

TAC 証券アナリスト講座

2 次分野別セミナー

証券分析とポートフォリオ・マネジメント

TAC_証券アナリスト講師室
山岡 義明

証券アナリスト試験 第2次レベルの概要

1. 科目

従来は「市場と経済の分析」、「証券分析とポートフォリオ・マネジメント」、「コーポレート・ファイナンスと企業分析」、「職業倫理・行為基準」の4科目でしたが、今期から以下のように6科目の新プログラムに再編されました。

従 来	新プログラム
証券分析とポートフォリオ・マネジメント	①証券分析とポートフォリオ・マネジメント
コーポレート・ファイナンスと企業分析	②財務分析
	③コーポレート・ファイナンス
市場と経済の分析	④市場と経済の分析
	⑤数量分析と確率・統計
職業倫理・行為基準	⑥職業倫理・行為基準

2. 出題内容・形式

- 第1次レベルのように科目ごとに分かれておらず、新プログラムでは午前：6分野（①～⑥）、午後：5分野（①～⑤）がまとめて出題されます。
- 従来試験時間は午前：210分、午後：210分、配点は午前：210点、午後：210点、出題数はp.2「科目別ウェイト」の通りです。また、午前の3問（第1問～第3問：各20点・合計60点）が「職業倫理・行為基準」でした。
- 新プログラムの試験時間は午前：180分、午後：180分、配点は午前：180点、午後：180点となります。「職業倫理・行為基準」は引き続き午前の試験時間で出題され、配点はおおむね45点とのことです。

	従 来		新プログラム	
	試験時間	配点	試験時間	配点
午 前	210分	210点	180分	180点
午 後	210分	210点	180分	180点
合 計	420分	420点	360分	360点

- 第1次試験との対比は以下の通りです。

	出題形式
第1次試験	すべて正解が1つの客観問題 (計算問題、穴埋め問題を含む選択肢形式<マークシート>)
第2次試験	計算問題を含む記述式応用問題 採点に際しては、解答に至る過程も考慮

3. 科目別ウェイト

TAC の分類による、科目別の出題数および配点の推移は以下の通りです。

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
証券分析とポートフォリオ・マネジメント	8 問 (210)	8 問 (200)	8 問 (210)	9 問 (210)	9 問 (210)	9 問 (190)
コーポレート・ファイナンスと企業分析	4 問 (90)	4 問 (100)	4 問 (90)	4 問 (90)	4 問 (90)	4 問 (81)
市場と経済の分析	4 問 (60)	3 問 (60)	3 問 (60)	3 問 (60)	3 問 (60)	3 問 (45)
職業倫理・行為基準	3 問 (60)	3 問 (60)	3 問 (60)	3 問 (60)	3 問 (60)	2 問 (44)
合計	19 問 (420)	18 問 (420)	18 問 (420)	19 問 (420)	19 問 (420)	18 問 (360)

4. 採点と合否判定

協会のホームページ「よくあるご質問」に以下のような説明があります。

試験の合否は、「試験委員会」および「試験管理委員会」によって決定されます。「何点以上は合格」という絶対的基準ではなく、一定割合の上位得点者の平均得点を基準として合否が決定されます。なお、第1次試験の科目Ⅲおよび第2次試験での午前・午後の総得点が合格最低点に達していても、「職業倫理・行為基準」の得点が一定水準に達しない場合は不合格となります。また、第2次試験で、午前・午後の両方の試験に出席しなかった場合は不合格となります。

5. 職業倫理・行為基準

インサイダー取引等、証券アナリストが日常業務において直面しうる、職業行為基準に関する具体的事例をとり上げたケース・スタディの問題です。「証券アナリスト職業行為基準」(1987年7月制定)に基づいて、どの行為がどの基準になぜ抵触するか、基準遵守のためにどのような手続きをとったらよいか、などの理解が求められます。

2023 証券アナリスト 2 次試験

TAC の分類による 2023 年度の問題配分および配点は以下の通り。

午前	180 点		
第 1 問	24 点	倫理	営業関係 (仮想事例)、アナリスト関係 (仮想事例)
第 2 問	20 点	倫理	ファンド・マネジャー関係 (仮想事例)
第 3 問	20 点	財務	コーポレート・ファイナンス
第 4 問	26 点	財務	財務諸表分析
第 5 問	15 点	証券	株式価値評価と株式ポートフォリオ戦略
第 6 問	10 点	証券	アセット・アロケーション+行動ファイナンス
第 7 問	25 点	証券+数量	債券分析と債券ポートフォリオ戦略+主成分分析
第 8 問	25 点	証券	国際証券投資+投資パフォーマンスの評価
第 9 問	15 点	経済	マクロ経済学
午後	180 点		
第 1 問	12 点	経済	マクロ経済学+国際金融
第 2 問	18 点	経済+数量	ミクロ経済学+自己回帰分析 (AR)
第 3 問	30 点	証券	株式価値評価と株式ポートフォリオ戦略
第 4 問	15 点	証券	債券分析と債券ポートフォリオ戦略+信用リスク・モデル
第 5 問	20 点	証券	アセット・アロケーション+オルタナティブ投資
第 6 問	27 点	証券+数量	デリバティブ分析と投資戦略+時系列分析 (ARCH)
第 7 問	23 点	証券	アセット・アロケーション
第 8 問	20 点	財務	会計制度
第 9 問	15 点	財務	コーポレート・ファイナンス

注) 経済=「市場と経済の分析」

証券=「証券分析とポートフォリオ・マネジメント」

財務=「コーポレート・ファイナンス」「財務分析」

倫理=「職業倫理・行為基準」

数量=「数量分析と確率・統計」

プログラム改訂後の 1 回目は、午前 9 問・午後 9 問の合計 18 問 (360 点) という構成です。大問の数は変わらないものの、配点が 420 点から 360 点に減り、小問レベルでは予定通りいくらかボリュームダウンしました。内訳は、

証券分析とポートフォリオ・マネジメント：9 問 (190 点)

コーポレート・ファイナンス、財務分析：4 問 (81 点)

市場と経済の分析：3 問 (45 点)

職業倫理・行為基準：2 問 (44 点)

です。従来 3 問が定着していた「職業倫理・行為基準」が 2 問に減りましたが、配点のバランス・構成比は従来通りとみてよいでしょう。なお新規分野の「数量分析と確率・統計」は独立した問題としてはとり上げられず、「証券分析とポートフォリオ・マネジメント」および「市場と経済の分析」の問題の中に分散・偏在して出題されました。

2023 年度の「証券分析とポートフォリオ・マネジメント」の出題内容は以下の通りです。
中身は従来とほとんど変わっていないようです。

	問題	分類	主な出題内容
午前	第5問 (15点)	株式価値分析	残余利益モデル、配当割引モデル、多段階成長モデル
	第6問 (10点)	アセット・アロケーション +行動ファイナンス	人的資本とアセット・アロケーション、 ショートフォール・リスク、プロスペクト理論
	第7問 (25点)	債券ポートフォリオ戦略 +数量分析と確率・統計	スポットレート・フォワードレート、デュレーション、 債券の時価評価、主成分分析、ファクターモデル、 バーベル・ブレット分析、債券リターンの計算
	第8問 (25点)	国際証券投資 +パフォーマンス評価	金利パリティ、外国株式投資のリターンの計算、外国 株式投資の株式・為替エクスポージャー、カントリー・ アロケーション、金額加重収益率と時間加重収益率
午後	第3問 (30点)	株式ポートフォリオ戦略	スタイル分析、仮説検定、スマートベータ、 マーケット・モデルと3ファクター・モデル、 VWAP ギャランティ取引、マーケット・ニュートラル
	第4問 (15点)	債券ポートフォリオ戦略 +信用リスク・モデル	バシチェック・モデル、二項過程、コーラブル債、 Z スプレッドと OAS、信用リスク・モデル
	第5問 (20点)	アセット・アロケーション +オルタナティブ投資	期待リターンの推計、期待リターンの計算、投資比率 の計算、リスクパリティ、不動産投資、インフラ投資
	第6問 (27点)	デリバティブ +数量分析と確率・統計	先物理論価格、先物によるベータの調整、 バリュー・アット・リスク、プット・コール・パリティ、 ブラック=ショールズ・モデル、ダイナミック・ヘッジ、 ボラティリティクラスタリング、ストラドル
	第7問 (23点)	アセット・アロケーション	年金 ALM と LDI、サープラス・マネジメント、 文字式によるポートフォリオのリスク・リターン、 ポートフォリオの最適化

計算問題、論述問題ともかなり簡潔になりました。従来、債券の問題でみられた非常に複雑な計算や、アセット・アロケーションや国際証券投資でみられた文字式の操作・展開は少なくなりました（午後・第7問）。丁寧に論理を積み上げる論述問題も減り、理論を背景に「一言」もしくは「一文」で答えが完結するような問題が多くなりました。反面、知っているか知らないかで勝負が決まる問題も増えており、これはやりにくいでしょう。

債券（午前・第7問）とデリバティブ（午後・第6問）に「数量分析と確率・統計」の問題が含まれていますが、主成分分析は従来から債券の頻出論点です。またデリバティブのボラティリティクラスタリングは、ただ言葉として出てきただけといった印象です。

新たな通信テキスト「株式価値評価と株式ポートフォリオ戦略」では、個別銘柄の評価が加筆され、午前・第5問はこれを意識した出題でしょう。1次レベル・株式分析の「パズルのような問題」そのものといった感じで、キャッシュフロー流列の読み取りにいささか閉口します。比較的簡単な割には計算に時間を食いますから、今後も出題が続くのであれば、時間配分に注意が必要でしょう。

(ご参考) 2022 年度の問題配分および配点

午前		210 点	
第 1 問	20 点	倫理	基準の定義や趣旨等についての問題
第 2 問	20 点	倫理	アナリスト及びファンドマネジャー関係の問題
第 3 問	20 点	倫理	営業関係の問題
第 4 問	20 点	企業	コーポレート・ファイナンス
第 5 問	30 点	企業	企業分析
第 6 問	30 点	証券	株式ポートフォリオ戦略
第 7 問	25 点	証券	株式ポートフォリオ戦略を中心とする複合問題
第 8 問	25 点	証券	債券ポートフォリオ戦略
第 9 問	20 点	経済	マクロ経済学+金融経済

午後		210 点	
第 1 問	20 点	経済	ミクロ経済学
第 2 問	20 点	経済	マクロ経済学
第 3 問	15 点	証券	債券ポートフォリオ戦略
第 4 問	30 点	証券	デリバティブと投資戦略
第 5 問	25 点	証券	投資政策とアセット・アロケーション
第 6 問	15 点	証券	株式ポートフォリオ戦略
第 7 問	30 点	証券	株式ポートフォリオ戦略+パフォーマンス評価
第 8 問	15 点	証券	行動ファイナンス
第 9 問	20 点	企業	会計制度
第 10 問	20 点	企業	コーポレート・ファイナンス

注) 経済=「市場と経済の分析」

証券=「証券分析とポートフォリオ・マネジメント」

企業=「コーポレート・ファイナンスと企業分析」

倫理=「職業倫理・行為基準」

2022年度の「証券分析とポートフォリオ・マネジメント」の出題内容

問題	分類	主な出題内容	
第6問 (30点)	株式ポートフォリオ戦略	アクティブ運用、ボトムアップ・アプローチ、売買執行のコスト、パッシブ運用、バリュアット・リスク	
午前	第7問 (25点)	株式ポートフォリオ戦略 +その他	期待リターン・分散効果、パフォーマンス要因分析、ホームアセット・バイアス
	第8問 (25点)	債券ポートフォリオ戦略	スポットレートとフォワードレート、ディスカウント・ファクター、デュレーション・コンバクシティ、利付債の時価評価、バーイールド、所有期間利回り、
午後	第3問 (15点)	債券ポートフォリオ戦略	バーベル=ブレット分析、キーレート・デュレーション、ロールダウン・リターンの計算、ポートフォリオのデュレーション、イールドカーブの変化と債券価格、社債と国債の利回り格差
	第4問 (30点)	デリバティブと投資戦略	先物理論価格、プット・コール・パリティ、プロテクティブ・プット、デルタ、通貨スワップの仕組みと時価評価
午後	第5問 (25点)	アセット・アロケーション	ポートフォリオのリターン・リスクの計算、ビルディング・ブロック法、人的資本とアセット・アロケーション、ショートフォール・リスク
	第6問 (15点)	株式ポートフォリオ戦略	ESG投資、区間推定、ショートフォール・リスク
	第7問 (30点)	株式ポートフォリオ戦略 +パフォーマンス評価	インフォメーション・レシオの計算、スタイル分析、アクティブ・リターン間の相関、マネジャーストラクチャーとポートフォリオの最適化
	第8問 (15点)	行動ファイナンス	プロスペクト理論、投資家の行動バイアス

証券分析とポートフォリオ・マネジメント

従来の協会通信テキストの配本、および TAC 基本テキストの構成は以下の通り。

協会通信テキスト	TAC 基本テキスト (2023 年版)
1) 計量分析と統計学 (2)	巻末付録
2) 株式ポートフォリオ戦略	第 1 章：株式分析
3) 債券ポートフォリオ戦略	第 2 章：債券分析
4) デリバティブと投資戦略	第 3 章：デリバティブ分析
5) 投資政策—プロセスと実行	第 4 章：投資政策とアセット・アロケーション
6) アセット・アロケーション	
7) オルタナティブ投資	第 6 章：オルタナティブ投資
8) 国際証券投資	第 5 章：国際証券投資
9) 投資パフォーマンスの測定と評価	第 7 章：パフォーマンス評価
10) 信用リスクモデル	第 9 章：信用リスク・モデル
11) 行動ファイナンス	第 8 章：行動ファイナンス

従 来	新プログラム
1) 計量分析と統計学 (2)	「数量分析と確率・統計」へ移行
2) 株式ポートフォリオ戦略	1) 株式価値評価と株式ポートフォリオ戦略
3) 債券ポートフォリオ戦略	2) 債券分析と債券ポートフォリオ戦略
4) デリバティブと投資戦略	3) デリバティブ分析と投資戦略
5) 投資政策—プロセスと実行	4) 投資政策、アセット・アロケーションと ポートフォリオ管理
6) アセット・アロケーション	
8) 国際証券投資	
7) オルタナティブ投資	6) オルタナティブ投資
9) 投資パフォーマンスの測定と評価	5) 投資パフォーマンスの評価、 個人の資産運用と行動ファイナンス
11) 行動ファイナンス	
10) 信用リスクモデル	債券分析と債券ポートフォリオ戦略へ包摂

- 金融理論一般の重要な概念として「分散効果」「現在価値」「無裁定（あるいはキャッシュ・フローの複製）」があり、証券アナリスト試験で扱われる多くの論点で、こうした考え方を背景とします。

重要な概念と関連分野

概 念	頻 出 分 野
1. 分散効果	<ul style="list-style-type: none"> ● 株式ポートフォリオ戦略 <ul style="list-style-type: none"> ・ 国際証券投資 ・ オルタナティブ投資 ・ 投資政策、アセット・アロケーション
2. 現在価値	<ul style="list-style-type: none"> ● 株式価値分析 ● 債券分析と債券ポートフォリオ戦略 ● デリバティブ分析と投資戦略
3. 無裁定	<ul style="list-style-type: none"> ● デリバティブ分析と投資戦略 <ul style="list-style-type: none"> ・ 債券分析と債券ポートフォリオ戦略
4. 感応度	<ul style="list-style-type: none"> ● 債券：デュレーション ● 株式：ベータ ● デリバティブ：デルタ

ご参考：進捗（2022 年度実績）

基本講義（TAC 基本テキスト）

基本講義	項 目	テキストの進捗
①	第 1 章 株式分析 I	P. 1 ~ P. 26
②	第 1 章 株式分析 II	P. 27 ~ P. 65
③	第 2 章 債券分析 I	P. 67 ~ P. 88
④	第 2 章 債券分析 II	P. 89 ~ P. 107
⑤	第 2 章 債券分析 III	P. 108 ~ P. 117
⑥	第 3 章 デリバティブ分析 I	P. 119 ~ P. 158
⑦	第 3 章 デリバティブ分析 II	P. 159 ~ P. 198
⑧	第 3 章 デリバティブ分析 III	P. 199 ~ P. 211
⑨	第 4 章 投資政策とアセット・アロケーション I	P. 213 ~ P. 232
⑩	第 4 章 投資政策とアセット・アロケーション II	P. 233 ~ P. 246
⑪	第 4 章 投資政策とアセット・アロケーション III	P. 247 ~ P. 256
⑫	第 5 章 国際証券投資 第 6 章 オルタナティブ投資	P. 257 ~ P. 323
⑬	第 7 章 パフォーマンス評価	P. 325 ~ P. 342
⑭	第 8 章 行動ファイナンス 第 9 章 信用リスクモデル	P. 343 ~ P. 387

直前講義（TAC 総まとめテキスト）

直前講義	項 目	テキストの進捗
①	株式分析	P. 1 ~ P. 80
②	パフォーマンス評価	P. 419 ~ P. 462
③	債券分析①	P. 81 ~ P. 126
④	債券分析②	P. 127 ~ P. 172
⑤	デリバティブ分析①	P. 173 ~ P. 221
⑥	デリバティブ分析②	P. 222 ~ P. 272
⑦	投資政策とアセット・アロケーション	P. 273 ~ P. 333
⑧	国際証券投資/オルタナティブ投資/信用リスクモデル	P. 335 ~ P. 530

※速修講義（TAC 基本テキスト）

速修講義	項 目	テキストの進度
①	第1章 株式分析	P. 1 ~ P. 65
②	第2章 債券分析①	P. 67 ~ P. 99
③	第2章 債券分析②	P. 100 ~ P. 117
④	第3章 デリバティブ分析①	P. 119 ~ P. 169
⑤	第3章 デリバティブ分析②	P. 170 ~ P. 211
⑥	第4章 投資政策とアセット・アロケーション①	P. 213 ~ P. 242
⑦	第4章 投資政策とアセット・アロケーション②	P. 243 ~ P. 256
⑧	第5章 国際証券投資 第6章 オルタナティブ投資	P. 257 ~ P. 323
⑨	第7章 パフォーマンス評価	P. 325 ~ P. 342
⑩	第8章 行動ファイナンス 第9章 信用リスクモデル	P. 343 ~ P. 387