

国内主要3メガ銀グループの財務傾向と ビジネスモデルの比較

チーフ・インベストメント・
ストラテジスト
上田 祐介

[本レポートのサマリー]

1. 本レポートの目的 p.1
 2. 3メガ銀グループの特徴の概観 p.1
 - 3メガ銀グループ概観; SMFG; 伝統的銀行業に強いが規制対応に課題、みずほFG; 非銀行業務に強いが銀行業務に課題、MUFG; 全方位で強く、他の2グループに対する相対的な優位性がより明確に顕在化。
 3. 収益力評価 - 評価軸 #1 - p.2
 - SMFG; 伝統的に高い利益率を安定して維持。
 - みずほFG; 同グループは伝統的銀行業の競争力が相対的に弱い、非銀行以外の好業績で収益性が大幅に改善。ただし市場環境に依存しやすい。
 - MUFG; 伝統的銀行業務も安定して強固な市場シェアを有している。伝統的にはSMFGに比べ収益性が劣りやすかったが、足元では大幅に改善・強化して逆転。
 4. 環境変化への耐性 - 評価軸 #2 - p.8
 - SMFG; 最も安定的だが伝統的銀行業への依存度が相対的に大きい点に注意。
 - みずほFG; 銀行業のリスク耐性は最も脆弱。市場環境の変化にも課題。
 - MUFG; 市場環境に合わせた最適化を実施。環境変化への耐性は最も頑健。
 5. バランスシート指標からみた評価 - 評価軸 #3 - p.12
 - RWAに関する低収益性資産の削減と高収益性資産の増加では、みずほFGが先行、MUFGが急速に追随。SMFGは遅れぎみ。
 - 日本はコア預金の構成比が高く、預金比率が高くても流動性危機にはなりにくい。
 6. 規制資本から見た健全性 - 評価軸 #4 - p.16
 - ベイルインまでの絶対的なバッファ(CET1比率)が大きいのはMUFG。
 - コールスキップリスクの多寡に影響する監督上の最低所要CET1比率までのバッファが大きいのはMUFG。相対的にバッファが最も小さいのは、みずほFG。
 7. 銀行証券の投資評価 p.18
 - メガ銀のAT1債のベイルインリスクは欧米銀と比較し、相対的に抑制されている。
 - 邦銀主要行のAT1債券では、ファンダメンタル以上に、国内外の制度や商慣行の差に着目し、その安定性を評価すべき。
 - 3メガ銀グループのAT1債券では、MUFG債のスプレッドだけがタイト化。SMFG、みずほFGのスプレッドは残りやすい状況。
 - MUFGの米ドル建て債はスプレッドがタイト化、業務上の課題はあるものの、スプレッドが残るSMFGの米ドル建て債の方に相対的な投資妙味が存在。
- Appendix. AT1債のコールスキップ動向 p.23

5バリュアセット ストラテジー・レポート

国内主要3メガ銀グループの財務傾向とビジネスモデルの比較

5バリュアセット チーフ・インベストメント・ストラテジスト 上田 祐介

1. 本レポートの目的

本レポートでは、3メガ銀グループの財務傾向を比較し、AT1債他の資本性証券・社債の投資リスク特性を概観する

ここでは、国内主要3メガ銀グループ(三菱UFJフィナンシャルグループ;以下MUFG、三井住友フィナンシャルグループ;以下SMFG、みずほフィナンシャルグループ;以下みずほFG)を参照し、2024年3月期までの決算で示された財務傾向とビジネスモデルの差異やその変化を比較・確認する。その上で、各行の発行した資本性証券・社債への投資におけるリスク特性の違いについて概観する。なお、3グループを総称して、以下では3メガ銀グループと称する。

2. 3メガ銀グループの特徴の概観

以下の図表1で、3メガ銀グループのビジネスモデルの特徴を比較・概観した。伝統的銀行業に強いSMFGと、非銀行業務に強いみずほFGとの違いが鮮明になる中、全方位で強いMUFGの優位性がより明確に顕在化している。

図表1 銀行の信用力に関する評価軸

	三菱UFJフィナンシャルグループ (MUFG)	三井住友フィナンシャルグループ (SMFG)	みずほフィナンシャルグループ (みずほFG)
規模 (連結総資産)	3行で最大 335兆円 *銀行・信託2行合算	3行で2番目 295兆円 *連結	3行で3番目 278兆円 *連結
銀行事業	規模では優位。収益性も改善が進む。RWAの効率活用も進展。	伝統的に安定して収益性が高い。資本フロア対応の遅れからRWAの効率活用に課題。	伝統的銀行業では他2行より相対的に収益性に劣る。デジタル化にも課題。
非銀行事業	連結対象の米モルガン・スタンレーが決算に寄与。(国内事業とのシナジーは不十分)	行政処分(証券)、ロシア(リース)等の影響や資本フロア対応などから減速のみ。	投資銀行業務等の競争力で優る。国内事業間でのシナジーは大きい。
規制資本(CET1比率)	13.5%(現行基準) 11.5%(最終化基準)	12.91%(現行基準) 10.9%(最終化基準)	12.73%(現行基準) 10.5%(最終化基準)
信用格付け (発行体格付)	外資系 A1/A-/A- 国内系 AA-/AA	外資系 A1/A-/A- 国内系 AA-/AA	外資系 A1/A-/A- 国内系 AA-/AA

注1. 数値は2024年3月期末時点。CET1比率は各社ともその他有価証券評価差額金を含むベース。

注2. 格付けは外資系がMoody's、S&P、Fitchの順。国内系はR&I/JCRの順。外資系格付けについては巻末の無登録格付に関する説明書も合わせてご参照ください。

出所: 3メガ銀グループ開示資料より5バリュアセットで作成

3. 収益力評価 - 評価軸 #1 -

[ポイント]

- 収益力は収益ベースの成長性と、収益フローの効率性(利益マージン)で評価する
- SMFG; 伝統的に高い利益率を安定して維持。過去3年程度の平均収益率も3グループで最も高い水準。
- みずほFG; 同グループは伝統的銀行業の競争力が同業他社に比べ相対的に弱い一方で、投資銀行業務などを含む銀行以外の業績が伸長。この結果、足元で収益性が大幅に改善。ただし、市場環境に依存しやすい。
- MUFG; 伝統的銀行業務も安定して強固な市場シェアを有している。ただし、伝統的にはSMFGに比べ若干収益性で劣りやすい。足元では大幅に改善・強化。

粗利益・業務純益の四半期推移

以下の図表2には、3メガ銀グループの四半期別の粗利益(左図)と業務純益(右図)の推移を示した。

まず、3メガ銀グループの粗利益の傾向について確認する。

(1) 粗利益

[FY2023(2024年3月期)通期]

粗利益の傾向;

[FY2023 通期]は3行合算で前年比+12.3%の増収。

各銀行Gの増収率は

SMFG ; +18.6%、

みずほFG; +17.9%、

MUFG ; +5.1%

- FY2023における3グループ合計の通期粗利益は、前年(FY2022)比では+12.3%増収で、3グループすべてが前年比で増収であった。
- 個別別で見ると増収率が最も大きかったのは、みずほFGで、金利収支やソリューション、投資銀行関連収益の拡大等に加え、市場環境の追い風もあり、顧客・市場部門ともに好調に推移し、+18.6%の2桁増収になった。
- SMFGは、SMBC日興の回復、SMCCの好調、国内外の貸金収益増等が起因し、やはり+17.9%の2桁増収となった。
- MUFGは、海外の融資関連や受託財産業務、資産運用ビジネスを中心に非金利収入は増収であったものの、前年の投信解約益5,557億円の剥落や米国地銀子会社のMUFG Union Bank(以下MUB)売却の影響等があり+5.1%の増収にとどまった。

[FY2023 Q4(1-3月) 四半期]

- 直近四半期(FY2023 Q4)における3グループ合計の四半期粗利益は、前年同期(FY2022 Q4)比では+25.8%の大幅増収であったが、前期(FY2023 Q3)比で見ると+3.9%増収とペースダウンしていた。個別別で見ても、前年同期比で3行すべて増収となり、SMFGが+27.7%、みずほFGが+31.8%、MUFGが+20.6%の増収の2桁増収であった。

次に、3メガ銀グループの業務純益の傾向について確認する。

[業務純益;FY2023 通期]

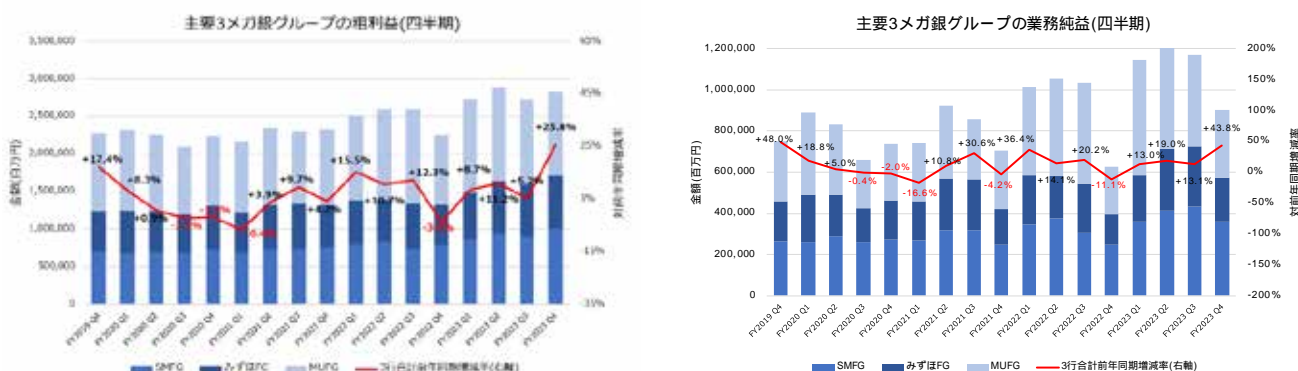
業務純益の傾向;
[FY2023 通期]は3行
合算で前年同期比
+13.1%の増益。
個別行の増益率は
SMFG ;+22.2%、
みずほ FG;+24.8%
MUFG ;+15.6%

- FY2023 における3グループ合計の通期業務純益は、前年(FY2022)比では+19.9%増益であった。個社で見ても3グループすべてで増益となっており、特にみずほ FG は +24.8%の増益で、トップラインの好調を受け1兆円に到達した。みずほ FG の顧客部門の業務純益は、FY2017 以降で最高益となった。

[業務純益;FY2023 Q4]

- 直近四半期(FY2023 Q4)における3グループ合計の業務純益は、前年同期(FY2022 Q4)比では+43.8%の増益となった。個社別にみても3グループすべてで増益で、+42~45%程度の大幅な増益となっていた。
- 一方、前期(FY2023 Q3)比で見ると、直近四半期(FY2023 Q4)における3グループ合計の業務純益は、-22.8%の減益であった。3グループのいずれも減益となっていたが、国内銀行グループの営業経費は季節性を伴って決算期前のQ4に増加する傾向が強い。このため、トップラインが順調で過度な臨時費用が生じていない現状では、前期比について過度に問題視する必要はない、と弊社は考える。

図表2 3メガ銀グループの四半期粗利益、業務純益の推移



出所：3メガ銀グループ開示資料より5バリュースセットで作成

粗利益・業務純益からみた業務粗利益シェアの推移(年次)

業務粗利益の構成比を見ると、

MUFG 約4割
SMFG 約3割、
みずほ FG 2割強
を占める

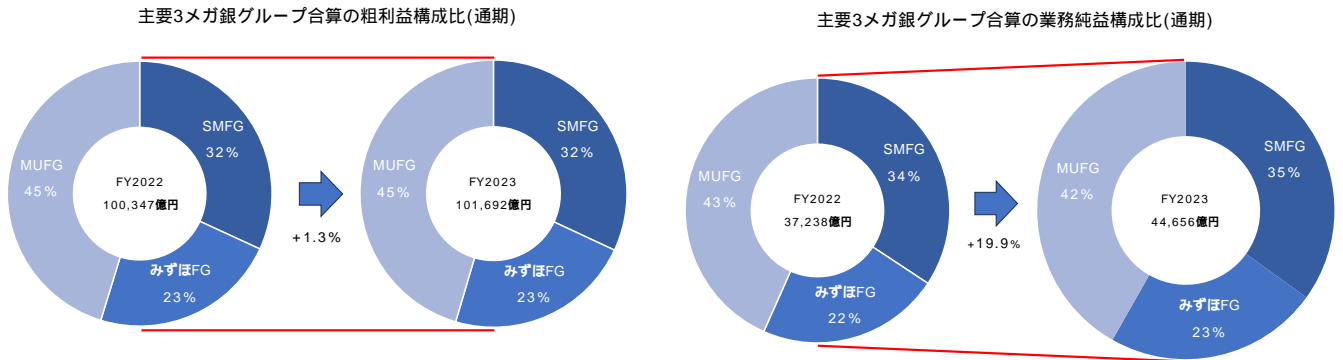
ただし、MUFGはシェアを若干落とした

以下の図表3には3メガ銀グループ合算でみたFY2022通期とFY2023通期の粗利益(左図)と業務純益(右図)の構成比を示した。2期間における粗利益の増収率は+1.3%、業務純益の増益率は+19.9%であった。

FY2023における3グループ合算粗利益の構成比を見ると、事業規模が最大であるMUFGが約4割強を、SMFGが約3割強を、みずほFGが2割強をそれぞれ占める構造となっている。業務純益の構成比もほぼ同水準であるが、利益率の高いSMFGのみずほFGの構成比は粗利益よりも若干高く、逆にMUFGの構成比は若干低い。

3グループいずれも増収増益傾向にあった一方で、相対的に増益幅の小さかったMUFGは3グループ内における業務純益のシェアを落としている。

図表3 3メガ銀グループ合算の粗利益、業務純益の構成比の推移



出所：3メガ銀グループ開示資料より5バリュースセットで作成

純金利収入・非金利収入の推移

以下の図表4には、3メガ銀グループのいわゆる伝統的銀行業務の本業である純金利収入(資金利益)(左図)と、より投資銀行的な業務に類する非金利収入(信託報酬、役務取引等収益、特定取引収益、その他業務収益)(右図)の四半期推移を示した。以下で直近四半期(FY2023 Q3)を基準にそれぞれの利益水準の動向を各行別に確認する。

(1). 純金利収入(主に貸付金事業に起因する資金利益)

[FY2023 通期]

- FY2023 通期における3グループ合算の純金利収入は、前年比で-6.4%の減収。
- 個社別にみると、特に減収が大きかったのはMUFG。前年の投信解約益5,557億円の剥落や米地銀子会社MUB売却の影響等を受け、-15.5%の減収。ただし、これらの一時影響を除けば預貸金収益を中心に増収だった。
- みずほFGは前年比で-7.5%の減収。海外貸出金の前年比での減少等が起因。
- SMFGは海外銀行現地法人や、インドのノンバンク事業の好調により、+9.5%の増収。

[四半期 (FY2023 Q4)]

- 直近四半期(FY2023 Q4)における3グループ合計の純金利収入は、前年同期比(FY2022 Q4)で+11.9%の増収。前期(FY2023 Q3)比でも+16.2%の増収。
- 個社で見るとみずほFGが減収、他2社は増収。SMFGの純金利収入は預貸金収益が残高・利回りともに増加し、前年同期比で+21.2%の増収に。
- また、MUFGの純金利収入は、預貸金収益を中心に増収し、前年同期比で+10.8%の増収となった。
- みずほFGは、海外貸出金の流出が影響、前年同期比で-2.6%の減収。

銀行事業にかかわる
純金利収入の傾向；

[FY2023 通期]

3行合算値は前年比
-15.5%の減収

SMFGのみ+9.5%の増
収

MUFGは米国銀行子
会社の売却影響もあり
前年比で-15.5%の大
幅減収

みずほFGも前年比で
-7.5%の減収

(2). 非金利収入(信託報酬、役務取引等収益、特定取引収益、その他業務収益等)
次に、3メガ銀グループの非金利収入について確認する。

[FY2023 通期]

非銀行事業にかかわる非金利収入の傾向;

[FY2023 通期]

合算値は前年比+36.3%の増収。

SMFG は+27.9%、

MUFG は +42.6、

みずほ FG は+37.8%

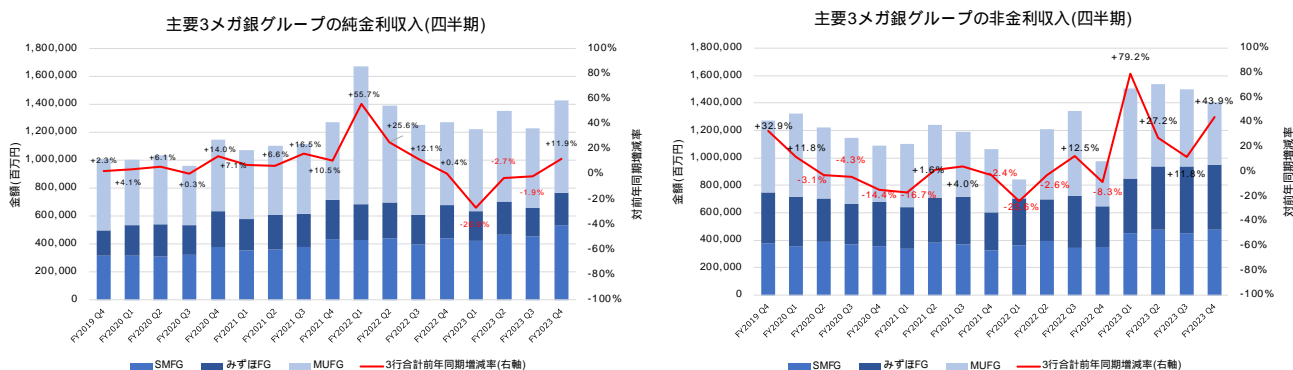
と、3行とも2桁増収

- FY2023 における3グループ合計の非金利収入は、前年比で+36.3%の増収。
- 個別行で見ると、3行すべてが増収。特に増収が大きかったのはMUFGで、海外の融資関連や受託財産業務、資産運用ビジネスを中心に、各種手数料収入が増加、+42.6%の大幅な増収を達成。
- みずほFGは、国内外の法人・投資銀行業務の好調や、与信関連手数料の増加により、前年比で+37.8%の増収。
- SMFGは、SMBCに加え、SMBC日興の回復とカード事業であるSMCCの業容拡大が非金利収入の増収を牽引し、+27.9%の増収。

[四半期(FY2023 Q4)]

- 直近四半期(FY2023 Q4)は前年同期比で+43.9%の大幅増収。一方、前期(FY2023 Q3)比では-6.2%の減収。
- 個別行で見ると前年同期比では3行すべてが増収。特に増収が大きかったのはみずほFGで+59.2%の増収に。

図表4 3メガ銀グループの純金利収入、非金利収入の推移



出所: 3メガ銀グループ開示資料より5バリュアセットで作成

利益率(マージン)の推移

以下の図表5には、3メガ銀グループの通期(左図)、四半期別(右図)の税引前利益率(マージン)の推移を示した。

[FY2023 通期]

直近期における税引前利益率(マージン);
 MUFG 44.0%
 みずほFG 41.5%、
 SMFG 41.3%、
 と大きな差

- 通期で見ると、FY2023における税引前利益率はSMFGが41.3%、みずほFGが41.5%、MUFGが44.4%と、利益マージンの水準に差がついた。
- 過去からの推移を見ると、みずほFGとMUFGは、業務粗利益(トップライン)の増収を維持しつつ、経費率を抑制できたことで税引前利益率が改善トレンドを示してきた。
- 一方、SMFGは、業務粗利益の水準自体は増収となっていたが、経費も同様に増加しており、利益率は横ばいで推移していた。

[四半期(FY2023 Q4)]

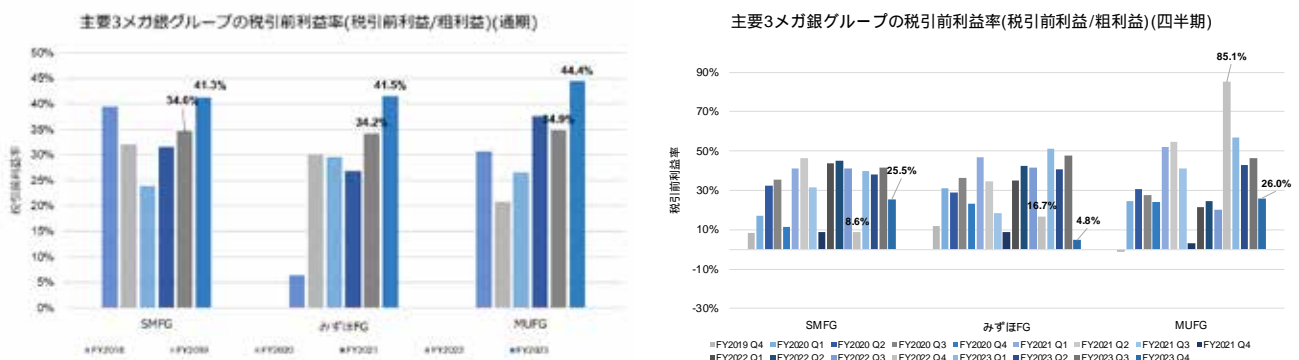
利益率の変動が大きい2グループ;
 みずほFG;投資銀行業務等の非金利収入の変動影響
 MUFG;新興国等の積極展開に起因

- 四半期で見ると、直近四半期(FY2023 Q4)における税引前利益率が前年同期(FY2022 Q4)比で改善したのは、SMFG(+16.9ポイント)のみ。
- みずほFGの税引前利益率は、前年同期比で-11.9ポイント悪化していた。これは直近四半期において、非金利費用がかさんだほか、株式等関係損失等の臨時損失を計上したことに起因。
- MUFGの税引前利益率は、さらに-59.1ポイントと大幅に悪化していた。ただし、これはFY2022 Q4においてMUBの6,995億円の売却益を計上した一時的要因からの反動であり、実体は悪化していない。

SMFGは相対的に変動が少なく、ビジネスモデルが安定

3グループの中で、みずほFGとMUFGの利益率の変動がSMFGと比較して大きくなっている。一時的要因以外の理由として、みずほFGはマーケットや景気の影響を強く受けやすい投資銀行業務等の非金利収入の割合が高いこと、MUFGは新興国等への積極的な展開していることで相対的に収益のボラティリティが高くなっていること、などが挙げられる。一方、SMFGは相対的に変動が少なく、ビジネスモデルが安定していることを示唆している。

図表5 各行別の税引前利益率(マージン)の推移比較



出所:3メガ銀グループ開示資料より5バリュアセットで作成

収益性からみた各銀行グループの傾向と特徴

【MUFG】

- 伝統的銀行業務も安定して強固な市場シェアを有している。過去には SMFG に比べ利益率が低く収益性で劣りやすい傾向だった。しかし足元では大幅な改善により収益性でも逆転するなど、ビジネスモデルがより強固に。

【SMFG】

- 伝統的に高い利益率を安定して維持。過去 3 年程度の平均収益率は 3 グループで最も高い水準。

【みずほ FG】

- 伝統的銀行業の競争力が同業他社に比べ相対的に弱い。
- 一方、投資銀行業務などを含む銀行以外の業務は伸長している。この結果、足元で収益性が大幅に改善。
- 投資銀行業務を含む手数料主体も非銀行ビジネスは、規制資本をそれほど使わずに利益が上げられるという点で経営効率の高いビジネスである。しかし、同時に市場環境に依存しやすいという側面もある。このため、もし仮に景気反転や金融市場でのリスク増大などが生じた場合には、現在のような高い収益性を維持できなくなる可能性も含んでいる。

4. 環境変化への耐性 - 評価軸 #2 -

[ポイント]

- 環境変化への耐性は、市況応じた信用コスト、非金利費用の連動性から評価。
- 金融政策の変化などの環境変化に対して脆弱になっていないかの評価を行う。
- MUFG; 通期の営業費用は増加せず。与信関係費用も減少。資本コストを要する伝統的な銀行業務はコストの抑制により収益性が改善。さらに、非金利収入も改善し、市場環境に合わせた最適化を実施。環境変化への耐性は最も頑健とみる。
- SMFG; 伝統的に高い利益率を安定して維持。過去3年程度の平均収益率も3グループで最も高い水準。伝統的銀行業への依存度が相対的に大きい点は意識しておく必要がある。
- みずほ FG; - 伝統的銀行業の競争力が同業他社に比べ相対的に弱い中、営業費用と与信関連費用も共に大幅に増加。銀行業のリスク耐性は3メガ銀グループの中で最も脆弱。非金利収益の大幅な伸長はあるものの、市場環境の変化に対する耐性は3グループの中で相対的に弱い。

営業費用・与信関係費用の推移

以下の図表6には、3メガ銀グループの四半期別の営業費用と与信関係費用の推移を示した。

営業費用;

[FY2023 通期]

合算値は前年比+7.9%と増加。SMFGは+15.5%、みずほFGが+15.1%の増加。MUFGのみ-0.7%とわずかに減少

(1) 営業費用

[FY2023 通期]

- FY2023 通期で見ると、営業費用は3グループ合計で前年比+7.9%の増加。
- 個別行で見ると、SMFGが対前年比+15.5%、みずほFGが同+15.1%と増加したのに対し、MUFGは同-0.7%とわずかだが減少した。
- 過去からの推移で見ても、MUFGの営業費用の増加は緩やかなのに対し、SMFGとみずほFGは相対的に増加傾向にある。

[四半期(FY2023 Q4)]

- 直近四半期(FY2023 Q4)における3グループ合計の営業費用は、前年同期(FY2022 Q4)比では+17.4%増加、前期(FY2023 Q3)比では+16.3%増加となった。
- 個別行で見ると、SMFGが前年同期+18.8%、前期比+12.9%、みずほFGが前年同期比+26.8%、前期比+26.3%、MUFGが前年同期比+11.2%、前期比+13.3%といずれも上昇している。

短期・長期のいずれで見ても、各社の営業費用はバランスシートの拡大を伴うビジネスの拡大を受け増加傾向にある。短期的には、3グループとも円安による為替影響と、インフレによる海外業務の経費増加に起因する。長期的な営業費用の増加は、預金流入を受けた本業収入の拡大に伴ったものであり、3グループいずれも経営状況の悪化は見られない。その中でもみずほFGとMUFGは、増収比で営業費用の増加を抑制できており、利益率の改善がみられている。

(2) 与信関係費用

[FY2023 通期]

与信関係費用；

[FY2023 通期]

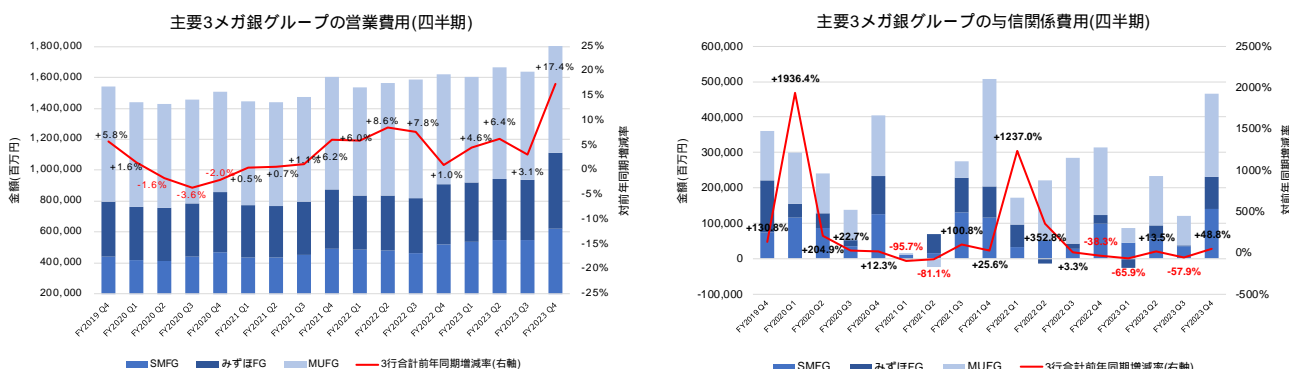
合算値は前年比-9.9%と減少。SMFGとみずほFGはフォワードルッキング引当金計上によりそれぞれ+30.4%、+19.1%と増加。MUFGは-26.2%の反動減

- FY2023 通期で見ると、与信関係費用は3グループ合計で前年比-9.9%と減少。
- 個別行で見ると、SMFGが対前年比+30.4%、みずほFGが同+19.1%と大幅に増加したのに対し、MUFGは同-26.2%と減少した。
- SMFGとみずほFGは、先行きの環境変化を踏まえフォワードルッキングな引当金を計上したことに起因し、与信関係費は短期的に増加した。一方、MUFGは、前年に計上したMUB(米国)の保有貸出金の評価損の反動で与信関係費は減少となった。

[四半期(FY2023 Q4)]

- 直近四半期(FY2023 Q4)における3グループ合計の与信関係費用は、前年同期(FY2022 Q4)比で+48.8%増加となった。
- 個別行で見ると、SMFGとMUFGはそれぞれ前年同期比で+40.7%、+23.1%の増加、みずほFGは前年同期比でおよそ4倍に拡大した。

図表6 3メガ銀グループの非金利費用、信用コストの推移



出所:3メガ銀グループ開示資料より5バリュアセットで作成

税引前利益及び収益・費用の推移

利益構造；

[FY2023 通期]

3行合算値は非金利収入の増収により税引前利益は26%増益。SMFGとみずほFGは収入の増分が費用の増分を上回り増益。MUFGは収入増加と費用減少により増益

以下の図表7には、3メガ銀グループの四半期別の利益構造の推移を示した。

[FY2023 通期]

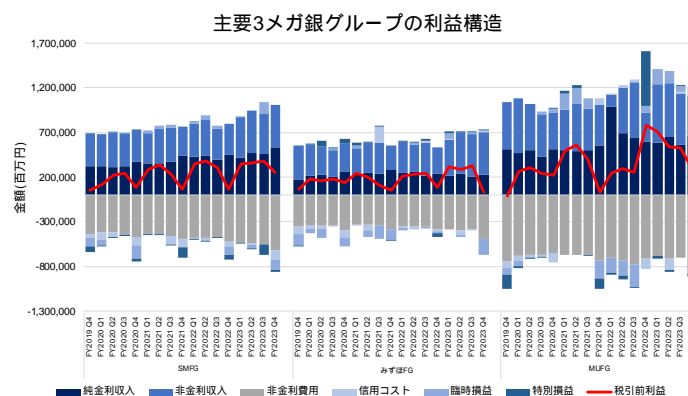
- FY2023 通期における3グループ合計の利益構造を見ると、非金利収入の増収(前年比+36%)が主因となり税引前利益は26%増益となった。
- 個別行で見ると、SMFGは、非金利費用、信用コストとも増加したものの、純金利収入および非金利収入の増分が費用を上回り、税引前利益は+22%の増益となった。
- みずほFGは、純金利収入は減収であったが、非金利収入の大幅な増収が、非金利費用の増分を補い、税引前利益は+23%の増益。
- MUFGは、非金利費用、信用コストとも減少、純金利収入は減収であったが非金利収入が大きく増加し、税引前利益は31%の増益となった。

- 数年前からの長期的傾向をみると、SMFGとMUFGは収入のうち、純金利収入が伸びている一方、非金利収入は相対的にマイルドに推移している傾向にある。一方、みずほFGは非金利収入を拡大している一方、純金利収入は横ばいで推移している傾向にあり、比較優位がある事業が企業により異なっている。

[四半期(FY2023 Q4)]

- SMFGを除いて、直近四半期(FY2023 Q4)における税引前利益は前年同期(FY2022 Q4)比では減益となった。みずほFG、非金利費用がかさんだほか、株式等関係損失等の臨時損失を計上したことに起因する。MUFGは前年(FY2022 Q4)にMUB(米国)の6,995億円の売却益を計上した反動に起因する。ただし、第4四半期特有の季節性の影響もある。

図表7 3メガ銀グループの利益構造



出所:3メガ銀グループ開示資料より5バリュアセットで作成

費用構造からみた各銀行グループの傾向と特徴

【MUFG】

- 事業再編の影響もあるが、通期の営業費用は増加せず。海外の一時要因からの反動で与信関係費用も減少。資本コストを要する伝統的な銀行業務はコストの抑制により収益性が改善。さらに、非金利収入も改善し、市場環境に合わせた最適化を実施。経営のイニシアチブも含んだ環境変化への耐性は最も頑健とみる。

【SMFG】

- 銀行業務において伝統的に高い利益率を“安定して”維持。過去3年程度の平均収益率は3グループで最も高い水準。ただし、営業費用と与信関連費用も共に大幅に増加。フォワードルッキングな引当増は、同行グループの基礎体力の強さを示すもの。それでも、もし世界的な信用リスク増など経済環境の悪化が生じた場合に、伝統的銀行業への依存度が相対的に大きい点は意識しておく必要がある。
- ただし、前年までの証券や航空機リースにおける一時的なビジネス機会の減少などからの改善影響もあり、非金利収入にはさらなる成長余地。

【みずほFG】

- 伝統的銀行業の競争力が同業他社に比べ相対的に弱い中、営業費用と与信関連費用も共に大幅に増加。銀行業のリスク耐性は3メガ銀グループの中で最も脆弱。
- 一方、投資銀行業務などを含む銀行以外の業務は伸長している。この結果、足元で収益性が大幅に改善。
- 投資銀行業務を含む手数料主体も非銀行ビジネスは、規制資本をそれほど使わずに利益が上げられるという点で経営効率の高いビジネスである。しかし、同時に市場環境に依存しやすいという側面もある。このため、もし仮に景気反転や金融市場でのリスク増大などが生じた場合には、現在のような高い収益性を維持できなくなる可能性も含んでいる。
- 結論として、非金利収益の大幅な伸長はあるものの、市場環境の変化に対する耐性は3グループの中で相対的に弱い。

5. バランスシート指標からみた評価 - 評価軸 #3 -

[ポイント]

- SMFGとMUFGは、バーゼル最終化に向け影響と、資本の効率化に向けた経営戦略を反映しRWAの額が大幅に変動; SMFGは増加、MUFGは減少。長期的には、3グループいずれもRWAは増加傾向。
- 低収益性資産の削減と高収益性資産の増加ではみずほFGが先行、MUFGが急速に追随。SMFGは遅れぎみ。
- RWAあたりの税引前利益率は、RWAの転換により、みずほFGとMUFGで変動性を伴った改善傾向。SMFGは収益性の変動が小さく安定して収益構造を維持。
- 日本はコア預金の構成比が高く、預金比率が高くても流動性危機にはなりにくい。

RWA(リスク加重資産)の推移

銀行規制の下で、RWA(リスク加重資産)は、保有資産額にそれぞれのリスクに応じたリスク・ウェイト(RW)を乗じて算出される。このため、国債等のRWがゼロの有価証券保有を増やしている銀行などでは、総資産の増分に対してRWAの増分が低くなる傾向が生じやすい。一方、総資産の伸びと連動してRWAが増えている場合には、本業の貸出金や信用リスクを含む投資有価証券等が増加していることを意味する。

(単位:兆円)	2024/3末時点公表値						2023/3末時点公表値		
	RWA	(増加率)	総資産	(増加率)	RWA構成比	(増加幅)	RWA	総資産	RWA構成比
MUFG	111	-10%	404	4%	27.5%	-5%	124	387	32.0%
SMFG	93	21%	295	9%	31.5%	3%	77	270	28.5%
みずほFG	73	4%	279	10%	26.2%	-1%	70	254	27.6%

MUFGのRWAは絶対水準が大きいですが、事業の効率化により構成比は低下

伝統的銀行業務への傾斜によりRWAの構成比が拡大しているのはSMFG

SMFGとMUFGは、バーゼル最終化に伴いRWAの額が大幅に変動; SMFGは増加、MUFGは減少

3グループの中で、事業規模が最も大きいのはMUFGで、他の2グループを3割以上上回っている。しかし、RWA構成比の絶対水準はSMFGが他の2グループと比較すると大きく、積極的に規制資本を用いてリスクをとる姿勢が際立っており、同行の伝統的銀行業務への傾斜が、他行より大きくまた傾斜が進んでいることが確認できる。

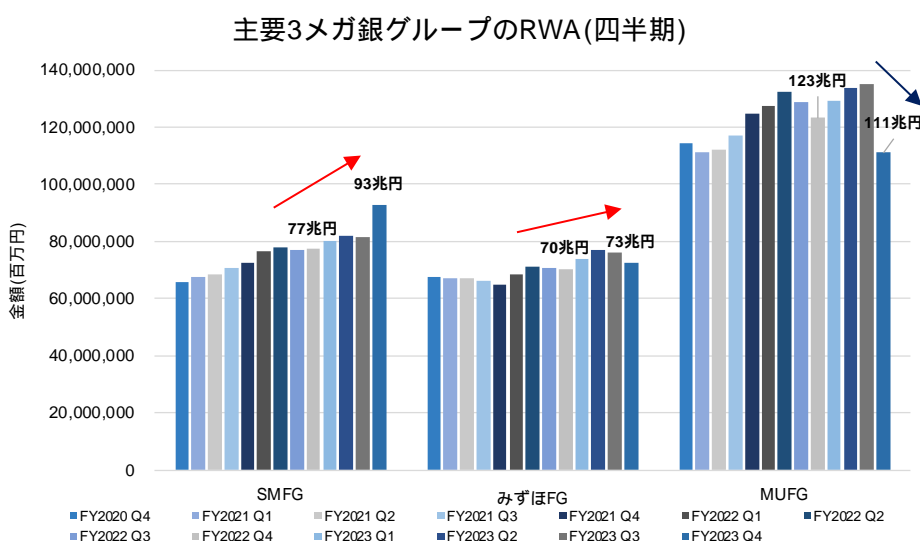
以下の図表8には、3メガ銀グループの四半期別のRWA(リスク加重資産)の推移を示した。直近四半期(FY2023 Q4)において、SMFGとMUFGのRWAが大きく変動しており、SMFGでは前期比で+11.2兆円の増加の一方、MUFGは-24兆円の減少がみられた。これは、後述する2023年3月末より適用されたバーゼルIII最終化に伴いRWAの算出方法の移行が進んでいることに起因する。従来、国際基準行では(先進的)「内部格付手法」と言われる各行独自のモデルでRWAを算出していた。しかしバーゼルIII規制の最終化において、過度にリスクを小さく見せるモデルの使用を抑制する、いわゆる「資本フロア規制」の適用により、より一般的な「標準的手法」に比べ一定以上のRWAを最低限計上させる規制が段階的に適用されつつある。この影響で、SMFGとMUFGについては直近四半期のRWAが大幅に変動することとなった。特にSMFGの非銀行業務については、過去の開示情報においても、内部格付モデルと標準的モデルの差異が示されており、このことが同行の非金利収益が他グループに比べ相対的に伸び悩んでいる一因となっている可能性がある。

長期的には、3グループいずれもRWAは微増傾向

低収益性資産を削減し高収益性資産を増すイニシアチブでは、みずほFGが先行MUFGが急速に追随

数年のスパンで長期的に見れば、バーゼル規制最終化による影響を除いても各グループでRWAは増加傾向にある。ただし、預金流入に伴う単純なRWAの拡大を避け、効率的な規制資本の活用に動いている点が重要だ。特にMUFGや先行したみずほFGでは、規制資本対比で収益性の低い資産を削減し、収益性の高い資産を増加させる方針を採るイニシアチブが顕著である。特に、MUFGでは硬直的に資本を費消する政策保有株式や住宅ローンを削減し、高回転で収益を生みやすいCash/Trade型ビジネス等への資産投下増加を推進する、といった経営方針が明示されている。他行もおおむね同様の方針を示している。

図表8 3メガ銀グループのRWA(Risk Weighted Asset)の推移



出所:3メガ銀グループ開示資料より5バリュースセットで作成

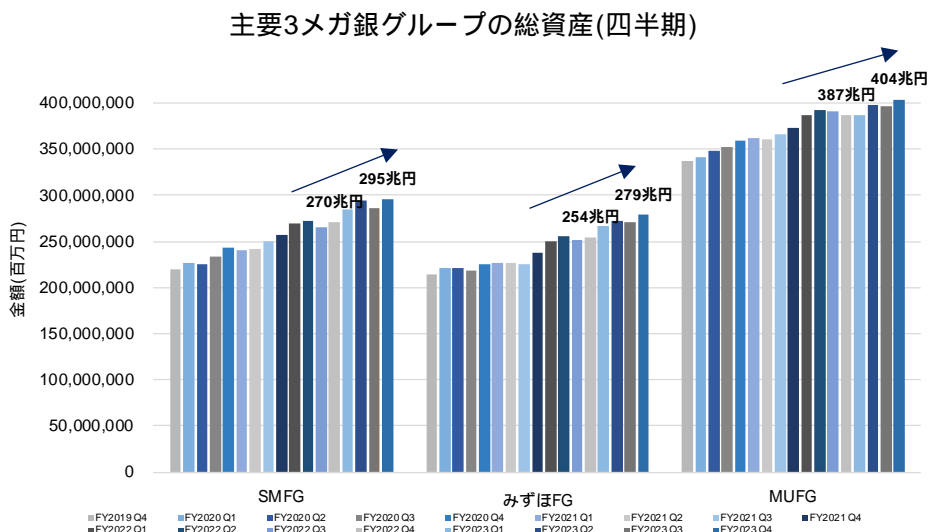
総資産の推移

3グループいずれも総資産を積み増す傾向

以下の図表9には、3メガ銀グループの四半期別の総資産の推移を示した。総資産とRWA(リスク加重資産)の伸びが異なるほど、米国債や高格付けモーゲージ債などで金利リスクに別途した証券保有を増加している可能性が高く、時価変動リスク(特に金利上昇時)の影響を受けやすい可能性がある。

長期的に見ると、3行いずれも総資産を積み増している傾向にあり、各行前年同期(FY2022 Q4)比で20兆円前後総資産が増加している。

図表9 3メガ銀グループの総資産の推移



出所:3メガ銀グループ開示資料より5バリュアセットで作成

RWA あたり税引前利益の利益率の推移

RWA あたりの税引前利益率は、RWA の転換により、みずほ FG と MUFG で改善傾向

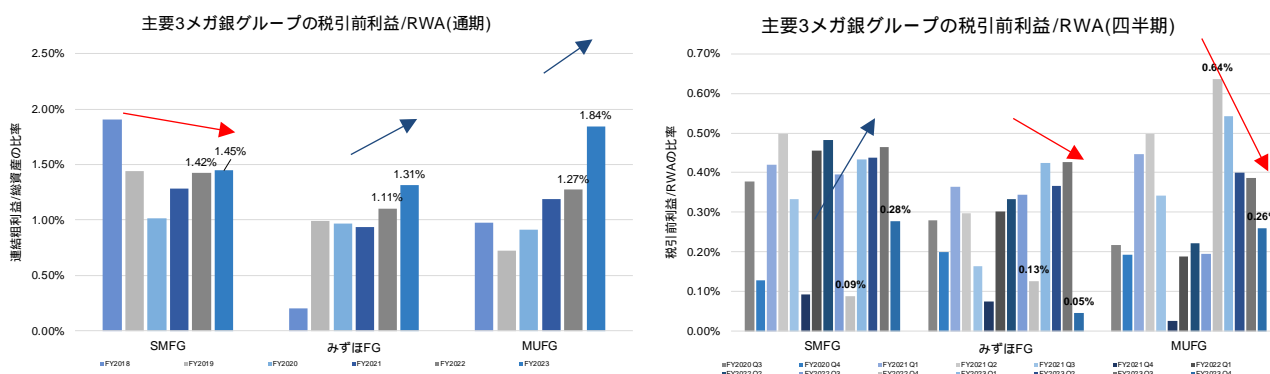
SMFG は収益性の変動が小さく、安定して収益構造を維持

以下の図表 10 には、3メガ銀グループの四半期別(右図)と通期(左図)の RWA あたりの税引前利益の利益率の推移を示した。同指標より、主に信用リスクをとった結果どの程度の水準で利益を出しているか、すなわち経営効率を読み取ることができる。

直近四半期(FY2023 Q4)は前年同期(FY2022 Q4)比で同利益率が改善したのは SMFG のみで、他の2グループは悪化した。みずほ FG・MUFG とともに税引前利益の前年同期比での減益に起因する。

長期的に見ると、みずほ FG と MUFG は RWA 当たりの税引前利益率は改善傾向にある。これは、先述の RWA の低採算分野から高採算分野への資本の転換の推進に起因し、資本効率の変動を伴いつつも改善傾向にあるといえる。一方、SMFG は収益性の変動が小さく、安定して収益構造を維持している傾向が観測される。

図表10 各銀行グループの RWA あたりの税引前利益の推移



出所:3メガ銀グループ開示資料より5バリュアセットで作成

調達に占める預金比率

近年メガ銀は預金比率を圧縮し、市場調達など資金調達手段の分散化を進める傾向

みずほFGは調達に占める預金比率が相対的に高い

日本の預金者は海外に比べ銀行預金を好む傾向。コア預金の構成比が高く、預金比率が高くてもむしろ流動性危機にはなりにくい

以下の図表 11 には、調達に占める預金比率の推移を示した。なお、預金調達比率は、 $\text{預金残高} \div (\text{預金残高} + \text{コマーシャル・ペーパー残高} + \text{借入金残高} + \text{社債残高})$ で定義している。

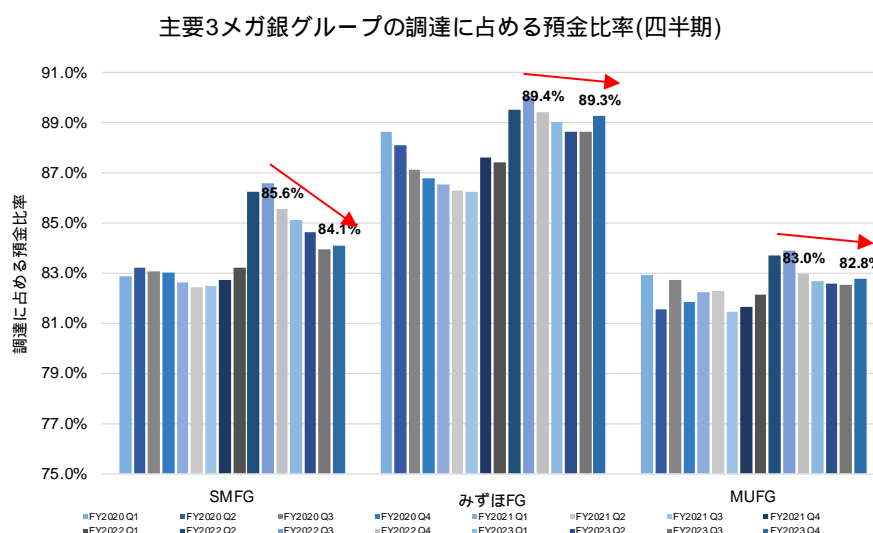
近年、ネットバンキングの発達に伴い、特に企業の大口預金など預金保険対象外の預金における非常時の預金流出リスクが高まった。基本的に大手銀行では生じにくい状況にあるが、クレディスイスやシリコンバレー銀行などは預金流出が破綻の直接的なトリガーとなった。このため、預金による調達と市場調達とのバランスが重視されるようになった。ただし、アメリカのJPモルガンのように大規模で安全と預金者からみなされている大手銀行では、米国内銀行の破綻時に、むしろ安全な受け皿として多額の預金流入が観測されていた。

3メガ銀グループの直近(FY2023 Q4末)の調達に占める預金比率は、前年同期(FY2022 Q4)末比でいずれも減少しており、それぞれSMFGが-1.5ポイント、みずほFGが-0.1ポイント、MUFGが-0.2ポイントの減少であった。近年のメガ銀の傾向として、預金比率を圧縮し、市場調達など資金調達手段の分散化を進める傾向がみられる。

3グループの中ではみずほFGの調達に占める預金の比率が最も高く89.3%、次いでSMFGが84.1%、MUFGが82.8%となっている。

ただし、日本の預金者は海外に比べ金融資産の安全志向が高く、銀行預金を好む傾向がある。このため、コア預金(銀行口座に滞留し流出しにくい預金)の構成比が高く、預金比率が高くてもむしろ流動性危機にはなりにくいと、弊社では考えている。

図表 11 3メガ銀グループの調達に占める預金比率



出所:3メガ銀グループ開示資料より5バリュースセットで作成

6. 規制資本から見た健全性 - 評価軸 4 -

[ポイント]

- ベイルインまでの絶対的なバッファ(CET1 比率)が大きいのは MUFG
- コールスキップリスクの多寡に影響する監督上の最低所要 CET1 比率までのバッファが大きいのは MUFG。相対的にバッファが最も小さいのは、みずほ FG
- バーゼル規制最終化基準の適用で、3 グループいずれも CET1 比率の悪化が見込まれる

CET1 比率・所要 CET1 水準までのバッファ

ベイルインまでの絶対的なバッファ(CET1 比率)が大きいのは MUFG

コールスキップリスクの多寡に影響する監督上の最低所要 CET1 比率までのバッファが大きいのは MUFG。相対的にバッファが最も小さいのは、みずほ FG

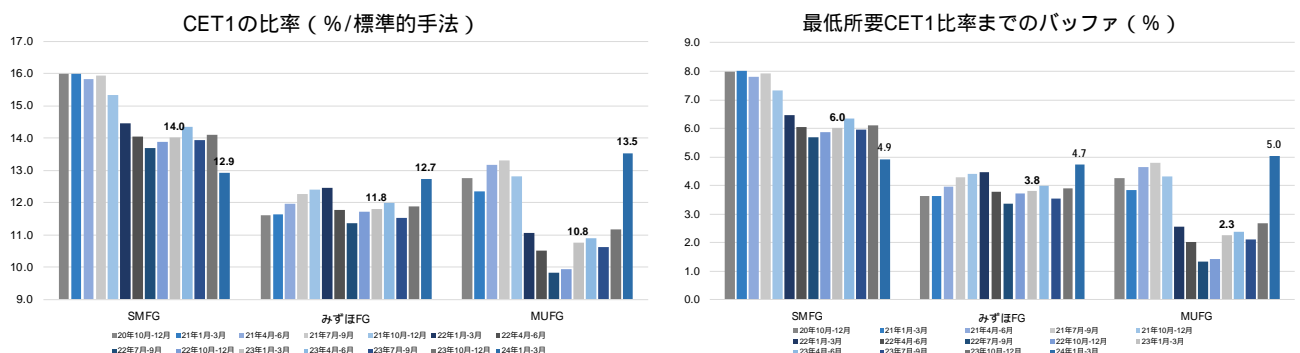
なお、MUFG は最低所要 CET1 比率が 8.5% と他の 2 グループより 0.5 ポイント高い水準が要求されている

以下の図表 12 の左図では、監督指標である普通株式等 Tier 1(CET1)の推移を比較した。邦銀の場合、CET1 比率が 5.125%を下回った場合、実質破綻認定などを通じて、規制資本証券がベイルイン(額面カットや普通株転換など)の対象とされるリスクがある。ベイルインまでの絶対的なバッファは、MUFG、SMFG、みずほ FG の順で大きい。

一方で、監督官庁が各銀行に対しそれぞれの事業状況を勘案して要求する最低所要 CET1 比率(各行により異なる)を下回った場合は、AT1 債などがコールスキップ(初回コール日に任意償還されない)リスクが顕在化しやすい。図表 12 の右図では、最低所要 CET1 比率と各行の CET1 比率のバッファを比較した。同比率の最低所要 CET1 比率までのバッファは、MUFG、SMFG、みずほ FG の順になっている。

MUFG の最低所要 CET1 比率までのバッファは、前年度(FY2022)末時点よりも+2.7 ポイント改善しているが、これは先述のバーゼル 最終化移行に伴い、リスクアセットの算出方法が見直された結果、MUFG の RWA の計上額が減少し CET1 比率が大きくなったことにも起因する。同様の理由により、SMFG の RWA 額は増加したことで、CET1 比率が小さくなり、最低所要 CET1 比率までのバッファは前年度(FY2022)末時点よりも 1.1 ポイント減少した。みずほ FG は、バーゼル 最終化移行に伴った影響は他の 2 行と比べると小さく、CET1 の増加により CET1 比率は前年度末よりも 0.9 ポイント改善した。

図表 12 普通株式等 Tier 1(CET1)の比率・所要 CET1 水準までのバッファ(FY2023 Q3 まで)推移



出所:3メガ銀グループ開示資料より5バリュアセットで作成

バーゼル 規制最終化による CET1 自己資本比率への影響

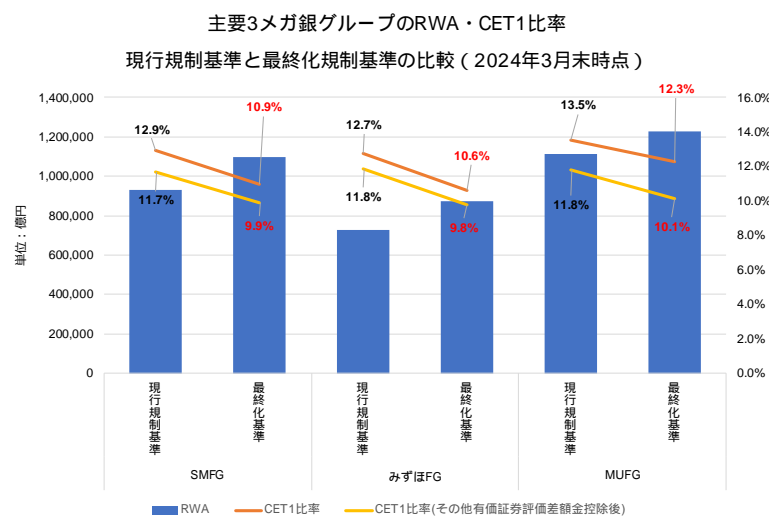
バーゼル 最終化に伴い資本フロアが導入

バーゼル は、2007年に起こった金融危機で明るみになった金融規制への対応として、流動性の向上、レバレッジの低減のために銀行の自己資本規制を強化することを目的に制定された。このバーゼル は段階的に適用されており、最終的な段階として、リスクアセットの過度なバラつきを軽減するためのリスク計測手法を見直す、所謂「バーゼル 最終化」が実施される予定となっている。3メガ銀グループは、2024年3月末からバーゼル 最終化が適用されており、具体的な実施内容として、リスクアセットの算出方法の見直しに加え、「資本フロア」が導入された。「資本フロア」とは、金融機関独自のモデルによる内部格付手法に基づいて算出したリスクアセットの合計額が、標準的手法に基づく算出結果を大幅に下回らないように設定された一定の下限値 (=フロア)を指す。資本フロアは、内部モデル手法に基づくリスクアセット、標準的手法に基づくリスクアセット×一定割合、の2つの額のうち大きいほう適用される。日本においては、この資本フロアの「一定割合」は、2024年3月末の導入以降段階的に引き上げられる経過措置が取られており、2024年3月末導入時点は50%であるが、最終的には2029年3月末以降に72.5%まで引き上げられる予定となっている。

バーゼル規制最終化基準の適用で、3グループいずれも CET1 比率の悪化が見込まれる

以下の図表 13 には、各グループの FY2023 期末時点(2024年3月31日)における、資本フロア比率が50%の「現行基準」と、2029年3月末に予定されている資本フロア比率が72.5%の「最終化基準」の2つの場合で採用されるリスクアセット額並びに CET1 比率の比較を示した。内部モデル手法を用いてリスクアセットを算出している3メガ銀グループでも、「最終化基準」においては、内部格付手法による算出額ではなく、標準的手法に基づいた資本フロアの額がリスクアセットの額として採用されており、SMFG の CET1 比率は-2.0ポイント、みずほ FG の CET1 比率は-2.1ポイント、MUFG は-1.2ポイントの悪化が見込まれている。

図表 13 3メガ銀グループの RWA・CET1 比率の現行規制基準と最終化規制基準の比較



出所:3メガ銀グループ開示資料より5バリュアセットで作成

7. 3メガ銀グループのAT1債券への投資評価

[ポイント]

- メガ銀のAT1債のベイルインリスクは欧米銀と比較し、相対的に抑制されている。
- 3メガ銀グループのAT1債券では、MUFG債のスプレッドだけがタイト化。SMFG、みずほFGのスプレッドは残りやすい状況。
- 3メガ銀グループのAT1債券では、ファンダメンタル以上に、国内外の制度や商慣行の差に着目し、その安定性を評価すべき。
- MUFGの米ドル建て債はスプレッドがタイト化、業務上の課題はあるものの、スプレッドが残るSMFGの米ドル建て債の方に相対的な投資妙味が存在。

3メガ銀グループのAT1債のベイルインリスク

AT1債は、Tier2債とは異なりベイルインのリスクがあるが、これは国・地域によって異なる点がある。日本・アメリカ・ヨーロッパの違いを下表に示す。日本では、米国や欧州と異なり、預金保険法の102条の規定により、破綻前にG-SIBs傘下の銀行(Opco)へ予防的に公的資金の直接注入が可能である。もしG-SIBsに指定されている3メガ銀グループの資産の質が劣化した場合には、日本の監督官庁は、ベイルインを伴う銀行持株会社への公的資金注入(126条の2)と、ベイルインを伴わない予防的な公的資本増強を選択し得る点が、外国銀行との大きな違いとなっている。そのため、3メガ銀グループの発行するAT1債券のベイルインリスクは外銀に比べ抑制されていると考えられる。ただし、預金保険法による公的資金増強のタイミングは、「過小資本時」とされており具体的な値は公表されていないため、CET1比率が5.125%以下(ゴーイング・コンサーン・トリガー)となった場合AT1債の元本削減と重なる可能性がある点には注意が必要である。また、国際規制とのバランスをみて、銀行持株会社への資本注入が行われ、ベイルインにつながる可能性も依然として存在する。

図表 14 日本、アメリカ、欧州のAT1債のベイルインリスク比較

	日本	アメリカ	欧州
G-SIBsへの公的資金注入	預金保険法の規定により破綻前に注入可能	破綻認定と民間負担以降にのみ注入可能	破綻認定と民間負担以降にのみ注入可能
ゴーイング・コンサーン・イベント(AT1債のトリガー)	AT1債のトリガーイベントにより可能	優先株扱いの為、実施されにくい	契約書面上はトリガーイベントのみだが、法規制上は不透明(調整余地が存在)
ゴーン・コンサーン・イベント(実質破綻認定)	普通株、AT1債、B3T2債が共にベイルイン	普通株、AT1債、B3T2債が共にベイルイン	普通株、AT1債、B3T2債が共にベイルイン

出所: 5バリュアセットで作成

G-SIBs 格付け一覧と、発行体格付け・AT1 債の格付け格差

AT1 債と発行体との格付け格差が大きい銀行は、制度的な「ベイルインリスク」の実現可能性が織り込まれている

以下の図表 15 に G-SIBs 各行に対する S&P の発行体格付けと AT1 債の格付け格差を示した。欧州銀行では発行体格付けと AT1 債の格付けの差が 5～6 ノッチであるのに対し、米国銀行は 3 ノッチとなっている。邦銀は両地域の間に対応する 4 ノッチとなっている。発行体格付けは欧州大陸銀行よりも米国銀行・邦銀が低い、AT1 債の格付けはベイルインリスクが織り込まれた結果、米国銀行のほうが欧州銀行よりも高くなっている。邦銀は欧州大陸銀の中間相当の格付けが付与されている。

これは、前ページで説明した、未だ適用事例がほとんどなく制度運用が不安定な日本特有のゴーイング・コンサーン・イベントの可能性に関する、格付会社の見解を反映したものと考えられる。

図表 15 G-SIBs 各行の発行体格付けの一覧と、発行体格付けと AT1 債の格付け格差(S&P 格付による)

G-SIBs 発行体格付け/AT1格付け

発行体名	発行体格付	見通し	AT 1 格付	ノッチ差
JPモルガン・チェース	A-	ポジティブ	BBB-	3
シティグループ	BBB+	安定的	BB+	3
バンク・オブ・アメリカ	A-	安定的	BBB-	3
ゴールドマン・サックス	BBB+	安定的	BB+	3
モルガン・スタンレー	A-	安定的	BBB-	3
ウェルズ・ファースト	BBB+	安定的	BB+	3
ニューヨーク・メロン	A	安定的	BBB	3
ステート・ストリート	A	安定的	BBB	3
カナダロイヤル銀行(RBC)	AA-	安定的	BBB	5
トロント・ドミニオン	AA-	安定的	BBB	5
HDBCホールディングス	A-	安定的		
パークレイズ	BBB+	安定的	BB-	5
スタンダードチャータード	BBB+	安定的	BB-	5
B N Pパリバ	A+	安定的	BBB-	5
グループBPCE	A	安定的		
クレディ・アグリコル	A+	安定的	BBB-	5
ソシエテ・ジェネラル	A	安定的	BB	6
I N Gグループ	A-	安定的		
サンタンデル銀行	A+	安定的		
ドイツ銀行	A	安定的	BB	6
UBSグループ	A-	ネガティブ	BB	5
MUFG	A-	安定的	BB+	4
みずほFG	A-	安定的		
三井住友FG	A-	安定的	BB+	4

出所: Bloomberg データから5バリュアセットで作成

(注) 格付け評価日は 2024 年 6 月 10 日時点。巻末の無登録格付けに関する説明書も合わせてご参照いただきたい。

メガ銀 AT1 債券の市場価格の傾向

メガ銀の AT1 債券：
円建て債のスプレッドは 95 ~ 150bps 程度、
ドル建て債のスプレッドは 180 ~ 230bps 程度

以下の図表 16 に 3 メガ銀グループの AT1 債券の格付けと利回り(仲値ベースの気配値)を例示した。AT1 債券の慣例スプレッドは、円建てのもので MUFG が 95.6bps、みずほ FG が 151.5bps、SMFG が 98.6bps であるのに対し、ドル建て債では MUFG が 180.1bps、SMFG が 227.8bps とよりワイドなスプレッドでプライシングされている。特に、SMFG のドル建て AT1 債は最もスプレッドを得やすい状況だ。この結果、利回りで比較しても、円貨建債では 1%台後半から 2%前後までしか出にくいのが、ドル建て債では 6%台近くの利回りが出る可能性がある(市場での bid-offer 等の流動性により、実際の取引可能レートは変化する点に注意。)

図表 16 3メガ銀グループの AT1 証券の格付けと利回り

発行体	三菱UFJフィナンシャル・グループ	みずほ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	
債券ISINコード	JP390290AN96	JP388578AN00	JP389035AQ12	US606822DD36	US86562MDK36	
クーポン(利率)、(%)	1.069	1.589	1.844	8.2	6.6	
発行日	2022/09/02	2022/12/26	2024/01/26	2023/10/26	2024/03/05	
初回コール日	2028/01/15	2028/06/15	2029/06/05	2029/01/15	2034/06/05	
満期日	永久債	永久債	永久債	永久債	永久債	
パーゼルIII 資本区分	Additional Tier 1	Additional Tier 1	Additional Tier 1	Additional Tier 1	Additional Tier 1	
残高(百万)	50,000	77,000	125,000	750	1,000	
通貨	JPY	JPY	JPY	USD	USD	
最小取引通貨単位	100,000,000	100,000,000	100,000,000	200,000	200,000	
発行体格付	JCR	AA	AA	AA	AA	AA
	R&I	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-
	S&P	A-	A-	A-	A-	A-
	Moody's	A1	-	A1	A1	A1
	Fitch	A-	A-	A-	A-	A-
債券格付	JCR	A	A	A	-	-
	R&I	A	A	A	-	-
	S&P	-	-	-	BB+	BB+
	Moody's	-	-	-	Baa3	Baa3
	Fitch	-	-	-	BB+	-
直近 2024/06/10	債券価格	97.42	98.42	99.14	107.29	99.07
	慣例利回り(%)	1.834	2	2.037	6.324	6.673
	スプレッド(bps)	95.6	143.7	143.0	180.1	226.6
2ヶ月前 2024/04/12	債券価格	97.52	98.60	99.28	107.19	98.72
	慣例利回り(%)	1.781	1.958	2.016	6.353	6.751
	スプレッド(bps)	97.5	98.6	151.5	180.6	227.8
価格変化	債券価格	0.099	0.179	0.139	+0.096	+0.352
	慣例利回り(%)	+0.053	+0.042	+0.021	0.029	0.078
	スプレッド(bps)	1.943	+45.140	8.539	0.511	1.158

出所: Bloomberg データから 5 バリュアセットで作成

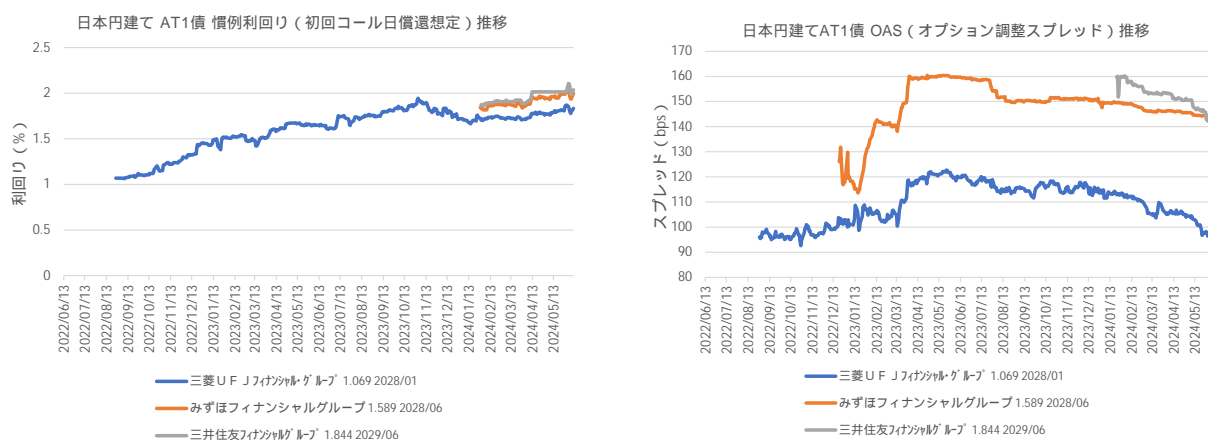
(注) 巻末の無登録格付けに関する説明書も合わせてご参照いただきたい

3メガ銀グループのAT1債券では、MUFG債のスプレッドだけがタイト化
SMFG、みずほFGのスプレッドは残りやすい状況

また、以下の図表17の左図には日本円建てAT1債の慣例利回りの推移、右図には日本円建てAT1債のOAS(オプション調整スプレッド)の推移を、また図表18の左図には米ドル建てAT1債の慣例利回りの推移、右図には米ドル建てAT1債のOAS(オプション調整スプレッド)の推移を、それぞれ示した。

同図表が示す通り、MUFGのAT1債のスプレッドは、他の2行に比べタイト化が進む傾向にある。この動きは、前述の同銀行グループの事業構造改編や規制資本の強化などによる経営の安定化が、グローバル債券市場で高く評価されたことを反映していると考えられる。

図表17 円建てAT1債の慣例利回りの推移、円建てAT1債のOAS(オプション調整スプレッド)の推移



出所: Bloomberg データから5バリュースセットで作成

図表18 ドル建てAT1債の慣例利回りの推移、ドル建てAT1債のOAS(オプション調整スプレッド)の推移



出所: Bloomberg データから5バリュースセットで作成

3メガ銀グループのAT1債投資評価まとめ

最後に、3メガ銀グループ発行の債券に対する投資評価の考え方を示す。

銀行は各国の経済の根幹をなすインフラであり、その安定性は国策として重要だ。銀行に対するバーゼルIII規制の下で、AT1債はベイルインによる損失吸収バッファとして銀行の健全性を維持する役割を果たす。銀行規制の下で規定された、ベイルインリスクが明らかになったのが2023年に生じたクレディスイスの事案となる。

しかし、日本の場合にはスイスと異なる特性が数多く存在する。相違点として、ベイルインを回避しながら資本の健全性を強化し得る制度が存在すること、公的資金の投入に対する国民感情が欧米に比べ穏やかであること、国家の財政余力と銀行の経営規模を比べるとスイスよりはるかに大きな余力があること、コールスキップを許さない国内投資家が規制資本のリファイナンス(借り換え)に応じやすいこと、等が挙げられる。

また、持ち合い株式が減る中でも、メインバンクとしての国内事業法人との関係性を維持している点も重要だ。パブル後に銀行資産の劣化が進んだ際に、みずほグループの1兆円近い資本増強に多くの国内法人が協力した実績もある。こうした銀行と事業法人の深い関係は、ビジネスライクな外国銀行にはない、非財務要因だと言える。

こうした観点で、邦銀のAT1債投資においては、個別銀行のファンダメンタル状況以上に、国内外の制度や商慣行の差に着目し、その安定性を評価すべきと考える。もちろん、絶対的なAT1債のベイルイン可能性は存在するが、相対的には外国銀行よりベイルインリスクもコールスキップリスクも抑制的だと考えられる。

以上の観点から、欧米銀行と比較すれば3メガ銀グループが発行するAT1債のベイルインリスクは抑制的ではあるものの、円建て債については利回りが低く割安感は低い。このため、AT1債への投資であれば米ドル建て債に相対的な投資妙味がある、と言えるだろう。MUFGの米ドル建て債は同社の経営安定性の強化を反映してスプレッドがタイト化しており、資本フロア対応や非銀行業務に課題はあるものの、スプレッドが残るSMFGの米ドル建て債の方に相対的な投資妙味がある、と弊社は考える。

この他、銀行持株会社のシニア債(TLAC債)は、邦銀の安全性を加味してスプレッドはタイトで超過収益機会は限定されるが、それでも米ドル建て債であれば、同格付けの事業会社債などよりもはるかに安定した投資機会として一定の利回りを享受しやすいと、弊社では考えている。

3メガ銀グループのAT1債券では、ファンダメンタル以上に、国内外の制度や商慣行の差に着目し、その安定性を評価すべき

MUFGの米ドル建て債はスプレッドがタイト化、業務上の課題はあるものの、スプレッドが残るSMFGの米ドル建て債の方に相対的な投資妙味が存在

Appendix 1. AT1 債のコールスキップ動向

金融機関においては初回コール日に償還(コール)することが慣例となっているが、経済的合理性等を理由に、コールされない場合(コールスキップ)が存在する。ハイブリット債の利回りはコールを前提とした慣例利回りで評価されるケースが多く、コールスキップが実施された場合には慣例利回りと実際の利回りが乖離する恐れがあるため、リスクとして受け止められる傾向にある。以下では、2020年以降のコールスキップ事例について示している。近年は、米銀の事例が多い反面、邦銀での事例は2015年以降発生していない。

なお、3メガ銀ではリーマンショック時に、みずほ銀行グループがアジアの個人富裕層向けに販売した優先出資証券でコールスキップが発生したことがあったが、国内投資家の強い拒否反応を受け、その後は一切コールスキップは発生していない¹。邦銀は資本市場との関係、とりわけ国内機関投資家との安定的な関係を重視する傾向が強く、コールスキップリスクは外国銀行に比べ相応に低いものと弊社では考えている。

追加図表1 2020年以降にコールスキップ後、償還した銘柄

発行体名	ティッカー	初回コール日	当初固定クーポン(%)	満期	通貨	劣後	変動クーポン(コールスキップ後)
ゴールドマン・サックス・グループ	GS	5/10/2020	5.375000%	Fixed	永久債	USD	Y US0003M +3.922000%
モルガン・スタンレー	MS	7/15/2020	5.550000%	Fixed	永久債	USD	Y US0003M +3.810000%
シティグループ	C	11/15/2020	6.125000%	Fixed	永久債	USD	Y US0003M +4.478000%
シティグループ	C	8/15/2020	5.950000%	Fixed	永久債	USD	Y US0003M +4.095000%
JPMorgan Chase & Co.	JPM	9/1/2020	6.15		永久債	USD	N 不明
JPMorgan Chase & Co.	JPM	9/1/2020	6.1		永久債	USD	N 不明
JPMorgan Chase & Co.	JPM	5/1/2020	5.300000%	Fixed	永久債	USD	Y US0003M +3.800000%
シティグループ	C	2/15/2023	US0003M +4.230000%		永久債	USD	Y TSFR3M +4.491610%
ゴールドマン・サックス・グループ	GS	5/10/2023	US0003M +3.640000%		永久債	USD	N TSFR3M +3.901610%
シティグループ	C	1/30/2023	US0003M +4.068000%		永久債	USD	Y TSFR3M +4.329610%
サンタフェ銀行	SANTAN	9/29/2023	8.1232		永久債	EUR	Y EUAMDB05+4.999000%

出所: Bloomberg データより5バリュアセットで作成

追加図表2 2020年以降にコールスキップ後、未償還の銘柄

発行体名	ティッカー	初回コール日	当初固定クーポン(%)	満期	通貨	劣後	変動クーポン(コールスキップ後)	残高(発行通貨)
バークレイズ銀行	BACR	3/15/2020	4.635	永久債	EUR	Y	EUR003M +0.710000%	318,560,000
ドイッチェ銀行	DB	4/30/2020	4.789	永久債	USD	Y	USISOA05+4.358000%	1,250,000,000
ウェルズ・ファーゴ	WFC	1/1/2022	0	永久債	USD	N	不明	96,546
ウェルズ・ファーゴ	WFC	6/15/2022	5.625	永久債	USD	N	不明	27,600,000
JPMorgan Chase & Co.	JPM	11/1/2022	8.14804	永久債	USD	Y	TSFR3M +2.841610%	1,257,500,000
ゴールドマン・サックス・グループ	GS	11/10/2022	8.43696	永久債	USD	Y	TSFR3M +3.135610%	1,500,000,000
JPMorgan Chase & Co.	JPM	5/1/2023	8.81804	永久債	USD	Y	TSFR3M +3.511610%	1,500,000,000
シティグループ	C	5/15/2023	9.0346	永久債	USD	Y	TSFR3M +3.727610%	1,250,000,000
バンク・オブ・アメリカ	BAC	5/16/2023	6	永久債	USD	N	不明	54,000,000
バンク・オブ・アメリカ	BAC	6/1/2023	8.73786	永久債	USD	Y	TSFR3M +3.396610%	1,000,000,000
バンク・オブ・アメリカ	BAC	7/24/2023	5.875	永久債	USD	N	不明	34,049,238
JPMorgan Chase & Co.	JPM	8/1/2023	8.86804	永久債	USD	Y	TSFR3M +3.561610%	1,500,000,000
シティグループ	C	9/29/2023	9.64974	永久債	USD	N	TSFR3M +4.301610%	22,000,000
モルガン・スタンレー	MS	10/15/2023	7.125	永久債	USD	N	7.125000% Fixed	34,500,000
JPMorgan Chase & Co.	JPM	12/1/2023	5.75	永久債	USD	N	不明	67,850,000
モルガン・スタンレー	MS	1/15/2024	6.875	永久債	USD	N	6.875000% Fixed	34,000,000
JPMorgan Chase & Co.	JPM	3/1/2024	6	永久債	USD	N	不明	74,000,000

出所: Bloomberg データより5バリュアセットで作成

¹ 3メガ銀以外では、2012年に新生銀行が期限付劣後債のコールスキップを行った事例がある。

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をお客様に告げなければならないこととされております。

○登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、誠実義務、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、格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、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。

ムーディーズ・インベスターズ・サービスについて	S&P グローバル・レーティングについて	フィッチ・レーティングスについて
<p>格付会社グループの呼称等について 格付会社グループの呼称：ムーディーズ・インベスターズ・サービス(以下「ムーディーズ」と称します。)</p> <p>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)</p> <p>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(https://www.moody.com/pages/default_ja.aspx))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。</p> <p>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。</p> <p>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。</p>	<p>格付会社グループの呼称等について 格付会社グループの呼称：S&P グローバル・レーティング(以下「S&P」と称します。)</p> <p>グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：S&P グローバル・レーティング株式会社(金融庁長官(格付)第5号)</p> <p>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 S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ(https://www.spglobal.com/ratings/jp/index)の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付情報」(https://www.spglobal.com/ratings/jp/regulatory/content/unregistered)に掲載されております。</p> <p>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はなく、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。</p> <p>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。</p> <p>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り、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。</p>	<p>格付会社の呼称について 格付会社グループの呼称：フィッチ・レーティングス(以下「フィッチ」と称します。)</p> <p>グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：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)</p> <p>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 フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ(https://www.fitchratings.com/ja)の「フィッチの格付業務」欄の「規制関連」(https://www.fitchratings.com/ja/regulatory)の「信用格付の前提、意義及び限界」に掲載されております。</p> <p>信用格付の前提、意義及び限界について 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。</p> <p>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及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。</p> <p>信用格付の前提、意義及び限界の詳細にわたる説明についてはフィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他の形態の意見に関する定義」をご参照ください。</p>

この情報は、2022年8月10日に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。

Disclaimer

本資料は、5VA が本資料を受領されるお客様への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券又は金融商品の売買の推奨・取引・勧誘・申込みを目的としたものではありません。

開示事項

本資料の作成及び配布は5バリューアセット株式会社（以下、5VA）が行っております。

5VA では調査部門の活動（リサーチレポート作成、リサーチ情報の伝達を含む）に関する適切な基本方針と手順等、組織上管理上の制度について、日本証券業協会によるアナリスト・レポートに関する自主規制に準拠した内部ルールと管理プロセスを整備しています。

5VA はリサーチ部門・他部門間の活動及び/又は情報の伝達、並びにリサーチレポート作成に関する適切な基本方針と手順等、組織上管理上の制度について、日本証券業協会によるアナリスト・レポートに関する自主規制に準拠した内部ルールと管理プロセスを整備しています。

5VA では、所属するアナリスト及びその家族が、当該アナリストの担当カバレッジに属するいずれの企業の株式も保有することを禁じられています。また、本リサーチレポートが公開される前後3か月間に、本リサーチに関連する金融商品を個人的に取引することも禁じています。

アナリストによる証明

本レポート表紙に記載されたアナリスト（以下、同アナリスト）は、本レポートに記載した見通し・評価・分析等の内容が、分析対象銘柄の発行企業及びその証券に対する同アナリスト個人の見解に一致していることを証明いたします。また、本レポート内で特定の判断もしくは見解を表明する見返りとして、いかなる報酬も一切受領しておらず、受領する予定もないことを合わせて証明いたします。

免責事項

本資料内で5VA が言及した全ての記述は、公的に入手可能な情報のみに基づいたものです。本資料の作成者は、インサイダー情報の入手・使用を禁じられています。

本資料に含まれる情報は、弊社が正確かつ信頼できると考える情報に基づき、正確性と信頼性を担保することを目標として作成していますが、その正確性、信頼性を客観的に検証しておりません。本資料内で5VA 以外の外部サイトのインターネット・アドレスを参照していることがございますが、リンク先の内容・正確性について5VA は一切責任を負いません。本資料はお客様が必要とする全ての情報を網羅することを意図したものではありません。

5VA は本資料に掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる保証も表明しておりません。また、5VA は、本資料の論旨と一致しない他の資料を発行している場合があり、又は今後発行する場合があります。

本資料に示したすべての内容は、本資料発行時点において5VA が入手可能な範囲で最新の評価や判断を示しておりますが、本資料に含まれる情報は金融市場や経済環境の変化等のために最新の内容ではない可能性があることをご認識ください。5VA では、本資料内に示した見解は予告なしに変更することがあります。また、5VA は本資料内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。

本資料で直接的又は間接的に言及・例示・評価・推奨している有価証券や金融商品は、市場価格の変動や発行体の財務状況の変化、経済環境の変化や経営判断、同証券や発行体に関わる外部評価の変化、金利や為替などの市況変動などの影響など、様々な要因により投資元本を割り込むリスクがあります。

本資料の作成にあたり、5VA では本資料を受領される個々のお客様の財務状況、ニーズもしくは投資目的を考慮しておりません。このため、本資料で言及されている有価証券や金融商品、市場見通し、投資戦略などは全てのお客様にとって適切なものとは限りません。お客様の投資に当たっては、ご自身の判断により投資評価や投資戦略を評価し、本資料に記載されている有価証券又は金融商品に関して投資・取引を行う際には、専門家やファイナンシャル・アドバイザーにご相談ください。

お客様による最終的な投資判断は必ずお客様自身によりなされなければならず、投資によって生じたいかなる結果につきましても、一切の責任はお客様にあります。5VA は、本資料を直接的にまたは間接的に入手したお客様が、本資料を参照した結果として生じたいかなる事象(直接・間接の損失、逸失利益及び損害、その他の状況) についても一切の法的責任を負いません。

本資料は、お客様に対し税金・法律・投資上のアドバイスとして提供する目的で作成されたものではありません。法律・制度・税金・会計等につきましては、お客様ご自身の責任と判断で専門家にご相談ください。

本資料に過去の投資パフォーマンスや過去データに基づく分析が示されていたとしても、これらは将来の投資パフォーマンスを確定的に予測したり、保証するものではありません。特に記載のない限り、本資料に含まれる将来予想は、アナリストが適切と判断した材料に基づく本資料公表時点におけるアナリストの予想であり、実現値とは異なることがあり得ます。5VA では、将来の投資パフォーマンスやリスクについての参考情報や見通しを示すことがありますが、いかなる観点でも、これを保証するものではありません。

本資料の作成アナリストによる投資・保有禁止に関わらず、5VA 及び社員は、本資料で言及された有価証券等や関連するエクスポージャーを、自己の勘定もしくは他人の勘定で取引もしくは保有する可能性があります。また、本資料で示された投資判断に反する取引を行うことがあります。本資料のご活用にあたりましては、お客様と5VA 並びにその社員との間で、利益相反が起こりうることに留意ください。

本資料は、日本国内に限定して配付致します。間接的に海外で入手されるような事態が生じた場合があったとしても、5VA では諸外国の法制度や規制に対応する責任を負いません。

Copyright 5VA Co., Ltd. All rights reserved.

本資料は5VA の著作物であり、著作権法により保護されております。5VA の書面による事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部を変更、複製・再配布し、もしくは直接的又は間接的に第三者に交付することはできません。

〒100-0005 東京都千代田区丸の内1丁目4-1
丸の内永楽ビルディング 20階
5バリューアセット株式会社 調査部
(金融商品仲介業者 近畿財務局第437号)

この書面は金融商品仲介業者（以下、弊社）が所属金融商品取引業者等の委託を受けて行う金融商品仲介業に関し、広告又は広告類似配布物をお客様にお渡しする場合と一緒にお渡しする書面です。お取引前に下記内容をご理解くださいますよう、お願い申し上げます。

広告等補完書面（金融商品取引法 66 条の 10（広告等の規制）に基づく表示

金融商品仲介業者の商号	5 バリューストック株式会社
	登録番号：近畿財務局長（金仲）第 437 号
楽天証券株式会社	金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 195 号
	加入する協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、日本商品先物取引協会、 一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会
東海東京証券株式会社	金融商品取引業者 東海財務局長（金商）第 140 号
	加入する協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、 一般社団法人第二種金融商品取引業協会、 一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人日本 STO 協会
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
	加入する協会：日本証券業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、 一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人日本号資産取引業協会、 一般社団法人投資顧問業協会
株式会社 SBI 証券	金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 44 号、 商品先物取引業者
	加入する協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、 一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本 STO 協会、 日本商品先物取引協会
J トラストグローバル証券株式会社	金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 35 号
	加入する協会：日本証券業協会

上記の手数料等およびリスク等は、お客様が金融商品取引契約を結ぶ所属金融商品取引業者等（上記記載）の取扱商品毎に異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客様向け資料等をよくお読みください。

(202405_159) (2016年5月) 0390900204

【手数料等について】

商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等（例えば、国内の金融商品取引所に上場する株式（売買単位未満株式を除く。）の場合は約定代金に対して所属金融商品取引業者等ごとに異なる割合の売買委託手数料、投資信託の場合は所属金融商品取引業者等および銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費等）をご負担いただく場合があります（手数料等の具体的上限額および計算方法の概要は所属金融商品取引業者等ごとに異なるため本書面では表示することができません。）。債券を募集、売出し等又は相対取引により購入する場合は、購入対価のみお支払いいただきます（購入対価に別途、経過利息をお支払いいただく場合があります。）。また、外貨建ての商品の場合、円貨と外貨を交換、または異なる外貨間での交換をする際には外国為替市場の動向に応じて所属金融商品取引業者等ごとに決定した為替レートによるものとします。

【リスクについて】

各商品等には株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の価格の変動等および有価証券の発行者等の信用状況（財務・経営状況含む。）の悪化等それらに関する外部評価の変化等を直接の原因として損失が生ずるおそれ（元本欠損リスク）、または元本を超過する損失を生ずるおそれ（元本超過損リスク）があります。

なお、信用取引またはデリバティブ取引等（以下「デリバティブ取引等」といいます。）を行う場合は、デリバティブ取引等の額が当該デリバティブ取引等についてお客様の差入れた委託保証金または証拠金の額（以下「委託保証金等の額」といいます。）を上回る場合があると共に、対象となる有価証券の価格または指標等の変動により損失の額がお客様の差入れた委託保証金等の額を上回るおそれ（元本超過損リスク）があります。

上記の手数料等およびリスク等は、お客様が金融商品取引契約を結ぶ所属金融商品取引業者等（上記記載）の取扱商品毎に異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客様向け資料等をよくお読みください。

(202405_159) (2016年5月) 0390900204