

『金利のある世界 × 有価証券運用』

**注目点と
今後の展望**

- ▶ 地域銀の国内株式評価益は、株価高騰で直近2兆円程度に拡大
- ▶ 円債運用は「短期化と高利回りへのリバランス」が基本戦略に
- ▶ 利回り改善とリスクウェイト低減でRORA改善が期待出来る
- ▶ 益出し余力の回復に伴い、今後は円債中心の運用に回帰か

収益向上期待で銀行株は上昇

日本銀行が3月19日に約17年ぶりとなる政策金利の引き上げを決定した。米FRBが2022年3月16日に利上げをしてから2年遅れて、日本は「金利のある世界」のスタートラインに着いたことになる。それを受けて、2024年7月4日には、TOPIXが34年ぶりに史上最高値を更新した。高騰の牽引役となったのは銀行株。金利上昇による銀行の預貸金利ぎやの改善と収益向上期待が背景にある。

銀行業株価指数には、地域銀行全99行のうち、東京証券取引所に上場する25の銀行持ち株会社と45の銀行の計70銘柄が含まれる。日本銀行がイールドカーブ・コントロール（YCC）を柔軟化した2022年12月20日から2024年6月末までの期間で、銀行株はTOPIXを60%アウトパフォームした。この間、プロクレアホールディングス、じもとホールディングスを除いた大部分の地域銀行の株価が上昇しており、銀行業全体のアウトパフォーマンスに相応程度寄与している。

都市銀行と異なり、地域銀行は預金（含む譲渡性預金）で調達した資金の大部分を貸し出しと有価証券で運用している。過去5年間の預貸率と預証率の平均値（平残）は75%と21%で、銀行の本業である貸し出しへのリス

クテイク方針が優先されている。

貸し出しに占める変動金利割合や預金を含めた金利追従率にもよるが、一般的に「預貸率が高い銀行ほど市場金利上昇の恩恵を受けやすい」と言える。一方で、有価証券運用における市場金利上昇は、円債ポートフォリオの評価損拡大と金利リスク量（IRRBB）の増加要因となるものの、国内基準行では会計上、どちらも自己資本不算入であることから、利回り改善やリスクウェイト低減によるRORA（リスク資産収益率）の改善が期待される。

デュレーションは短期化

金利上昇局面における円債運用は「デュレーションを短期化しつつ、より利回りの高い銘柄に入れ替えるリバランス」が共通の基本戦略となる。金利見通しやリスクテイク方針、自己資本比率、益出し余力、運用態勢等で異なる部分はあるが、経済の先行指標であるイールドカーブは利上げ開始時にベアステップ化する傾向にあるからである。以下、①金利感応度 ②売買動向 ③損失吸収力の観点からリバランスの進捗状況を確認していく。

まず、金利感応度の変化からリバランス動向を確認する。各社開示資料から単純平均値を算出したところ、2023年度末時点の円債の

日本資産運用基盤グループ

ディレクター

白瀧 俊之（しらたき としゆき）

プロフィール

米国ヴァンダービルト大学オーエン経営大学院卒（MBA）。第一勧業銀行（現みずほ銀行）入行。1999年よりJ.P.モルガン・アセット・マネジメントをはじめ、ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントや朝日ライフアセットマネジメントにて様々な資産クラスの運用業務に従事。2023年2月から現職。地域金融機関に向けた運用支援ソリューション業務に従事。



デュレーションは、金利スワップ等によるヘッジ考慮後で5.2年となっている。2021年度の6.3年、2022年度の5.8年と比べ緩やかに短期化している。ただし、個別では4.0年～11.9年と金利見通しや自己資本比率、益出し余力の高低差により進捗が異なっている。

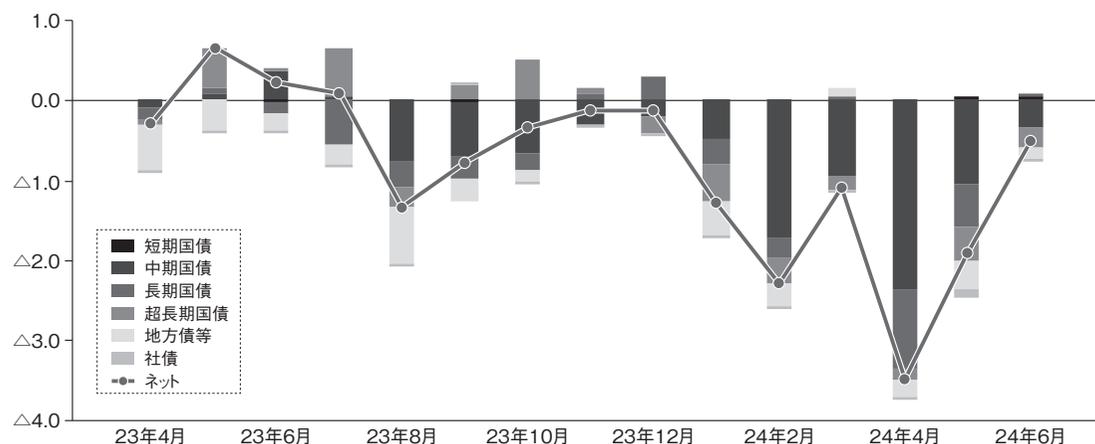
次に売買動向からリバランスの進捗を確認する。図表1は、2023年4月以降の地域銀行全体の国債種類別の売買推移を示している。2023年度を見ると、超長期国債を約2,000億円（0.4%相当）買い越した以外は、中期国債などを3兆5,000億円（6.7%相当）売り越している。日本銀行がYCCを再柔軟化した2023年7月以

降は実現損益を下期に計上する動きも加わり、ネットで売り越しに転じた。2024年度も売り越しは継続している。

最後に損失吸収力として評価損益動向を確認する。円債の評価損益は2021年度に1,984億円の評価損に転じて以降、2022年度に▲7,372億円、2023年度に▲1兆2,476億円と趨勢的に評価損が拡大している。

円債同様に各社開示資料から算出すると、外債のデュレーションは、2023年度末時点で2.6年となっている。2021年度の4.2年、2022年度の3.1年と近年は短期化が続いている。利回りの高い外債に入れ替えるリバランスを進め

図表1 地域銀行の円債売買比率 (%)



出所：日本証券業協会公表資料より日本資産運用基盤グループ作成

たことで損超ではあるが、その他有価証券の評価損の減少に寄与している。

また、国内株式の評価損益は2023年度に6兆1,196億円となっている。2022年度の4兆1,703億円から2兆円程度評価益が拡大したことで、2023年度の益出し余力は地域銀行全体で2.9倍と2022年度の1.6倍から大きく改善した。円債の評価損拡大に対して十分な損失吸収力を維持している状況にある。

以上の点からデュレーションの短期化を主目的とした売却は進捗しているものの、償還分の再投資や余資による新規買い付けといった主だった動きは見られない。慎重姿勢を維持する要因としては、ターミナルレートを含めた金融政策動向や長期国債買い入れ減額による長期金利への影響等の不透明感、米国の金融政策動向に対する不透明感、待機資金である超過準備に対する付利率の上昇による利子所得の増加期待等が挙げられる。

京都、北洋銀の高評価益運用

冒頭に述べたように地域銀行の株価は全体としては上昇している。ただ、個別で見ると上昇率は▲8%～147%の幅広いレンジとなっており、格差も見られる。その中で、90%以上の高い上昇率を記録しているのがスルガ銀行など18行で、共通するのが自己資本比率及び総合収益の相対的な高さである。そこで、当該18行の中からリスクテイク方針の異なる京都銀行と北洋銀行について、2023年度の有価証券運用の状況を確認した。

京都銀行は9兆4,000億円の預金残高の3分の1を有価証券で運用している。有価証券運用残高(末残)は国内基準行で2番目に大きい。2023年度は他行比で最も高い株式保有比率が

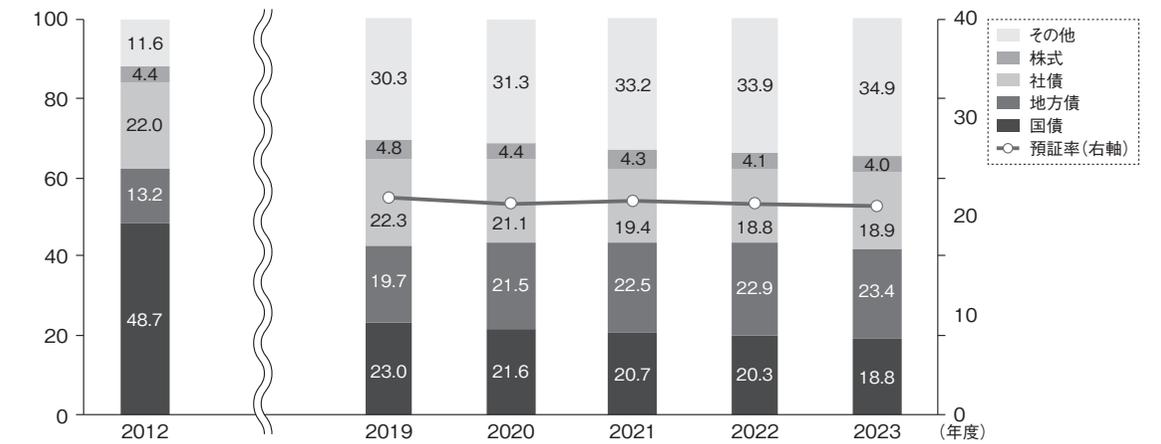
相場上昇の恩恵を受け、有価証券利回りと評価益を大幅に増加させる結果となっている。それを受けて、銀行持ち株会社である京都フィナンシャルグループの株価は2年半で103%上昇した。

資産別構成比を見ると、有価証券平均残高に対する円債の保有比率は57%とほぼ地域銀行平均並みである。一方で、国内株式の保有比率が33%と最も高い。そして、地域銀行平均の3分の1相当にあたる10%のその他有価証券内で外債を5%保有している。デュレーションは円債が4.9年、外債が2.8年と短期化を進めながら、外債ポジションの復元を行っている。株式上昇局面で株式をオーバーウェイトする資産配分方針が奏功したことは言うまでもない。京都銀行以外にも、株式保有比率の高い銀行は軒並み相場上昇の恩恵を受け、益出し余力が上昇したのは確かだ。ただし、余力の大部分が株式関連の評価益に起因している点は注意が必要である。

他方、北洋銀行は、京都銀行を上回る11兆1,000億円の預金残高の18%を有価証券で運用する国内基準行である。同行の株価は2年半で120%上昇した。資産別構成比を見ると、ローリスク運用の基本方針通り、円債の保有比率が85%と高い。国内株式の保有比率は8%と低く、地域銀行平均の5分の1相当にあたる7%のその他有価証券内で外債を2%保有している。デュレーションは円債が5.4年、外債が4.0年と円債の短期化を進める一方、外債を若干伸長させている。

円債のオーバーウェイトで有価証券利回りは相対的に低いが、評価損益の改善で補完し、99行中13番目に高い益出し余力を達成した。

図表2 地域銀行の有価証券構成比・預証率(平残、%)



出所:全国銀行協会公表資料より日本資産運用基盤グループ作成

益出し余力は約3倍に回復

今後の「金利のある世界」における有価証券運用を展望すると、金利追随率が100%である有価証券運用では、まずは利回り改善とリスクウェートの低減でRORAの改善が期待出来るだろう。

図表2は地域銀行の資産構成比率と預証率の推移である。日本銀行の量的・質的金融緩和導入前(2012年)と直近5年を比較している。2023年度の有価証券利回りは1.00%となっている。預証率は20%で、そのうち63%を国内債券、33%を海外資産や投資信託等のその他有価証券、残りの4%は国内株式にて運用が行われた。

過去3年低下基調にあった益出し余力は、2023年度に3倍近くまで回復している。2024年6月末の10年国債の応募者利回りは1.06%と2012年度初の1.01%とほぼ同水準であり、国内基準行の多くは益出し余力の水準に応じて、リスクウェートの低い円債中心の運用に回帰していくものと想定される。

事例で取りあげた京都銀行は、その他有価証券内において日米の株式投信の残高を積み増すリスクテイク方針を継続する一方で、円債に対しては金利上昇局面での金利リスク抑制しながら残高を積み増す方針を示している。他方、北洋銀行も短中期円債を積み上げ、さらなるデュレーションの短期化を目指としている。今後の両行の決算に注目である。

日本における利上げ局面は17年ぶりのことであり、現場担当者の金利上昇局面の経験の少なさや人材不足の報道等を目にする機会が増えている。インフレ関連データ次第という金融政策方針の不透明感も金利上昇局面における円債運用に対する懸念を増長させている部分もあるように思える。米国から2年遅れて日本は金利上昇局面を迎えるなかでインフレ率の高低や利上げのスピード感こそ異なるものの、データ次第の金利上昇局面はこの2年間の外債運用で経験済みであることを思い返してみてもいいだろうか。