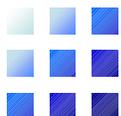


## 第3部 リスクとボラティリティは使いよう？

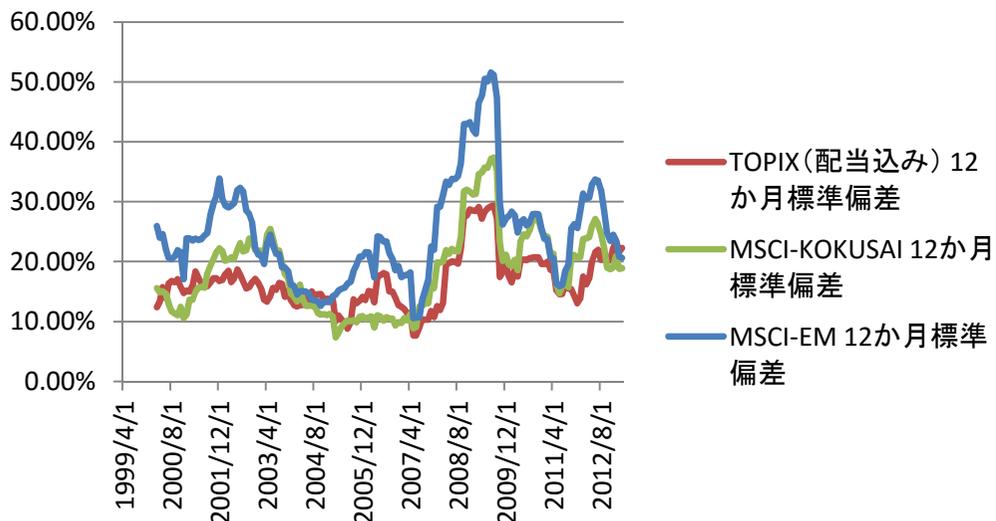
1. 環境の確認
2. 昨今のリスクターゲット型商品の問題点
3. リスク管理とリスク回避



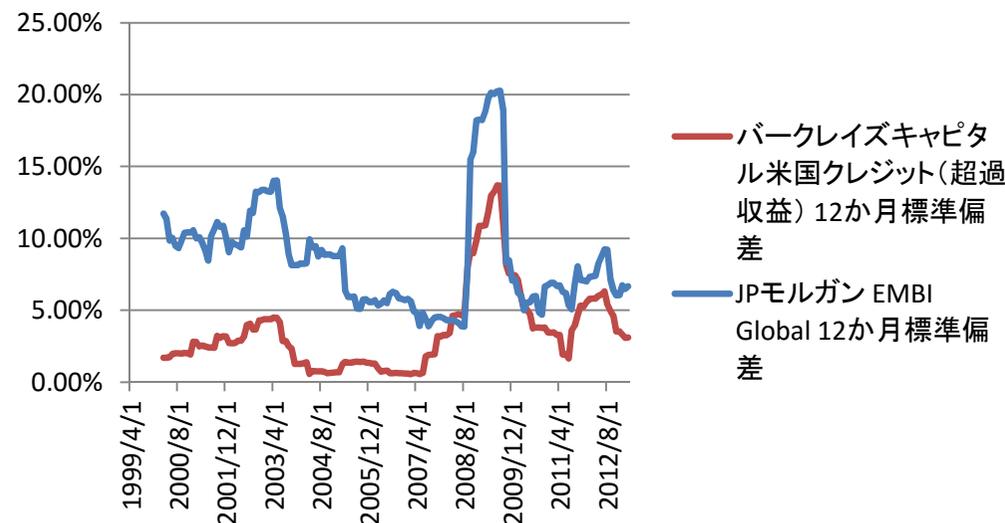
# 1. 環境の確認

## ① ボラティリティの水準は2008年の金融危機を境に高止まり傾向

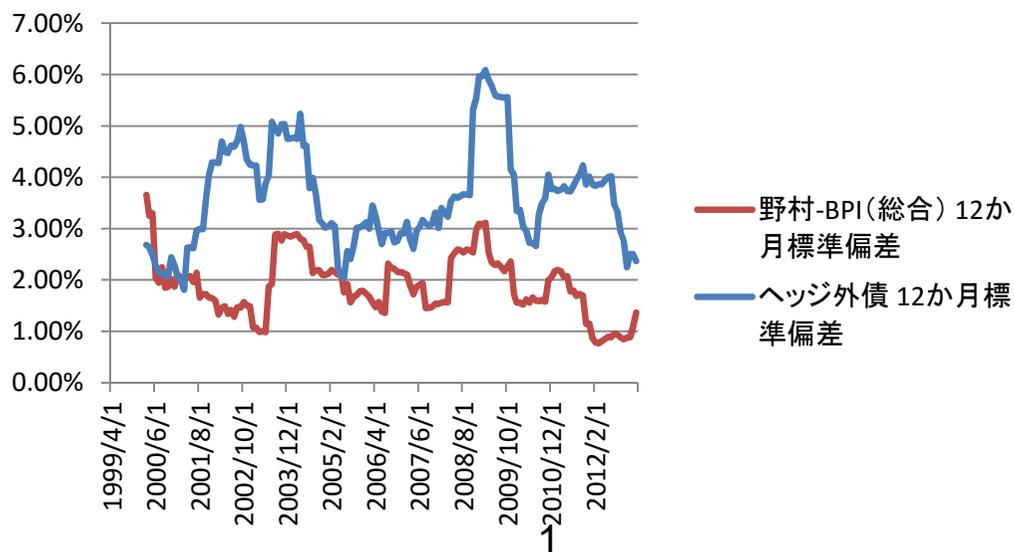
### 株式(為替込)



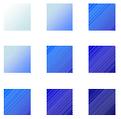
### 米国クレジットとEM債券



### 国内債券とヘッジ外債

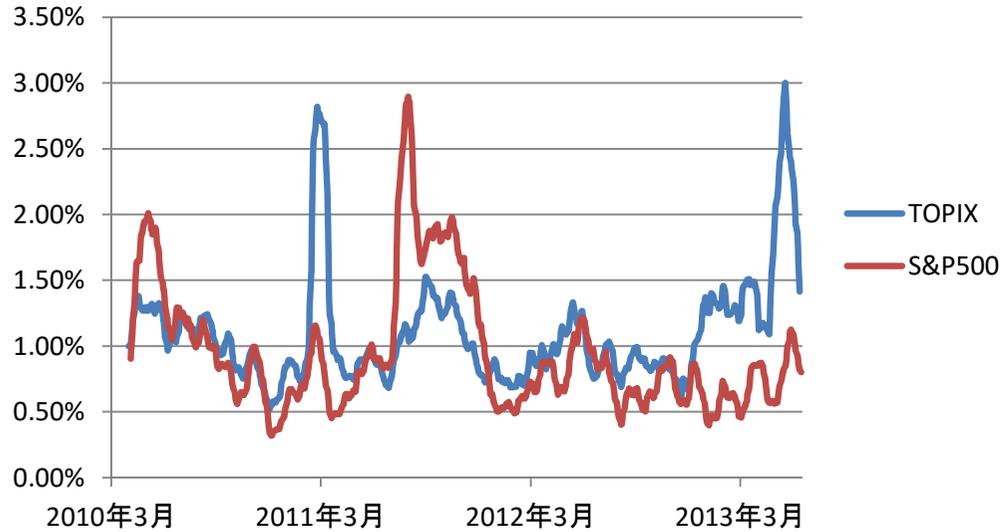


債券のボラティリティだけが歴史的低水準



## ② 短期のボラティリティはこの数か月で大きく上昇

### 日米株式 日次ボラティリティ

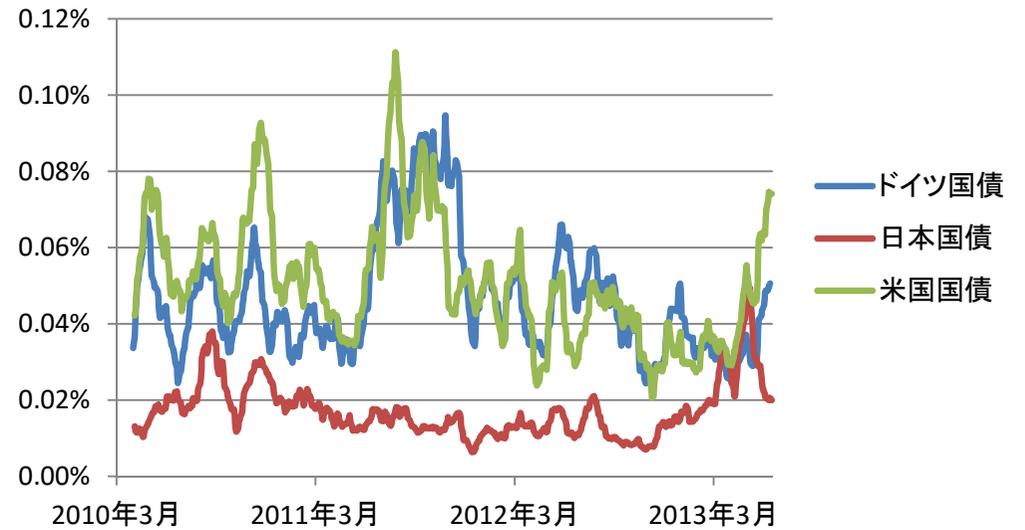


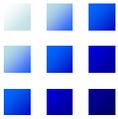
日本は株式

米国は債券



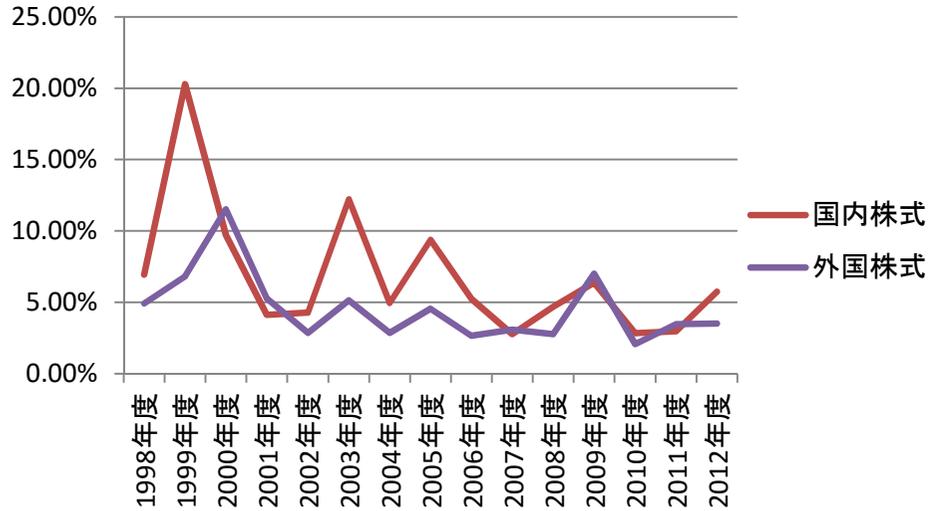
### 日米独国債日次イールドボラティリティ



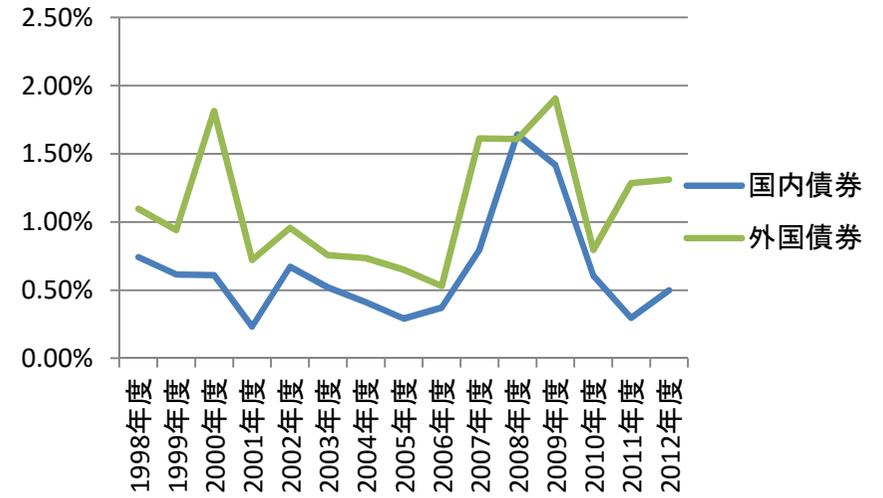


### ③ アクティブファンドの超過収益は低位安定

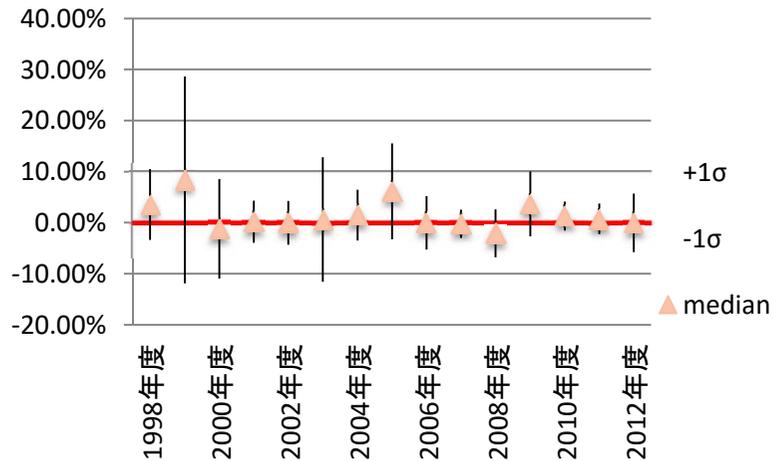
アクティブファンドの超過収益のばらつき



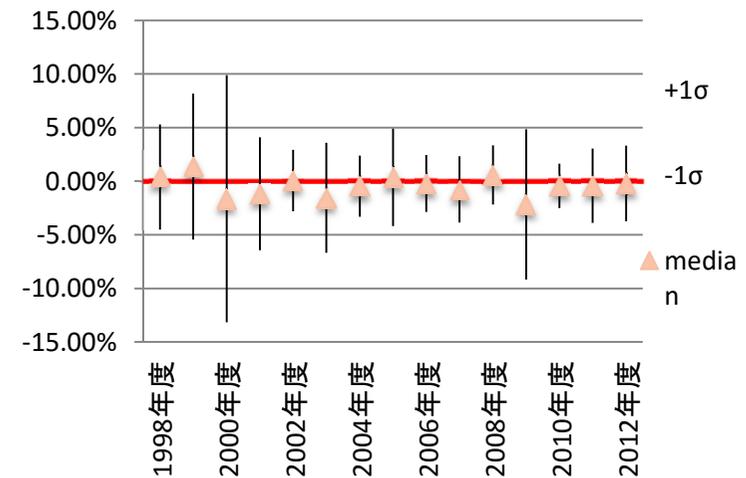
アクティブファンドの超過収益のばらつき

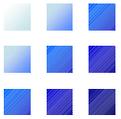


国内株式アクティブファンドの状況(年度)  
メディアン



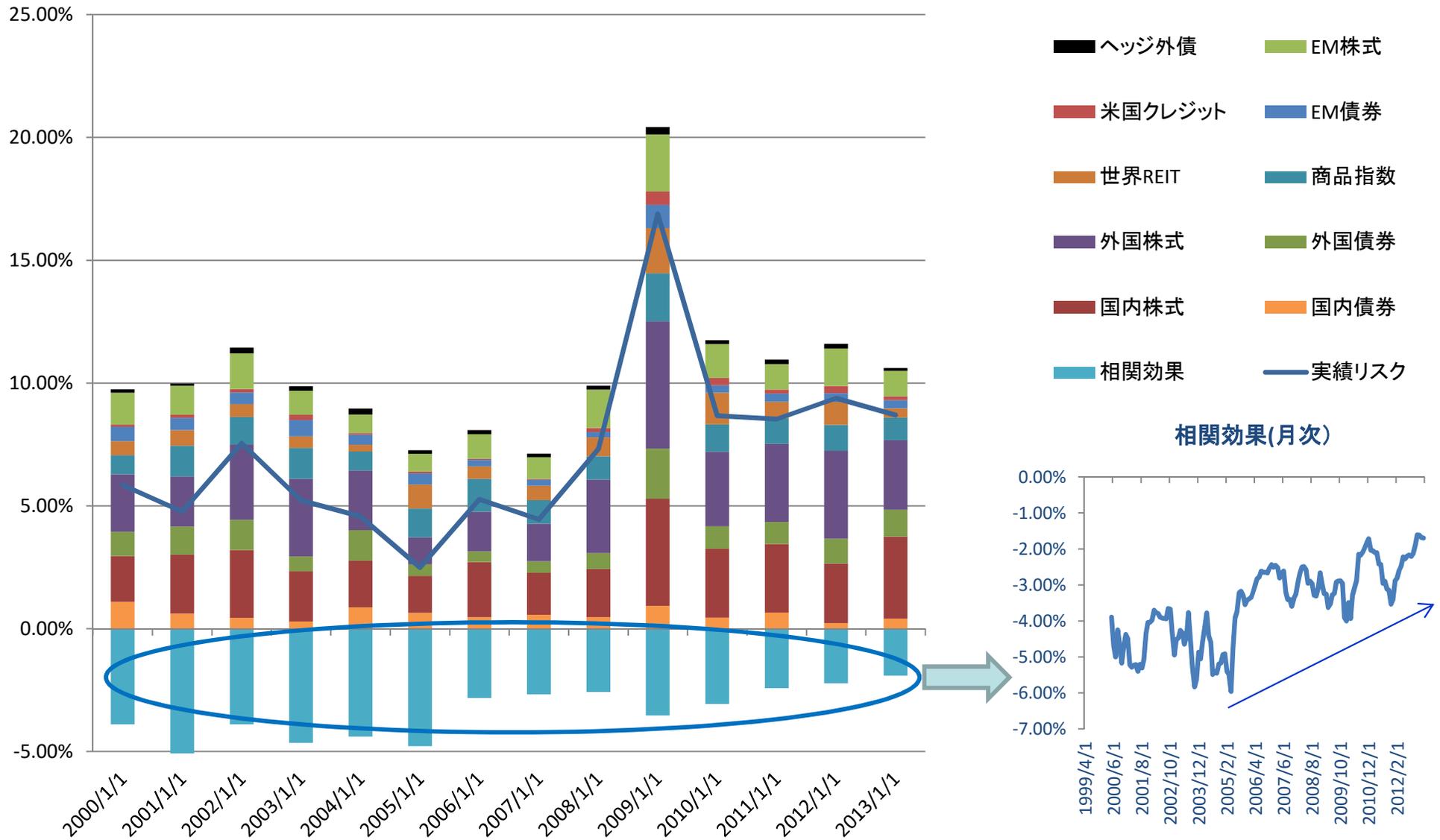
外国株式アクティブファンドの状況(年度)  
メディアン

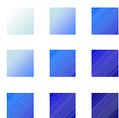




### ④ ポートフォリオの相関効果は遞減傾向

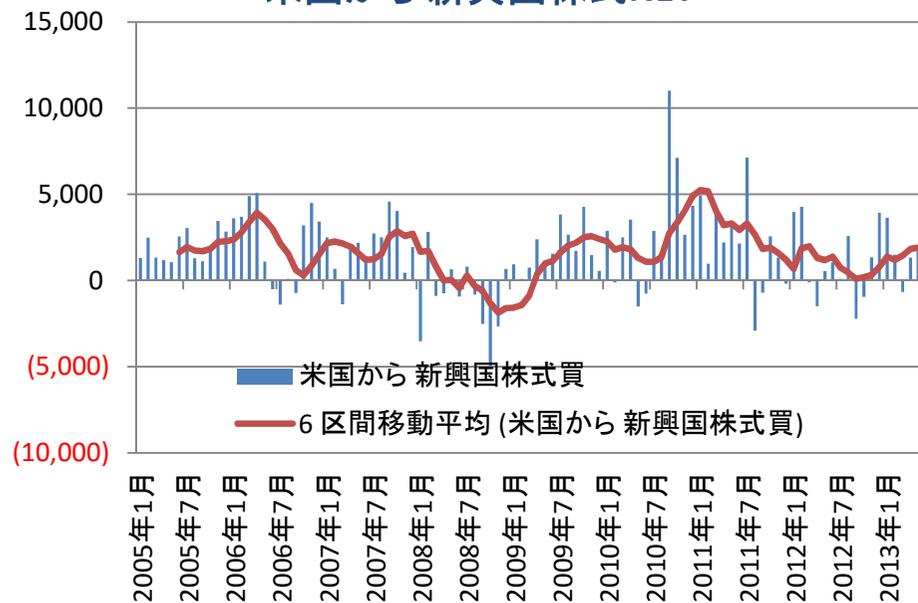
国内債券30% 国内株式15% 外国債券10% 外国株式15% コモディティ5% 米REIT5% EMBI5% クレジット5% EM株式5% ヘッジ外債5% のポートフォリオ





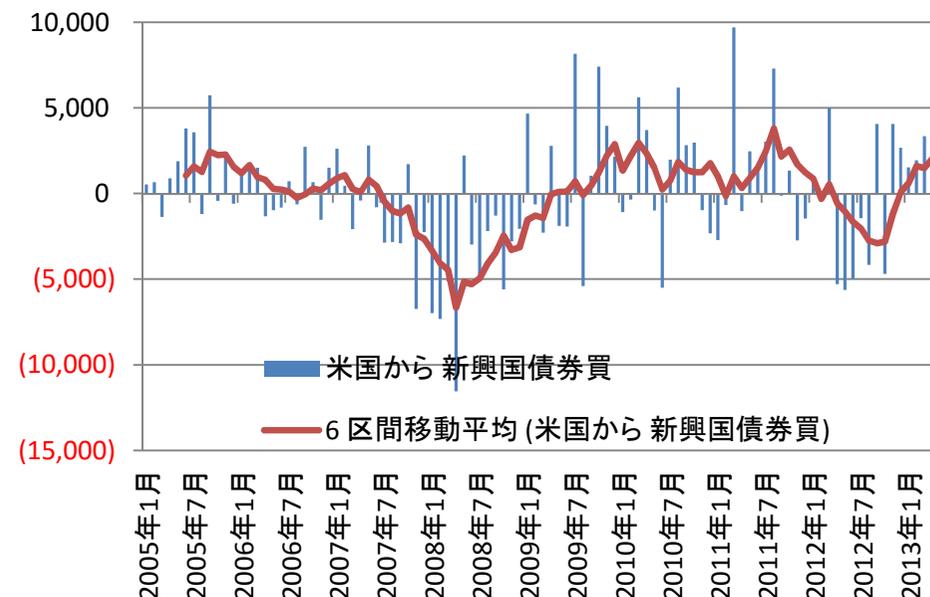
### ⑤ QE3 の出口で荒れる市場は？

#### 米国から新興国株式NET

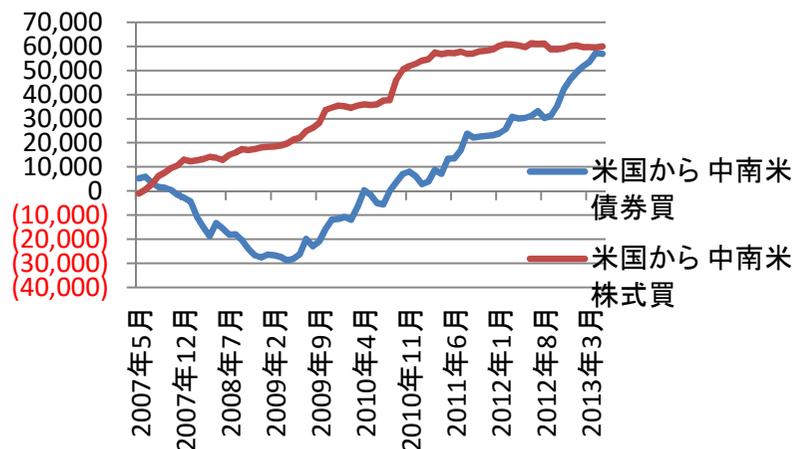


#### FRB Flow of Funds (Millions \$)

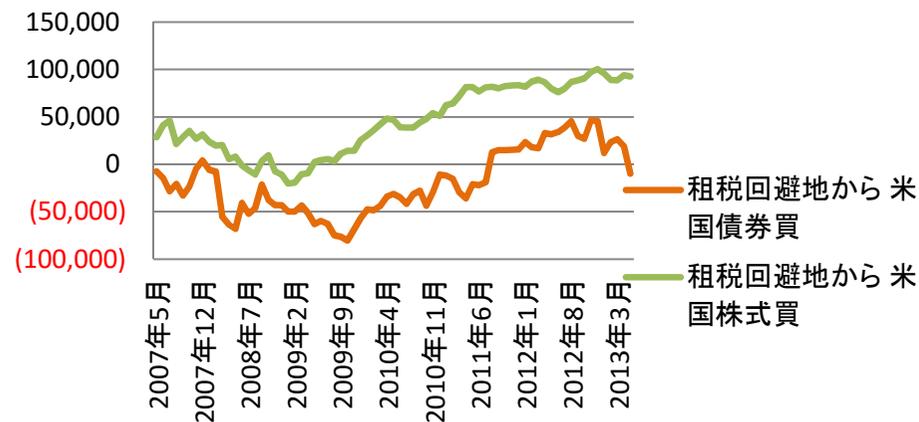
#### 米国から新興国債券NET

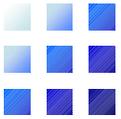


#### 対中南米NET (2007年4月以降累計)



#### オフショアからの米国NET(2007年4月以降累計)





### ① リスクターゲット型ポートフォリオ

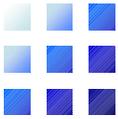
リスクが一定に管理されていることは、理解できるとして...  
収益の源泉についてはよくわからない？



裏に隠れている「リターンの源泉」に注目！



長期のリスクプレミアム型  
キャリートレード型  
投資対象拡大型  
マクロジャッジ型



➤ 長期のリスクプレミアム型

従来のポートフォリオ理論の常識の延長線上。  
期待リターンの根拠が最も薄いタイプのリスクバジェット運用。  
基本形。

➤ キャリートレード型

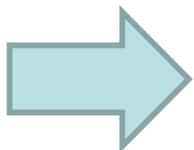
債券からのインカムが収益の源泉。  
過去15年の世界的な金利低下局面でのシミュレーションへの疑問。  
QEの出口における影響大。

➤ 投資対象拡大型

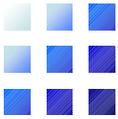
相関係数への依存度が極めて高い。  
健全な市場環境においては機能するが、裏に隠れているリスクは大きい。

➤ マクロジャッジ型

上記3つを組み合わせるが、組合せ方として定性的なマクロ判断を用いる。  
一時代前のお任せバランス？グローバルマクロ？  
過去のシミュレーションの再現性が担保できない

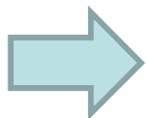


リターンの源泉の納得性・再現性を重視した商品選びが大切

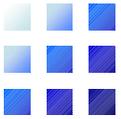


## ② 低ボラティリティ型株式運用

- 手段としての低ボラティリティ  
最小分散ポートフォリオアプローチ  
全ての投資ユニバースを対象に「分散効果」を活用して「最小リスクとなるポートフォリオ群」を最適化することで、リスク対比リターンを最大化するという考え方
  
- 目的としての低ボラティリティ  
低βポートフォリオ戦略  
TOPIX等の市場に対し、追随率を0.5程度に抑えることで、下落局面に強いポートフォリオを構築する。
  
- 結果としての低ボラティリティ  
高配当株戦略・集中株戦略等  
結果としてディフェンシブな銘柄群への投資比率が大きくなることなどによって、一般的にはボラティリティが低くなる傾向がある戦略。



上記3種が混在しているため、当初の投資目的を明確に定めておくことが重要



### ③ 時価変動を消した運用商品

#### ➤ PE の本質を理解する

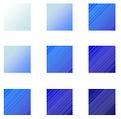
未公開株式とは、上場できないほど小さい企業の集まり  
インフラ投資とは、その国のソブリンリスクそのもの  
時価がない、ということは、売買ができない、ということ

#### ➤ 融資への投資

証券化スキームでもPEのスキームでも融資は融資  
本業である金融機関がとれないリスクを取ることが、融資への投資の本質  
金融機関より年金基金のほうが、リスク許容度が高いという根拠はどこにある？

#### ➤ 保険への投資

見えないことが多すぎる。  
例えば、コストはどれだけかかっているのか？  
見えないことが多いことは事故の元...



周期的に起きるバブルと高ボラティリティ環境

してはいけないこと



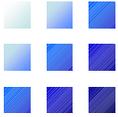
- リスクを隠すこと
- リスクを消したつもりになること
- リスクを増幅すること
- リスクに逆らうこと

心がけること



- リスクを直視すること
- リスクを単純化すること
- リスクの変化に敏感になること

リスクは収益の裏返し  
高リスク環境は高収益環境でもある  
リスクをつぶしてしまえば収益もつぶれる  
リスクを回避するのではなく、管理するという意識をもつことが大切



- 本資料は、お客様の運用や資産配分の判断などの参考となる情報の提供を目的として作成されたものであり、これらの最終的な決定はお客様ご自身の判断で行っていただきますようお願い申し上げます。
- 過去の実績は将来の運用成績を予測・保証するものではありません。また、シミュレーション等のデータも、将来の運用成績を予想・保証するものではありません。
- 本資料は信頼できると考えられる情報に基づいて当社が作成しておりますが、情報の正確性、完全性が保証されているものではありません。
- また、本資料には、各運用機関から取得した情報や運用実績に基づいて当社が計測或いは分析した情報が含まれる場合がありますが、記載された運用やファンドについて具体的に推奨するものではありません。
- なお、本資料中の記述内容、数値等については資料作成時点のものであり、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により内容が変更となる場合があります。
- 本資料に関わる一切の権利は、当社に属し、いかなる目的であれ本資料の一部または全部の無断での使用・複製は固くお断りします。
- 本資料の内容に関してご不明な点、疑問に思われる点等がございましたら、当社コンサルタント等にご照会下さいますようお願い申し上げます。