

アセットマネジメント業務への意識改革を図れ

コアポートフォリオの構築でリスク／リターンの認識共有を

地銀の有価証券運用が多様化してきたなかで、「運用部門」「リスク管理部門」、そして「経営」は、それぞれリスク管理面などで課題を抱えている。第二の本業として運用業務に取り組んでいくためには、運用業務を「アセットマネジメント業務」としてとらえる意識改革が必要になる。国債の大量償還が続くなかでポートフォリオを最適化し、持続可能な運用態勢を確立することが求められる。

運用資産の多様化に

見合った体制整備が急務に

地銀の有価証券残高の内訳を見ると、1993年から2015年までの長期間にわたり円債（国内債）が70〜80%で、その半分程度を日本国債が占めてきた（図表1）。特に日銀の量的・質的緩和が始まる前の11〜12年ごろは、国債は有価証券全体の50%近くにまで達し、ポート

フォリオの牽引役であった。

その後、日銀の債券購入プログラムが積極化すると銀行の国債残高は減り始め、代わって社債や外国証券等が増えている。

最近では、投資信託やファンドなどその他の有価証券残高が増加。ここ数年は国債の大量償還が続いており、地銀は運用の多様化を強く迫られている。

それまで地銀が日本国債や地方債などの投資を積極的に進め

オールニッポン・アセットマネジメント

常務取締役 永野 竜樹



てきたことは、以下のとおり、合理的な行動だったといえる。

① 国債・地方債はリスクアセットの掛け目がゼロであり、自己資本対比で効率の良い運用が可能であった

② 基本的なリスクは円金利なので経営としてもリスクを感覚的にとらえやすく、リスク管理が比較的容易であった

③ 日銀の量的緩和により金利が低下し続け、含み益を作りやす

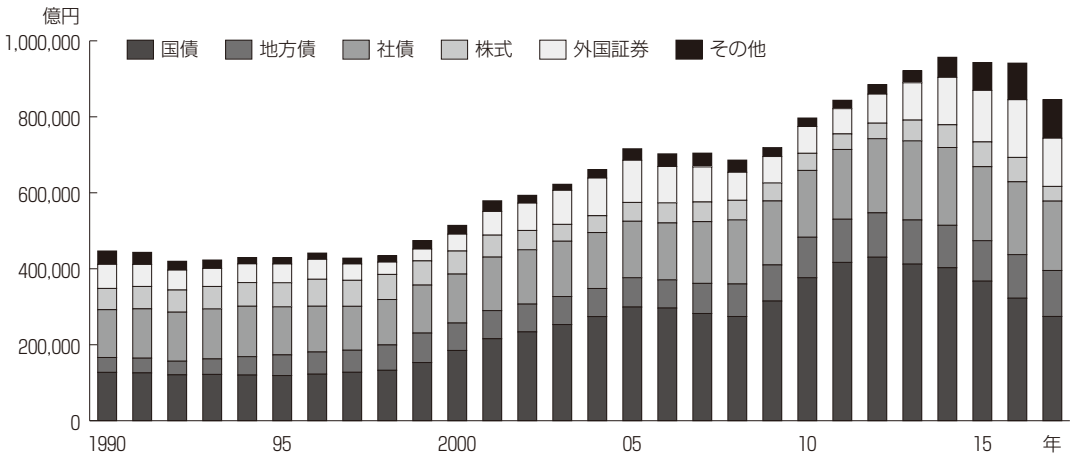
い投資環境が長く続いた
④ 国債は日銀担保であり、流動性に対する懸念もない

したがって、地銀は長らく少人数で有価証券運用に取り組むことができ、人材育成を含めて運用部門やリスク管理部門に経営資源をあまり投下せずにすんだ。

しかし、低すぎる円金利環境が続くと、地銀は株式やリート、そして利息配当金の稼げる海外

〔図表1〕

地銀の有価証券残高の推移



(注) 第二地方銀行を含む。
(出所) 日本銀行のデータから筆者作成。

債券での運用に
矛先を向けるよ
うになる。それ
により、①リス
クアセットが増
加して自己資本
対比で今までの
ように効率的な
運用ができなく
なり、②資産ク
ラスが増えてリ
スク管理の範囲
が拡大し、経営
は統合的・複眼
的なリスクを管
理しなければな
らなくなった。
そして、③投資
環境が複雑化し
資産間の相関関
係等もふまえた
投資判断が求め
られ、④流動性
も考慮しなけれ
ばならない。

結果として、
新たなリスクテ
イクに見合った
運用態勢とリス
ク管理態勢の構
築が必要となる。今地銀は人材
育成のみならず、運用を支える
フロントのサポートシステムや
リスク管理システムなどの整備
も手当てしなければならぬ状
況に置かれている。

運用にかかわる3部門 それぞれの課題

では、地銀の運用態勢は現状
どうなっているのか。「運用部
門」「リスク管理部門」「経営」
のそれぞれが抱える課題につい
て、筆者なりに整理してみた
(図表2)。

まずはフロントである運用部
門では、毎期の財務収益(売買
損益や利配収入による期間損
益)を経営から強く要請される
ため、相場に依存した売買、あ
るいはトレーディング的な投資
行動に陥りやすい。また、基本
的に資産を長期間保有するロン
グポジションであることから、
低金利下ではどの資産クラスも
金利上昇リスクにさらされる。
さらに、国内投資では収益性に
限界があることから海外投資を
積極化させるなど運用の多様化
を図っているが、どの銀行も運
用部門の人手が総じて足りず、
本格的に対応できていない。人
材の教育も自行ではままならな
いという銀行が多い。

次にリスク管理部門では、バ
ーゼルIIが導入されて久しいこ
ともあって、資産クラスごとの
リスク管理はB P VやV a R等
で対応しているものの、多くの
銀行ではそれを評価・活用でき
ていない。また、運用ポートフ
オリオをリスクファクター(株
金利、クレジットなど)別に把
握することが重要だが、投資信
託やファンドの中身まで把握し
かれていないケースも多い。さ
らに、資産クラスごとの相関に
基づいてリスク管理を行うだけ
でなく、相関が通常と逆に(正
相関に)なる場合も想定して、
シミュレーションを通じてポー
トフォリオ全体のリスクを把握
する統合リスク管理が必要とな
るが、それが可能な態勢が整っ
ている銀行は少ない。現状では、
特定の資産クラスに損失が発生
した場合にロスカットをするだ
けで、他の資産クラスにある含
み益を見ながら当該ロスをコン
トロールするといった動きには

〔図表2〕

地銀の運用態勢に関する課題と解決策

部門	現状	目指すべき運用体制	具体的なアクションプラン
運用	<ul style="list-style-type: none"> 国内投資による収益性の限界 毎期の財務収益要請に基づく運用資産の積上げ 相場に依存した売買 金利上昇への対応が不十分 人材不足 	<ul style="list-style-type: none"> 財務収益を重視しつつ総合損益の振れが少ないコア・ポートフォリオの構築 収益源泉の明確化 金利上昇期への対応 グローバル投資による収益性(有効フロンティア)の拡大 	<p>〈ポートフォリオ・アプローチ〉</p> <ul style="list-style-type: none"> 投資する資産クラスの拡大とそれに伴う運用態勢の構築(人材の確保、育成) 資産クラスのリターン/リスクの整理 アセットアロケーション、ポートフォリオの最適化(ポートフォリオ・アプローチ) コア・ポートフォリオの構築 ポートフォリオのリバランス
リスク管理	<ul style="list-style-type: none"> BPVやVaRによる管理 個別投資対象のリスクの積上げによる管理 ポートフォリオ全体のリスク把握が不完全 グローバルな規制対応が困難(IRRBB等) ミドル機能が不十分 人材不足 	<ul style="list-style-type: none"> 運用ポートフォリオをリスクファクター別に把握 シミュレーション等による利益のバックテスティングや最大損失(マックス・ドローダウン)を含めたポートフォリオ全体のリターン/リスクの把握 損益シミュレーション等リスク管理ツールの充実 銀行の健全性を考慮した総合損益管理 ミドル機能の強化 	<p>〈シミュレーションと総合損益管理〉</p> <ul style="list-style-type: none"> 資産クラスの拡大に見合うリスク管理態勢の構築(人材とツールの充実) 各運用部門が想定した期待リターン/リスクが市場で観測されるリターン/リスクから乖離していないのかをモニタリング 銀行の健全性に見合ったアセットアロケーションがなされているのかをモニタリング シミュレーションのための各種シナリオ準備 含み損の拡大を抑制する実効性ある仕組みの策定(具体的なアクションプランの準備)
経営	<ul style="list-style-type: none"> 財務収益重視で総合損益を軽視 長期にわたり一部の人間に運用権限が集中し、ガバナンスが効きにくい状況が存在 	<ul style="list-style-type: none"> 経営上の運用部門の位置付けの明確化 経営によるポートフォリオ全体のリスクの把握 運用、リスク管理における継続的な人材育成(運用の外部委託も視野に) 総合損益管理 	<p>〈経営による運用のリスクガバナンス〉</p> <ul style="list-style-type: none"> 投資ポリシーの策定 経営によるリスクの把握 経営による運用方針決定プロセスへの関与 運用部門、リスク管理部門との連携強化 運用、リスク管理における人材の育成 運用の外部委託の検討(範囲をどう考えるのか)

(出所) 筆者作成

つながない。リスクを積み上げるだけのリスク管理では、かえってトレディング的な投資行動を助長してしまふ可能性がある。最後に経営は、財務収益において国債依存が長年続いたことから、どうしても運用部門に収益期待をかけてしまっている。そのため、期待リタンの高い投資を追いすぎたり、収益に見合わないリスクを取りすぎたり、部分的な益出しを行ったりするような、

結果的に含み損が残る運用を許容しているケースも多い。健全性に影響を与える総合損益を二の次にとらえている銀行もある。人材面では、長期にわたって特定の人材に依存してしまふ傾向がある。国債中心の円債運用を少ない人員で効率的に行ってきた歴史から、運用に関連する人材育成がおろそかになっていることは否めない。

従来の運用業務では持続性に限界

現在、預貸率が60〜70%以下にとどまる銀行は多い。地銀は地域に密着した貸出業務が本業であることは間違いないが、今や運用は「第二の本業」である。国債の大量償還を受けてポートフォリオを再構築するにあたって、相場頼りの資産積上げでは本業としての持続性に限界があるだろう。

必要になるのは、日本国債中心の「運用業務」から、海外資産を含めた「アセットマネジメント業務」への意識改革である。銀行としての投資ポリシーを策定するにあたっては、リターン

とリスクから見ても資本に見合った最も効率的な資産の組合せについて考える必要がある。年金の世界では最適ポートフォリオ

(注1)という考え方がありますが、銀行でも最適化によるコアポ

ートフォリオ(ないし基本ポート

フォリオ)の構築という考え

方を持つべきだ。最適化のプロ

セスを組織的に踏むことで、有

効フロンティア(注2)を通じて

「期待リターンに対してリスク

が適切に評価できているか」

「取るリスクに対してリターン

が適切に追求できているか」と

いうリターン／リスクの認識を、

関係者が組織として共有でき

ようになる。

求められる 3部門の連携強化

グローバル投資を前提とすれば、運用部門は投資可能な各国資産のリターン／リスクを整理し、相関関係を把握してポートフォリオの最適化を図らなければならぬ。リバランスも必要となる。最適化された運用ポートフォリオは一般的に効率的フロンティア上、ないしはそれに

近いところに位置し、資産間の相関を加味したポートフォリオ全体のリスクが把握できる。

同時に、リスク管理部門は、

シミュレーションによりリスク

の一層の見える化を図らなけれ

ばならない。銀行勘定の金利リ

スク(IRRBB)によるモニ

タリングが間もなく導入される

これは一種のストレステストだ

が、それ以外にも収益性を見る

ためにバックテストを実施した

り、最悪時の損失(マックス・

ドローダウン)を把握したりす

るなど、さまざまなシナリオに

応じたシミュレーションが求め

られる。また、含み損が拡大し

ないよう実効性のあるアクシ

ョンプランも準備しなければなら

ない。リスク管理部門はリター

ンとリスクに関する的確な情報

を常時、経営に発信していかな

ければならない立場にある。ただ、同時にリスク管理部門は収益の門番でもある。銀行の資本勘定を守る一方で、増やすことにも目を配る必要がある。

経営には、投資ポリシーの策定、運用方針決定プロセスへの関与、あるいは運用ポートフォリオの多面的なリスクの把握など、運用業務全般に対する強いコミットがなければならぬ。運用業務に対するリスクガバナンスの意識を高めていく必要がある。

投資範囲の拡大に伴う運用態勢やリスク管理態勢の整備・強化を図ることも経営には求められる。人材面ではポートフォリオ・アプローチを含めアセットマネジメント業務を理解できる人材のほか、最適化計算やシミュレーションを実施できる人材、あるいはプログラミンングやシステムに明るい人材も必要だ。スタッフを支えるシステムも必要となる。もちろん運用を含め外部委託を選択肢として考えていく必要もあろう。将来にわたり運用を100%自前で行っているのか、外部の力を活用するのか、活用するのであればその範囲をどうするのかを決めなければならぬ。結局のところ、それは銀行として運用業務をどう位置付けるのかにかかっている。

* * *

筆者は地銀をサポートする運

用会社であるオールニッポン・アセットマネジメントにその設立から参画している。本稿で述べたアプローチが、アセットマネジメント業務としての地銀の有価証券運用、ひいては運用態勢・リスク管理態勢の強化に少しでも繋がれば本望である。

(注)1 最適アセットアロケーションとも呼ばれ、投資家の目標リターンに基づき、投資家が投資可能な資産クラスの間で、最もリスクの少ない組合せの計算をいう。

2 効率的フロンティアとも呼ばれ、運用ポートフォリオにおいてリターン／リスクを平面上にプロットしたとき、同じリスクでも最も高いリターンである点を結んだ曲線を指す。

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。米国コロロニア大学経営学修士。