

地銀の国内債券の含み損増加は 運用体制を見直す好機

米銀2行の破綻は 日本にとっても「対岸の火事」ではない

2022年12月期決算における地域銀行の有価証券評価損益はさらに悪化した。特に国内債券の含み損が大幅に増加しており、今や外債や投資信託などの含み損と比肩する水準になっている。また、4月に発足する日本銀行の新体制下で金融政策の正常化が遅かれ早かれ進展することが予想され、さらなる含み損の増加も懸念される。地域銀行はいかにして運用体制やリスク管理体制を高度化していくべきか。

大幅に拡大する 国内債券の含み損

地域銀行99行^{（注）}の有価証券評価損益は、2022年3月末の約3兆9000億円から12月末には8000億円となり、

約3兆1000億円も悪化した（図表1）。わずか9カ月間で含み損の約8割を喪失し、含み損を抱える地域銀行は64行に上った。第二地銀の合計ではおよそ1000億円の含み損となっておりほか、含み益上位2行の京

都銀行、八十二銀行を除く97行の合計でも含み損に陥るという極めて厳しい状況となっている。9月末までの含み益の減少は、外債や投資信託など「その他の証券」の含み損の増加を主因としていた。一方で、9月末から

12月末にかけては、その他の証券の含み損はやや減少した一方で、国内債券の含み損が約8000億円増加した。昨年12月20日の日本銀行決定会合で、長期金利の変動許容幅が0・25%から0・5%程度に拡大された影

日本資産運用基盤グループ
投資運用ソリューション部長

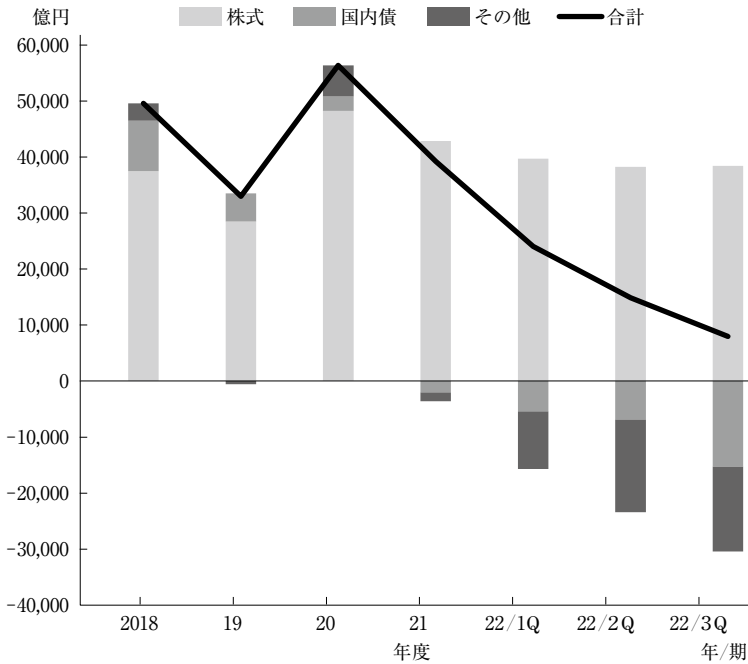
石田 淳



どう向き合う？ 地銀の含み損問題

〔図表1〕

地域銀行の含み損益の推移



(出所) 各行決算短信から日本資産運用基盤グループ作成。

響を受けた。これにより日本の長期金利は9月末の0・24%から12月末には0・41%に上昇。わずかに0・17%の上昇で約8000億円も国内債券の含み損が拡大した。結果として、12月末時点でその他の証券・国内債券

は、それぞれ1兆5000億円の含み損に陥った。地域銀行のポートフォリオに占める国内債券の比率は6割程度に上り(その他の証券の割合は3割程度)、なかには、ポートフォリオの9割以上を国内債

券が占めているような地域銀行もある。今後、日銀の政策変更により日本の長期金利が一段と上昇した場合、国内債券の含み損がますます拡大する事態は避けられないだろう。

国内金利の上昇が一過性ではない可能性

さらに、日本の長期金利は06年以降から22年初めまではほぼ右肩下がりがだったが、ここに来て転換点を迎えた可能性もある。日本にもインフレの波が押し寄せつつあることから、国内外の長期金利の上昇は一過性ではなく、今後数年間続くことも想定される。

しかも異次元緩和を担ってきた日銀の総裁が交代する。次期総裁に決まった植田和男氏は2月24日・27日の国会での所信表明で、現行の金融緩和を続ける姿勢を見せた。ただし、足元では市場機能の低下など副作用が目立っており、金融緩和の継続

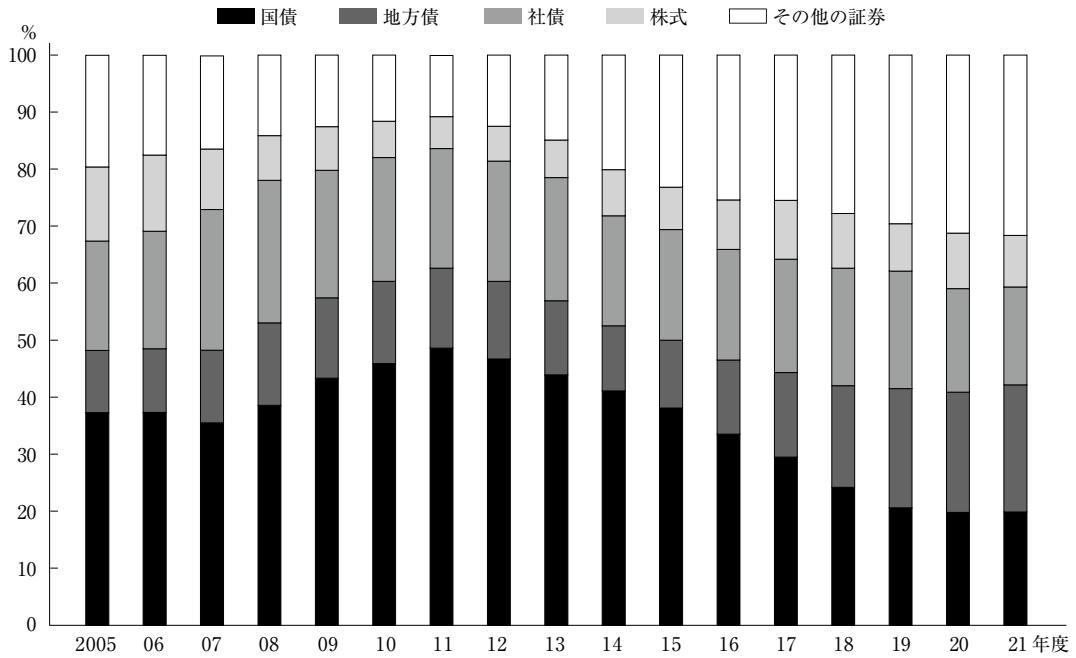
に向けて副作用の軽減につながる政策修正を検討する考えも示した。4月以降は副作用を軽減しつつ、正常化を模索する局面に入っていくと考えられる。

日本の長期金利が下がり始めた06年以降で見ると、地域銀行の国内債券の割合は11年度の83・6%をピークに21年度は59・4%まで低下し、国債の割合も同期間に48・6%から19・9%まで低下した(図表2)。この数字だけ見ると、国内金利上昇リスクはさほど高くないようにも思われるが、実際にはそれほど単純な話ではない。

日銀の金融システムレポートによると、21年度の金融機関の円債投資にかかる金利リスク量はデータがさかのぼれる02年度以降で最大の水準にある。リスク増加の背景としては、投資残高の増加のほか、大量償還を迎えた高利回り債の利息減少を補う観点から保有債券のデュレーションを長期化させているこ

〔図表2〕

地域銀行の有価証券の期末構成比



(出所) 全国銀行協会データから日本資産運用基盤グループ作成。

となどが指摘されている。

劣後債には 特段の注意が必要

また、過去の金利上昇局面では、地方債や事業債の対国債スプレッドが拡大することが多く、国債以上に利回りが拡大する事態も懸念される。図表2のとおり、地域金融機関のポートフォリオにおける21年度の地方債の投資割合は22・3%、社債は17・2%に及び、国内金利上昇リスクに加えて、流動性リスクやクレジトリスクにも気を付ける必要がある。

とりわけ注意が必要なのが、近年、地域銀行が高い利回りを求める観点から投資を増やしてきた劣後債(注2)だ。劣後債には発行から数年後に発行体が期限前償還(ファーストコール)できる権利が付いており、ファーストコールまでの期間が債券の実質年限とみなされる。国内で発行された劣後債はほとんど

すべてがファーストコールで償還されている。それ故、実態は「期間5年程度の債券」として価格評価されており、下落リスクも大きい。今後さらに金利が上昇し、ファーストコール後にステップアップする金利が再調達時の金利よりも低い場合は、ファーストコールを見送る可能性も出てくるだろう。また欧州では、UBSの救済買収によりクレディ・スイスが発行する劣後債の一種「AT1債」の価値がゼロになった。これに伴い、足元では、劣後債の期限前償還が懸念され価格が下落している状況にある。

劣後債のクレジトリスクをヘッジするには、企業や国などの破綻リスクを売買する「クレジット・デフォルト・スワップ」の活用が考えられる。そのほか、デュレーションリスクやクレジトリスクを取らない債券の「リラティブ・バリュエーション」への投資も一考の余地

どう向き合う？ 地銀の含み損問題

はある。だが、どちらの手法も専門的な見方が求められるため導入のハードルは高い。

運用を委託する場合は「丸投げ」は厳禁

もつとも、低金利が続いている時代であれば、このような投資を行っていても含み損は大きな問題となることもなかった。

だが、地域銀行は「低金利が今後も継続する」という前提で、海外債券やマルチアセットファンドなど、国内株式・債券以外の非伝統的資産への投資を増やしてきた。結果として、海外金利や為替が変動した際に大きな影響を受けている。

従って、筆者は投資対象を広げたことに伴う、運用体制およびリスク管理体制の高度化を怠ってきたことが今回の含み損問題の根本的な理由であると考えられる。地域銀行では少人数で運用やリスク管理を行っている先が多い上、その運用担当者は国内

金利が上昇する局面での経験が乏しい。もつとも、充実した人員がいれば運用がうまくいくわけでもない。実際に、充実した運用体制を持ちながら、巨額の含み損を抱えているような地域銀行もある。国内債券の含み損に対処できる「魔法の杖」など存在しないのだ。

自らの力で解決できなければ、外部のアドバイザーを取り入れて自行に適切な運用・リスク管理体制を整えていくことも選択肢になり得る。具体的には、①有価証券運用の経営上の位置付けを明確化、②中長期的な目線でポートフォリオ運用を実践、③規律ある運用プロセスとリスク管理の高度化、④人材・体制の整備（含む外部リソースの活用）——について経営陣も巻き込みながら取り組むことが肝要だ。

ただし、市場環境は常に変わっていくため、運用を「丸投げ」するのではない。その

結果や市場環境を自行で継続してモニタリングし、成果が見込めない場合は早めに運用先や商品を入れ替えるなどの対応が重要になる。国内債券の含み損が拡大している今こそ、運用体制を見直す絶好のチャンスでもある。

* * *

3月10日には米シリコンバレーバンクが、12日にはシグネチャーバンクが破綻した。この影響で14日には日本の長期金利が0・24%に低下した。今後、どのような状況になるか予断を許さないが、23年3月期決算の含み損が12月末に比べて減少する可能性が出て来た。しかしながら、4月以降再び金利が上昇することも想定して対応していくことが肝要だ。

シリコンバレーバンクのビジネスモデルは日本の地域銀行とは異なるので、今回の破綻と同様の事態がすぐに日本で発生する可能性は低いかもしれない。

ただ、想定を超えるような多額の預金流出により、含み損を抱える資産の売却を迫られ、業績が悪化したり自己資本が減少したりするなど予期せぬ事態は日本でも起こり得るだろう。こうした事態に備えるためにも、地域銀行は今のうちから抜本的に運用体制を見直すべきだ。

〔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 普通の社債より元本および利息の支払い順位が低いために、その分、利率が通常よりも高い債券のこと。償還までの期間は長く、30年超の長期債や永久債なども少なくない。

いしだ じゅん

91年早稲田大学商学部卒、第一生命保険入社。01年興銀第一ライフ・アセットマネジメント出向。05年あおぞら銀行入行。06年以降、複数の運用会社で、国内外債券運用、クレジット運用、地域銀行向け国内投信運用に従事。22年から現職。