

2024 年 9 月 13 日 全 9 頁

資本コストや株価を意識した銀行経営に求められる RORA

金融政策正常化時代における邦銀の RORA 向上のヒント

金融調査部 主席研究員 菅野泰夫

[要約]

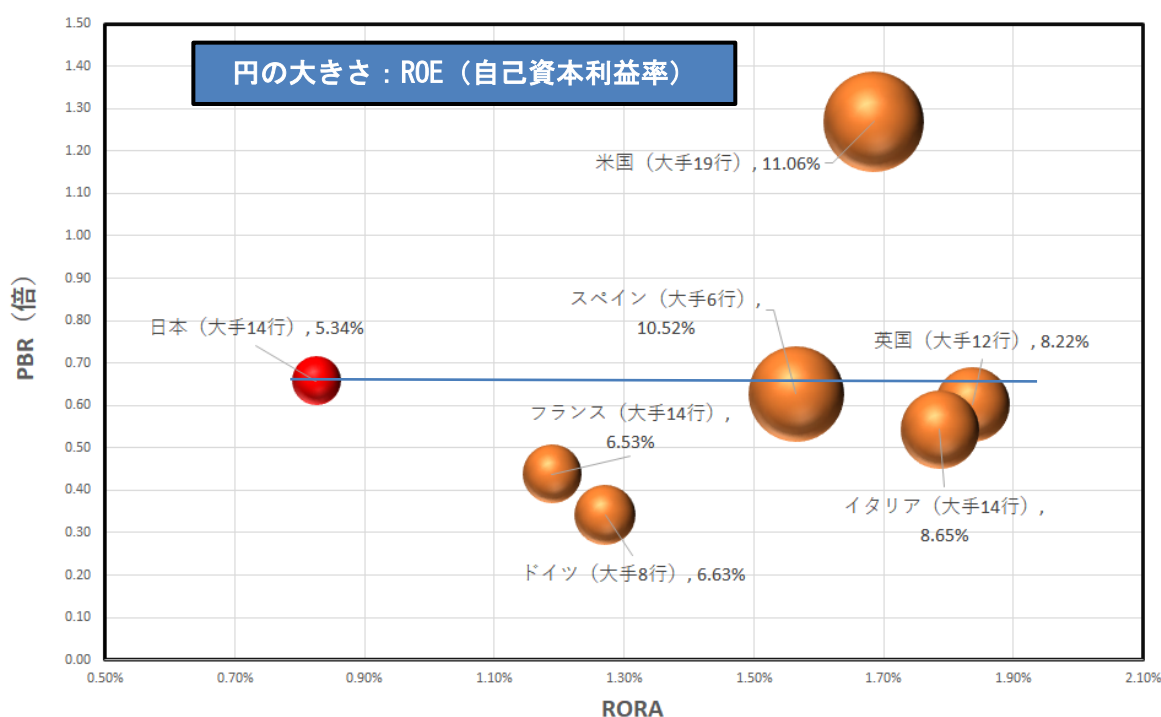
- 東京証券取引所（東証）による「資本コストや株価を意識した経営」の要請を契機に、邦銀は RORA（Return on Risk-weighted Assets：リスクアセット利益率）指標を重視した経営へとますます舵を切っている。しかし、邦銀が RORA 改善を目指し大規模な融資・有価証券ポートフォリオ（リスクアセット）の再構築を進めているにもかかわらず、投資家が求める水準とは依然として隔たりがある。
- 日本銀行（日銀）の金融政策正常化に伴う金利上昇は、資金利益を重視する伝統的銀行業の復活を促す一方、新たなリスクも顕在化させている。大和総研の分析によれば、金利リスク量の資本賦課インパクトの大きさ（実質的な金利リスク量）と RORA は反比例する傾向にあり、金利リスク量の増加が RORA 改善に往々として寄与していないことが明らかとなった。
- 2023 年 3 月の東証要請を受け、2024 年 3 月期の会社説明会では多くの邦銀がロジックツリーを駆使し、ROE や RORA 向上への将来像を掲げている。中期経営計画等では右肩上がりの ROE 向上を描き、最終的に 7%以上を目指す銀行が多い。しかし、その大半が画一的な説明に終始し、実現性の高い詳細な計画の開示は不足している。このため、掲げられた目標が実現するかどうかの確度を測ることは難しい。日銀の金融政策正常化を契機に、単に金利収益の上昇を期待するだけでなく、邦銀の RORA 向上に向けた実効性のある具体的戦略の提示が必要な段階に入ったと言えるだろう。

国際間での銀行の RORA・PBR 比較

東京証券取引所（東証）による「資本コスト¹や株価を意識した経営の実現に向けた対応について」（2023 年 3 月 31 日発表）の要請を契機に、邦銀は RORA (Return on Risk-weighted Assets: リスクアセット利益率) 指標を重視した経営へとますます舵を切っている。要請の背景には、国際競争力強化に向けた株主価値向上と資本効率改善への投資家からの要求がある。

ただし、邦銀が RORA 改善を目指し大規模な融資・有価証券ポートフォリオ（リスクアセット）の再構築を進めているにもかかわらず、投資家が求める水準とは依然として隔たりがある。図表 1 は邦銀の RORA が、欧米銀に比べて著しく低い水準にあることを示している。

図表 1 国際間での銀行の RORA・PBR（株価純資産倍率）比較



（注 1）財務データは、日本は 2024 年 3 月期、欧米は 2023 年 12 月期を用いている。

（注 2）PBR で用いた株価は、日本は 2024 年 3 月 29 日、欧米は 2023 年 12 月 29 日。

（注 3）国別の各指標は、各行の数値をリスクアセットの金額で加重して算出。ただし、日本は 2024 年 3 月末のバーゼルⅢルール最終化適用後のため単純平均している。

（注 4）図中の青線は日本（大手 14 行）の PBR の平均値

（出所）各行 IR 資料および LSEG より大和総研作成

邦銀（日本の国際基準行 14 行）の RORA の平均値は 1 % 以下に留まっており、米国（大手 19 行）、スペイン（大手 6 行）やドイツ（大手 8 行）、フランス（大手 14 行）等と比較しても見劣

¹ 一般的に資本コストの推定には複数の手法があり、その中には PER の逆数（ $1/PER = \text{収益}/\text{株価}$ ）という簡易的な方法や、より洗練された CAPM（資本資産価格モデル）、さらには Fama-French モデルなどが含まれる。これらの手法はそれぞれ特徴と限界を持つ。

りしている。邦銀は欧米に先行して 2024 年 3 月にバーゼルⅢ最終化を適用し、リスクアセットは全般的に減少したものの、RORA の著しい向上は見られず、本質的な改善には時間を要するとみられる。

RORA が改善しない邦銀（特に地方銀行）の本質的な課題の一つとして、従来型のリレーションシップ・バンキング（リレバン）モデルへの依存が続いている点にある。従来型リレバンでは、特定の地域で事業を展開することで地域経済や顧客企業に関する情報収集力が高まり、当該銀行の存在感（預金や貸出のシェア）も高まって、事業リスクやコスト（預金等の資金調達コスト）を抑えられると考えられてきた。しかし、金利上昇局面においては、従来型リレバンに固執することは逆に貸出金利の引き上げを困難にしている。地域密着度が高いほど、長年の取引先企業に対し、市場金利上昇を理由とした貸出金利の引き上げが難しいというジレンマに直面しているのである。さらに、もう一つの問題点として、本業収益の根幹をなす金利リスクの量とそれらリスクアセットに対する収益の特性を、中期経営計画等で十分に検討できていない点が挙げられる。本来、金利リスクに対しては、マーケットリスクでの資本賦課を超える所要自己資本が必要となるはずである。多くの邦銀はその所要自己資本に見合う、RORA 改善の指針と実効性のある経営戦略を描けていない。日本銀行（日銀）の金融政策正常化に伴う金利上昇局面には、金利リスク量と RORA の関連性を適切に把握し、経営計画に反映させることが持続可能な収益構造の構築には不可欠となってくる。

現時点でも多くの邦銀は、東証が要請する収益性の達成に向けた具体的な戦略を確立できておらず、より実効性の高いアプローチの模索が継続している。RORA 改善を企図し、低収益の従来型貸出を抑制する一方で、ストラクチャード・ファイナンス、LBO（レバレッジド・バイアウト）ファイナンス、サステナビリティ関連融資など高付加価値融資を積極的に推進する戦略を投資家との対話で提示しているが、本当に実行できるかは疑問が残る。並行して、デジタル技術を駆使した与信プロセスの効率化等にも傾注して費用の低減を図るなど、融資戦略の抜本的な変革を模索しているものの、その効果は未知数である。

他方、注目すべき点として、PBR の水準に関して日本と欧州諸国の銀行間に顕著な乖離が見られないという事実が挙げられる。図表 1 の分析によれば、日本（国際基準行 14 行）の PBR（単純平均）は、イタリア（大手 14 行）やドイツ（大手 8 行）と同等の水準にある。米国（大手 19 行）のみが 1 倍を上回る一方、その他の欧州諸国を含めて概ね 1 倍を下回る水準にある。近年は PBR 改善を過度に強調する風潮にあるが、他国との比較で見ると、邦銀が現実的かつ適切な目標水準を設定することの重要性が示唆されている。

RORA と金利リスク量の関係性分析

日銀の金融政策正常化に伴う金利上昇は、資金利益を重視する伝統的銀行業の復活を促す一方、新たなリスクも顕在化させている。低金利環境下で長らく経営してきた邦銀は、本格的な金利上昇局面での経験が乏しい。預貯金の流出率を自行で推計しようとしても、過去データが低

金利を基にしているため、推計の精度が低下する可能性がある。また、与信コスト予測等の分析も同様だろう。特に懸念されるのは、低金利下に構築した債券ポートフォリオの含み損拡大と、金利上昇による借入企業の返済負担増加に伴う与信コスト上昇である。現在、多くの邦銀が後者に頭を悩ませているが、前者についても依然として多額の含み損を抱える金融機関が存在する。このような環境下で RORA を改善するには、金利リスク量と RORA の間にある根本的な関係を正確に把握することが不可欠となっている。

バーゼルⅢでは、融資や有価証券運用で金利リスク量の多寡がリスクウェイトに影響しない。例えば住宅ローン融資においては、同じ LTV (Loan to Value) であれば金利リスク量の違い（変動型、3 年固定、10 年固定）にかかわらず同一のリスクウェイトが適用される。そのため RORA 改善には、同一リスクアセットでより高い収益が効果的となるため、理論上、融資や有価証券運用において金利リスク量が高いポートフォリオを選考するほど RORA が向上するはずである。しかし大和総研が行った分析では、実際のデータは逆の傾向を示している。

図表 2 は邦銀における地域別の RORA と金利リスク量の関係を示す。横軸は収益性を表す RORA を、縦軸は金利リスクを資本賦課した場合の自己資本比率低下幅（金利リスク資本賦課インパクトの大きさ＝実質的な金利リスク量）の各地域のリスクアセット加重平均値を表す²。グラフの最も顕著な特徴は、実質的な金利リスク量の資本インパクトが高い地域ほど RORA が低い傾向にあることである。つまり、実質的な金利リスク量と RORA が反比例関係にあり、金利リスク量の増加が RORA 改善に往々として寄与していないことが示唆されている（※注 2023 年 3 月末のデータを利用してバーゼルⅢ最終化適用前の基準に統一して計測）。例えば、北関東（5 行）や九州・南部、沖縄（8 行）など、実質的な金利リスク量の高い地域ほど、RORA が相対的に低い。対照的に、大手行を中心とした国際基準行（14 行）や中部・東海（9 行）は、低い金利リスク量にもかかわらず、（一部例外があるものの）RORA が相対的に高い。

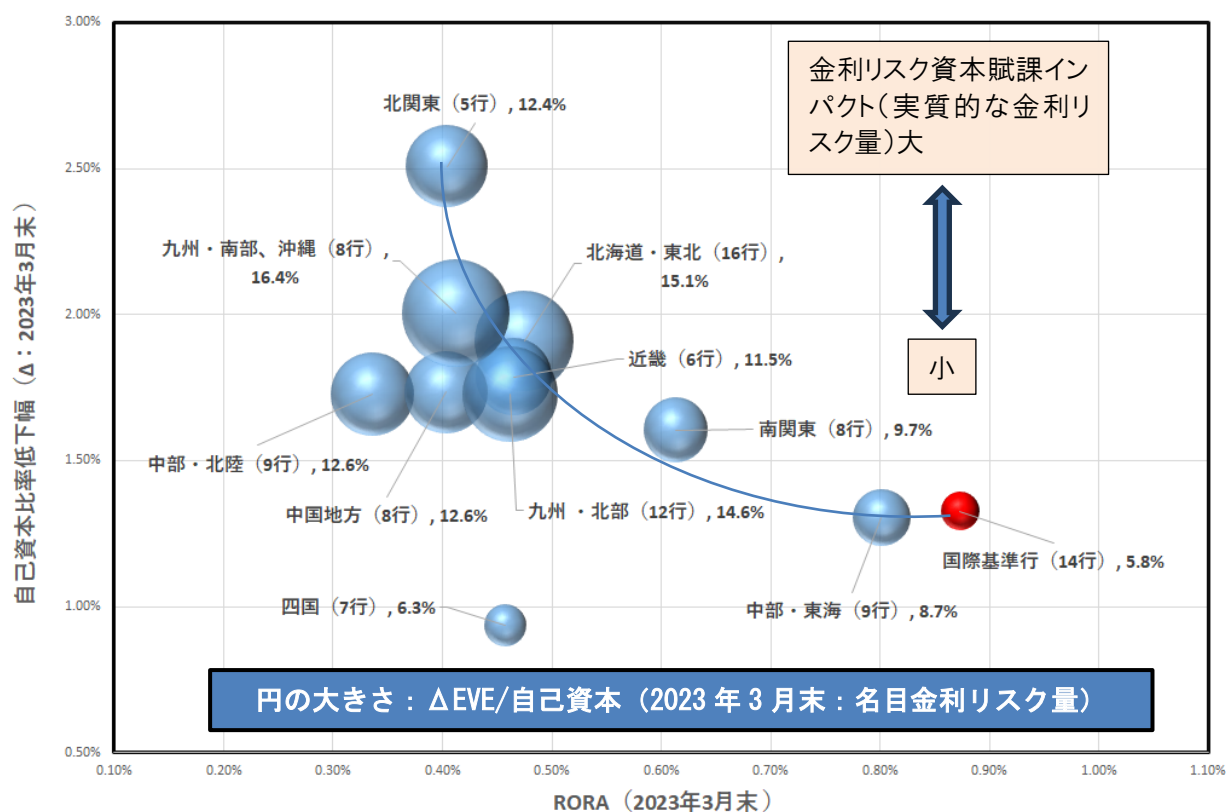
この現象の背景には複数の要因が考えられる。第一に、高金利リスクの融資・運用から期待された収益が実現していない可能性が挙げられる。具体例として、同一のリスクウェイトが適用される短期・長期国債であっても、各邦銀の保有ポートフォリオ構成により、金利上昇局面での損失規模が顕著に異なることが示唆される。また次に、住宅ローンにおいて、理論上は RORA 改善のために長期固定型が有利となるはずだが、実際の収益性は理論値と乖離している状況が観察される。これは長期固定住宅ローンが銀行に予想外の負担をもたらすためである。金利上昇時には調達コスト上昇で利ざやが圧迫され、低下時には繰上償還リスクで収益性低下の可能性もある。さらに、従来型リレバンによる弊害も一因と考えられ、寡占的地域での固定住宅ローン提供への過度の傾斜が収益の悪化を招いたことも推察される。これらの要因が複合的に作用し、金融機関の期待する RORA 改善が実現できていない現状を生み出している。

一方、住宅ローンなどは顧客との長期的関係構築に重要な役割を果たし、RORA は低いものの、給与振込口座設定による副次的な収益効果も認められる。このような状況下で RORA 改善を実現

² 詳細は、菅野泰夫「[銀行勘定の金利リスクへの資本賦課をめぐる議論が再燃](#)」（2023 年 12 月 22 日付大和総研レポート）を参照。

するには、リスクアセットの精緻なリスクコントロールが不可欠となる³。

図表2 地域別のRORAと金利リスク量の相関分析



(ΔEVE 計測式: 金利リスク量)

$$\Delta EVE_{i,c} = \sum_{k=1}^K CF_{0,c}(k) \cdot DF_{0,c}(t_k) - \sum_{k=1}^K CF_{i,c}(k) \cdot DF_{i,c}(t_k) + KAO_{i,c} \text{ (maturity buckets)}$$

$$CF_{i,c}^P(k) = CF_{i,c}^S(k) + CPR_{i,c}^P \cdot N_{i,c}^P(k-1) \quad DF_{i,c}(t_k) = \exp(-R_{i,c}(t_k) \cdot t_k)$$

(注1) i: 金利ショックシナリオ番号、c: 通貨種類、k: 期間、tk: 期間区分の中間点、p: 各ポートフォリオ、CF: 投融資のキャッシュフロー、DF: 割引金利、CPR: 期限前返済率、KAO: 金利オプション(ヘッジ)量

(注2) IRRBBの計測は、通貨別に金利変動幅を設けて最大6つの金利ショックシナリオを設定し、①経済的価値の減少額(ΔEVE: Economic Value of Equity)、②1年間の純金利収益の減少額(ΔNII: Net Interest Income)の最大値を基準とする。国際統一基準行はΔEVEの上限をTier1資本の15%、国内基準行は自己資本の20%と定めている(重要性テスト)。

(注3) 国際統一基準行の円の大きさはΔEVE/Tier1資本を表す

(注4) RORA、自己資本比率低下幅、ΔEVE/自己資本は全てリスクアセット加重平均値

(注5) 2023年3月末のデータを利用してパーゼルIII最終化適用前の基準に統一して計測

(注6) 図中の青線は北関東(5行)と国際基準行(14行)を結ぶ反比例関係を示す近似線

(出所) パーゼル銀行監督委員会資料、各行IR資料より大和総研作成

³ 具体的な方策としては、金利リスクヘッジの強化や債権流動化を通じた期間リスクの削減が挙げられる。さらに、変動金利型住宅ローンの比率を高めることで、金利リスクをより借り手側に転嫁する戦略も有効な選択肢の一つとなりうる。これらの施策を適切に組み合わせることで、収益性とリスク管理の最適なバランスを追求することが求められる。

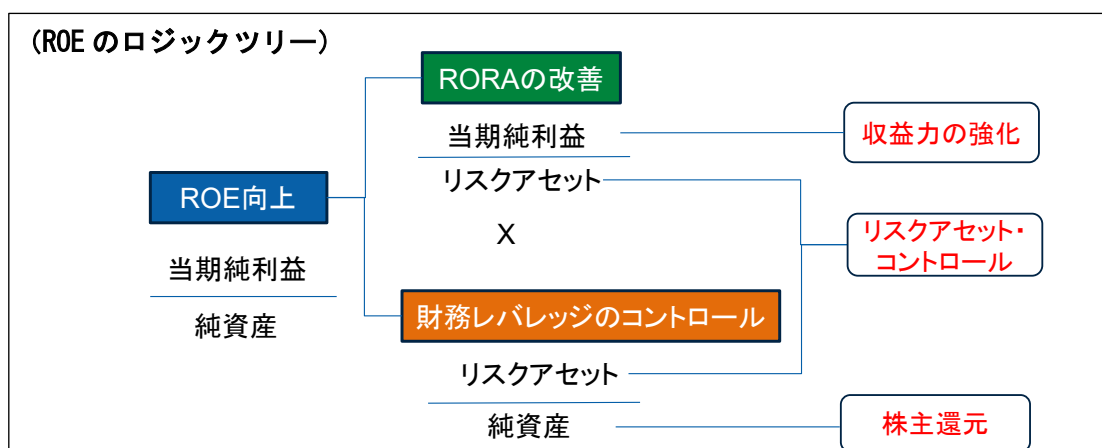
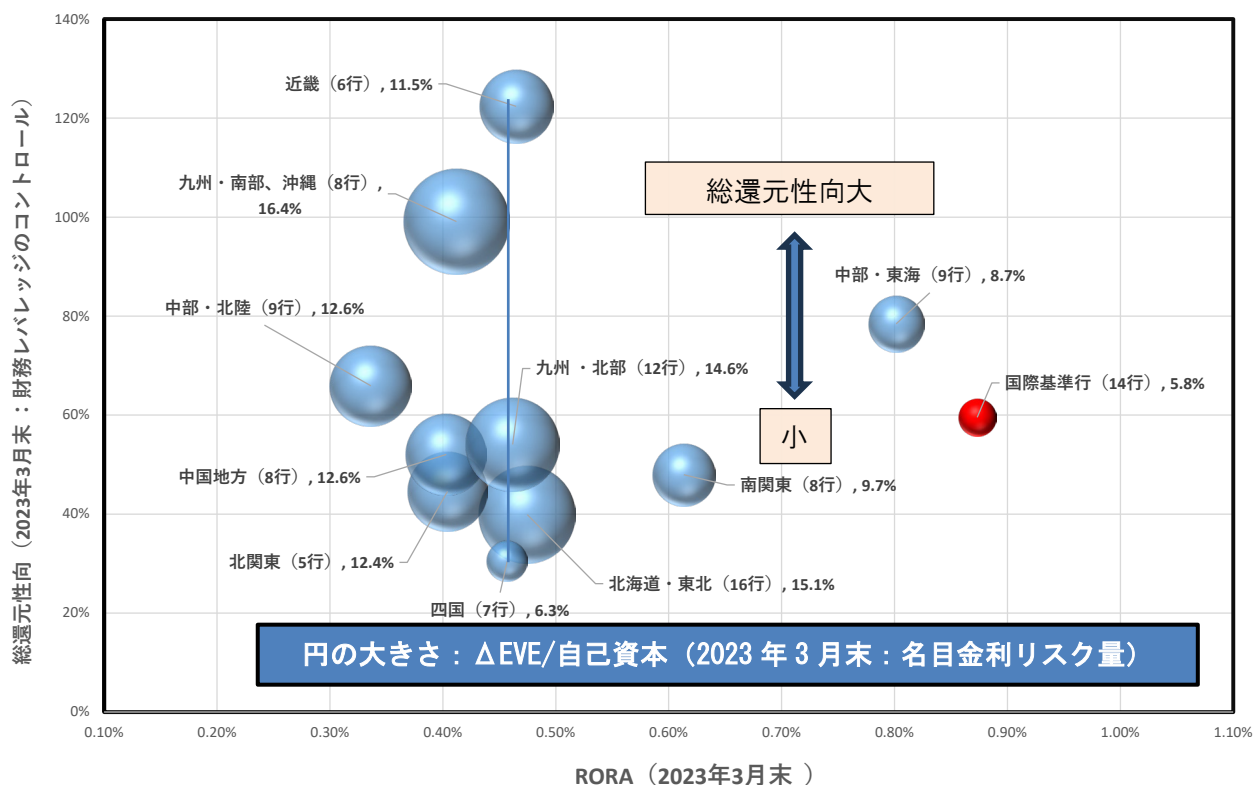
総還元性向を高めても RORA 改善につながらない

ROE 向上には、RORA 改善と財務レバレッジの活用が方策に挙げられる。しかし、現状、多くの邦銀は中期経営計画等でロジックツリーを提示するに留まり、その具体的な内容や実行計画を十分に詰められていない状況にある。特に銀行経営では、過度な自社株買いや配当性向引き上げを通じて財務レバレッジを上昇させる判断には慎重を要する。急激に総還元性向を高めてしまうと、金融システムに何らか大きなショックがあった場合の影響を大きくしてしまう。このため、RORA との適切なバランスが重要となる。

図表 3 は、邦銀の地域別 RORA、総還元性向、および名目の金利リスク量（ ΔEVE /自己資本）の関係を示している。このグラフから読み取れる最も顕著な特徴は、金利リスク量が大きい地域では、たとえ総還元性向を高めても RORA 向上に必ずしも結びつかない傾向が見られることである。具体的には、近畿（6 行）や九州・南部、沖縄（8 行）などの地域は、図中の円のサイズが大きく高い金利リスク量を示す一方で、高い総還元性向と相対的に低い RORA の組合せとなっている。対照的に、大手行が中心の国際基準行（14 行）や中部・東海（9 行）は、円のサイズが小さく金利リスク量が低い一方で、同程度の総還元性向の他地域に比べて高い RORA を達成している（※注 2023 年 3 月末のデータを利用してパーゼルⅢ最終化適用前の基準に統一して計測）。

この現象の背景には、次の要因が見える。特に地域金融機関は、人口減少や少子高齢化に伴う後継者不足や企業数の減少などの地域経済の構造的課題から有望な融資先が限られ、RORA 改善の選択肢が狭まっている。そのため、長期債や高金利融資などの金利リスクの高い資産への投融资拡大や、総還元性向の引き上げなどの財務レバレッジのコントロールにより収益性改善を図る傾向が顕著に見られる。しかし、これらの短期的な戦略が必ずしも RORA 向上に結びついていないことが示唆されている。また裏を返せば、金利リスク量の拡大に過度に傾斜する銀行では、自己株買いや配当性向引き上げといった株主還元策も（一時的な株価上昇をもたらす可能性はあるものの）持続的な ROE や RORA 改善には直結しない可能性が示唆されている。これは銀行経営におけるジレンマを浮き彫りにしており、過度な金利リスクへの傾斜を是正した上で、より精緻な RORA 向上へのアプローチが必要となることを示している。

図表3 RORA・総還元性向・金利リスク量の関係分析（上）、ROEのロジックツリー（下）



(注1) 国際統一基準行の円の大きさはΔEVE / Tier1 資本を表す

(注2) RORA、総還元性向、ΔEVE/自己資本は全てリスクアセット加重平均値

(注3) 2023年3月末のデータを利用してパーゼルIII最終化適用前の基準に統一して計測

(注4) 図中の青線は近畿 (6行) と四国 (7行) のRORA水準を結ぶ線 (総還元性向が異なってもRORAはほぼ同等)

(出所) 邦銀 IR 資料およびLSEGより大和総研作成

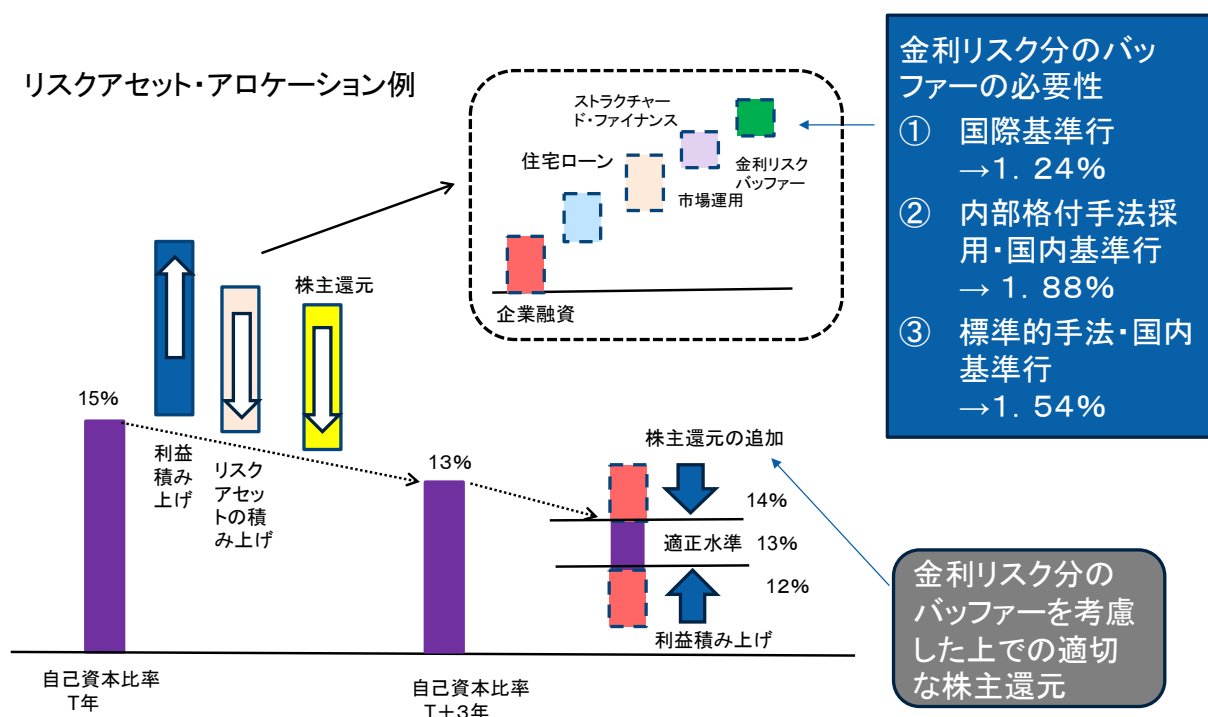
金利リスクバッファーを意識したリスクアセット・アロケーション

邦銀は、自己資本比率の適切な管理と株主還元の強化のバランス確保が課題となっている。同時に、日銀の金融政策正常化に伴う金利上昇環境下で、リスクアセット配分 (アロケーション) の最適化に急ピッチで取り組んでいる。

自己資本比率の変動要因は、主に利益蓄積（＋）、リスクアセットの増加（－）、株主還元の拡大（－）などに大別される。邦銀はリスクアセットの積み上げ時に資産配分を精査し、これらの要素を総合的に捉えた最適化を急いでいる。特に現在の自己資本比率から数年後の目標値への移行過程では、これらの要因の適切な管理が不可欠となる。

一方、現下の金利環境で収益を確保しつつ、将来の金利上昇リスクへ備えることは銀行経営の重要課題である。各行で所要自己資本水準は異なるものの、金利変動への耐性を保つ上でのリスクアセット配賦が重要となってくる。特に金利リスク分の資本バッファは、今後予定されている（金利リスクの）資本賦課に関する議論を踏まえ、検討課題となりうる。適切な株主還元には、リスクアセット積み上げ時に、金利リスク分のバッファを考慮し、自己資本比率を適正範囲内に保つ方針が必要となろう。その際の所要自己資本水準の目安としては、当該銀行の属性（国際基準行、内部格付手法を採用する国内基準行、標準的手法を採用する国内基準行）によって必要となる資本額が、一つの指標となる。リスクアセットの積み上げを検討する際に、金利リスク分の資本配賦を確保し、今後の大きなショックに備える姿勢が求められる。さらに、自己資本比率に余力がある銀行は、リスクアセットの削減一辺倒でなく、ALM（Asset Liability Management）強化や、金利デリバティブを用いたヘッジ戦略見直しで、積極的なリスクテイクも可能となる。その際に、金利上昇局面における預金流出や固定金利貸出の期限前償還リスクなど、複合的なリスク要因を考慮したストレステストの実施が重要性を増してくる。

図表4 リスクアセット・アロケーションの一例と金利リスクバッファの必要性



（注）金利リスク分のバッファ数値は 2023 年 3 月末の各主体（①国際基準行 14 行、②内部格付手法・国内基準行 18 行、③標準的手法・国内基準行 73 行）の自己資本から ΔEVE および ΔNII を資本賦課（控除）した際の自己資本比率の低下幅のリスクアセット加重平均値

（出所）大和総研作成

蓋然性が高い邦銀の RORA 向上戦略とは

東証からの要請を受け、2024 年度の会社説明会では多くの邦銀がロジックツリーを駆使し、ROE や RORA 向上への取り組みを紹介している。中期経営計画等では段階的な ROE 向上を描き、最終的に 7%以上を目指す銀行が多い。しかし、その大半が画一的な説明に終始し、実現性の高い詳細な計画の開示は不足している。このため、掲げられた目標が実現するかどうかの確度を測ることは難しい。各行の発表には“地域特性を活かした独自のビジネスモデル構築”や“高収益分野への経営資源集中”といった常套句ばかりが並んでいる。ロジックツリーで示された項目の多くも今後の検討課題となっており、実効性のある行動計画への落とし込みが急務である。また、ビジョンに欠けるリスクアセット再構築の計画は、市場環境の変化への自行の迅速な対応や新規の投資機会を阻害し、むしろ足かせとなる危険性がある。例えば、RORA 向上のため、住宅ローンや中小企業向け投融資について、その取引に限った収益と費用のバランスのみで判断するような姿勢については、慎重な再検討が必要である。

地域金融機関には、地域経済発展に寄与する政策的投融資が求められる。同時に、地域の特性や需要を深く理解し、それに応じた金融サービスの提供や新規事業の開拓も重要な差別化戦略となる。シンプルな業務純益重視の銀行経営の評価軸は、迅速な意思決定に寄与する一方、リスクアセットに見合う収益向上の観点では、必ずしも望ましい成果を生むとは限らない。このジレンマは、地域金融機関特有の課題であり、地域経済への貢献と自行の収益性向上のバランスを取ることが求められるだろう。このバランスを取ることで、地域に根ざした持続可能な経営モデルの構築が可能となり、結果として長期的な RORA 向上にもつながる可能性がある。

無論、株主価値向上は最重要課題の一つで、PBR や ROE 向上への不断の努力が必要なことはいうまでもない。一方で、銀行は金融システムの要として、経済発展と企業育成に貢献する重要な使命を担うため、PBR や ROE 向上の取り組みにはある程度限界があることも認識すべきある。これは銀行業の構造的な特性であり、投資家との対話において丁寧に説明すべき点である。そのため、株主・投資家との建設的対話を通じて経営戦略や収益力強化策を詳細に説明し、ROE や RORA 向上は手段の一つに過ぎないことを明確に伝えつつ、目標水準の実現可能性について理解を得ることが不可欠である。日銀の金融政策正常化を契機に、単に金利収益の上昇を期待するだけでなく、邦銀の RORA 向上に向けた実効性のある具体的戦略の提示が必要な段階に入ったと言えるだろう。

(了)