

評価損でも運用をフリーズさせるな、 今こそ「入れ替え運用」を

経営主導でファンダメンタルズに基づく 投資判断力を磨け

2022年9月期決算における地域銀行の有価証券評価損益は大幅に悪化し、評価損を抱える地銀が約6割を占めた。なかには事実上、運用をフリーズさせている地銀もあると聞く。しかし、中長期のファンダメンタルズから見て今が安値圏にあるならば、むしろ絶好の投資機会といえる。決して運用をフリーズさせず、今だからこそ有価証券ポートフォリオを機動的に入れ替え、将来に向けた収益力の向上に取り組むべきだ。

運用のフリーズを 招く三つのケース

2022年9月末時点の地銀99行(注1)の有価証券評価損益は約1兆4600億円と、3月末の約3兆9000億円から約2兆4400億円も減少した(図表1)。わずか半年で半減どころか6割以上減少したこと

になる。有価証券全体で評価損を抱える地銀は3月末の16行から59行(注2)に増加した。これは、リーマンショックの暗雲が漂い始めた08年3月期の評価損行数(53行)をも上回る。資産別に見ると、22年9月末時点で「株式」は約3兆8200億円の評価益だったが、「債券」が約6800億円、「その

他」が約1兆6700億円の評価損となった。地銀99行中、「債券」と「その他」の合計が評価損となったのは実に90行に上る。裏を返すと、評価益なのは、伊予銀行や富山第一銀行、中国銀行などたったの9行しかない。地銀の有価証券における「その他」はおおむね外債と投資信

託で構成されるが、投信は外債ファンドや外債比率の高いマルチアセットファンドが多い。いわば今回の評価損は、円債と外債、つまり債券の評価損の問題と見て過言ではない。その点で、サブプライムローン問題で、サブプライムローン問題に端を発し、証券化商品に加え、株式やリートの評価損が拡大したリーマンショックの時とは評

和キャピタル
専務 伊藤 彰一



金利上昇局面で必要な「入れ替え運用」

〔図表1〕 地域銀行の有価証券評価損益の変化
(単位 兆円)

	21年 3月期	22年 3月期	22年 9月期	22年 3月期比 増減額
地域銀行の 有価証券評価損益	5.58	3.90	1.46	▲2.44
うち「株式」	4.76	4.27	3.82	▲0.45
うち「債券(円債)」	0.28	▲0.20	▲0.68	▲0.49
うち「その他(外債・ 投資信託等)」	0.54	▲0.17	▲1.67	▲1.50

(注) 満期保有目的を含む。
(出所) 和キャピタル作成(図表3も同じ)。

評価の質が異なる。こうしたなか、事実上運用をフリーズさせている地銀が増加しているようだ。その理由は大きく三つに類型化できる。

一つ目は、リスク管理上の制約値に抵触して運用停止になっているケースだ。金融機関は損失限度額や統合リスク管理上の市場リスク量(VaR)への資本配賦額を設定して有価証券運用を管理している。その上限額

運用をフリーズさせると新たな収益機会が消失

理由は何であれ、運用がフリ

に抵触したため、ルールに基づき運用を停止せざるを得なくなっている。

二つ目は、経営判断で運用を控えているケースだ。背景には、「これ以上評価損益を悪化させたくない」「ましてや売却損や減損処理は避けたい」といった経営の考え方があられる。実際に、評価損が拡大するなか、経営トップが市場運用部門の運用力に懸念を示し、当面運用させないと判断した銀行もあると聞く。

三つ目は、投資判断として運用を控えているケースだ。今回の債券の評価損は欧米の金利上昇に伴うものだが、米連邦準備制度理事会(FRB)や欧州中央銀行(ECB)はまだ政策金利を引き上げる途上にある。従って、投資判断として「利上げが落ち着くまでは様子見する」や「外債利回り調達コストの逆ザヤが解消するまで投資しない」といった考え方を取る銀行が少なくない。

フリーズしてしまえば、有価証券ポートフォリオの本身は変わらない。そのため、ポートフォリオの将来の収益力向上につなげることができなくなってしまう。

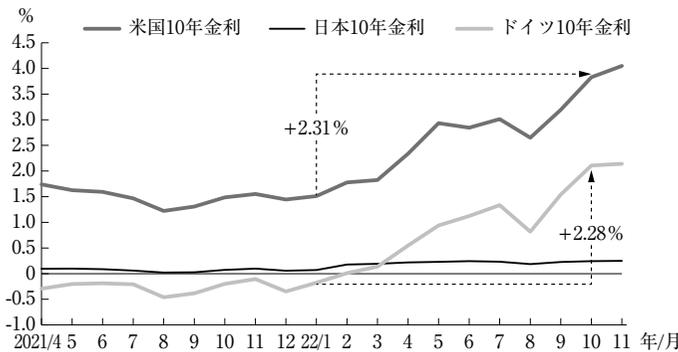
22年初の米10年国債金利は1・5%、ドイツ10年国債金利に至ってはマイナス金利であった。だが、インフレ退治を背景とする急激な金利上昇により、たった9カ月で米国もドイツも10年金利が約2・3%も上昇している(図表2)。

外債のストレステストは通常、2%の金利上昇を想定してその耐性が検証される。だが、今の金利上昇はすでにストレステストの想定さえも上回っている。今期の計画を策定した22年1~3月で、これほどまでの金利上昇を想定できた銀行はおそらく皆無だったのでないか。

債券は、金利変動に伴い価格が変動する「金利リスク」と、デフォルトに陥る「信用リスク」の両面を内包している。しかし、幸いなことに、今のところ債券

の信用リスクはさほど高まっている。保有する債券が信用リスクのない金利リスクのものであれば、必ずしもすぐに処理すべき「悪い評価損」とも言い切れない(注3)。だからといって、運用をフリーズさせて金利が元に戻るのを待つのも、運用としての責務を果たしていない。では、

〔図表2〕 日米独10年金利の推移



(出所) QUICKから和キャピタル作成。

こうした厳しい状況の中で、どう最善を尽くすべきか。

今ここに、年利1%と4%の日本10年国債があるとすると、どちらに投資するかと問われれば、誰もが迷うことなく年利4%の国債を選ぶだろう。同じ日本国債だからリスクは変わらず、信用リスクの心配はない。対して、例えば100億円投資する場合、4%の日本国債では今後10年間で40億円の利息が得られるが、1%の場合は10億円しか得られない。今、地銀はまさにこの選択に近い状況に直面している。

22年初めに1・5%だった米10年国債金利は、足元では4%近辺まで上昇している。1年前に1・5%の米国債に100億円投資していたら、直近は20億円強の評価損となつていよう。また、米国金利が上昇するにつれて日米金利差が開き、円をドルに替える米ドルの調達コストも上昇している。そのため、米国債の利回りからドルの調達コストを差し引いたネットの金利収入はマイナスになってしまふ。だから、多くの地銀で、多額の評価損や逆ザヤを嫌気して、運

用の様子見や外債ポジションの解消が志向されている。

しかし今、米国債に投資すれば、今後10年間で毎年4%近い金利収入が得られる。足元のドルの調達コストは4・5%近辺にあり、4%の米10年国債に投資したとしてもまだ逆ザヤだが、すでに保有している1・5%の米国債の逆ザヤよりははるかにマシだ。だが、多くの地銀が事実上運用をフリーズさせ、結果的に金利1・5%の米国債を選択しているのである。

将来の収益力を高める「入れ替え運用」

地銀では、本業収益力低迷の出口が見えないなか、将来収益力の一端を担っている有価証券運用の重要性は増している。だからこそ、今期の運用収益もさることながら、中長期的観点から有価証券の収益力を高めることが肝要だ。その観点に立つと、金利1・5%と4%のどちらを有価証券ポートに組み込むべきかの答えは明白だろう。

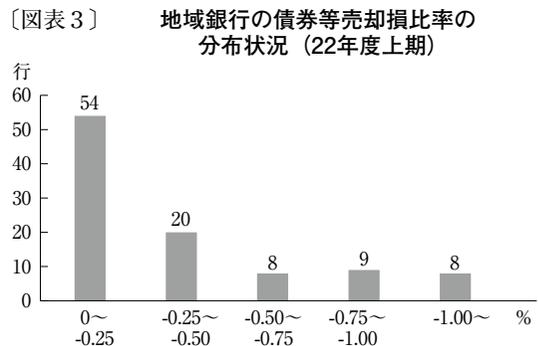
最近の急激な金利上昇に伴い市場金利の変動率は増幅してお

り、どの地銀でも、残高は変わらなくとも市場リスク量は増加していると思われる(注4)。また、有価証券の評価損が拡大していることから、その分実質的な資本が減り、取り得る市場リスク量自体が減少している銀行も多いだろう。

そうだとすると、残高面で追加的な投資は難しく、低い金利の債券を高い金利の債券に入れ替える「入れ替え運用」が運用の基本となる。入れ替えであればリスク量は変わらない。それどころか、例えば1・5%の米10年国債を100億円売却して、4%のものを50億円再投資できれば、市場リスク量はざっくり半減するが、将来の利息収入は約1・3倍に増加する。つまり、中長期的に有価証券ポートの収益力は高まるのである。

低金利の債券を高金利の債券に入れ替える過程では、低金利債券の売却損が発生する。そこで、金利上昇に苦しんだ22年上半期に各行がどのくらい債券等の損切りをしたかについて、期初(22年3月期)の残高に対する債券等売却損(注5)の比率

〔図表3〕 地域銀行の債券等売却損比率の分布状況 (22年度上期)



を見ると、地銀99行の半数以上に相当する54行は残高の0・25%未満しか損切りできていないことがわかる(図表3)。一方で、期初残高の1%以上の売却損等を出した地銀も8行ある。これらの地銀は、他の有価証券の売却益と合わせて、低金利債券等の売却損を出して処分しているとみられる。加えて、4%近辺の米国債等に再投資できていけば入れ替え運用となり、有価証券ポートフォリオの将来の収益力を高められる。ただし、

金利上昇局面で必要な「入れ替え運用」

損切りや全体残高の削減のみにとどまっているのであれば、将来の収益力向上にはつながらないことを肝に銘じるべきだ。

運用原資の確保に必要な発想の転換

入れ替え運用を強化する上で重要となるのが、売買損を埋め合わせる原資をどう確保するかだ。株式やリートなどで評価益があれば、その売却益で低い金利の債券を合わせ切りし、高い金利の債券に入れ替えることができる。経営判断さえあれば、持ち合い解消にもつながる政策投資株の売却益を利用することも考えられる。

ここで重要となるのが、今ある評価益を使うだけでなく、「常に運用で評価益を生み出していく」スタンスを取ることだ。普段から利息配当金の確保に終始せず、売却益の確保も含めた「安く買って高く売る」という大原則に基づく運用を徹底することが逆風下でも生きてくる。例えば、金利が急上昇したこの半年でも、日経平均株価は2万6000〇〇〜2万80000円の

範囲、ニューヨークダウ平均株価も3万〇3万4000ドルの範囲をそれぞれ2往復ぐらいいている。この間の株価のファンダメンタルズである企業業績は決して悪くはなかった。金利で差し込まれた状況であっても運用をフリーズさせず、安く買って高く売る投資機会を見つけることはできたはずである。

米ドル調達コストが逆ザヤから様子見すると考えたとしても、FRBのパウエル議長が「景気よりもインフレ退治を重視する」と発言していることに鑑みると、金利を急速に引き上げた反動で23年以降は景気が減速する可能性がある。そうなるのと、長期金利の方が短期金利や調達コストよりも先に低下することが十分考えられ、逆ザヤが解消する頃には長期金利がすでに今の水準よりも低下している結果になりかねない。「あの時に4%の金利で米国債を買っておけばよかった」と思っても、後悔先に立たずとなってしまう。もちろん相場だから絶対はありえない。しかし、金融市場や経済情勢、政府や中央銀行の政

策についての射た分析を行うことで、運用見通しの精度を高めることはできるはずだ。運用を行う上では、こうしたファンダメンタルズに基づく投資判断力を組織として磨くことが極めて重要になる。

* * *

結局、運用がフリーズしている原因を突き詰めれば、経営判断に行き着いてしまう。運用環境が逆風下であっても、経営トップが「知恵を絞って投資機会をものにせよ」と号令をかければ、いろいろな知恵が出てくるだろう。反対に「こんな状況で運用するな」と言えば、命令に素直に従って考えなくなってしまう。それが現場の職員のさである。だからこそ、経営者には、時には減益や赤字を覚悟してでも、大局的にポートフォリオの将来の収益力向上に取り組む経営判断が求められるはずだ。これこそリスクガバナンスの問題である。

(注) 1 全国地方銀行協会および第二地方銀行協会に加盟する99行

2 九州フィナンシャルグループの2行(肥後銀行、鹿児島銀行)はヘッジ考慮後では評価益となる開示を行っているが、ヘッジ考慮前の評価損益で集計。

3 有価証券の良い評価損と悪い評価損については、本誌22年5月3日号「膨らむ銀行の金利リスク、『悪い評価損』は抱えるな」を参照。

4 各地銀が取り得るリスク量は資本の額に依存する。資本が増えない限り、取り得るリスク量は限定される。市場リスク量は、残高と変動率を基本変数として決まる。

5 債券等売却損比率 \equiv (上期の債券売却損+投信解約損のみ) \div (「債券」+「その他」の期初残高)。投信解約損益については、損の場合だけを認識。

いとう しょういち

90年早稲田大学大学院商学研究科修士課程修了(商学修士)、三菱総合研究所入所。金融機関向け経営コンサルティング業務等に従事。07年スパークス入社、地銀関連業務等に従事。16年和キャピタルを共同創業、専務取締役(現職)。