

金利上昇局面でこそ「王道」に 回帰すべき地銀の有価証券運用

市場環境を踏まえて運用戦略を策定し、 着実に実行せよ

円 金利上昇局面に入り、地域銀行においても有価証券運用への要求水準が高くなる環境を迎えている。今こそ地銀の有価証券運用は、その「基本」かつ「王道」に立ち戻るべきである。具体的には、「シナリオ・相場観の醸成と運用ポートフォリオのモニタリング」「具体的な運用戦略の策定」「最適な運用ツールの導入」の三つの取り組みを通じて、運用ポートフォリオの継続的な収益力向上を図る必要がある。

円金利上昇トレンドで 重要性が高まる運用態勢

今後数年間の円金利・日本国債利回りのトレンドは上昇しかない――。地域銀行の有価証券

運用／ALM（資産負債管理）担当者の中で、この見解に異を唱える人は少ないだろう。足元で円金利の絶対値が高くなる中では、外貨資産から日本国債への回帰、さらなる積み増しを検討したい一方で、そのタイミン

グを誤れば、また長きにわたる評価損の管理を背負うことになる。加えて、ステークホルダーからはROE（自己資本利益率）やPBR（株価純資産倍率）の向上が強く求められるようにな

金融ソリューション部

次長 青山 広木



オールニッポン・アセット
マネジメント
情報・リスク戦略部
次長 浅田 直樹



金利上昇局面における地銀の有価証券運用

っている。その中で、有価証券運用の機能に対しては、銀行のALM・バランスシートの収益力向上への貢献を高いレベルで求められる厳しい環境に置かれている。

これに対峙していくには、銀行全体の資本運営、そしてリスクアペタイト・フレームワーク（RAF）と平仄を合わせながら、適時適切かつ機動的にリスクを取る必要がある。それにより、長期的に安定しかつ高い財務収益を創出し続ける運用態勢の構築・強化が急がれる。

そこで本稿では、いま求められる有価証券運用態勢について考えていきたい。

まずは、あるべきフロントの有価証券運用態勢の全体を俯瞰する。求められる取り組みは、「シナリオ・相場観の醸成と運用ポートフォリオのモニタリング」「具体的な運用戦略の策定」「最適な運用ツールの導入」の3段階に大別できる。これらを

繰り返すことによって、運用ポートフォリオの継続的な収益力向上が図られる。

リスクテイクに必要なモニタリング態勢

第1段階の「シナリオ・相場観の醸成と運用ポートフォリオのモニタリング」は、言い換えれば、運用ポートフォリオを取り巻く内外環境の整理である。アウトプットとしては、中長期安定運用を志向する戦略構築のベースとなる経済・市場シナリオと、短期的な戦術的操作のベースとなる相場見通しが挙げられる。また、ストレステスト等

によるリスクの把握と、RAFに合わせた1線・2線とのコミュニケーションも重要である。シナリオについては、次の中長期投資戦略策定の指針となるべくマーケット指標の具体的な推移予測を伴った上で、その算出根拠となる経済環境の見通し

【図表1】 「有価証券運用モニタリングにおける主な論点」への対応

〈モニタリングにおいて主に対話した項目とその推進主体〉

項目	1線	2線	推進主体
(1) リスクテイク方針の明確化 経営戦略上の位置づけや収益力（資本・収益）とリスクのバランスを踏まえ、リスク許容度の具体的な数値を設定し、詳細を定めること。	●	●	監査しいポートフォリオの検討
(2) リスク許容度の明確化 明確にして評価できる損失の範囲や損失発生率等を把握し、リスク許容度のコントロールする仕組みを整備すること。	○	●	2) リスク許容度の明確化
(3) 投資信託等の管理 運用資産が内包するリスクの把握について、直接担当する場合は定期的な報告の水準で把握・監視すること。	○	●	3) 投資信託等の管理
(4) ストレステストの活用 経営戦略や運用方針を定めたシナリオに基づきストレステストを実施し、経営戦略や運用方針の妥当性を確認すること。	○	●	4) ストレステストの活用
(5) 環境変化に応じた対応 経営戦略や運用方針を定めたシナリオに基づき、環境変化に応じてコントロールすること。	○	●	5) 環境変化に応じた対応

(1) ①望ましいポートフォリオの検討

- ポートフォリオの定期的レビュー（リターン・リスク・リスクアセットなど）
- ストレステストシナリオごとのリスクテイク方針の策定

(2) リスク許容度の明確化

- ストレステストなどから想定される損失の確認

(4) ストレステストの活用

- マックスドローダウンの計測
- ストレステストの実施

(3) 投資信託の管理

- リスクファクターごとのリスク量把握

1線・2線のコミュニケーションを通じた適時適切なリスクテイク

（出所） 金融庁資料をもとにオールニッポン・アセットマネジメント作成。

がロジカルに整理されていることが欠かせない。

1線・2線とのコミュニケーションの中で、金融庁の「有価証券運用モニタリングにおける主な論点」(注1)を意識することが適切だ。その態勢構築・運営のベースとなるのが、図表1に挙げた五つの論点となる。これらを網羅したモニタリング項目を整理する必要がある。

具体的には、足元のリスク所在を俯瞰できるよう指標を要約することで、漏れなく対応することが可能になる。すなわち、投資比率、アセットクラスごとのリターン、リスクファクターごとのリスク量(リスクアセット・費消資本)、リスクバジェット、ドローダウン・ストレステスト等の定期的・一元的かつ迅速な把握が不可欠である(注2)。

なお、実際のモニタリング活動においては、リスク管理・牽制機能を強化すること(まして

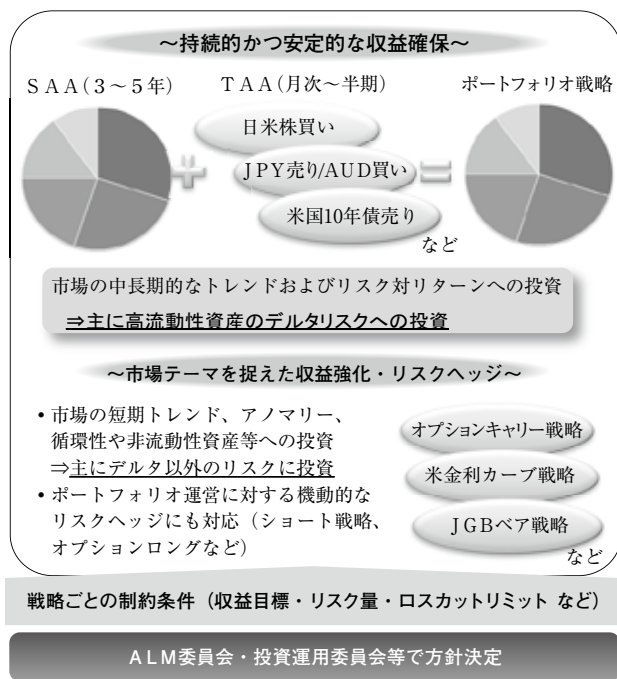
や金融庁の問題意識に対応すること)だけに拘泥すべきではない。RAFをよりどころとした適時適切かつ機動的なリスクテイクができるように、各種分析結果の共有と両線のレビューシヨンを構築を目指したい。

最適化モデルによるポートフォリオ運営

次に第2段階の「具体的な運用戦略の策定」のプロセスとなる。第1段階で言及した現在のポートフォリオ・戦略のレビュー、1線・2線におけるリスク許容度、制約条件の共有がベースとなる。その上で戦略パッケージ全体を、戦略の目的・テーマで「ポートフォリオ運営」と「機動的戦略」に分けて検討することを推奨したい(図表2)。

前者の「ポートフォリオ運営」は、中長期的(3~5年)かつ安定的な収益確保を目的とする。市場の中長期トレンドへ

〔図表2〕 SAA・TAAと機動的戦略の構成



(出所) オールニッポン・アセットマネジメント

の投資が基本となる。アセットクラスは主に高流動性資産で構成され、取るべきリスクは主にデルタ(価格の変化率)であるべきである。

戦略策定プロセスとしては、まずシナリオをベースとした中長期的な戦略的アセットアロケーション(SAA)を構築する。その上で、SAAに定期的に定

量・定性両面から調整を加えた戦術的アセットアロケーション(TAA)を基準に実際の運用戦略を立てることとなる。

なお、SAAも数年間の固定ありきではなく、中長期的な市場見直し(シナリオ)の修正とともに、再構築を繰り返す必要がある。SAAとTAAの違いは、(見直しではなく)見直し

の時間軸の違いである。SAAとTAAの時間軸の使い分けが困難な場合、両者の時間軸を統一して一つのポートフォリオ戦略構築を目指すことも次善策になる。

SAAの構築（含む再構築）およびTAAの調整は、月次／半期のALM委員会や投資運用委員会などで決定することが適切である。加えて、SAA構築時には預貸も含めたバランスシート全体の金利・クレジットリスクを考慮しながら、全行レベルのリスク・リターン向上を検討することを推奨したい。

このポートフォリオ運営では、SAAとTAAの両段階において適切な「ポートフォリオ最適化モデル」を導入することが肝要である。第1段階で構築したシナリオ・見直しおよびリスクプロファイルを的確に取り込みながら、ドローダウン（価格下落）リスクも反映できるモデルを導入したい。

ドローダウンリスクのコントロールでは通常、期待リターンとボラティリティーで描く「有効フロンティア」を用いる。当社はこれをベースにしつつ、期待リターンが効かない場合には各アセットのリスク比をパラメーターとしたリスク・リターン曲線を局面ごとに活用する手法を提案している。

市場テーマを捉えた機動的戦略

続いて後者の「機動的戦略」である。これは、市場テーマを捉えた戦略を適時導入（もしくは撤退）し、前述のポートフォリオ戦略の収益に上乘せ、もしくはポートフォリオの収益自体を安定させることを目的とする。

投資対象のリスクは、短期トレンド、アノマリー（経験則）、シクリカリティー（循環的な景気変動）、非流動性資産など多岐にわたる。すなわちポートフ

ォリオ運営が取るリスクが基本的にデルタである一方で、この機動的戦略はデルタ以外のリスクがメインになる。

また、ポートフォリオ運営に対する機動的なヘッジ戦略もこの中に含む。例えば、金融政策への思惑から金利が急騰するリスクが中短期的に発生する場合、機動的な金利ショート戦略を導入することなどが挙げられる。

機動的戦略の導入自体は頻繁である必要はないが、その投資効果を享受するためには週次から月次程度の分析・デイスカッションを常に繰り返すことが必要である。さらに、前述の第1段階の市場分析の段階からフロントで投資・トレードアイデアを蓄積し、2線と共有することも重要である。

ポートフォリオ運営と機動的戦略の双方において、具体的な戦略パッケージへの落とし込みには、戦略ごとにRAFやリスク・資本運営に即した「制約条

件」を設定することが重要である。すなわち「目標リターン」「リスク量上限」「ロスカットリミット」などを戦略内容に合わせて適切に制約条件として設定する。その上で最終的には、投資対象（日本株、米国債、マルチアセットなど）、投資テーマ（ポートフォリオ運営、イールドカーブ戦略など）、具体的な戦略（米国長期債売却、国内CLO投資など）、そして制約条件がそろった戦略リストを構築する。

運用戦略の実行と そのための運用ツール

最終の第3段階は、運用戦略の実行である。戦略リストが伝統的資産の売買で完結すれば、それはそれでよい。一方で、戦略リストを確実に実現するためには、オーダーメードの運用ツールが必要となることも想定される。その場合は、ファンドやト

タルリターンズワップを利用した運用ソリューション導入なども効果的である。ただし、構築した戦略パッケージを共有しながら、運用会社やスワップブローカーとの最適なスキーム構築を運用者側で主導できることが重要である。

以上の三つの段階を経て新たなポートフォリオ・運用戦略を実行した後は、また第1段階のポートフォリオのレビュー、市場環境分析に戻る。それにより、シナリオの再構築・修正、新たな運用戦略のパフォーマンス・リスクモニタリングを行う。

このサイクルを1〜6カ月で、手法自体の改善を図りながら繰り返す。これが、有価証券運用が外部環境（経済・市場環境）および内部環境（経営環境・リスク）に左右されず安定的な収益を生み出す地域銀行経営の柱の一つであり続けるための最善策となる。

これまで低金利環境、銀行の

資金収益低迷が長期継続してきた中で、有価証券運用は収益の補完として重要な役割を果たしてきた。しかし、円金利上昇局面では逆に銀行経営の負担となるリスクは高い。広い意味での地域銀行経営のリスクヘッジの観点からも、安定的な収益基盤としての有価証券運用態勢を強化・確立するべきである。

当社は、地域銀行を中心にフロントにおける有価証券運用態勢の構築に向けた支援を行ってきた。銀行経営を取り巻く内外環境に合わせて支援内容もアップデートを図っており、取り組みの高度化に向けた一助となれば幸いである。

(注) 1 金融庁「地域銀行有価証券運用モニタングレポート」(2023年9月)

2 当社では、これらへの対応ツールとして「ANAMダッシュユビード」を以前から活用している(詳しくは「地域金融機関の有価証券運用 第2版」(当社著、金融財政事情研究叢刊)の7章を参

照されたい)。これに加えて、昨年パートナーシップを結んだアラックロック・ジャパンの分析ツール「アラジン」の多彩なストレスシナリオ分析機能などを取り入れることにより、ポートフォリオのリスク・パフォーマンス分析能力の向上を図っている。

あさだ なおき

91年第一勧業銀行(現みずほ銀行)入行。以来、国際資金為替部(円金利スワップ・オペション)、リスク統括部(市場リスク)、業務監査部(市場・流動性リスク)など、主に市場リスク管理業務を中心に携わった後、22年3月オールニッポン・アセツトマネジメント入社。

あおやま ひろき

95年東海銀行(現三菱UFJ銀行)入行。以来、市場営業部(商品開発・アドバイザリー)、資金証券部(ALM)、証券出向(商品戦略、市場企画)、投資運用部(ファンド運用)など、広く市場業務に携わった後、24年4月オールニッポン・アセツトマネジメント入社。