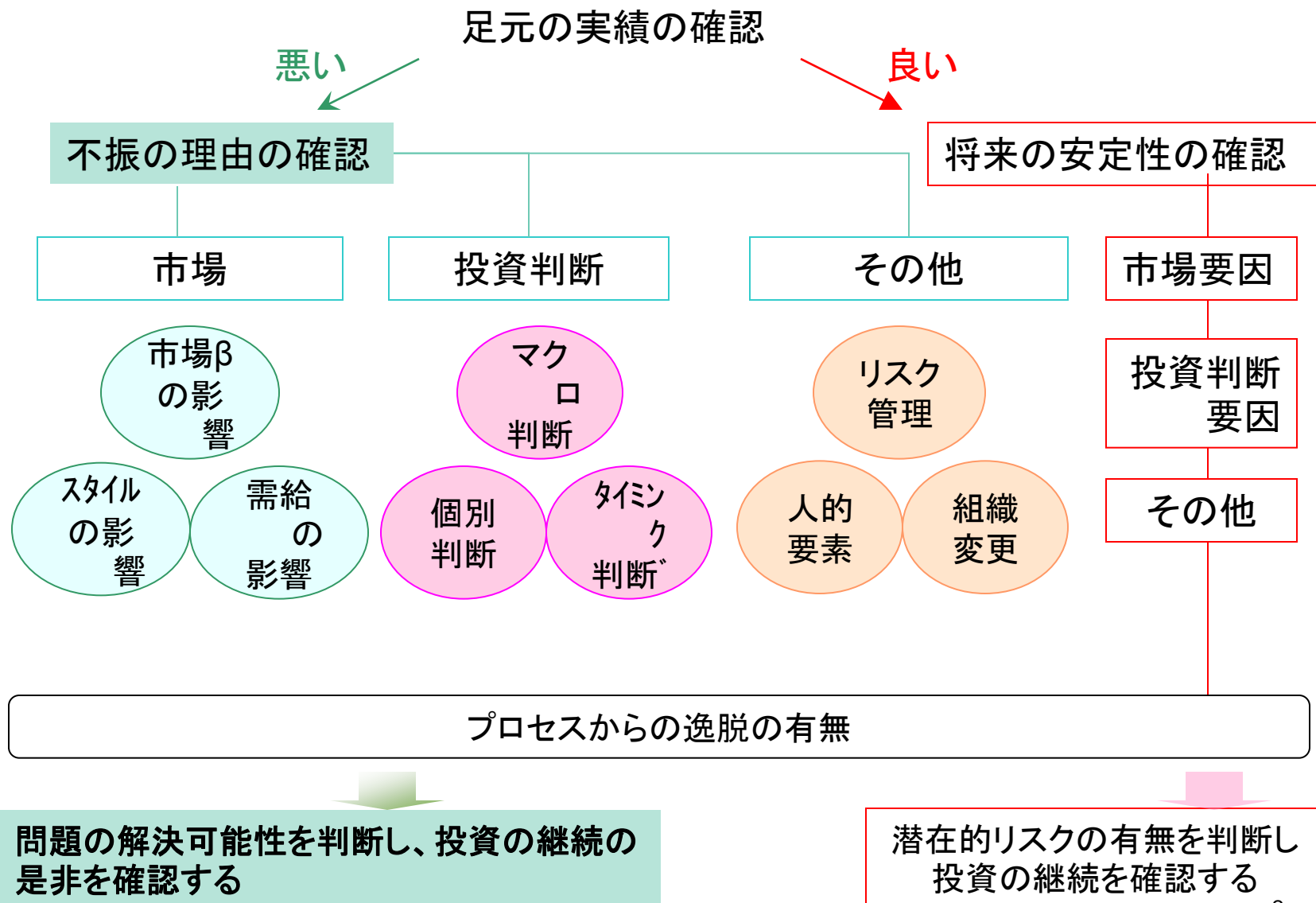


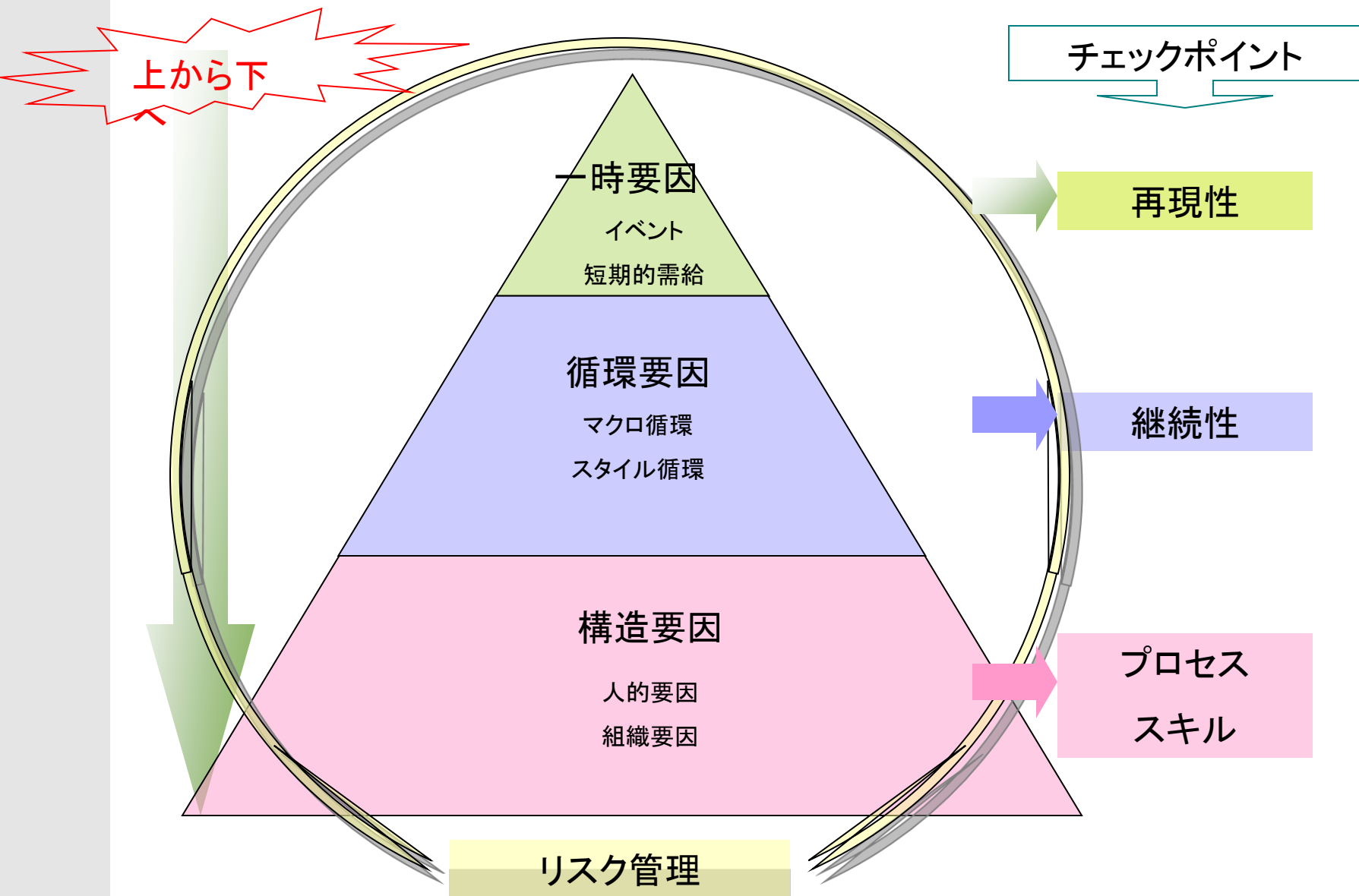
リスク管理のフレームワーク

そのⅡ 採用マネージャーの定性的モニタリング

1. モニタリングの目的



2.モニタリングのプロセス



3.一時要因の抽出

▶ イベント

- ◇ 企業イベント： 新製品・M&A・格下げ・会社更生法・社長交替
- ◇ スキャンダル： 会計不正・リコール・訴訟
- ◇ 決算関連： 大幅な下方修正・大幅な上方修正

▶ 短期的需給

- ◇ 増資・発行： 大型増資・自社株買い 債券増発・買いオペ
- ◇ 投資家動向： 期末需給・投資家のリスク許容度の変化・利食い
- ◇ 外部要因： 円高・地政学的ショック

チェックポイント＝再現性

マイナス要因として⇒地雷は単発か、複数か。

プラス要因として⇒ホームラン性ヒットは偶然か、打率の範囲か。

リスク管理として⇒ ポートフォリオ全体に与える**損失の幅**は許容範囲内か？
一時要因が循環要因へ変化する可能性はないか？

4. 循環要因の抽出

▶ マクロ循環

- ◇ 景気サイクル:
- ◇ 市場ベータサイクル:
- ◇ ボラティリティサイクル:

▶ スタイル循環

- ◇ 債券市場: 金利の傾斜・クレジット選好:
- ◇ 株式市場: バリュー／グロース・小型・大型
- ◇ 為替市場: 金利相場・財政収支相場・キャリートレード
- ◇ その他 順張り・逆張り

チェックポイント＝継続性＝サイクルの「長さ」と「速さ」と「高さ」

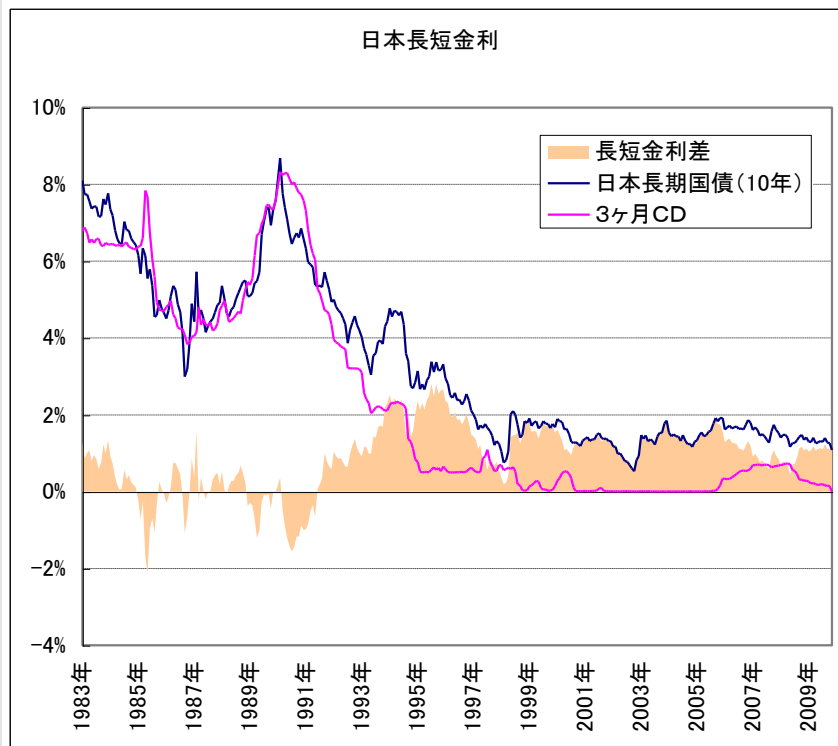
マイナス要因として⇒今の逆風への対応

プラス要因として⇒将来の逆風への備え

リスク管理として⇒ マイナス局面の**想定期間**が許容可能範囲内か？
運用プロセスの中で既に認識されている循環要因か？

《資産別循環要因の特色》

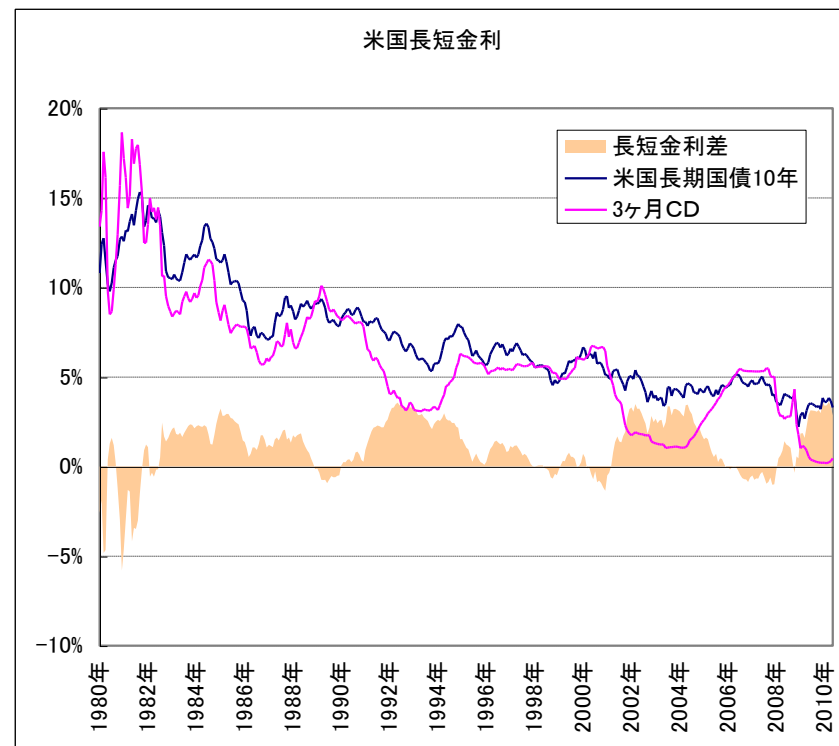
① 債券市場



日本の債券市場は過去20年短期金利の上昇を経験したことがない。

通常利上げ局面で起きる逆イールド(長短金利の逆転)も過去20年起きていない。

日本の債券市場のプレイヤーにとって、金利上昇は未知の世界...

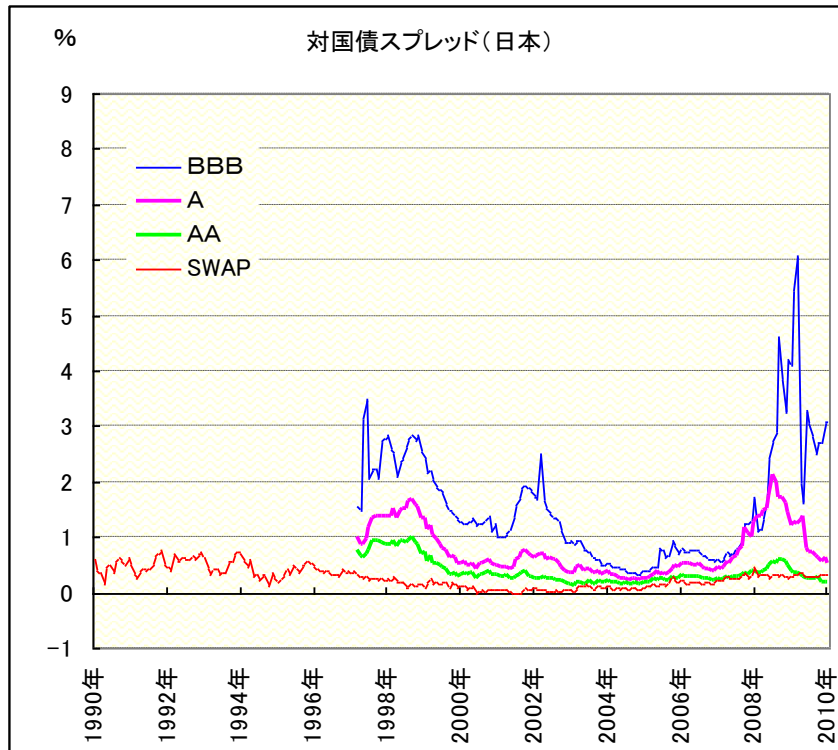


米国の債券市場はおよそ5年周期で利上げと利下げを繰り返している。

前回の利上げは2004年。利上げや逆イールドの経験者は比較的豊富。

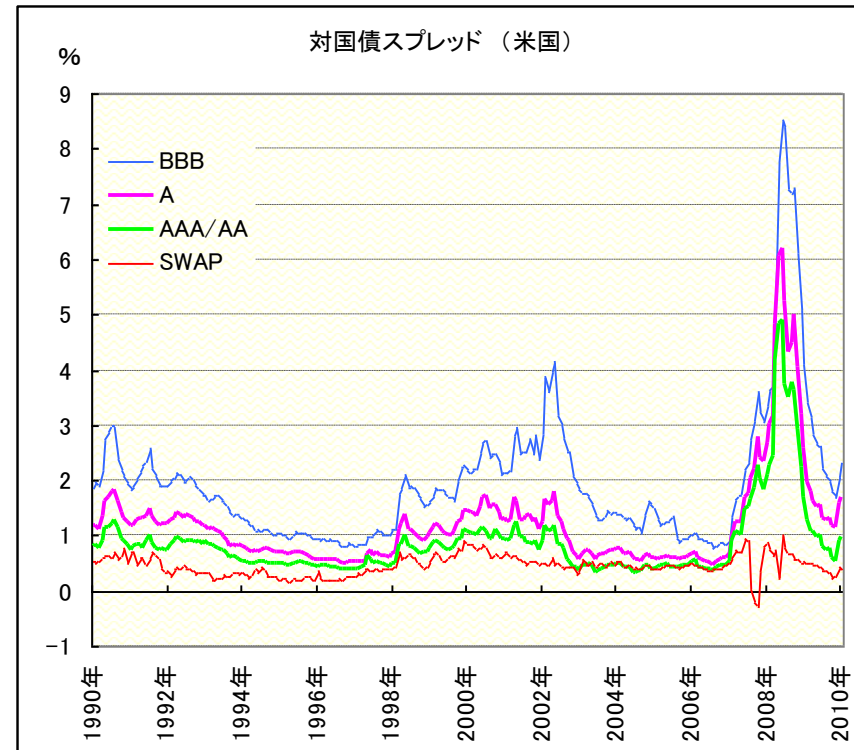
一方、日本のようなゼロ金利は初めての経験。ここから先の低金利は未知の世界...

② クレジット市場



日本のクレジットサイクルは、1998年、2002年、2008年の金融危機に伴ったもの。景気循環的なクレジットサイクルは経験していない。

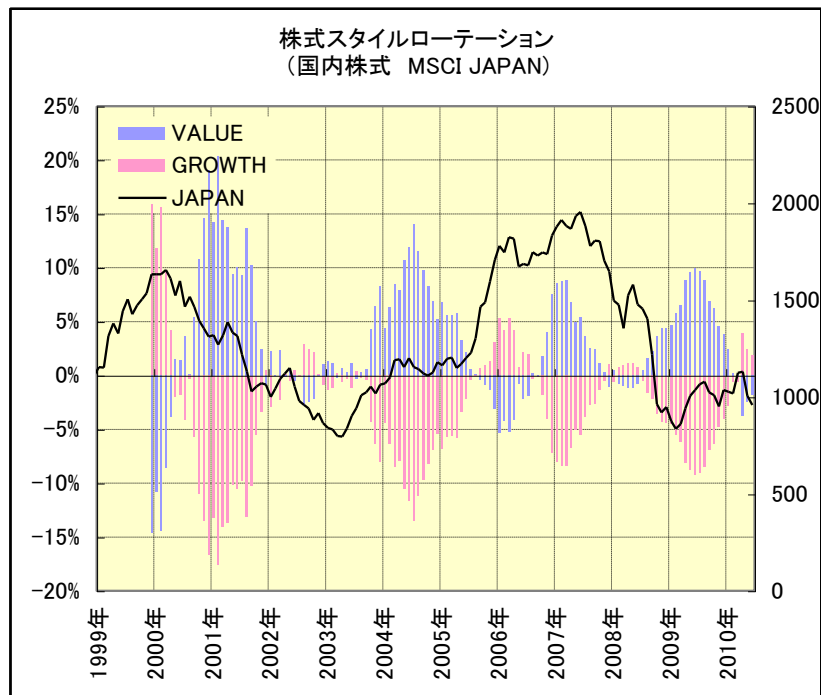
日本のクレジット市場は「デフォルトがない」ことを前提にした市場であり、クレジット投資への経験値は低い。



米国のクレジット市場には景気循環に近いサイクルがある。1990年前半のリセッション時、ITバブル崩壊からエンロン事件にいたるまでの景気後退期には、クレジット市場は悪化している。

米国のクレジット市場は「デフォルトをする」ことを前提にした市場であり、2008年のような国が事業法人を救済する、とう局面では、却ってプレイヤーが混乱をした。

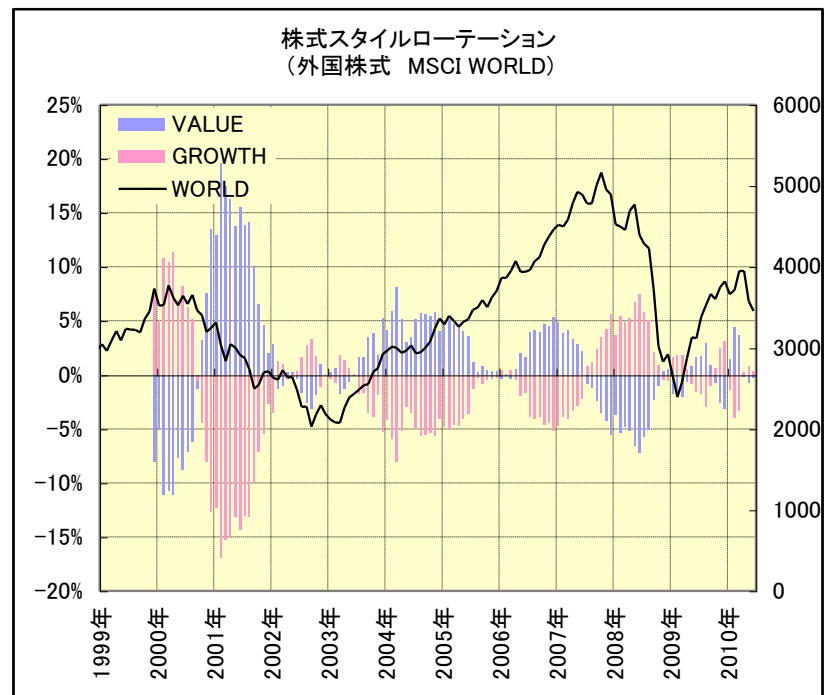
③ 株式市場



日本の株式市場はバリュー優位の中、約3年おきに成長株へのシフトが起きる。

スタイル傾斜の変化率が大きいため、トレンドの変わり目での負け幅が大きくなる傾向がある。

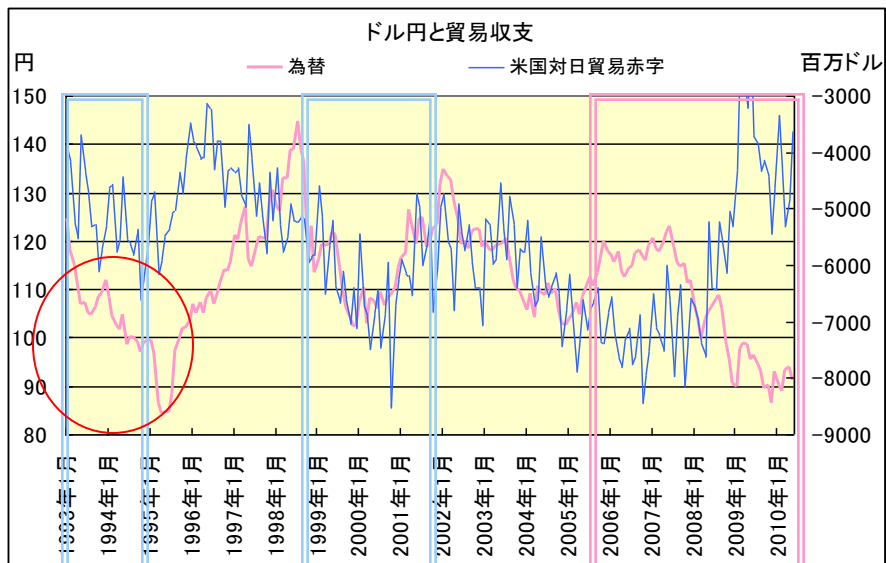
バリューマネージャーに負け相場の経験値が小さいため、市場の転換点での対応力に、潜在リスクがあることが多い。



外国株式市場は、ITバブルの崩壊以来、基本的にバリュー優位の市場環境が長く継続していたが、2007年夏のクオンツショックを契機に、バリューが勝ちにくい状況が続いている。

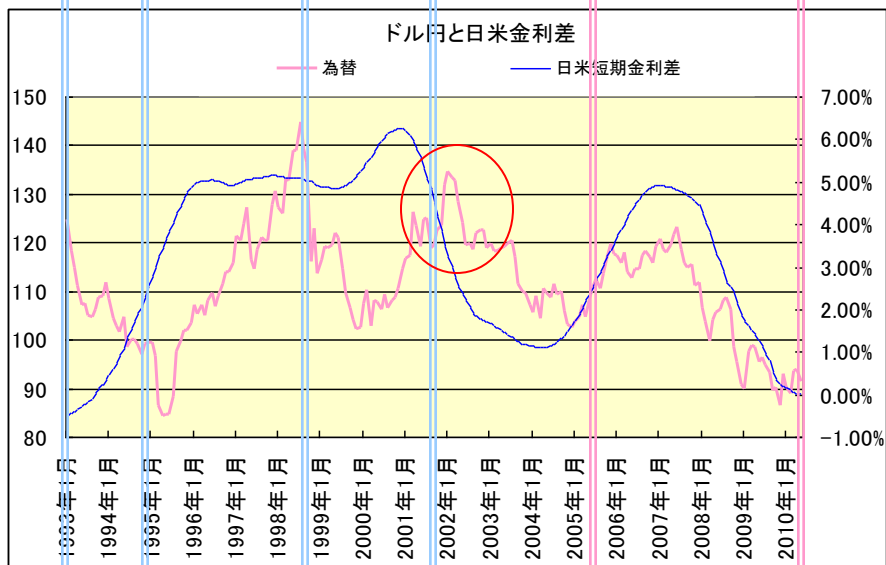
またリーマンショック以降は、スタイルの特性が出ないまま既に1年半が経過しているが、これは2002年の米国会計不信により株式市場が投資家の信頼を失った時期に近似しているともいえる。

④ 為替市場



ドル円市場が、米国の貿易赤字を材料としていた時代

ドル円市場が、日米の金利差を材料としていた時代



為替市場の変動要因は、数年おきにトレンドが変わる。一旦トレンドが変わってしまうと、その他の材料にはほとんど反応しなくなる。

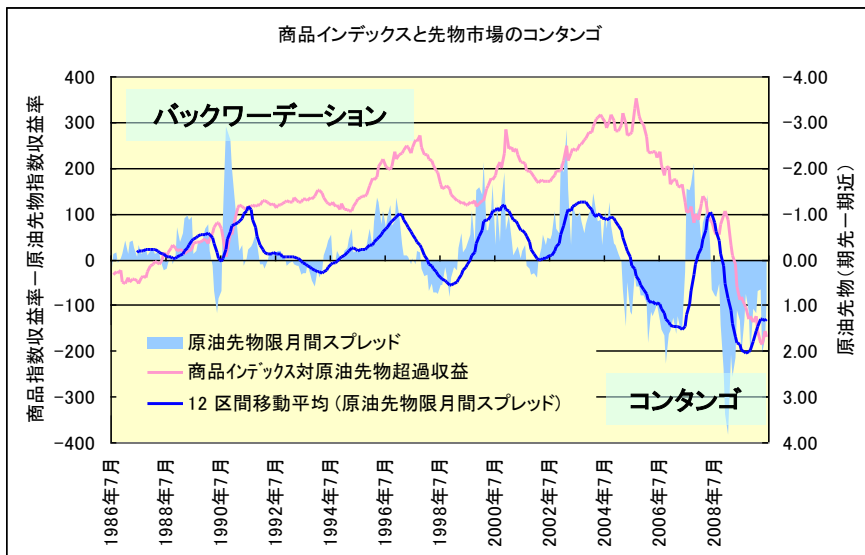
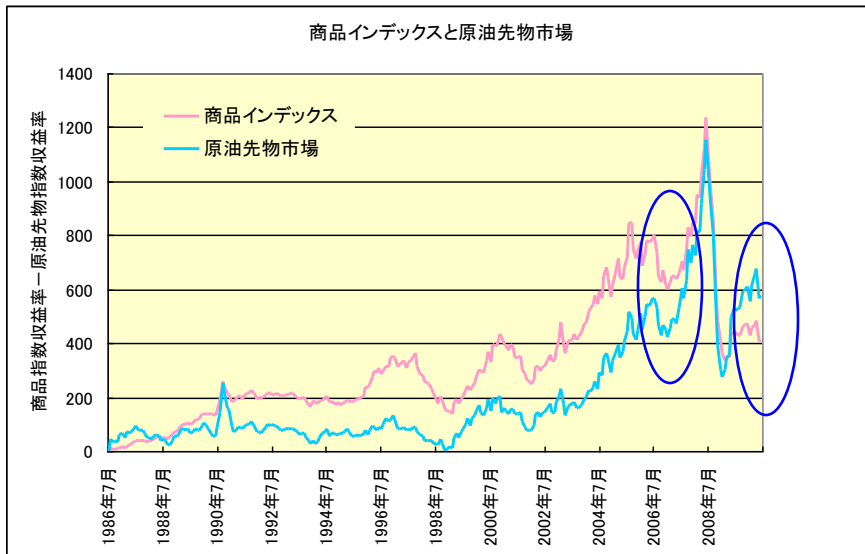
日米の金利差がゼロになった現在、金利差では為替は動かず、貿易不均衡は日米間のテーマではない。

この数年の為替市場のテーマは、先進国の**財政赤字**。

財政赤字で為替市場が動いた時代は、1990年前半の米国。貿易赤字だけでなく、財政赤字を含めた「双子の赤字」がテーマとなった。

日本の財政赤字は、2002年初頭の格下げショックの際に一旦テーマ化され、ドル円で約15円の円安になったことがある。

⑤ 商品先物市場



一般的なコモディティインデックスは、商品先物価格に投資して組成される。

商品先物市場は、1ヶ月や3ヶ月毎に取引限月(清算日)が変わるため、インデックスでは清算日の近づいた取引(期近)を売り、清算日まで期間の長い取引(期先)を買う、という投資行動を繰り返す。

2005年まで原油先物市場は伝統的に、期近が期先より値段が高い状況(バックワーデーション)が継続されていたため、「高い期近」を売って「安い期先」を買う、という取引行為は、利益の源泉となっていた。

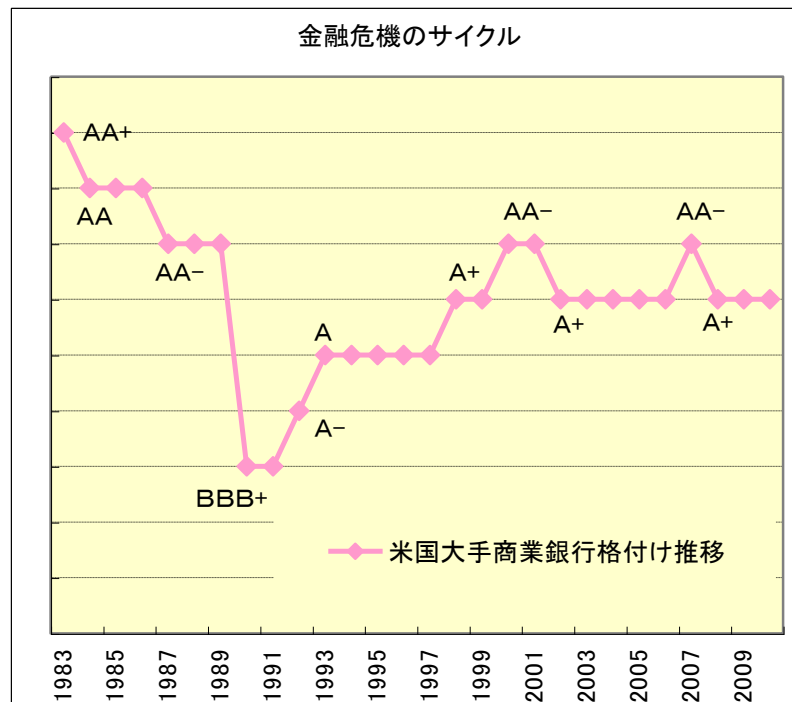
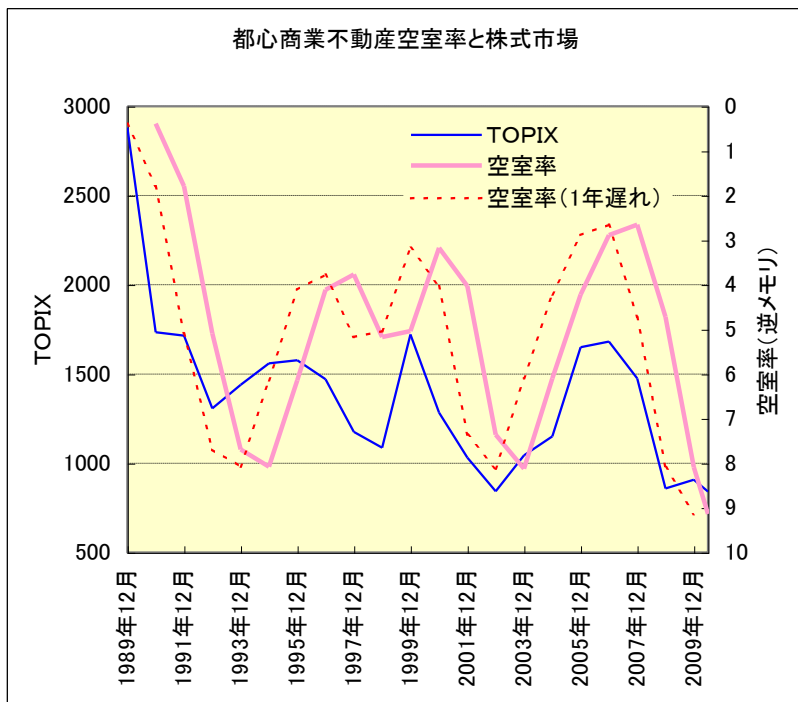
コモディティインデックスが2005年まで、原油先物市場に単純に投資していたよりも相対的に高い収益をあげられてきたのは、このバックワーデーション効果によるところが大きい。

ところが、2005年以降商品先物市場に投機的資金やインデックス資金が大量に流入したことで、原油先物市場のバックワーデーションが逆転してしまった(コンタンゴという)。

これにより、コモディティインデックスは、限月の清算日が近づく度に、「安い期近」を売って「高い期先」を買う、という取引行為を繰り返かえすことになっている。

従って足元のようなコンタンゴの状況では、原油先物市場が上昇しているにも関わらず、コモディティインデックスが上がらない、というリスクが発生することになる。

⑥ その他 長期トレンド



日本の商業用不動産。都心部の空室率、悪化のピークは1994年、2004年、今はボトム???

2004年のボトムからの回復期間が短すぎたことが、日本の不動産証券化第一世代の不幸。

ちなみに株式市場のボトムから空室率のボトムまでは約一年遅行。株式の底打ち感が未だ見えない中での値ごろ感での投資は???

金融危機のサイクル

米国の大手商業銀行の格付け推移。

1980年代は中南米危機からSL危機までの信用不安。

2002年は多発テロと会計不信事件での信用不安

2008年は金融危機—政府支援のため格付けへの影響は軽微

5. 構造要因の抽出

構造要因

➤ 「一時的要因」でも「循環要因」でも説明できない『余り』

更に...

➤ 可変的な構造要因⇒運用プロセスや組織体制によるもの

それでも説明できない『余り』が...

➤ 本質的な構造要因⇒運用手法や個人的・組織的なスキルによるもの

ファンドマネージャーやアナリストが優秀か、とか、運用手法が正しいか、といった『本質的な要素』は、最も不確実で探しあてにくい。

従って、その他の環境要素を確認し、影響を排除していくプロセスを通して、『本質的な構造要因』を確認するのが、最も近道。

6. まとめ

パフォーマンスが**不調の場合**のモニタリング

➤ 一時的損失の有無

◇ その深度と頻度は管理された範囲内か

⇒ Noの場合は要注意

➤ 循環的損失の有無

◇ その深度と期間は管理が可能か

⇒ Noの場合は要注意

➤ 一時損失と循環的損失で説明できない損失の有無

◇ 運用担当者の変更やスタイルドリフトなど、事前のプロセスに影響を与えるような変化はあったか

⇒ Yesの場合は要注意

➤ 上記全てで説明できない損失があるか

◇ Yesの場合は採用自体が間違っていた可能性？

パフォーマンスが**好調の場合**のモニタリング

➤ 一時的利益の有無

◇その深度と頻度は管理された範囲内か

⇒Noの場合は要注意⇒逆に行けば大損

➤ 循環的利益の有無

◇その深度と期間は管理が可能か

⇒Noの場合は要注意⇒ β やトレンド依存型の収益は安定性がない

➤ 一時利益と循環的利益で説明できない利益の有無

⇒Noの場合は要注意⇒運と環境だけの利益の可能性

➤ 運用担当者の変更やスタイルドリフトなど、事前のプロセスに影響を与えるような変化の有無

⇒市場追随型のスタイルドリフトには要注意

⇒組織や担当者の変更による改善はモニタリング継続

➤ 上記全てで説明できない利益があるか

⇒Yesでないといけません...

- ▶ パフォーマンスが不調でも好調でも、モニタリングで確認する項目は共通。
 - ▶ 過去のパフォーマンスの要因を分析することで、将来の潜在リスクを探すのがモニタリングの本来の目的。
 - ▶ モニタリングで前述の項目の確認が出来ないファンドはそもそも投資対象としない。
 - ▶ 確認できない理由として、
 - ① 運用担当者がそもそも自分の損益の結果について理解できていない
 - ② 報告の開示レベルが低く、要因を分解することができない
- ◇ いずれの場合も、将来の潜在リスクを把握することができず、モニタリングが機能しない

パフォーマンス - フロック利益 - トレンド利益 = 運用スキル + リスク管理

この公式は採用後のモニタリングだけでなく、採用前のプレゼン時にも有効

右辺ではなく、左辺に注目することで、より客観的な投資判断を！