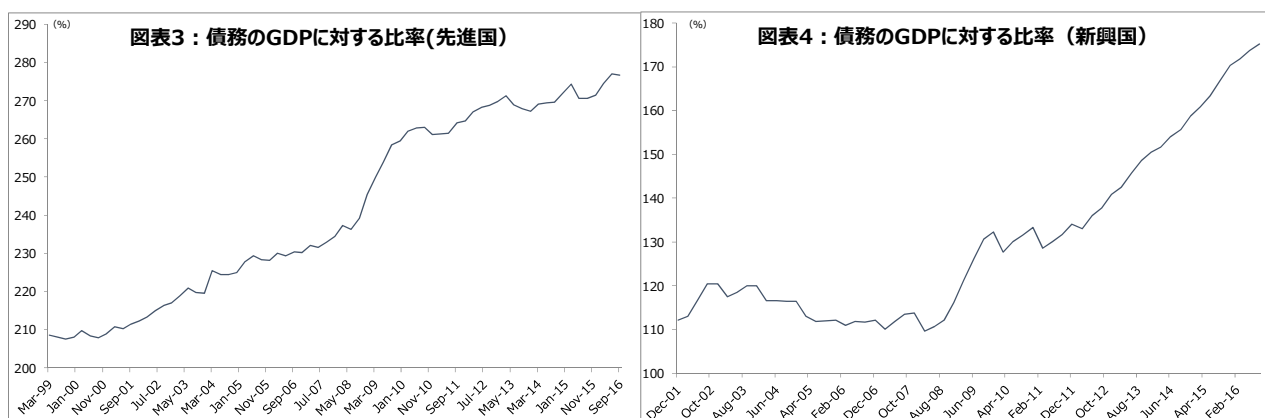
図表2の通り、先進主要各国で、英国 BREXIT や米大統領選などに揺れ動いていた昨年からの、一気に引き締めモードに移行した。

図表2：各国の金融政策まとめ：3月以降の政策金利決定会合

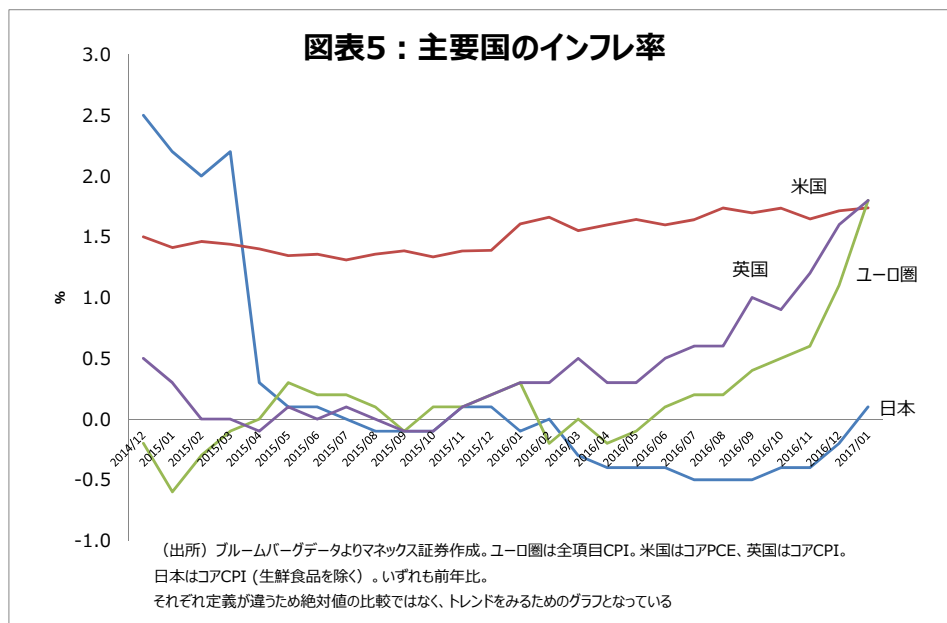
	直近の政策会合 (発表日)	今回の政策会合 (発表日)	政策金利等/ 前回からの動き	今後の方向 性	量的目標	その他の政策等
日本	2017/03/16	2017/04/27	超過準備の一部 : -0.1% →	→	年間国債増加額80兆円をメド	- ETF年間+6兆円、 JREIT+0.9兆円の保有残高増加 -CP2.2兆円、社債3.2兆円の残高維持 -10年国債利回りゼロ%程度
米国FRB	2017/03/16	2017/05/04	FFレート： 0.75-1.0% ↑	↑	中央銀行の資産規模を維持、米国債 やMBS（住宅ローン担保債券）の償 還分を再投資 （後）	
欧州 ECB	2017/03/09	2017/04/27	中銀預金金利：- ↑ ? 0.4% →	?	国債等の買い入れ額 毎月600億ユーロ（16/12月の会合 で、17/4月から200億減額を決定） 17年12月末まで（16/12の会合で9ヶ 月延長を決定）	- 銀行への長期貸出ファンリテイ（TLTROII） は17/3月まで
英国BoE	2017/03/16	2017/05/11	中銀金利：0.2 ↑ ? 5% →	↑ ?	資産購入枠：4350億ポンド据え置き 投資適格社債購入枠：最大100億 ポンド維持	（1名利上げに投票、他の委員も今後の利 上げ賛成を示唆と報道）
スイスSNB	2017/03/16	2017/06/15	中銀預金金利：- → 0.75% →	→		
オーストラリア RBA	2017/03/07	2017/04/04	政策金利：1.5% ↑ ?	↑ ?		（議事録で住宅市場や家計債務めぐるリス クを警告）

（出所）各中央銀行Website、ブルームバーグデータよりマネックス証券作成

そもそも、今回の金融緩和の縮小は、経済実態から言えばやや遅きに失した感がある。金融緩和に伴う世界的な債務の積み上がりや(図表 3,4)、各国のインフレ率 (図表 5)、不動産価格 (後掲図表 6) からは、既に昨年半ば頃には緩和縮小に転じる条件が整いつつあったことがわかる。



（出所）ブルームバーグデータよりマネックス証券作成

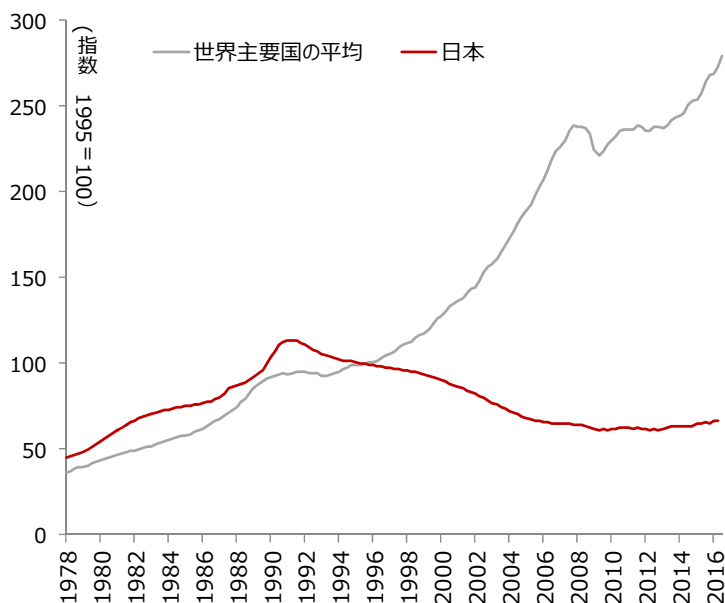


昨年は、「年4回」との年初予想に対し、実際は「年1回」に留まった。このトラウマが、米国利上げへの淡い不安感を生んでいる一因である。

今年も確かに、トランプ政権の閣僚人事の遅れなど政策実行力が不安視されているが、それは“タイミング”の問題である。昨年のようなや英国 EU 離脱や大統領選など、底が見えないような不確実性ではない。今年も5月のフランス大統領選はテールリスク（可能性は低い何かあったら一大事）だが、それを通過すれば、各国の経済情勢に応じた金融引き締めが本格化するだろう。フランス大統領選で大波乱が起きない限り、順当な「年3回」の利上げを予想する。

一方日本については、前掲図表5にもあるとおり、改善傾向とはいえゼロ近傍の低インフレが続いている。年後半から若干加速すると思われるが、それでも2%目標の安定達成は遠く、貸出増加ペースも緩く、他国のような地価上昇にも見舞われていない(図表6)。本格的な出口戦略に向かうのはまだ早いだろう。

図表6：住宅価格：日本vs世界主要国



(出所) BISデータよりマネックス証券作成

とはいえ、マイナス金利深堀りの可能性は低いと思われる。国民からの印象の悪さ、地銀の経営難を招くとの批判や、米国の為替操作国批判への懸念等が根強いからだ。従って、更なる緩和の手段もないし、これ以上は国債を購入しにくい(その効果への疑念と買う国債が少ないため)、という“消去法”的な意味で、日本も、どちらかといえば金融緩和縮小の可能性が高い。しかし、そのスピードは、(あったとしても)極めて緩やかになり、政策金利は少なくとも17年度(18/3期)中はマイナス0.1%を維持すると考える。

なお、10年国債利回りのゼロ%のメドは市場金利に応じて引き上げられる可能性はあるだろう。しかしそれでも0.1%程度の小幅な動きに留まると考えられ、ドル円レートの手助けになるだろう。

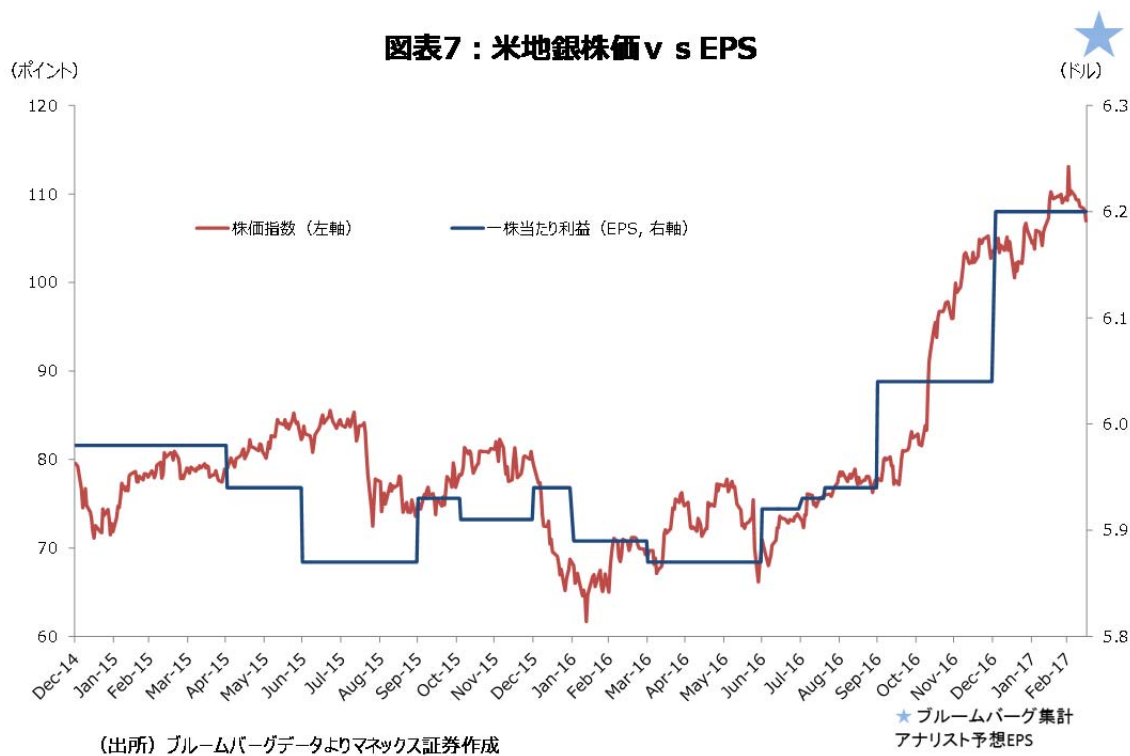
II. 銀行への影響

米国：米銀は引き続き好環境の恩恵大

このところ米銀株の下落が続いているが、経営環境としては、①金利上昇、②金融規制緩和、③貸出拡大期待の3点から引き続き改善傾向である。改善のペースについては、政治的混乱でスローダウンする懸念もあるが、いずれにしても、金利は上昇方向で、景気の拡大傾向も続くだろう。

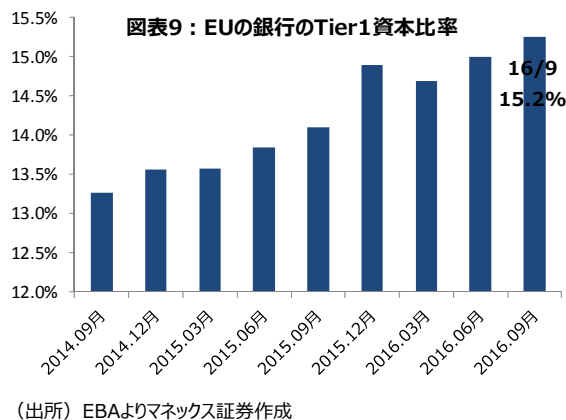
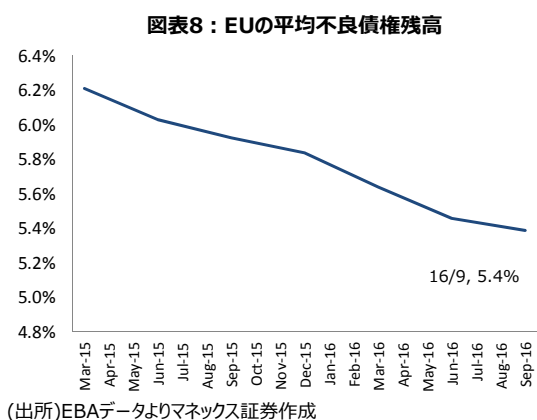
特に、金融規制の緩和は、地銀などシンプルな預貸業務中心の銀行については、米国企業の活動を助ける上、予算の手当てが殆ど必要ないため、ある程度は実現するだろう。6月初旬までにムニューシン米財務長官が案を取りまとめる。これらのメリットを受ける米地銀は、アナリスト・コンセンサスでも今期は10%程度の増益予想となっており、まだ収益にも株価にもアップサイドがあると考え(図

表 7)。



欧州：回復基調だが、まだ局所的に懸念が残る。金融緩和縮小なら銀行間の格差拡大

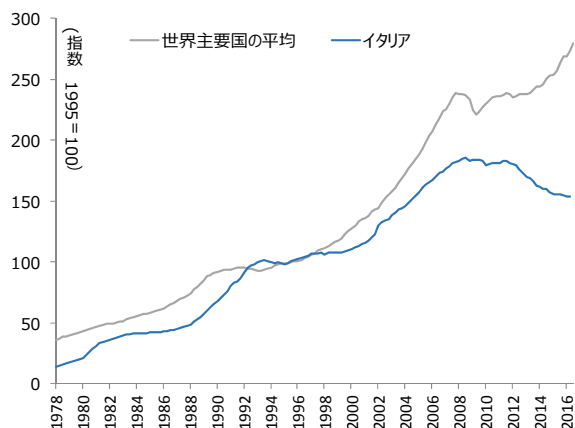
欧州の銀行では全体としては財務の改善が見られるが(図表 8、9)、依然、イタリアの銀行再建は道半ばである。



最大手のユニクレディは3月初旬に130億ユーロの株主割当増資が終了した。しかし、大手第3位のモンテパスキは公的資金60億ユーロ超(報道ベース)を申請中で、ECBの返済能力審査待ちである。しかし、イタリアでは住宅価格がなかなか下げ止まらず(図表10)、全体に不良債権比率低下ペースは緩やかである(図表11)。主要2行の再建が終了したとしても、仮にイタリアの他の銀行が再建2行並みの不良債権引当金を計上した場合、大幅な資本増強が必要となる可能性がある。

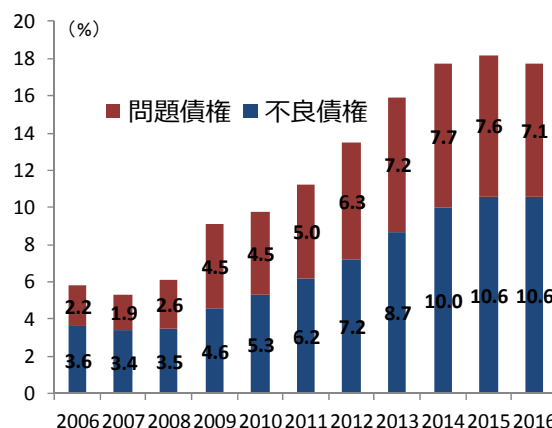
その場合、イタリア政府が昨年末に準備した公的資金枠200億ユーロ(約2.4兆円)では足りない可能性が高い。

図表10：住宅価格：イタリアvs世界主要国



(出所) BISデータよりマネックス証券作成

図表11：イタリアの不良債権比率推移



(出所) ECBよりマネックス証券作成

更に、今後 ECB が金融緩和の縮小に向かうことで、欧州の銀行の不良債権が増大する可能性がある。イタリアへの影響はとりわけ深刻だが、それ以外でも低成長国（ギリシャ、イタリア、デンマーク、フランス、ポルトガルなど）に不良債権問題が波及するリスクがある。このような金融緩和縮小の副作用については、4月7-8日のEU財務相理事会で議論されると報じられている。

欧州で金融緩和の縮小が本格化すれば、銀行の格差が拡大するだろう。資本などの健全性が高いところは、金利上昇によって収益が回復し、それ以外は、金利上昇による景気後退で、再び不良債権が増え始めるというリスクにさらされるだろう。

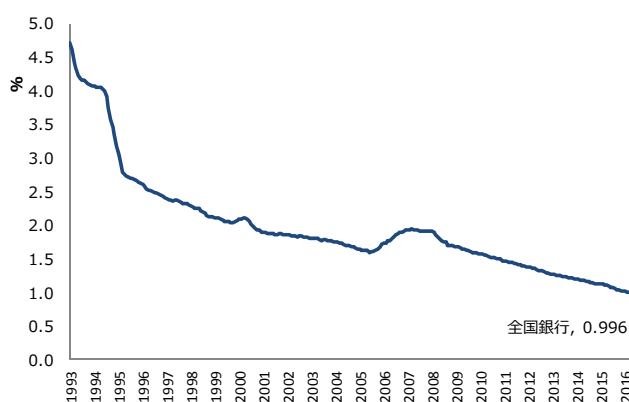
日本：成長の材料が不足

日本は、世界の金融引き締めの流れからは遅れるため、邦銀が金利上昇の追い風を受けるにはまだあと1年は必要だろう。また、17年度に国内の貸出拡大が加速する要因には乏しい。これまで国内成長を後押ししていたアパートローンや消費者ローンなどの伸びが鈍化しそうで、これを補う要素は少な

い。全国銀行ベースの来年度の国内貸出増加率は、今年度よりやや低い2%強に留まると予想する。

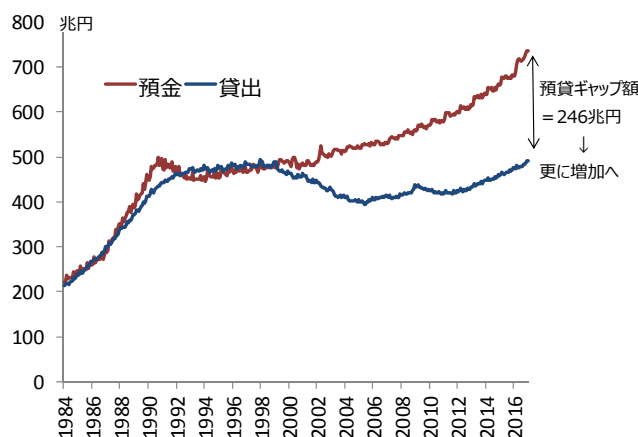
貸出利鞘は、マイナス金利導入影響が響いた今年度に比べれば、悪化速度が緩やかになるだろう（図表12）。ただし、特に預金の増加が著しいため、貸出に回し切れない金額（預貸ギャップ）が拡大し（図表13）、貸出競争は確実に激化するとみられる。このため、17年度の利鞘は6~8bp程度（マイナス金利の影響があった16年度は10bp前後）低下し、全行合計で約3,000億円の減益要因になるとと思われる。

図表12：銀行の平均利鞘



(出所) 日本銀行資料からマネックス証券作成

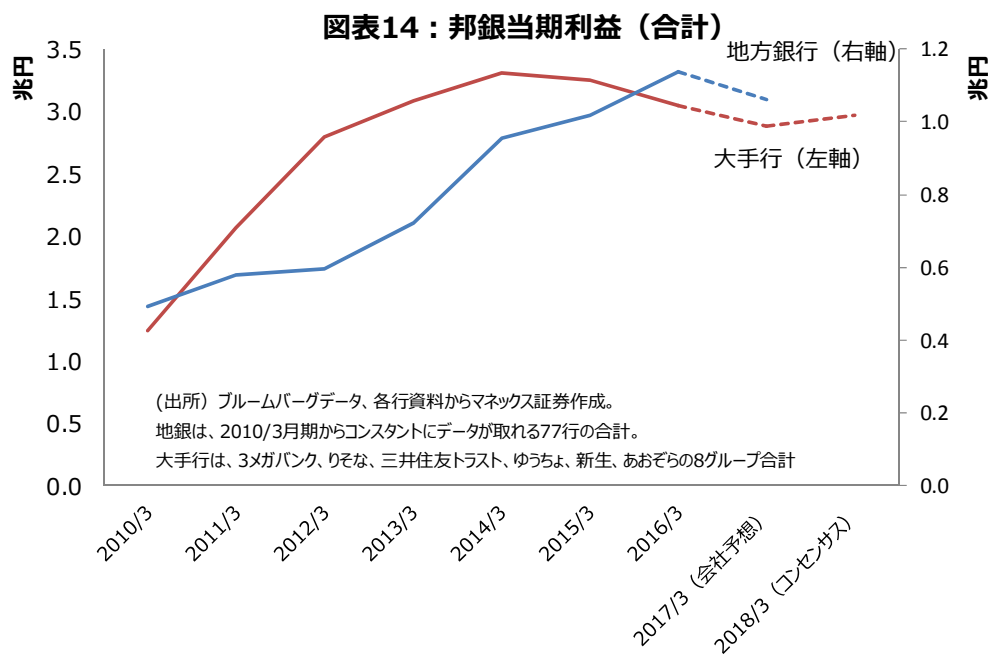
図表13：邦銀の預金、貸出とそのギャップ額



(出所) 日銀データよりマネックス証券作成

これに対し、海外志向の強いメガバンクにはまだ若干の補完余地はあるとしても、国内の営業環境的には他国比かなり不利である。これまで利益を下支えしていた引当金の戻入益も期待できそうにない。このため、17年度の全国銀行の利益は楽観視できず、横ばいから微減益となる可能性が高いとみられる（図表14）。

ただし、短期金利底打ちの期待が少しでも出始めた場合、全く異なる展開が見えてくる。仮に、17年度後半に、インフレ率が1%を超え始め、日銀にも金融緩和縮小の期待感が高まれば、邦銀株には10余年ぶりの大幅な上昇も期待できるだろう。



参考図表15：海外の主な政治日程

済	2017/03/9-10	EU首脳会議
済	2017/03/15	オランダ議会選挙
済	2017/3/17-18	G20財務相・中央銀行総裁会議
	2017/03/29	英国がEUに離脱通告
	2017/4/4~6頃	英国からEUへの離脱通告に関する首脳会議
	2017/4/7-8	EU財務相理事会
	2017/4~5月?	(できるだけ早期にギリシャの再建策を協議)
	2017/04/23	フランスの大統領選挙 (第1回)
	2017/05/07	フランスの大統領選挙 (第2回)
	2017/7月	ギリシャ、72億ユーロの返済期限
	2017/6/11,18	フランス下院選挙
	2017/07/7~8	G20サミット
	2017/09/24	ドイツ総選挙

(出所) 各種報道から筆者作成

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