

ポートフォリオ・アプローチによる 地銀の有価証券運用

人財育成やシステム投資を通じた ミドル部門の強化が不可欠

オールニッポン・アセットマネジメント

常務 永野 竜樹

地域銀行における有価証券運用の高度化が叫ばれて久しい。一般に有価証券は融資債権と違って流動性が高く、価格の透明性は融資債権より高い。つまり、有価証券運用は融資より情報の非対称性が少なく効率性の高い業務で、少数数でも成り立つとも言える。しかし、運用で安定した収益を恒常的に稼ごうとすると、そうたやすいことではない。本稿では、地域銀行にとっての有価証券運用の高度化について、銀行経営の視点から再考してみたい。



運用パフォーマンスは 資産配分で決まる

有価証券運用が余資運用といわれた時代を経て、いまや地域銀行の本業であるという議論も近年よく耳にする。国内貸出市場の狭隘化や長期化する低金利環境にあって、バランスシートを使ってどのように収益を確保していくのかは経営の大きな課題

であり、地域銀行にとって運用業務が重要であることは間違いない。

ただ、運用業務といっても、相場を継続的に当てにいくことは、市場で長い経験を培ったファンドマネジャーでも難しい。地域銀行の預証率はおおむね30〜40%であり、かなりの資産ボリュームに上るため、もちろん一部はトレーディングに回る部

分もあるが、有価証券の多くを「相場という枠」に当てはめてしまうにはリスクが高すぎる。

他方、相場変動の影響を受けないようにリスク回避を好すると、現状はキャッシュ比率（日本国債など流動性の高い投資対象を含む）が高まるだけで収益は生まれてこない。1980〜90年代の主に年金基金の運用パフォーマンスに関

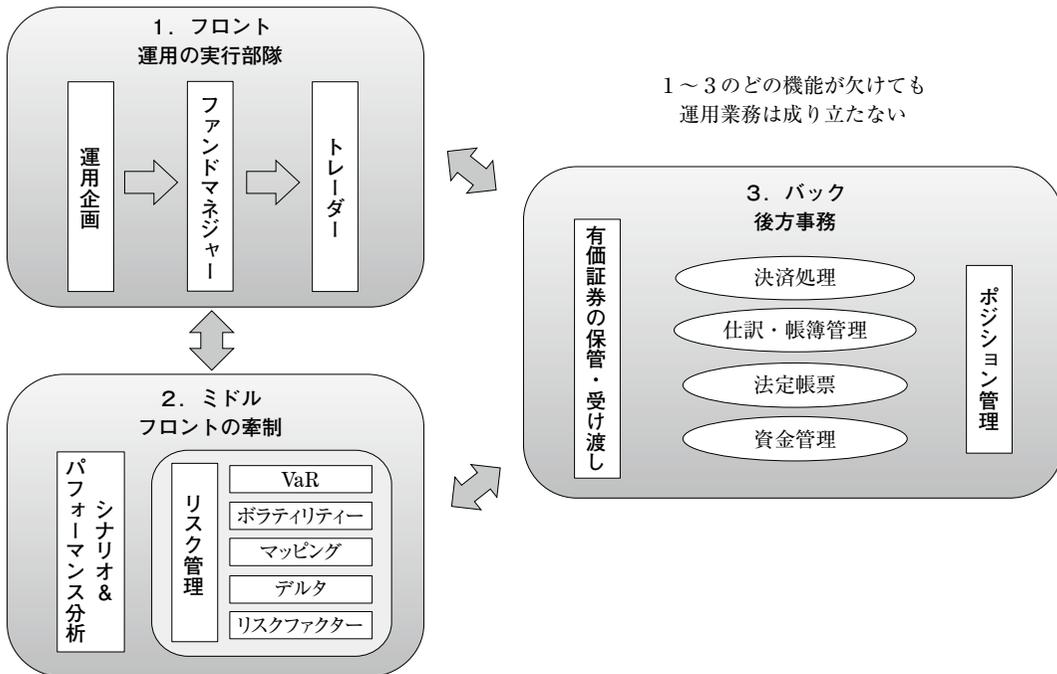
する実証研究によれば、「運用パフォーマンスの8〜9割はアセットアロケーション（資産配分）で決まる」ことが示され

（注1）、運用におけるアセットアロケーションの重要性が広く認識されるようになった。運用に携わる者にとってこのことは、いまや常識としてとらえられているものの、それを実践できる枠組みが十分に構築されている

ポートフォリオ・アプローチによる地銀の有価証券運用

〔図表〕

運用業務は3つの機能で構成



(出所) 筆者作成。

かと問われれば、地域銀行ではまだ改善の余地があるように思われる。

経営は運用業務において、まずポートフォリオ・アプローチの考え方を持たなければならぬ。日本の代表的な機関投資家であるGPIFを参考にすると、運用資産は国内債券、国内株式、外国債券、外国株式と大きく4クラスに分類される。オルタナティブ資産やリートのような資産クラスも存在するが、四つある資産クラスをどのように持つのかというアセットアロケーションを、想定するリターンとリスクのバランスを勘案して決定していくことが運用の基本となる。GPIFのホームページをご覧いただきたい。銀行としても、運用においてはGPIFのような運用ポリシーを持たなければならぬ。

そうはいっても銀行は、株式会社であり規制業種でもあるため、期間損益や自己資本比率規制などに加えて、ファンディングが預金債務であるなど、さまざまな制約条件を抱えている。したがって、地域銀行が有価証

券運用を考える場合、目指す運用収益とそれに伴うリスクのみならず、銀行をとりまく各種制約条件とのバランスもしっかりと考えなければならぬ。そして、これらをまとめて考えていく枠組みがリスクアペタイトフレームワーク(注2)である。

ポートフォリオ・アプローチを実践するにあたり、銀行が定める目標リターンに対してポートフォリオのリスクを最小化する運用資産の組合せ、すなわち最適ポートフォリオという考え方を、経営は次のステップとして認識すべきである。

最適ポートフォリオの算出方法は、本稿のテーマではないので省略するが、最適ポートフォリオに基づくアセットアロケーションを決定しても、金融環境の変化に応じて、一定の範囲で組み入れる資産の比率を機動的に調整する必要がある。特に株と債券のバランスを考えた場合、経営は、①株高・債券高(金利低下)、②株高・債券安(金利上昇)、③株安・債券安、④株安・債券高という四つのレ

変化に配慮して運用業務をモニタリングしていかなければならない。もちろん、③株安・債券安の局面が長引く場合、運用業務の収益性が低下することは否めないが、その状況を見越してなんらかの準備をすることは銀行として可能なはずだ。

運用業務全般に 目配りした人財育成を

図表は、銀行の運用業務に必要な三つの機能である。運用の実行部隊がフロント、そのフロントを牽制してリスク管理をつかさどるのがミドル、後方事務を支えるのがバックである。どの機能が欠けても運用業務は成り立たない。これは、融資業務においても同様であり、実行部隊である本店営業部や営業店というフロントがあり、審査部や営業推進と与信管理の橋渡しを行う融資部などのミドルがあり、融資事務センターなど後方事務を担うバックがある。

まず人員数の面では、融資業務の場合、事業法人向けの各種コマーシャル・レンディングから住宅ローン、消費者金融など

のリテール・レンディング、シンジケートローンなど多岐にわたり、企画、営業、審査、管理に相当数の行員がかかわっている。一方、運用業務では、フロント、ミドル、バックを合わせても業務に携わる人数は行員全体の2%未満であり、実際には1%にも満たない銀行も多い。例えば総資産3兆円、有価証券が1兆円、4000人の行員数の銀行であれば、80〜40人未満で1兆円の運用業務を担当するという計算になる。

運用業務の特殊性から人財育成がままならないと指摘する向きも多いが、地域銀行では融資業務においても、シンジケートローン、ビジネスマッチングやM&A、資産管理業務に信託業務など取り組むべき専門性の高い業務は増えている。業務規模の大きさと収益期待の高さからすれば、運用業務にかかわる人財をもっと確保してもよいはずだ。そして第三者の力を借りても運用業務の人財育成を積極的に進めるべきである。

運用業務の人財育成と言えば、まずフロント部門のファンドマ

ネジャーまたはトレーダーの育成が挙げられるが、運用業務の重要な役割を担うミドル部門の人財育成が欠かせない。融資業務においては、審査なくして融資はできず、融資部や審査部の存在とそのスタッフの充実は極めて重要である。運用業務においても、監督当局からリスクガバナンス向上が指摘される状況にあって、リスク管理の高度化、特にミドル機能の強化がカギとなる。収益機会を求めてグローバルな運用を行っていくからこそ、しっかりとリスク管理態勢を構築する必要がある。しかし、残念ながら当局宛ての報告が主たる業務になっているミドル部門も少なくない。

また、低金利が長期化した影響で、外部委託やファンド投資（投資信託）も残高が大きく伸びている中では、投資を支えるストラクチャーやそれに伴う制約などに精通する人財も重要だ。そのためには、大手金融機関や証券会社だけではなく、運用会社での研修も大事になってくる。

つまり、運用業務に携わる人財は、フロント業務にとどまら

ず、ミドル、バックまで含めて、運用の川上から川下まで学ぶことが望ましい。時間がある程度かかるかもしれないが、結果的には、運用業務全体を見渡して企画・運営できる人財が育つという好循環が生まれてくる。

システム投資でも ミドル部門が重要に

融資業務との対比で運用業務が後塵を拝している点も一つある。それはシステム対応だ。融資業務においては、多くのベンダーが細部にわたり多種多様なシステムを提供している。顧客分析力の向上や融資推進の強化を支援するシステム、与信判断の高度化やクレジットスコアリングを実施するシステム、担保管理や債権回収を支援するシステム、採算管理やストレステストを実施するシステム、融資業務のワークフロー管理やペーパーレス化で業務効率を推進するシステムなど枚挙にいとまない。融資業務にまつわる多面的な情報データの蓄積とそれを基にした各種分析が銀行の融資業務システムの要となっている。

一方、運用業務を見てみると、業務遂行に十分なシステムを、地域銀行は必ずしも装備してるとは言えない。国債保有への偏重と長期にわたる低金利を背景に、人財にもシステムにも経営資源をあまり投下することができなく収益性を維持することができた。しかし今後は、設備投資なくしてリターンを得ることは難しい。むしろ損失を被る可能性が高まっていくのではないか。

運用業務のシステムで特に重要なのはリスク管理を担うミドル部門である。さまざまな投資資産のリアルタイムの時価や運用ポートフォリオ全体の時価を把握することは、当り前のようでありて実は容易ではない。本来、証券会社や運用会社の出してくる価格だけでは不十分で、銀行自らが価格を検証できる機能を持たねばならない。たとえそこまでいかなくとも、株式、債券、為替などのリスク要因が1単位動く場合、保有する運用資産やポートフォリオの価値がどれほど動くのかというデルタ管理は必須である。当然ファンドの中身も各リスク要因に分解する必

要がある。また、時価の動きが把握できなければ価格の変化率で示されるリスク量も把握することはできない。債券、株式など資産間の相関係数もモニタリングする必要がある。これはすべてミドル部門の役割である。

そうすると、自行の運用資産とポートフォリオのデータ、マーケットデータ、それを基にした時価の算定、VaRの算出、デルタ管理、シミュレーションなどを行うためのシステム対応が必要となる。市場データの入手やフロント部門における簡便なポートフォリオの管理はブルームバークや証券会社の提供するシステムで対応が可能だ。しかし、ミドル部門では、手作業による管理を行っている銀行も多く、簡易的なシステムが俗人的で他者による検証が難しいこともある。ここは融資業務に見習い、外部の力を借りてでも、ある程度のシステム対応を行って定型化する必要がある。

俗人的世界を抜け出し 科学的なアプローチへ

融資業務では、人を見て貸す

かどうかを判断するという時代があった。それは、いまでも生きているが、時代の変遷とともに、事業性評価やクレジットスコアリングなどシステムティックで科学的なアプローチが時間をかけて根付いてきた。

運用業務においても、相場に明るい人財をフロントに配するのは大切なことである。しかし、いまは単純に債券や株を売買するだけでは収益を確保しにくく、逆に損失を被る可能性が大きい時代となった。海外資産を組み入れたアセットアラケーションという考え方に立脚して最適ポートフォリオを構築し、適切にリバランスしリスクをモニタリングしていく人財、そしてそれをサポートするシステムを持たなければ、地域銀行は運用業務で安定的に収益を上げていくことは難しくなるだろう。運用業務も俗人的な世界から抜け出し、システムティックで科学的なアプローチを実践する時代へと突入している。

運用の高度化は、運用の才覚ある人を見いだす、あるいはフロント人財を育成するというこ

とにとどまらない。ポートフォリオ・アプローチを経営メインドの中心に据えて、運用業務全般に関する人財を育成し、システム投資も行っていくという3点がバランスよく実施されて初めて、高度化に向けて前進できるのである。

(注) 1 代表的な論文として、

Gary P. Brinson, L. Randolph Hood and Gilbert L. Beebower "Determinants of Portfolio Performance" (Financial Analysts Journal, Vol. 42, No. 4 (Jul. - Aug. 1986), pp. 39-44)

2 詳しくは拙稿「地銀の有価証券運用とリスクアベタイトフレームワーク」(週刊金融財政事情) 18年11月5日号26〜29ページ)

ながの たつき

83年慶應義塾大学商学部卒業、中央信託銀行(現三井住友信託銀行)入社。独立系運用会社を経て16年から現職。米国コロンビア大学経営学修士。