

膨らむ銀行の金利リスク、 「悪い評価損」は抱えるな 地銀の金利リスクはメガの2倍以上、 経営主導の運用部門再構築を

足元の世界的な金利上昇の影響で、外債や円債などの債券価格が下落しており、今年入りから3月末までに各行とも有価証券評価損益がかなり悪化しているとみられる。2022年3月期決算発表を目前に控えるなか、本稿では、有価証券関連の決算への影響をメガバンク3行・地銀99行（注1）のデータから推察しつつ、メガバンク以上に有価証券リスクを取っている地銀の実態を検証する。安易な弥縫策で済ませぬよう、経営者がリーダーシップを取って運用部門を再構築することが求められる。

大幅に悪化する 有価証券評価損益

昨年後半からのエネルギーや原材料価格の高騰に起因するインフレ圧力に加えて、今年に入ってからロシアがウクライナに軍事侵攻したことで、金融市場は大

荒れとなった。ウクライナ侵攻後、株式やリートはリスク回避の動きから大きく下落したが、幸いなことに3月後半には値を戻しつつある。

一方で、リスクオフ時に買われるべき債券は、むしろロシアやウクライナからのエネルギーや農産物の供給が読めなくなっ

たことで、インフレリスクが加速して売られる展開となっている。そうしたなか、2月末に、山口フィナンシャルグループ（FG）が2022年3月期の業績予想を当期純利益260億円の黒字から135億円の赤字に修正。下方修正分のうち実に230億円が、評価損となっ

ている外国債券や投資信託の処理に充てられていたため、同様の動きが他行にも広がるのではないかとの臆測が飛び交った。

各社の21年12月末の有価証券残高と評価損益をもとに、直近までの国債金利や株式指数など代表的な市場変化率で粗々試算すると、メガ3行・地銀とも評価証券評価損益は3割弱悪化する結果となった（図表1）。今年入りから3月までの間で米10年国債金利は0・83%、ドイツ10年国債金利は0・72%も上昇しており、これらの世界的な金利上昇に伴う債券価格の下落の影響が大きい。その点で、株式やリート等のリスク資産が下落

いる外国債券や投資信託の処理に充てられていたため、同様の動きが他行にも広がるのではないかと



和キャピタル
専務 伊藤 彰一

〔図表1〕メガ3行・地銀99行の有価証券評価損益の試算値(22年3月末)
(億円)

有価証券評価損益	メガ(3行)	地銀(99行)
21年12月末	62,523	56,158
22年3月末(試算値)	45,919	40,573
増減額	▲16,604	▲15,585
増減率	▲27%	▲28%
21年4～12月期経常利益×4/3	17,198	14,467

(出所) 和キャピタル作成(図表2、3も同じ)。

〔図表2〕21年12月末のメガ3行の有価証券評価損益(その他有価証券)
(億円)

21年12月末	三菱UFJ	三井住友	みずほ	メガ3行計
有価証券評価損益	26,939	23,513	12,070	62,522
株式	27,642	21,608	14,187	63,437
債券(円債)	970	53	▲330	693
外債	▲2,469	▲892	▲1,646	▲5,007
その他(投信等)	796	2,744	▲140	3,400

したリーマンショックやコロナショックなどの金融ショックとは性格が大きく異なる。すでに21年12月の時点でメガ3行の外債の評価損益はマイナスになっていた(図表2)が、その後売却していなければ、評価損益はさらに拡大していよう。

円金利も海外金利ほどではないが、今年に入って3月までの間に、10年金利で0・14%上昇している。さすがに日本銀行が3月最終週に連続指し値オペを行ったことで期末の金利はやや落ち着いたが、円債は残高が大きいだけに評価損益全体に与え

経営判断で大きく変わる 地銀の期末決算

今の市場価格の水準であれば、メガ3行が有価証券全体で評価損に陥ることは考えにくい。一方で地銀は、21年12月末の時点ですでに6行が有価証券評価損となっていた(注3)。今後はこれら6行にとどまらず、コロナショック時の16行を上回る地銀が有価証券評価損に陥ってしまうことが懸念される。

金融機関の場合、有価証券は取得価格から30%の下落で減損とするルールを採用しているところが多い。しかし、直近の最高値から30%以上の幅で下落しているのはロシア株式指数など新興国もので、日経平均や東証リート指数、NYダウといった先進国の主要指数はそこまで下落していない。銀行にあるまじ

きリスクの高い投資を行っていない限り、会計上の減損基準に抵触する有価証券はそう多くはないと思われる。従って、今期の決算は、減損に伴う赤字決算というより、むしろ山口FGのように「評価損となっている有価証券を、将来のために今のうちに処理するかどうか」という経営判断にかかってくる。

評価損の処理体力があるかどうかの観点から言えば、メガバンクや多くの大手地銀は、有価証券全体で評価損に陥るわけではなく、赤字決算にしない範囲で一定額の評価損を処理する体力は十分あると考えられる。図表1のとおり、評価損益悪化の試算値は、メガ3行で1・66兆円、地銀99行で1・55兆円であるが、これはメガバンク・地銀とも、通期経常利益試算値(注3)にほぼ匹敵する水準だ。つまり、今期の減益さえ覚悟すれば、評価損を処理する余地がまったくないわけではないし、計画値ほど発生しなかった与信費用の予算を評価損の処理に充てることも考えられよう。

悩ましいのは、そもそも評価

損益に余裕がなく、また期間収
益力や資本の厚みのない地銀だ。
こうした地銀は、評価損を抱え
たまま今期決算を迎えかねず、
将来の経営健全性における「時
限爆弾」を抱え込んでしまう懸
念が高まる。

「良い評価損」と

「悪い評価損」の見極めを

ただし、評価損が生じたらす
ぐに処理すべきだとも一概には
言えない。評価損には、「良い
評価損」と「悪い評価損」があ
る。良い評価損とは、信用リス
クの心配がなく、期末時点で一
時的に評価損となっているが、
市場見通しからすると改善に向
かう可能性があるような場合だ。
このような状態で慌てて損切り
すれば、市場の戻りが取れずい
たずらに資本体力を消耗するだ
けで、中長期の運用パフォーマンス
も悪化する。良い評価損の
ときは、資本体力、つまりリス
ク許容度を確認しつつ、むしろ
積み増しの可能性さえ検討する
ことが肝要だ。

一方、悪い評価損は、信用リ

スクで下落している有価証券や、
市場見通しからすると保有して
いても仕方がない有価証券を、
損切りする体力がない、売却損
を出したら今期目標を修正せざ
るを得ない、売却したら来期以
降の有価証券利息配当金が入ら
なくなる——といった銀行側の
理由で評価損のまま抱え続ける
ような場合だ。

例えば、直近、ロシア国債は
デフォルトリスクが高まりつつ
あるが、これはまさに信用リス
クの問題に該当する。信用リス
クのない米10年債でも、ここ1
〜2年は金利が1%未満に低下
する可能性は低いであろう。と
すると、今期決算を赤字や減益
にしたくない、来期のコア業務
純益が読めなくなるといった銀
行側の論理だけで、コロナシヨ
ック後に利息収入確保のために
1%未満で購入した米国債や外
債ファン드를保有し続けるとい
ったケースも悪い評価損に該当
する。

繰り返すが、評価損が必ずし
も悪いわけではない。悪いのは、
市場の論理を無視して、銀行の
論理だけで評価損をいわば隠蔽

してしまうことである。地銀経
営者は自ら有価証券運用の特性
と実態を理解・把握して、将来
の有価証券ポートフォリオの収
益力向上の観点から、「今何を
すべきか」を見極めて決算に向
き合う必要がある。

地銀の金利リスクは

メガバンクの2倍以上

21年9月期におけるメガ3行
の円債のデュレーションはおお
むね2〜3年である(注4)。一
方で、地銀の円債のデュレーシ
ョンは4〜8年程度ある(図表
3)。

つまり、債券の価格変動リス
ク、すなわち金利リスクは、メ
ガ3行よりも地銀の方が2倍以
上多く取っている。仮に同じ債
券残高ならば、デュレーション
の長短の違いから、地銀はメガ
3行の2倍以上評価損益が悪化
することになる。実際、昨年の
地銀の投資行動では、利息獲得
目的で20年債等の超長期債に手
を出す事例が散見された。12月
末のデュレーションについては
開示していない地銀が多いため

推察にすぎないが、昨年3月末
に比べるとデュレーションは長
期化している可能性がある。

地銀の場合、外債ファンドな
どさまざまな投資信託を介して
間接的に海外金利リスクに投資
している。有価証券に占める投
信の比率はメガ3行が7%程度
であるのに対し、地銀はその倍
の15%程度と推計される。日銀
の金融システムレポート(21年
10月号)によれば、メガ3行の
投信のうち3〜4割はリスクヘ
ッジを目的としたベアファン
ドであるが、地銀ではベアファン
ドの保有はほとんどない。この
違いからも、金利リスクに限ら
ず、有価証券の価格変動リス
クを地銀がメガ3行以上に取っ
ていることが分かる。万一、市場
が想定と逆に動いた場合、地銀
はメガ3行と比べて有価証券全
体の評価損益の増幅につながり
やすいのだ。

経営主導の 運用態勢構築を

地銀の外債運用が問題となる
のは今回が初めてではない。16

〔図表3〕 メガ・地銀の有価証券ポートフォリオの違い

	メガ(3行)	地銀
円債デュレーション(メガ3行・地銀28行)	1.8~3年 (2.5年)	4.2~8.1年 (6年)
外債デュレーション(メガ3行・地銀25行)	2.2~5.2年 (4年)	2.5~7年 (4.7年)
投資信託比率	7%程度	15%程度
海外金利・海外クレジット・マルチアセット系比率	不明	5割程度
ベアファンド比率	3~4割	0.5割未満

(注) 1. デュレーションは21年12月期もしくは9月期の開示資料より。メガは連結ベース。()内は単純平均(参考値として)。
 2. 投資信託比率は有価証券全体に占める比率。日銀の金融システムレポート等から推計。
 3. 海外金利・海外クレジット・マルチアセット系比率、ベアファンド比率は投資信託に占める比率。日銀の金融システムレポートから推計。

年度や18年度も米国金利上昇で評価損を抱え、損切りを余儀なくされた地銀があった。その際に評価益のある円債との併せ切りが行われたり、担当役員や部長が責任を取らされたり、しば

らく実質的に運用停止状態に置かれたりしたと聞く。今回も同じことが繰り返されるようなら、地銀の運用力は一向に向上しないのみならず、今後また同じ轍を踏みかねない。

債券にしても株式にしても、価格変動は必然である。有価証券は安い時に買って高い時に売らない限り収益を得ることはできない。損失限度やロスカットなど行内ルールに基づくものであったとしても、結果的に、高い時に買ったものを安く売る行為になっていけば組織態勢に問題があると言わざるを得ない。市場変動と収益化の要諦について理解を深めることなく運用や決算を行えば、有価証券運用で中長期的に安定的な収益を得ることは難しい。

現在、利息収入や資産クラス別残高をベースに計画して運用しているのであれば、その根底にある考え方を根本的に変えない限り、これまでの繰り返しの域を脱せないであろう。重要なことは、悪い評価損は決してため込まず、評価益の拡大を強く意識しながら中長期的に有価証券ポートフォリオの質を向上する運用方針に変革することである。そのためには金融市場を深く理解した上で機動的な売買も取り入れた、有価証券ポートフォリオ全体での運用管理力の向上が求められる。そのプロセスがしっかりしていれば、「リスク許容度の範囲内での一時的な良い評価損はむしろ必要な場合もある」という認識が可能となる。

減できる。今回の局面で、有価証券全体で評価損に陥った地銀があれば、経営者自らが高い問題意識を持ち変革に取り組み以外、問題解決の道筋は見えてこない。

(注) 1. メガ3行は、三菱UFJ銀行・三井住友銀行・みずほ銀行、地銀99行は、全国地方銀行協会・第二地方銀行協会加盟行を指す。
 2. 6行のうち1行は山口F&G傘下のみみじ銀行で、有価証券評価損を処理して赤字決算とすることを2月末に表明している。
 3. 第3四半期までの経常利益を3分の4倍して求めた値。
 4. 直近の開示である21年9月期について、連結ベースのデュレーションを代用。

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)。
 同年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)。