

中長期を見据えた ポートフォリオ運用を推進 幅広い改革が運用力と 説明力を強固にする

日銀が金融政策の正常化を進めている。久方ぶりに金利のある世界が訪れたことで、銀行の本業である融資にはむしろ追い風が吹いているだろう。本業の収益性改善が期待される中で、地域金融機関の有価証券運用部門に対する経営戦略上の役割をどのように整理すべきか。市場運用に注力する北國フィナンシャルホールディングスで、銀行の市場運用を担うFDAlcoの鷺池誠一氏に、今後の展望を聞いた。



FDAlco 代表取締役社長
鷺池 誠一氏 Seichi Sagiike

——北國フィナンシャルホールディングスでは市場運用を重点ビジネスの中に位置づけていますが、その背景についてお聞かせください。

北國銀行の市場運用は、2014年からかつての国債のバイアンドホールド戦略から脱却し、株式投資への注力やマルチアセットファンドの活用など分散投資ポートフォリオの構築を進めてきました。この取り組みによってわれわれの市場運用のスキルも向上し、安定的な収益の確保が可能になりました。

そこに預金の増加と貸し出し需要の低下という外部要因の変化が加わったことで、市場運用で収益を創出することの重要性が高まりました。こうした背景があり、2023年5月に公表した「中期経営戦略2023」から、市場運用を重点ビジネス領域の1つとして位置づけて高度化を図ってきました。

銀行の市場部門では、日々相場環境の分析と同時に、執行、資金繰りも行っていたため、業務が輻輳してしまうことが、かねてより課題でした。そこで2023年3月に投資助言会社へ市場運用戦略に携わる人材を集約し、有価証券運用に関する一連の業務を仕分けしました。

簡潔に言えば、投資助言会社であるFDAlcoはアセットマネジャー、銀行はアセットオーナーという役割に分け、前者は市況を見通して投資計画や運用戦略の策定を、後者は執行や資金繰りを担っています。これにより、FDAlcoでは銀行の人事制度に縛られることなく運用人材の採用・育成を行うことが可能となり、より専門的で効率的な運用体制が整ったといえるでしょう。現在、市場運用を担う人材は両社を合わせて18名にまで拡大しています。

モデルポートフォリオとハウスビューの策定で グループ内での議論が一層活発に

——統合報告書の中で市場運用の重点取り組み内容をいくつか挙げておられますが、現状と効果を教えてください。

モデルポートフォリオに基づく投資計画の策定を始めたのが2023年度からで、今年度で3回目になります。分散ポートフォリオを構築する中で、個別資産ではなくポートフォリオ全体でのパフォーマンスを意識し、中長期的に目標とする期待リターンを達成できるようなモデルポートフォリオを策定しています。

これを土台にし、日々の市場環境に合わせて機動的に

投資行動を決定しています(図1)。毎週市場金融部とFDAlcoでミーティングを開催して現在のアロケーションの状況や各アセットの運用戦略、前週からの戦略の変更の有無などを話し合い、日々の執行につなげていきます。また、日次でもその日の執行状況なども協議するなど、密なコミュニケーションを取って連携しています。

モデルポートフォリオは毎年見直しを行い、そのスキームの高度化も進めております。直近では在籍するクオンツアナリストの活用がその一例です。各資産クラスが中長期的にどのようなリターン水準になるのかを推計することは容易ではありません。そこで、期待リターンを客観的に算出できるようなモデルの導入なども本格的に検討しております。

こうした取り組みに加えて、ハウスビューを策定し、機動的なポートフォリオ運営を実現しながら高い説明力を両立させています。FDAlco内の13名の運用人材がマクロ経済と市場予想の両輪で分析しつつ、そこに外部のエコノミストやアナリストの知見を組み合わせながら当社グループとしての見通しを確定しています。

このハウスビューは、グループ内にも共有してさまざまな用途で使われています。リスク管理部門ではストレステストやシナリオ分析テストなど各種の分析を行っていますが、市場リスクの把握やアラームポイントの設定などにも役立てています。

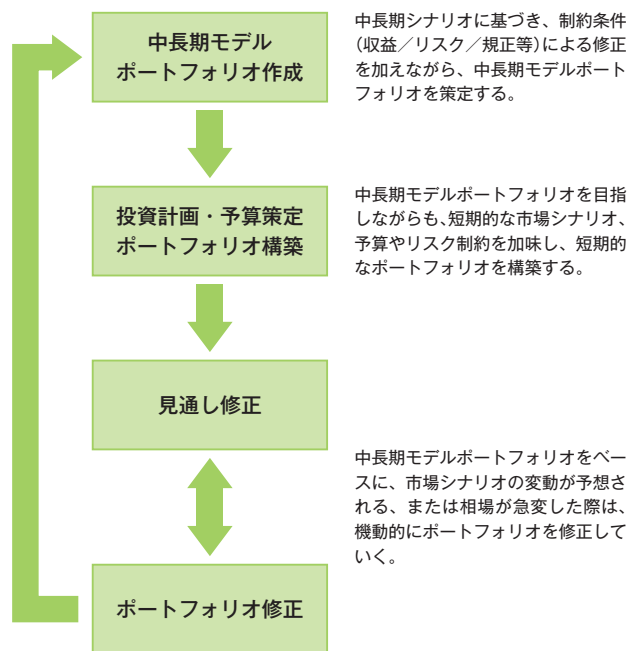
また、ALM部門とは相場が動いた時に随時今後の投資戦略や見通しなどの考えを共有しながら、銀行ポートフォリオ全体での機動性も担保しています。こうした取り組みの結果として、より組織立った運用が強化されてきたと感じています。

金利のある世界に突入した 今後の投資戦略の展望は

— 貴社が策定したハウスビューでは今後の相場をどのように展望していますか。また、それを踏まえてどのような投資戦略を計画していますか。

今年の相場見通しについては、日銀の政策金利が今年度中に1%まで上昇、日経平均株価も年末に4万円台を

図1 ポートフォリオ管理の運用フロー



出所：北國フィナンシャルホールディングス

回復することを想定しており、これは対外的にも公表しています。直近のトランプ大統領が掲げた関税強化策によるショックで株価は調整を余儀なくされましたが、本質的な見通しに変化はありません。

足元で国内の金利上昇は大きなテーマとなっていますが、政策金利が1%に上昇したとしても、預金金利の追随率は4割程度ですし、当座預金や決済性預金など利息がゼロの預金もあります。円債に投資しても逆ざやになることはないと考えています。むしろ、金利のある世界が到来したことで、円債投資の妙味が増してきていると感じています。

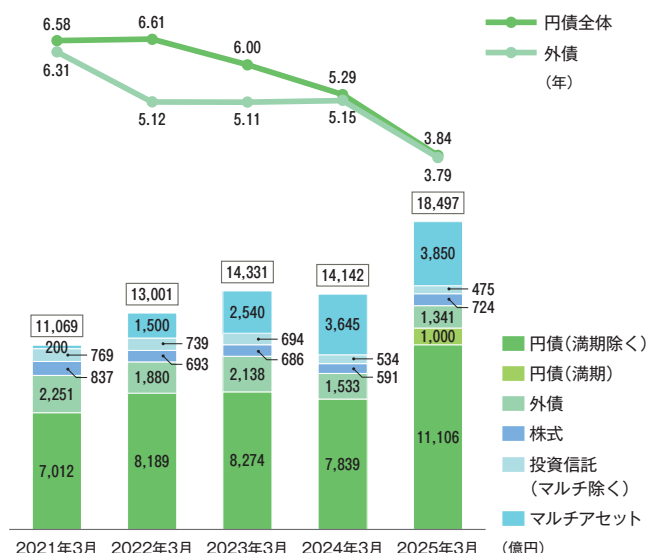
昨年度の戦略は日銀の金融政策のターミナルレートを見極めるのが難しかったこともあり、短中期国債に注力して金利リスクを抑制しながら次なる投資機会をうかがっていました(P.22、図2)。今後の投資戦略としては、3年以内に約5150億円の償還があるほか、預金増加による待機資金もありますから、タイミングを分散しながら再投資・追加投資を進めて安定収益を獲得できる円債ポートフォリオを構築する方針です(P.23、図3)。

こうした戦略に加えて、昨年の下期から満期保有目的

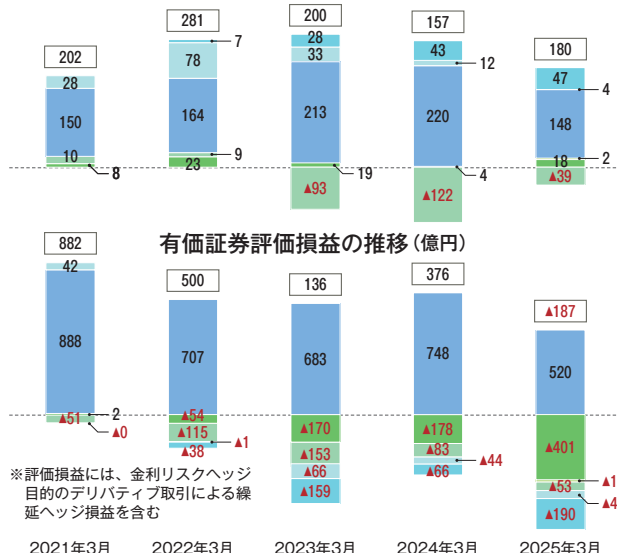
図2 有価証券運用の状況

2025年3月期は短中期債運用に注力。デュレーション抑制し円債を中心に運用残高積み増し

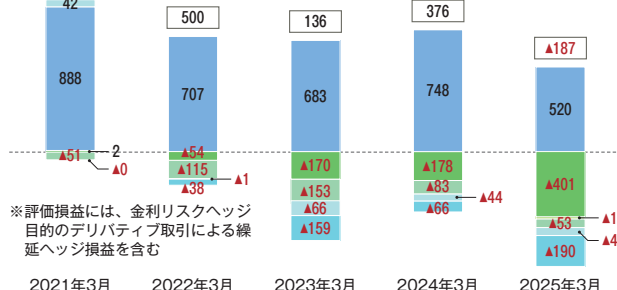
有価証券残高(簿価)とデュレーションの推移



資産別実現損益の推移(億円)



有価証券評価損益の推移(億円)

※評価損益には、金利リスクヘッジ
目的のデリバティブ取引による繰
延ヘッジ損益を含む

出所：北國フィナンシャルホールディングス

による円債ラダー投資も同時に行っていました。ハウスビューに基づけば政策金利は1%程度まで上昇すると見込んではいませんが、不確実性が高い環境において、シナリオごとに戦略を分散しながら投資することも求められているでしょう。

外債については、金利上昇によって苦境が続きましたが、徐々に資金収益の改善につながっています。分散ポートフォリオという観点から、主にマルチアセット戦略の中で一定のポジションは保有しており、リスクが顕在化した時にはヘッジ機能を果たしてくれると考えています。

ただし、現物債投資については、現在のイールドカーブの形状から投資するには見合わない状況です。長短金利差が確保でき、その見通しが市場環境に耐えられるのであれば、円債との比較で外債投資も検討したいと考えています。

——株式についてはいかがでしょうか。

純投資目的で2014年からポジションを徐々に積み上げてきました。直近では、持ち合い解消を目的に政策保有株式を計画的に売却していますが、株式のエクスポージャーを減らしすぎないようにするためにも、純投資目

的で株式に再投資しています。

株式の戦略としては、中長期的な成長を享受するためにクオリティ・グロース銘柄に着目しています。株式チームがボトムアップで銘柄を分析しており、公開情報を調べるのみならず企業取材にも積極的に出向いています。現在は60～80銘柄ほどに厳選して投資を行っていますが、今後はより業績見通しの判断・精度をレベルアップしていくことが課題と認識しています。

強調したい点として、エンゲージメント活動にも力を入れていることが挙げられます。投資先企業のガバナンスをどのように判断するか、グループ内部でも意見交換しながら従来よりも厳格な議決権行使基準を設定しました。今後はそれを公表して、北國フィナンシャルホールディングスとしての考え方を明示していく必要があると考えています。直近では運用会社のトレーニー制度を活用して、投資戦略や業績予想に加えて効果的なエンゲージメントの方法などのノウハウも吸収しています。

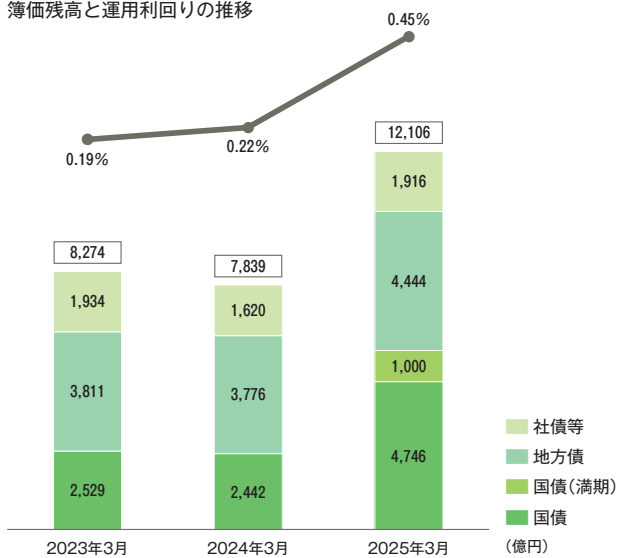
またリスク抑制という観点では、クオリティ・グロースへの投資だけでなく高配当・低ベータ銘柄なども組み合わせたハイブリッド戦略を採用しています。このように、

図3 今後の投資戦略

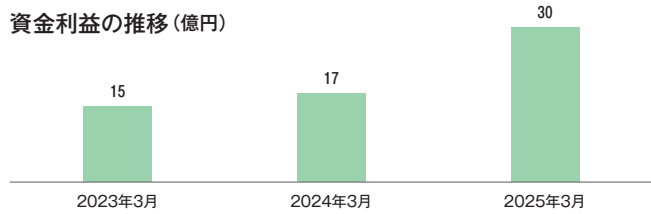
金融政策転換時期を見定め、再投資により安定収益が確保できる円債ポートフォリオを目指す

円債投資の状況

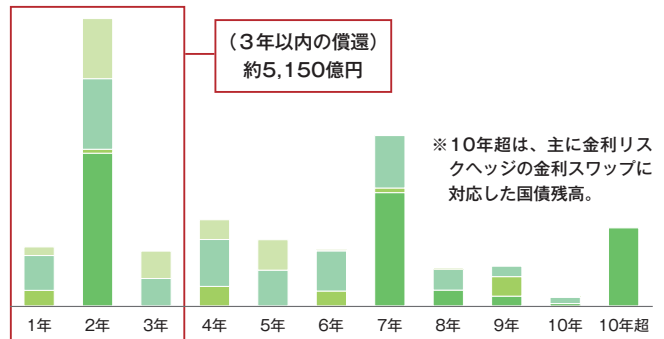
簿価残高と運用利回りの推移



資金利益の推移 (億円)



償還ラダー (2025/3期) (億円)



出所：北國フィナンシャルホールディングス

株式ポートフォリオの中でもリスク管理を適切に行いながら、安定的なリターンを目指しています。

—— マルチアセット運用にも引き続き注力されるのでしょうか。

運用開始から4年が経過し、投資残高は現在3850億円規模にまで積み上がりました。外債の金利上昇など厳しい局面もありましたが、評価損を抑えながら安定した資金収益を確保できています。

今後の方針ですが、金利ある世界への回帰で円債でも十分にリターンを見込めるようになったため、追加投資は慎重に進めていくつもりです。もっともマルチアセットファンドは機動的にアロケーションをリバランスすることでリスクコントロールが可能であり、中長期視点で安定収益が期待できるコア資産として位置付けています。

地域金融機関の中で

市場運用部門をどう位置付けるか

—— 北國フィナンシャルホールディングスとして、市場金融部門の役割と今後の展望について教えてください。

4月末に公表した中期経営戦略のアップデートの中で

も言及しましたが、北國フィナンシャルホールディングスはCCIグループへと社名を変更し、持続的な成長を目的に「北國銀行ブランド」と「CCIブランド」という2ブランド体制を構築することを掲げました。なお「CCI」には、当社の組織文化を表すコミュニケーション、コラボレーション、イノベーションの意味を込めています。

この体制のもと、「伝統的な銀行業」と「銀行勘定による新ビジネス」、「新会社による新ビジネス」を掛け合わせて事業領域を拡大していきます。金利のある世界が訪れたことで「伝統的な銀行業」である債券投資を増強して十分な収益を得ながら、これまで取り組んできた「銀行勘定による新ビジネス」である純投資目的株式、マルチアセットの運用を継続し、今後も市場運用の高度化に注力していきます。

さらに、市場運用は地域貢献にもつながると考えています。市場運用で積み上げた収益を地域の成長の原資としても使えるでしょうし、FDAlcoで培われた運用の知見は個人や法人を問わず還元できると考えています。「新会社による新ビジネス」として資産運用を起点としたビジネスチャンスが広がっていると感じています。

NP