

# 2020年3月期 地方銀行の有価証券運用に関する資産別利回りとアセットアロケーションによる説明力

Research Report  
2020年11月資産運用研究所  
成田 和弥  
藤江 弘和

## 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、2020年3月期ではその利回り差がさらに拡大している。

地方銀行の有価証券運用においては、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）の構成比率が上昇する傾向が続いていたが、2020年3月期はコロナショックの影響もあり株価が3月末にかけて下落したため、リスク資産のうち株式の構成比率は低下した。そのため、その他の証券の構成比率は引き続き上昇したもののリスク資産の構成比率はほぼ横ばいとなった。また、国債の比率は直近の傾向と同様に低下したが、地方債と社債の比率が増えたため、円貨債の構成比率も同様に横ばいとなった。

本稿では地方銀行の有価証券運用の資産クラスを円貨債、株式、外国証券、外国証券を除くその他の証券（以下、投信信託等）に分け重回帰分析を用いて資産クラスごとの平均的な利回り（以下、推定利回り）を過去6年分について年度ごとに推定した。その結果、2020年3月期は①円貨債の推定利回りはわずかながら上昇に転じ、②上昇傾向にあった株式、外国証券の推定利回りは低下に転じ、③投資信託等は、昨年までの傾向が継続しさらに低下していることが分かった。

また、アセットアロケーション（資産クラスの構成比）による地方銀行の有価証券利回りに対する説明力（修正決定係数）は過去6年間で0.938～0.967と非常に高い状態で推移している。

2020年3月期から投資信託解約損益（以下、投信解約益）を把握することが可能になったこともあり、有価証券利息配当金に含まれている投信解約益を控除した有価証券利回りをを用いて資産クラスごとの推定利回りおよびアセットアロケーションによる説明力を分析した。その結果、投資信託等の投信解約益を含まない利回りは投信解約益を含む利回りより約0.5%低いことが分かった。また、アセットアロケーションによる投信解約益を控除した推定利回りに対する説明力は控除しない場合より高いことも明らかになった。

## 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. 投信解約益を考慮した有価証券利回りと各資産の利回りの推定
  - 4.1 投信解約益を除く有価証券利回り
  - 4.2 投信解約益を除く有価証券利回りをを用いた各資産の利回りの推定と説明力調査
5. まとめ

## 1. はじめに

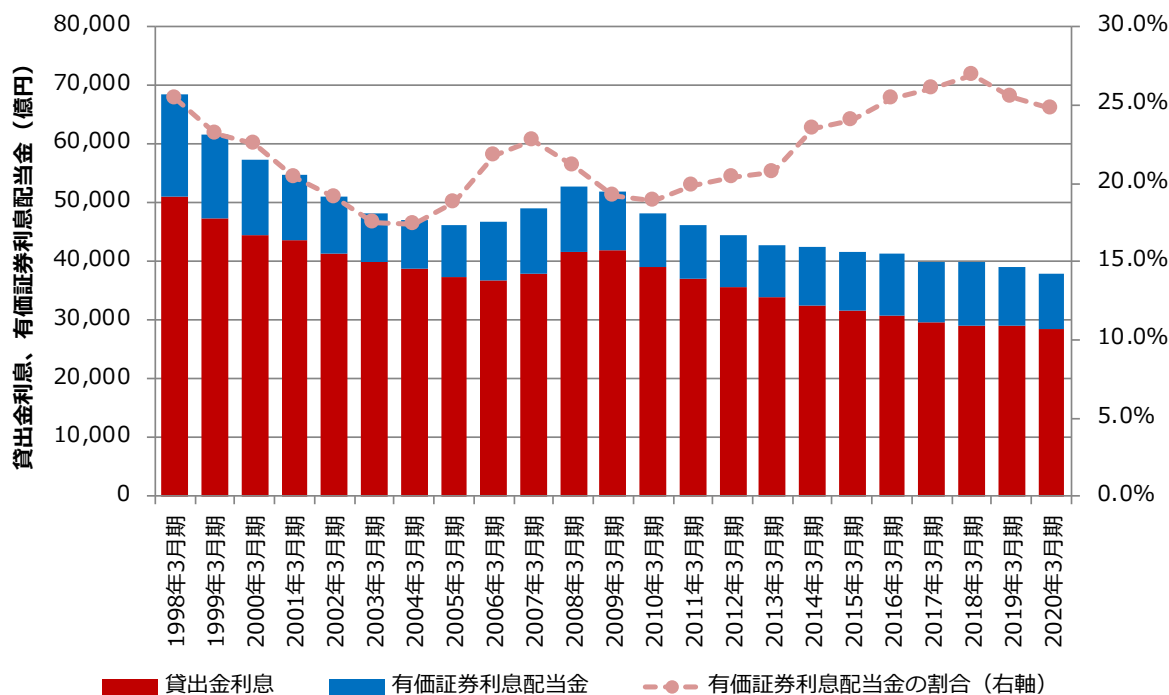
歴史的な超低金利政策が継続し、地方銀行<sup>1</sup>の主要な収益源である貸出や有価証券運用を巡る環境は厳しい状況が続いている。円貨債の利回り低下により、有価証券運用については運用の多様化、ポートフォリオリバランスの動きが続いており、近年はリスク資産である株式やその他の証券が増加してきた。

本稿では、地方銀行の近年の収益状況や有価証券の構成比率の推移を確認した後、3章で有価証券利回りの分析として、有価証券を円貨債と株式、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。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検証する。また、4章では2020年3月期から把握できるようになった投信解約益を控除した有価証券利回りについて同様の分析を行い、各資産の推定利回り、およびアセットアロケーションの説明力を検証する。

## 2. 地方銀行の収益状況や環境

地方銀行の資金利益の大部分を占める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）。

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

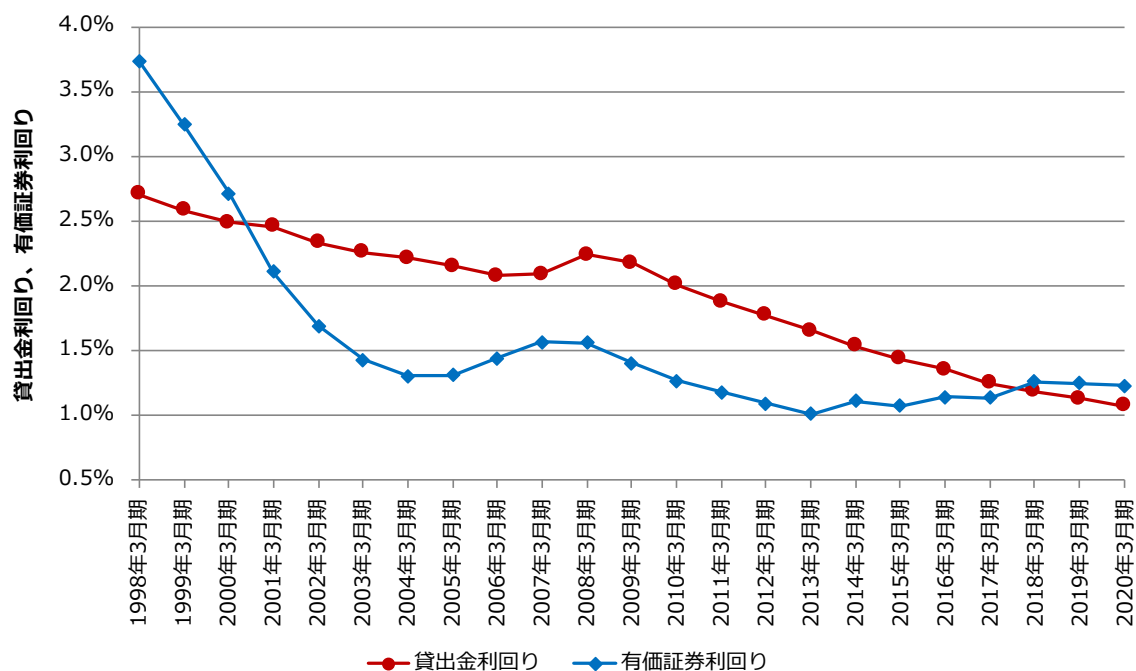
2009年3月期以降貸出金利息と有価証券利息配当金の合計は、減少傾向が継続しており厳しい収益環

<sup>1</sup> 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38行の合計102行を指す。第3章の分析では期末時点で有価証券の残高がない銀行と期中に合併等のあった銀行は対象外。

境が続いていることがわかる。両者の合計に対する有価証券利息配当金の割合は、2018年3月期の26.9%をピークに2年連続で低下し、2020年3月期は5年ぶりに25%を下回った。

図表2は貸出金利回りと有価証券利回りの推移である。貸出金利回り<sup>2</sup>は年々低下している一方で、有価証券利回り<sup>3</sup>は2013年3月期を底に緩やかに上昇していたが、2018年3月期以降は横ばいとなっている。2018年3月期に逆転した両者の利回りの差は2020年3月期も拡大した。

図表2 貸出金利回りと有価証券利回りの推移



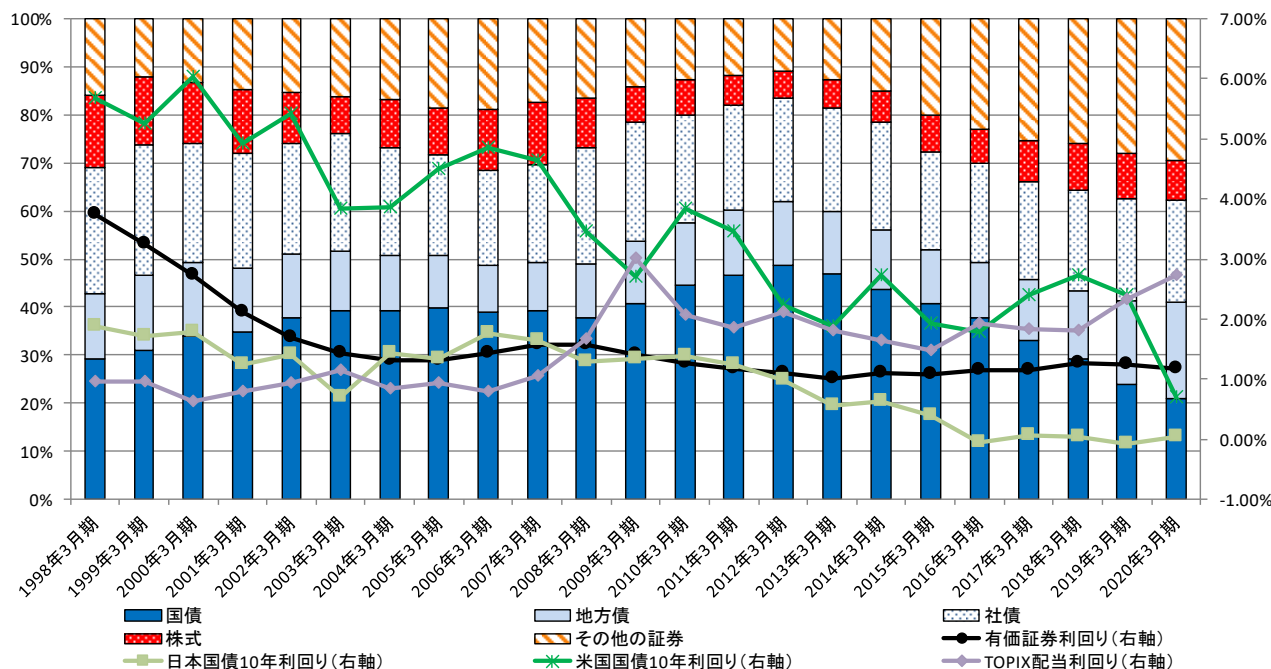
(出所) 全国銀行協会より日興リサーチセンター作成

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。円貨債（国債、地方債、社債）の比率は2012年3月期をピークに低下し続けていたが、2020年3月期はほぼ横ばいとなった。一方で、リスク資産はその他の証券（外国証券、投資信託等）の比率は上昇傾向が継続したが、コロナショックによる株価下落の影響によって、株式比率は低下した。

<sup>2</sup> 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）。

<sup>3</sup> 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 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、各行の有価証券利回り公表データから円貨債とリスク資産（株式、外国証券、投資信託等）の地方銀行の平均的な利回りを推定する。

#### 3.2 分析データ

分析に用いるデータは、各行の 2015 年 3 月期から 2020 年 3 月期の有価証券利回り<sup>4</sup>と有価証券構成比<sup>5</sup>である（図表 4）。本稿では有価証券を円貨債と株式、外国証券、投資信託等の 4 つの資産クラスに分けて分析を行う。

<sup>4</sup> 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有価証券残高の末残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。

<sup>5</sup> 各資産の構成比率は、前期末の残高と当該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	2020年3月期	
(銀行数)		(104行)	(104行)	(104行)	(104行)	(103行)	(101行)	
有価証券利回り	平均値	1.08%	1.11%	1.13%	1.22%	1.22%	1.18%	
	中央値	1.04%	1.09%	1.13%	1.19%	1.15%	1.11%	
	最大値	1.87%	1.91%	2.10%	2.80%	2.85%	2.19%	
	最小値	0.50%	0.60%	0.55%	0.46%	0.48%	0.46%	
	標準偏差	0.29%	0.28%	0.27%	0.38%	0.39%	0.34%	
構成比率	国債比率	平均値	41.47%	38.63%	34.76%	30.20%	25.75%	22.38%
		中央値	40.44%	37.63%	33.02%	29.10%	24.45%	19.79%
		最大値	78.97%	82.39%	82.71%	81.94%	80.99%	78.85%
		最小値	11.61%	8.78%	6.38%	5.00%	0.00%	0.92%
		標準偏差	13.20%	13.37%	13.23%	13.75%	14.07%	13.21%
	地方債比率	平均値	11.54%	11.40%	12.24%	13.61%	15.94%	18.56%
		中央値	10.41%	10.89%	11.23%	12.94%	13.97%	17.00%
		最大値	47.14%	46.62%	47.00%	54.09%	55.63%	64.63%
		最小値	0.00%	0.00%	0.04%	0.00%	0.00%	0.00%
		標準偏差	8.26%	8.01%	8.55%	9.75%	11.31%	11.78%
	社債比率	平均値	22.72%	21.61%	21.38%	21.33%	21.85%	22.27%
		中央値	21.45%	19.96%	18.98%	18.74%	20.40%	20.33%
		最大値	52.49%	52.09%	53.20%	58.14%	63.64%	52.19%
		最小値	0.93%	0.80%	0.99%	2.48%	3.70%	3.78%
		標準偏差	11.11%	11.03%	10.89%	10.73%	10.51%	9.78%
	株式比率	平均値	7.14%	7.35%	7.59%	8.67%	9.03%	8.02%
		中央値	5.86%	6.02%	5.77%	6.58%	7.12%	6.60%
		最大値	70.43%	66.69%	68.26%	72.75%	71.98%	63.73%
		最小値	0.63%	0.70%	1.06%	1.29%	1.36%	0.80%
		標準偏差	7.50%	7.32%	7.67%	8.57%	8.51%	7.50%
外国証券比率	平均値	10.85%	12.29%	12.65%	12.48%	12.35%	12.68%	
	中央値	9.71%	12.53%	13.08%	13.24%	12.41%	11.31%	
	最大値	32.87%	39.85%	44.79%	49.39%	59.38%	65.29%	
	最小値	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
	標準偏差	7.21%	8.11%	8.53%	8.85%	9.73%	10.27%	
投資信託等比率	平均値	6.06%	8.46%	11.05%	13.31%	14.99%	16.09%	
	中央値	5.19%	7.31%	9.84%	11.80%	13.21%	13.88%	
	最大値	21.66%	28.00%	39.51%	49.01%	53.23%	51.60%	
	最小値	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.03%	0.23%	
	標準偏差	4.33%	5.74%	7.12%	8.62%	9.71%	10.88%	

(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	2020年3月期の平均値は低下 平均値は3期前を上回ったが、中央値は3期前よりも低い
国債比率	2015年3月期の平均値は41.47%であったが、年々3~5%程度大幅に低下しており、 2020年3月期の平均値は22.38%
地方債比率	年々比率が増加しており2020年3月期の平均値は前期比約2.6%上昇し18.56%
社債比率	2018年3月期まで緩やかに低下していたが、2019年3月期から2期連続で上昇し、2020 年3月期の平均値は22.27%
株式比率	2019年3月期まで平均値は緩やかに上昇していたが、2020年3月期はコロナショックの影 響もあり約1%低下し8.02%
外国証券比率	2020年3月期の平均値は、3期ぶりに上昇し12.68%と直近のピークである2017年3月 期の12.65%を上回った。一方、中央値は2期連続で低下し、2020年3月期は前期比約 1.1%低下の11.31%
投資信託等比率	平均値、中央値ともに年々上昇し、平均値は2015年3月期の6.06%から5年間で約10% 上昇し16.09%

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 利回りおよ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	2020年3月期
(銀行数)	(104行)	(104行)	(104行)	(103行)	(101行)
有価証券利回り	66	58	74	55	51
国債比率	16	11	8	5	15
地方債比率	41	61	70	78	73
社債比率	37	48	56	62	63
株式比率	72	59	95	71	42
外国証券比率	68	45	45	47	41
投資信託等比率	101	100	95	79	62

(出所) クレジット・プライシング・コーポレーション、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 利回りおよ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	2020年3月期は上昇した銀行数と低下した銀行数がほぼ同じだった
国債比率	上昇した銀行数は2019年3月期まで減少していたが、2020年3月期は増加した
地方債比率	2018年3月期、2019年3月期に引き続き2020年3月期も上昇した銀行が70行以上であった
社債比率	上昇した銀行数が年々増えており、2020年3月期は63行であった
株式比率	2019年3月期までは上昇した銀行のほうが多かったが、2020年3月期は低下した銀行のほうが多かった
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、以降は低下した銀行のほうが多い
投資信託等比率	2020年3月期も増加した銀行のほうが多かったが、銀行数は62行と年々減少している

### 3.3 各資産の利回りの推定

有価証券利回りを被説明変数、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、切片なしの重回帰分析を年度ごとに行い、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を推定した。

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

( $i$  は個別行を表す)

重回帰分析の結果として推定される $\beta_1$ 、 $\beta_2$ 、 $\beta_3$ 、 $\beta_4$ 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して解釈することができ、以下では $\beta_1$ 、 $\beta_2$ 、 $\beta_3$ 、 $\beta_4$ を「推定利回り」と呼ぶ。 $e_i$ 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 被説明変数および説明変数の定義

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。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。

円貨債の推定利回りは2019年3月期まで0.6%台でわずかに低下し続けていたが、2020年3月期は



0.04%ではあるが上昇に転じ 0.67%であった。株式の推定利回りは、上昇傾向が続いてきたが、2020年3月期は低下に転じ2019年3月期比 0.10%低下した。外国証券も株式と同様に上昇傾向が続いてきたが、こちらも低下に転じ2019年3月期比 0.16%低下している。ただし、株式、外国証券とも推定利回りは2%を上回っており、有価証券利回りに大きく寄与していることがわかる。最後に投資信託等は、年々低下しており2020年3月期も引き続き低下し 1.68%となっている。

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	2020年3月期
円貨債	<b>0.69%</b> (11.71)	<b>0.69%</b> (11.30)	<b>0.68%</b> (10.54)	<b>0.66%</b> (6.88)	<b>0.63%</b> (6.75)	<b>0.67%</b> (8.22)
株式	<b>1.79%</b> (6.32)	<b>2.08%</b> (7.66)	<b>2.01%</b> (7.78)	<b>2.32%</b> (6.80)	<b>2.53%</b> (7.35)	<b>2.43%</b> (6.97)
外国証券	<b>1.45%</b> (5.10)	<b>1.27%</b> (5.47)	<b>1.57%</b> (7.12)	<b>2.10%</b> (6.62)	<b>2.44%</b> (8.42)	<b>2.28%</b> (9.44)
投資信託等	<b>4.42%</b> (8.89)	<b>3.53%</b> (10.28)	<b>2.87%</b> (10.64)	<b>2.44%</b> (7.54)	<b>1.90%</b> (6.74)	<b>1.68%</b> (7.61)

(注) カッコ内の数字はt値

(出所) クレジット・プライシング・コーポレーション、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

### 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について検証した。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	<b>0.959</b>
2016年3月期	<b>0.965</b>
2017年3月期	<b>0.967</b>
2018年3月期	<b>0.938</b>
2019年3月期	<b>0.939</b>
2020年3月期	<b>0.938</b>

(出所) クレジット・プライシング・コーポレーション、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

有価証券利回りは過去6年間アセットアロケーション(資産構成比)によって9割以上説明できることが確認できた。

#### 4. 投信解約益を考慮した有価証券利回りと各資産の利回りの推定

##### 4.1 投信解約益を除く有価証券利回り

2019年9月に銀行法施行規則が改正されたことで2020年3月期は本決算としては初めて「業務純益」、「実質業務純益」、「コア業務純益」および「コア業務純益（投資信託解約損益を除く。）」が開示された。したがって、後者2つの差額を算出することで各行の有価証券利息配当金に含まれる投信解約益を把握することができることとなった。

図表 11 投信解約益と有価証券利息配当金に占める割合

	2020年3月期
有価証券利息配当金	9,370億円
投信解約益	812億円
投信解約益を除く 有価証券利息配当金	8,558億円
投信解約益が占める割合	8.7%

(出所) 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 11 は 2020 年 3 月期における地方銀行 101 行合計の投信解約益の計上額とそれが有価証券利息配当金に占める割合を示している。投信解約益により有価証券利息配当金は 8,558 億円から 9,370 億円へ 10% 近くかさ上げされていたことがわかる。

図表 12 投信解約益を除いた有価証券利回りの統計値

	2020年3月期		
	投信解約益を除く 有価証券利回り	(参考) 有価証券利回り	差
平均値	1.06%	1.18%	-0.12%
中央値	1.02%	1.11%	-0.09%
最大値	2.09%	2.19%	-0.10%
最小値	0.46%	0.46%	0.00%
標準偏差	0.30%	0.34%	-0.04%

(出所) 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 12 は地方銀行 101 行の投信解約益を除いた有価証券利回り<sup>6</sup>の図表 4 と同じ統計値である。投信解約益を除くと有価証券利回りは平均値で 0.12%、中央値で 0.09%低下している。また、利回りのばらつき（標準偏差）も小さくなっていることがわかる。

#### 4.2 投信解約益を除く有価証券利回りを用いた各資産の利回りの推定と説明力調査

各銀行の投信解約益を除いた有価証券利回りを被説明変数として 3.3、3.4 と同様に各資産の構成比率を説明変数として、各資産の利回りの推定およびアセットアロケーションによる利回りの説明力を確認する。図表 13 はその結果である。分析で得られた推定利回りは、全ての値で 1%有意水準を満たしている。

図表 13 投信解約益を考慮した各資産クラスの推定利回り

	2020年3月期	
	投信解約益を除く 有価証券利回り	(参考) 有価証券利回り
円貨債	0.60% (9.74)	0.67% (8.22)
株式	2.30% (8.66)	2.43% (6.97)
外国証券	2.40% (13.50)	2.28% (9.44)
投資信託等	1.17% (7.03)	1.68% (7.61)
修正決定係数	0.953	0.938

(注) カッコ内の数字は t 値

(出所) クレジット・プライシング・コーポレーション、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

投資信託等以外の各資産クラスの推定利回りは、投信解約益を含む有価証券利回りを被説明変数とした場合と比較してその差は±0.2%の範囲に収まっている。一方で、投資信託等の推定利回りは-0.51%利回りが低く推定された。すなわち、投資信託の解約益を含んだ場合、投資信託等の利回りはかさ上げされており、分配金（インカム）だけの利回りは 1.17%であったと推定される。

また、投信解約益は資産の保有残高の影響をほぼ受けないと思われるため、投信解約益を除いた利回りを被説明変数とすることで各資産の利回りの説明力は上昇することを想定していたが、わずかではあるが想定通り説明力は上昇した。

<sup>6</sup> 投信解約益を除いた有価証券利回りは、2020年3月期の有価証券利息配当金から投信解約益を控除した数値を 3.2 の脚注 4 と同様に当期と前期の有価証券残高の末残の単純平均で割って求めている。

## 5 まとめ

地方銀行の有価証券構成比率は、2020年3月期も引き続き国債の構成比率が低下し、投資信託等の構成比率が上昇している。ただし、コロナショックの影響もあり3月末にかけて株式の時価総額が減少したため、リスク資産のうち株式の構成比率は低下に転じた。また、国債の比率は直近の傾向と同様低下したが、地方債と社債の比率が増加したため、円貨債の構成比率はほぼ横ばいであった。

本稿の目的である地方銀行の資産構成比から各資産の利回りを推定することについては、2019年3月期まで上昇傾向であった株式、外国証券が2020年3月期は低下に転じ、低下傾向が続いていた投資信託等は2020年3月期も引き続き低下したことがわかった。また、アセットアロケーション（資産構成比）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検証を行った結果、過去6年間有価証券利回りの9割以上がアセットアロケーションによって決まっていることを示した。有価証券利息配当金の獲得に関してアセットアロケーションの重要性の高さが改めて確認できた。

2020年3月期より本決算としては初めて、各行の投資信託解約損益を把握することができることとなり、投信解約益を除いた有価証券利回りから各資産の推定利回りおよびアセットアロケーションによる利回りに対する説明力を分析した。その結果、投資信託等の利回りは投信解約益により約0.5%かさ上げされていることがわかった。売買益である投信解約益がなくなるために想定通り、投信解約益を除いた利回りによる推定利回りの方が説明力は高くなった。

有価証券利息配当金には外貨の調達コストが含まれないため外国証券の利回りは実際の収益性より高く推定されることには注意が必要であるが、投資信託等の利回りが年々低下していることは注目に値する。投資信託等の比率が高まっているにも拘わらず、有価証券利回りが伸び悩んでいる証左かもしれない。また、投信解約益を除いた投資信託等の利回りは有価証券利回りと同水準となっており今後の投資信託等の構成比率や銘柄選別に関して変化が起こる可能性があり、引き続き注視していきたい。

## 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>

日本銀行[2019],「金融システムレポート（2019年10月号）」

<https://www.boj.or.jp/research/brp/fsr/data/fsr191024a.pdf>

日本銀行[2020], 「金融システムレポート (2020年4月号)」

<https://www.boj.or.jp/research/brp/fsr/data/fsr200421a.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/library/7158/>

成田・鈴木[2019], 「【Research Report】 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」

<https://www.nikko-research.co.jp/library/8207/>

藤江[2019], 「【Short Review】 地方銀行の2019年度中間期決算の開示調査～投資信託解約損益の状況～」

<https://www.nikko-research.co.jp/library/8379/>

藤江[2020], 「【Short Review】 地方銀行の2020年3月期決算の有価証券運用に関する開示調査～投資信託解約損益の状況～」

<https://www.nikko-research.co.jp/library/8961/>

(END)