

地方銀行の有価証券利回りに関する要因分析 とアセットアロケーションによる説明力

Research Report
2019年9月

資産運用研究所
成田 和弥
鈴木 高信

要 約

日本銀行による量的・質的金融緩和が行われた2013年4月以降、超低金利環境が継続し、地方銀行にとって貸出や有価証券運用による収益の獲得が厳しい状況が続いている。

地方銀行の平均的な有価証券利回りと貸出金利回りの関係については、2018年3月期到有価証券利回りが貸出金利回りを上回り、2019年3月期ではさらにその利回り差が拡大している。

地方銀行の有価証券運用においては、2013年3月期以降の傾向が2019年3月期も継続し、国債、地方債や社債（円貨債）の構成比率が低下し、株式、その他の証券（リスク資産）の構成比率が上昇している。

そこで、本稿では、成田（2018）と同様に地方銀行の資産クラスごとの平均的な利回り（以下、推定利回り）を推定した。その結果、①円貨債の推定利回りは予想通り年々低下していること、②株式、外国証券の推定利回りは直近上昇傾向であり、2019年3月期の推定利回りはともに2%を超えていること、③外国証券を除くその他の証券（以下、投資信託等）については、年々推定利回りが低下していることが分かった。

また、円貨債、株式、外国証券、投資信託等の資産配分（以下、アセットアロケーション）により、有価証券利回りがどの程度説明できるのかについて過去5年間の結果を検証した。その結果、有価証券利回りの9割以上がアセットアロケーションによって説明できることが分かった。

目次

1. はじめに
2. 地方銀行の収益状況や環境
3. 地方銀行の有価証券利回りに関する分析
 - 3.1 前提
 - 3.2 分析データ
 - 3.3 各資産の利回りの推定
 - 3.4 アセットアロケーションによる利回りの説明力
4. まとめ

1. はじめに

歴史的な超低金利政策が継続し、地方銀行¹の主要な収益源である貸出や有価証券運用を巡る環境は厳しい状況が続いている。円貨債の利回り低下により、有価証券運用については運用の多様化、ポートフォリオバランスの動きが数年前から続いており、リスク資産である株式やその他の証券が増加している。そのため、成田（2018）では、円貨債とリスク資産の利回りを推定し、それぞれの資産の有価証券利回りへの寄与を分析した。その結果、有価証券全体に対するリスク資産の構成比率が年々上昇しているだけでなく、有価証券利回りに対するリスク資産の寄与率が年々上昇しており、有価証券運用におけるリスク資産の重要性が増していることを確認した。

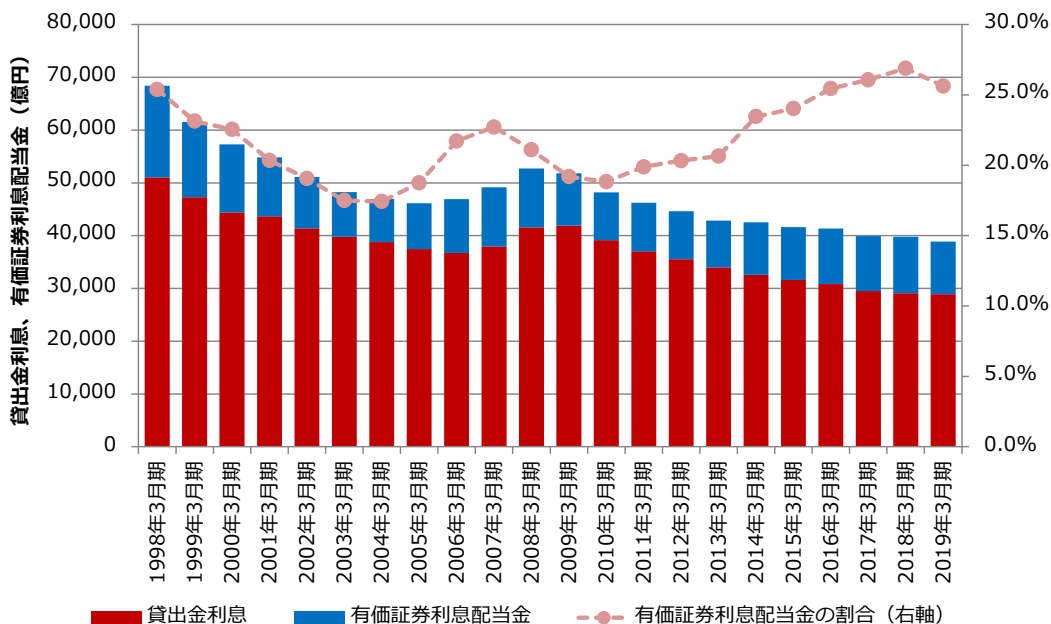
本稿では、次章で地方銀行の収益状況や環境を確認した後、3章で有価証券利回りの分析として、リスク資産を株式、外国証券、投資信託等に分けてそれぞれの利回りを推定する。有価証券利回りの内訳として個別の資産の利回りは公表されていないため、開示資料からは各銀行の有価証券利回りに差異が生じる要因が分からないが、本稿の結果を用いると有価証券利回りに対するそれぞれの資産の影響を推定することができる。そして、円貨債、株式、外国証券、投資信託等のアロケーションにより、有価証券利回りがどの程度説明できるのかについて過去5年間の結果を紹介する。

2. 地方銀行の収益状況や環境

成田（2018）と同様に地方銀行全体の貸出金利息と有価証券利息配当金の推移を確認する（図表1）。両者の合計は、2018年3月期に続いて2019年3月期も減少し、厳しい収益環境が続いている。両者の合計に対する有価証券利息配当金の割合は、前年と比較すると若干低下したが、2019年3月期も引き続き25%を超えている。

¹ 本稿を通じて、地方銀行とは一般社団法人全国地方銀行協会加盟の64行と一般社団法人第二地方銀行協会加盟の40行（2018年3月期以前は41行）の合計104行（2018年3月期以前は105行）を指す。第3章の分析では期末時点に有価証券の残高がない銀行と合併等のあった銀行は対象外。

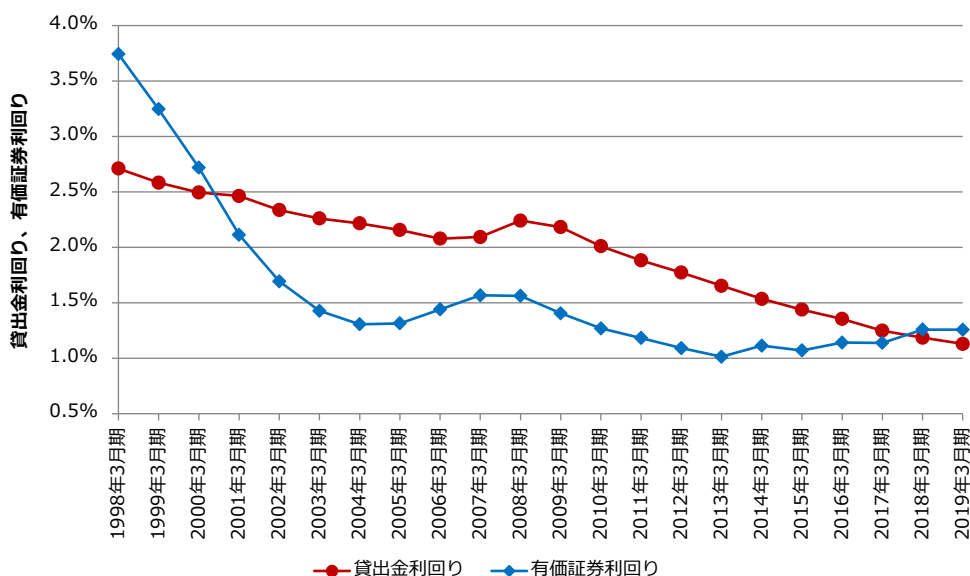
図表 1 貸出金利息と有価証券利息配当金、有価証券利息配当金の割合の推移



(出所) 全国銀行協会より日興リサーチセンター作成

図表 2 は貸出金利回りと有価証券利回りの推移である。2009年3月期以降は金利低下の影響で地方銀行の貸出金利回り²は年々低下している一方、有価証券利回り³は2013年3月期を底に緩やかに上昇傾向にある。両者の利回りは2018年3月期に逆転し、その差は2019年3月期に一段と拡大している

図表 2 貸出金利回りと有価証券利回りの推移



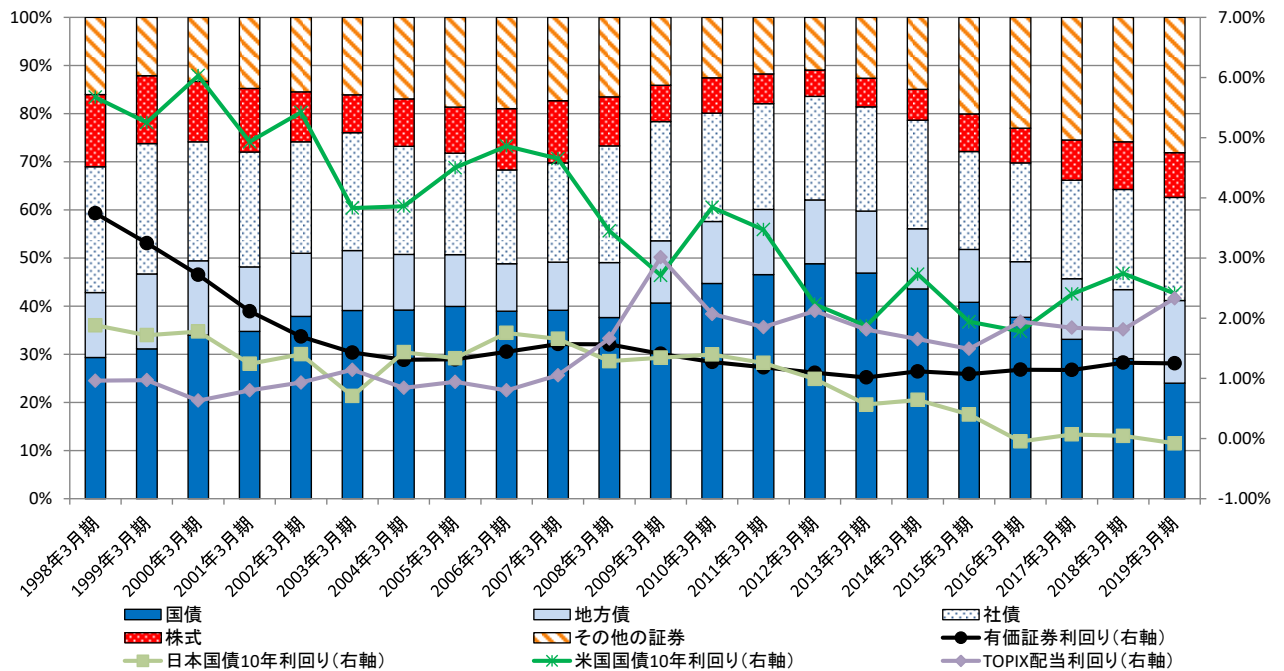
(出所) 全国銀行協会より日興リサーチセンター作成

² 貸出金利回りは、貸出金利息（全行の合計値）÷貸出金残高（平残、全行の合計値）。

³ 有価証券利回りは、有価証券利息配当金（全行の合計値）÷有価証券残高（平残、全行の合計値）。

図表 3 は、有価証券構成比率と有価証券の利回りの推移である。日本銀行による量的・質的金融緩和が行われた影響等もあり、地方銀行の有価証券は、円貨債（国債、地方債、社債）の比率が 2012 年 3 月期をピークに低下し続けている一方で、リスク資産である株式、その他の証券（外国証券、投資信託等）の比率が上昇している。

図表 3 有価証券構成比率と有価証券の利回りの推移



(出所) 全国銀行協会、財務省、東京証券取引所より日興リサーチセンター作成

3. 地方銀行の有価証券利回りに関する分析

3.1 前提

資産構成比率の変化は図表 3 で示したように公表されているデータで確認できるが、有価証券利回りの内訳として個別の資産の利回りは公表されていない。そこで、成田（2018）と同様に公表データから円貨債とリスク資産の利回りを推定する。

3.2 分析データ

分析に用いるデータは、各銀行の 2015 年 3 月期から 2019 年 3 月期の有価証券利回り⁴と有価証券構成比⁵である（図表 4）。成田（2018）では有価証券を円貨債とリスク資産の 2 つの資産に分けたが、ここではリスク資産をさらに株式、外国証券、投資信託等の 3 つに分けて分析を行う。

⁴ 分析に用いる有価証券利回りは、各決算期の当期の有価証券利息配当金を当期と前期の末残の有価証券残高の単純平均で割って求めているため、図表 2 の有価証券利回りとは一致しない。

⁵ 各資産の構成比率は、前期末の残高と当期末の残高の平均値に基づいた値。

図表 4 有価証券利回りおよび有価証券構成比

決算期		2015年3月期	2016年3月期	2017年3月期	2018年3月期	2019年3月期	
(銀行数)		(104行)	(104行)	(104行)	(104行)	(103行)	
有価証券利回り	平均値	1.08%	1.11%	1.13%	1.22%	1.22%	
	中央値	1.04%	1.09%	1.13%	1.19%	1.15%	
	最大値	1.87%	1.91%	2.10%	2.80%	2.85%	
	最小値	0.50%	0.60%	0.55%	0.46%	0.48%	
	標準偏差	0.29%	0.28%	0.27%	0.38%	0.39%	
構成比率	国債比率	平均値	41.47%	38.63%	34.76%	30.20%	25.75%
		中央値	40.44%	37.63%	33.02%	29.10%	24.45%
		最大値	78.97%	82.39%	82.71%	81.94%	80.99%
		最小値	11.61%	8.78%	6.38%	5.00%	0.00%
		標準偏差	13.20%	13.37%	13.23%	13.75%	14.07%
	地方債比率	平均値	11.54%	11.40%	12.24%	13.61%	15.94%
		中央値	10.41%	10.89%	11.23%	12.94%	13.97%
		最大値	47.14%	46.62%	47.00%	54.09%	55.63%
		最小値	0.00%	0.00%	0.04%	0.00%	0.00%
		標準偏差	8.26%	8.01%	8.55%	9.75%	11.31%
	社債比率	平均値	22.72%	21.61%	21.38%	21.33%	21.85%
		中央値	21.45%	19.96%	18.98%	18.74%	20.40%
		最大値	52.49%	52.09%	53.20%	58.14%	63.64%
		最小値	0.93%	0.80%	0.99%	2.48%	3.70%
		標準偏差	11.11%	11.03%	10.89%	10.73%	10.51%
	株式比率	平均値	7.14%	7.35%	7.59%	8.67%	9.03%
		中央値	5.86%	6.02%	5.77%	6.58%	7.12%
		最大値	70.43%	66.69%	68.26%	72.75%	71.98%
		最小値	0.63%	0.70%	1.06%	1.29%	1.36%
		標準偏差	7.50%	7.32%	7.67%	8.57%	8.51%
外国証券比率	平均値	10.85%	12.29%	12.65%	12.48%	12.35%	
	中央値	9.71%	12.53%	13.08%	13.24%	12.41%	
	最大値	32.87%	39.85%	44.79%	49.39%	59.38%	
	最小値	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
	標準偏差	7.21%	8.11%	8.53%	8.85%	9.73%	
投資信託等比率	平均値	6.06%	8.46%	11.05%	13.31%	14.99%	
	中央値	5.19%	7.31%	9.84%	11.80%	13.21%	
	最大値	21.66%	28.00%	39.51%	49.01%	53.23%	
	最小値	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.03%	
	標準偏差	4.33%	5.74%	7.12%	8.62%	9.71%	

(出所) 日鉄ソリューションズ、各行ディスクロージャー誌より日興リサーチセンター作成

図表 4 の各指標の特徴を図表 5 にまとめた。

図表5 有価証券利回りおよび有価証券構成比に関する特徴

指標	特徴
有価証券利回り	平均値は年々緩やかに上昇 2015年3月期と比較して2019年3月期の平均値は約0.14%上昇
国債比率	2015年3月期の平均値は約41%であったが、年々3~5%程度急激に低下し、 2019年3月期は約26%
地方債比率	2015年3月期と比較して2019年3月期の平均値は約4.4%上昇し、約16%
社債比率	2015年3月期の平均値22.72%から年々緩やかに低下していたが、 2019年3月期は上昇に転換し、21.85%
株式比率	平均値、中央値で動向に差があるものの、総じて、2015年3月期以降は緩やかに上昇し、 2019年3月期の平均値は約9%、一方中央値は約7%
外国証券比率	平均値は、2017年3月期の12.65%をピークに直近2年間は若干低下し、 2019年3月期は12.35%
投資信託等比率	平均値、中央値ともに年々上昇 2015年3月期の平均値約6%と比較して2019年3月期の平均値は2倍以上上昇し、約15%

図表6は利回りと各資産の構成比が前期と比較して上昇した銀行数であり、これらの特徴を図表7にまとめた。

図表6 利回り及び各資産の構成比が前期と比較して上昇した銀行数

決算期	2016年3月期	2017年3月期	2018年3月期	2019年3月期
(銀行数)	(104行)	(104行)	(104行)	(103行)
有価証券利回り	66	58	74	55
国債比率	16	11	8	5
地方債比率	41	61	70	78
社債比率	37	48	56	62
株式比率	72	59	95	71
外国証券比率	68	45	45	47
投資信託等比率	101	100	95	79

(出所) 日鉄ソリューションズ、各行ディスクロージャー誌より日興リサーチセンター作成

図表 7 利回り及び各資産の構成比が前期と比較して上昇した銀行数に関する特徴

指標	特徴
有価証券利回り	毎期、上昇した銀行のほうが多い ただし、2019年3月期は55行と2018年3月期比19行減少
国債比率	年々、上昇した銀行数は減少しており、2019年3月期は5行のみ
地方債比率	2016年3月期は低下した銀行のほうが多かったが、それ以降は上昇した銀行のほうが多い
社債比率	年々上昇した銀行が増えており、2019年3月期は62行
株式比率	毎期上昇した銀行のほうが多い
外国証券比率	2016年3月期は上昇した銀行のほうが多かったが、それ以降は低下した銀行のほうが多い
投資信託等比率	2018年3月期までは100行前後が上昇していたが、2019年3月期は79行に減少

3.3 各資産の利回りの推定

成田（2018）では円貨債とリスク資産の2つの資産で、各資産クラスの影響を調べたが、ここでは円貨債、株式、外国証券と投資信託等の構成比率をそれぞれ説明変数として、次式の切片なしの重回帰分析を年度ごとに行う。

有価証券利回り $i = \beta_1 \times \text{円貨債比率}_i + \beta_2 \times \text{株式比率}_i + \beta_3 \times \text{外国証券比率}_i + \beta_4 \times \text{投資信託等比率}_i + \epsilon_i$

重回帰分析の結果として推定される β_1 、 β_2 、 β_3 、 β_4 は、それぞれ円貨債、株式、外国証券、投資信託等から得られる平均的な利回りと解釈することができ、以下では β_1 、 β_2 、 β_3 、 β_4 を「推定利回り」と呼ぶ。 ϵ_i は保有有価証券の種類と比率では説明できない残差である。

図表 8 被説明変数及び説明変数の定義

変数	定義
有価証券利回り	有価証券利息配当金 ÷ 有価証券残高
円貨債比率	(国債残高 + 地方債残高 + 社債残高) ÷ 有価証券残高
株式比率	株式残高 ÷ 有価証券残高
外国証券比率	外国証券残高 ÷ 有価証券残高
投資信託等比率	投資信託等残高 ÷ 有価証券残高

重回帰分析の結果を図表9に示した。今回分析で得られた推定利回り（回帰係数）は、全ての値で1%有意水準を満たしている。

直近5年間の円貨債の推定利回りは年々低下し、2019年3月期は0.63%であった。株式は2016年3月期以降、2%以上が続いている。外国証券は、2016年3月期を底に年々上昇しており、直近2年間は2%以上である。最後に投資信託等は、2015年3月期では、4.42%と資産クラスの中で最も推

定利回りが高かったが、以降は年々低下し、2019年3月期は1.90%であった。

図表9 各資産クラスの推定利回りの推移

	2015年3月期	2016年3月期	2017年3月期	2018年3月期	2019年3月期
円貨債	0.69% (11.71)	0.69% (11.30)	0.68% (10.54)	0.66% (6.88)	0.63% (6.75)
株式	1.79% (6.32)	2.08% (7.66)	2.01% (7.78)	2.32% (6.80)	2.53% (7.35)
外国証券	1.45% (5.10)	1.27% (5.47)	1.57% (7.12)	2.10% (6.62)	2.44% (8.42)
投資信託等	4.42% (8.89)	3.53% (10.28)	2.87% (10.64)	2.44% (7.54)	1.90% (6.74)

(出所) 日鉄ソリューションズ、各行ディスクロージャー誌より日興リサーチセンター作成

(注) カッコ内の数字はt値

3.4 アセットアロケーションによる利回りの説明力

次にアセットアロケーションによって利回りがどの程度説明できるのか検証した。本稿では、前節で行った重回帰分析の説明力として、修正決定係数を確認する(図表10)。

図表10 重回帰分析の修正決定係数

決算期	修正決定係数
2015年3月期	0.959
2016年3月期	0.965
2017年3月期	0.967
2018年3月期	0.938
2019年3月期	0.939

(出所) 日鉄ソリューションズ、各行ディスクロージャー誌より日興リサーチセンター作成

年度ごとの変動はあるが、有価証券利回りは9割以上がアセットアロケーションによって説明できることが確認できた。

4. まとめ

地方銀行の有価証券構成比率は、2019年3月期も引き続き円貨債の構成比率が低下し、リスク資産の構成比率が上昇している。特にリスク資産の中でも、外国証券を除くその他の証券残高(投資信託等)が増加している。本稿では各資産の利回りを推定し、①円貨債の推定利回りは予想通り年々低下してい

ること、②株式、外国証券の推定利回りは直近上昇傾向であり、2019年3月期の推定利回りはともに2%を超えていること、③投資信託等については、年々推定利回りが低下していることを確認した。そして、アセットアロケーションによる地方銀行の有価証券利回りに対する説明力についても検証を行った結果、利回りの9割以上がアセットアロケーションによって決まっていることを示した。ポートフォリオのパフォーマンスに対するアセットアロケーションの重要性が高いことについては様々な先行研究があるが、地方銀行の有価証券利回りに関してもアセットアロケーションの重要性の高さが本稿で確認できた。

今回は有価証券利息配当金について分析を行ったが、キャピタルを含めた総合的な有価証券運用に関する分析は今後の課題としたい。

参考文献

金融庁[2018],「地域銀行有価証券運用モニタリング 中間とりまとめについて」

<https://www.fsa.go.jp/news/30/ginkou/20180713-1/20180713-1-2.pdf>

日本銀行[2016],「地域金融機関の有価証券投資とリスク管理の課題—アンケート調査結果から—」,
金融システムレポート別冊シリーズ

<http://www.boj.or.jp/research/brp/fsr/data/fsrb160328.pdf>

日本銀行[2018],「金融システムレポート（2018年10月号）」

<https://www.boj.or.jp/research/brp/fsr/data/fsr181022a.pdf>

日本銀行[2019],「金融システムレポート（2019年4月号）」

<https://www.boj.or.jp/research/brp/fsr/data/fsr190417a.pdf>

小松原[2008],「ポリシー・アセットアロケーションの説明力」,

証券アナリストジャーナル（2008年9月号）

成田[2018],「【Research Report】地方銀行の有価証券利回りの要因分析と個別行効果の分析」

https://www.nikko-research.co.jp/wp-content/uploads/2018/08/rr201808_0001.pdf