



第2部

「リスクのシナリオ

- ショックに耐えて危機に備える運用戦略」

寺本 名保美



目 次

1. 資産運用におけるリスク管理の理論とアート
2. 過去のリスクシナリオの検証
3. 将来のリスクシナリオの検証
4. リスクシナリオへの対応
5. まとめ



1 . 資産運用におけるリスク管理の理論とアート

リスク管理の理論の歴史

1980年代

オプション理論とデリバティブが登場し**オプション理論を用いたリスク管理手法**が登場

デルタヘッジとポートフォリオインシュアランス ブラックマンデーで撃沈 単一市場管理の限界を露呈

1990年代

複数資産の価格変動を統合して統計処理をするリスク管理モデルが登場

VaR (Value at Risk) LTCMショックで撃沈 統計処理だけを前提としたリスクモデルの脆弱性を露呈

2000年代

デリバティブや証券化を活用したリスク移転が急拡大。VaR等の定量モデルの金融機関への義務化と精緻化

リスクのたらい回しと複雑化 サブプライム・リーマンショックで大撃沈 リスク管理の高度化がリスクの所在をむしろ隠ぺい。

2010年代

リスク管理に焦点をあてた運用戦略が全盛。高度分散投資や低ボラティリティ戦略、リスクパリティ型ポートフォリオの登場

市場参加者が過度にリスク回避的になったため市場変動は小さく不気味な安定 足元のVIXショック



過去データを活用した統計処理によるリスク管理は失敗の連続

これを補うのが、過去の経験と想像力によるシナリオアプローチ



リスク管理におけるアート

リスク管理の定量アプローチが破たんする度に何度も繰り返される言葉
「リスク管理はアートです」



定量モデルは過去の事象の再現性に依存する

定量モデル（コンピューター処理）＝過去のデータを前提としたモデル。

過去の価格変動の特性は将来の価格変動の特性と同じであること（市場特性の再現性）

過去起きたイベントに対する市場参加者の反応が次に起きる同様のイベントでも同じであること（投資家行動の再現性）

将来起きるイベントは必ず過去に同様のイベントが存在していること（パターンの再現性）

定量モデルによるリスク管理は、過去に経験をしたことがないリスク環境には対応できない。



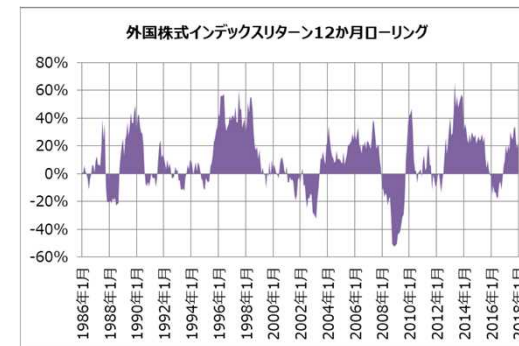
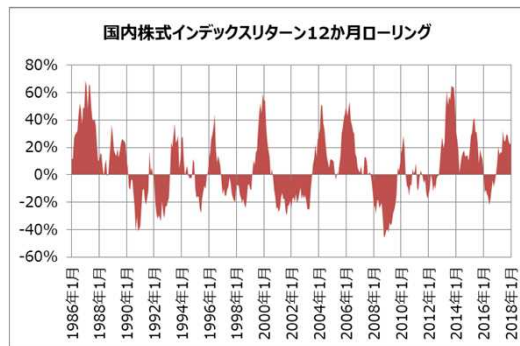
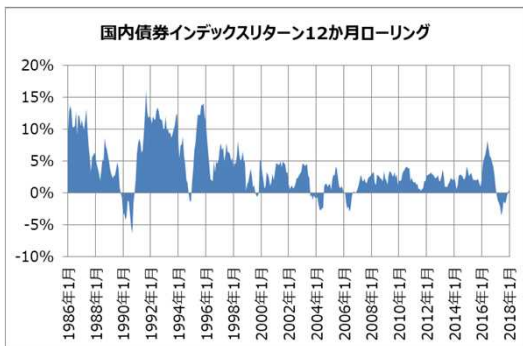
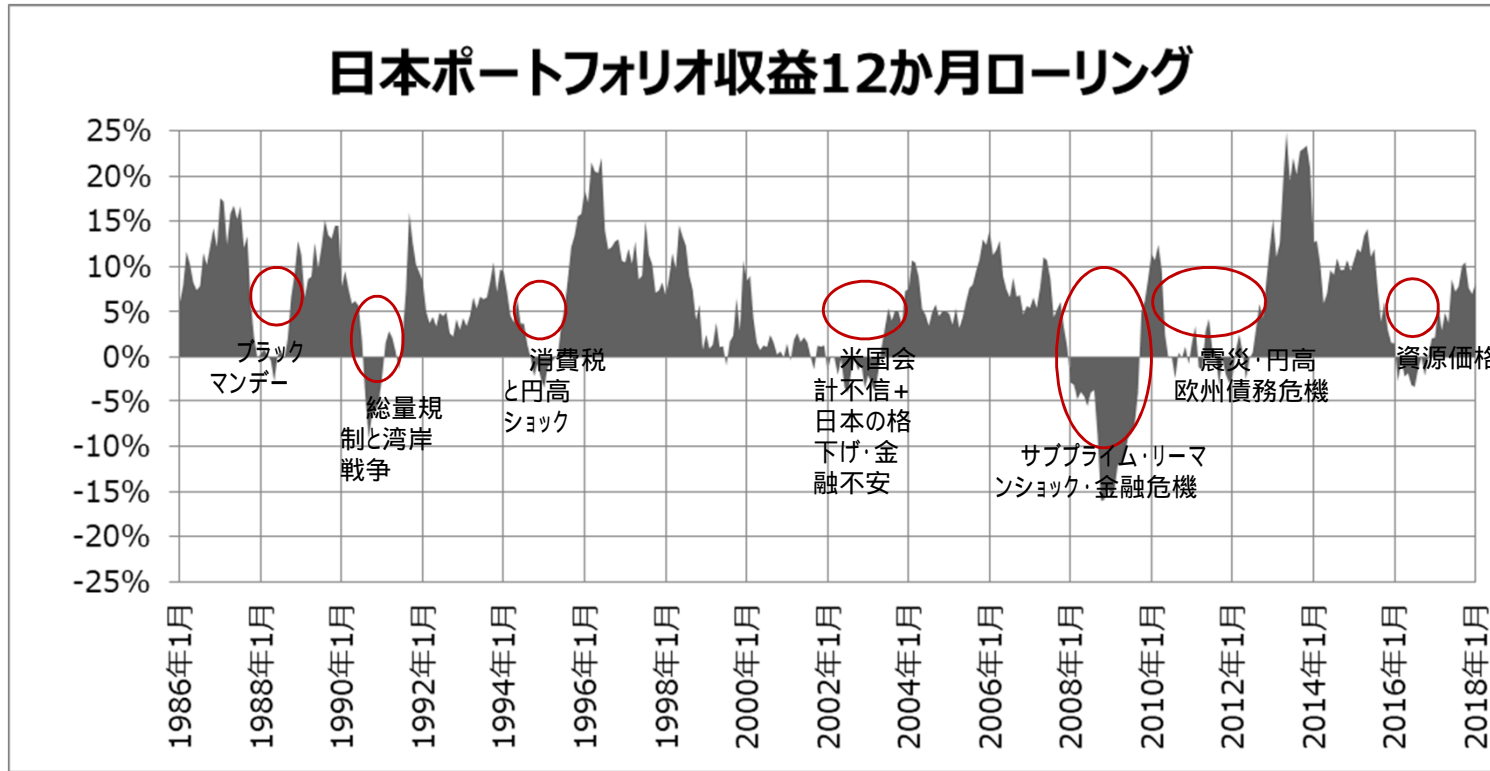
もし、こんなことが起きたとしたら、ポートフォリオの損失は幾らになるのか？

➡ **ストレスシナリオアプローチ** どのようなシナリオを描くか？
描いたシナリオに対しどのようなセイフティネットを張るのか？

➡ **「アートとしてのリスク管理」**

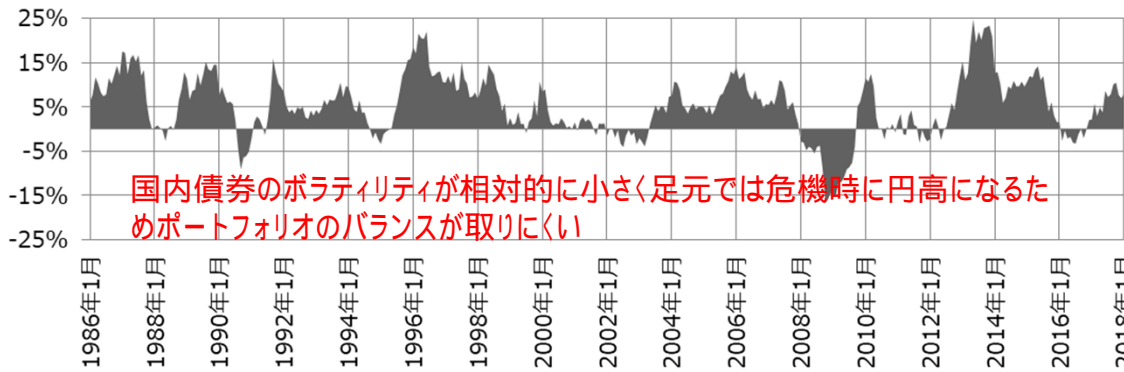
2. 過去のリスクシナリオの検証

ポートフォリオ損失の検証 国内債券55%国内株式15%外国債券15%外国株式15%として計測



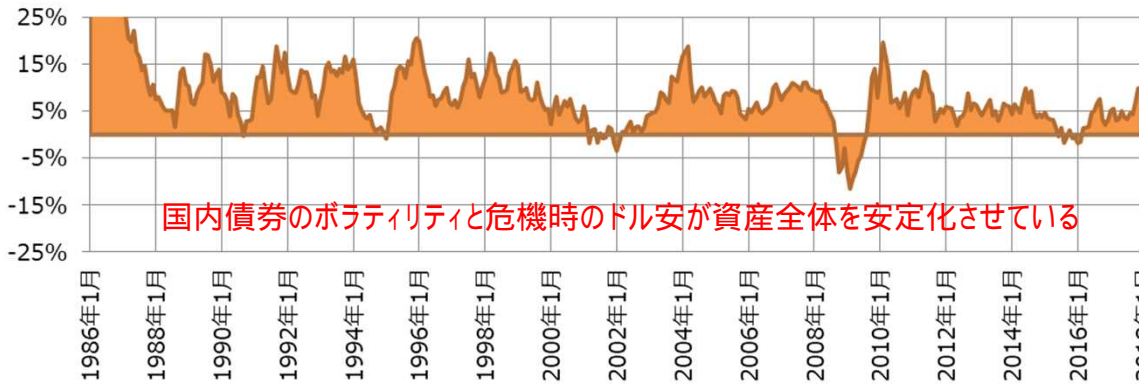


日本ポートフォリオ収益12か月ローリング



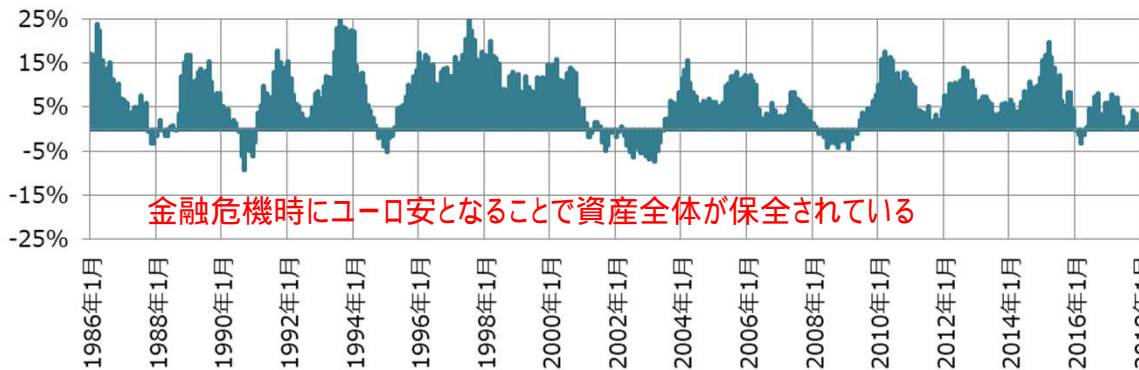
エンド日	ポートフォリオ	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	イベント
1987年12月	-0.1%	6.4%	10.9%	-14.1%	-20.5%	ブラックマンデー
1990年9月	-9.1%	-6.2%	-41.5%	10.9%	-7.3%	総量規制
1995年1月	-3.4%	1.6%	-9.5%	-7.4%	-11.7%	消費税と円高ショック
1999年7月	-0.9%	1.3%	18.3%	-18.8%	-10.4%	ロシアショック
2001年2月	-0.4%	4.6%	-27.3%	14.0%	-6.1%	ITバブル崩壊
2002年7月	-4.1%	1.5%	-18.2%	10.1%	-24.7%	9.11 エンロンワールド
2003年3月	-3.9%	4.3%	-24.8%	15.5%	-32.4%	日本格下げ・金融不安
2008年6月	-5.5%	2.9%	-24.4%	-0.5%	-22.7%	サブプライム
2008年10月	-16.0%	2.2%	-45.4%	-18.9%	-50.5%	リーマン
2011年9月	-3.1%	0.6%	-6.1%	-5.4%	-11.7%	3.11 ギリシャショック
2012年5月	-2.5%	3.2%	-12.2%	-2.7%	-13.6%	欧州危機
2016年6月	-3.1%	8.2%	-22.0%	-11.2%	-17.5%	資源価格ショック

米国ポートフォリオ収益12か月ローリング



エンド日	ポートフォリオ	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	イベント
1988年8月	1.6%	7.4%	-18.6%	9.3%	-7.0%	ブラックマンデー
1990年9月	-0.3%	6.8%	-8.5%	8.3%	-26.7%	湾岸戦争
1995年1月	-0.9%	-2.8%	1.1%	7.8%	-4.5%	利上げ
2001年3月	-1.8%	11.9%	-23.9%	-6.3%	-25.7%	ITバブル崩壊
2002年1月	-3.5%	6.6%	-16.3%	-5.7%	-25.3%	同時多発テロ
2003年1月	4.3%	10.6%	-23.5%	27.7%	-14.4%	会計不信
2008年8月	2.8%	8.6%	-10.6%	10.1%	-12.6%	サブプライム
2009年2月	-11.5%	5.9%	-43.1%	-5.4%	-50.1%	リーマン
2016年1月	-1.8%	0.4%	-1.3%	-3.1%	-9.0%	資源価格ショック

ドイツポートフォリオ収益12か月ローリング



エンド日	ポートフォリオ	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	イベント
1987年11月	-3.3%	6.1%	-38.2%	-4.2%	-1.9%	ブラックマンデー
1990年9月	-9.2%	0.1%	-13.4%	-10.1%	-38.7%	ベルリンの壁崩壊
1990年12月	-6.1%	2.5%	-19.3%	-0.8%	-29.7%	マルク高 湾岸戦争
1995年1月	-5.1%	-0.4%	-7.7%	-10.0%	-15.0%	ロシア危機
2001年3月	-1.8%	7.4%	-25.4%	6.4%	-19.8%	ITバブル崩壊
2002年7月	-6.5%	6.2%	-35.5%	0.2%	-30.7%	同時多発テロ
2003年3月	-7.4%	11.8%	-53.9%	0.1%	-38.6%	米国会計不信
2008年6月	-4.3%	3.5%	-19.0%	0.3%	-22.7%	パリバショック
2009年2月	-4.5%	8.9%	-45.7%	15.8%	-32.9%	リーマンショック
2011年9月	2.1%	4.9%	-11.5%	6.4%	1.1%	欧州債務問題
2016年3月	-3.2%	0.5%	-16.2%	-0.2%	-6.9%	資源価格ショック

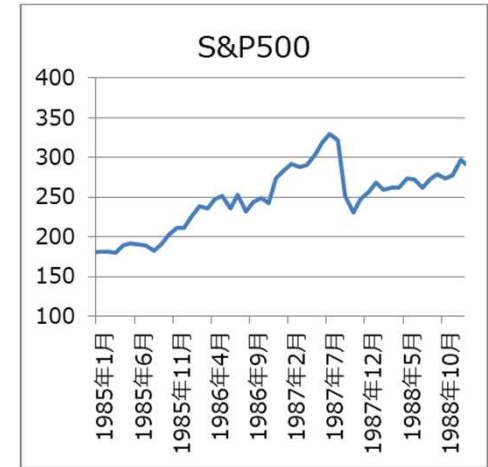


過去のストレスシナリオ主要事例

イベント	期間		ポート フォリオ	市場収益率						
	イベント開始	経過期間		国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	ドル円	新興国通貨	ヘッジファンド
ブラックマンデー	1987年10月	3か月	-6.22%	5.91%	-19.23%	-8.58%	-35.29%	-17.05%	NA	NA
		6か月	0.26%	8.32%	0.53%	-3.39%	-30.40%	-15.17%	NA	NA
		9か月	2.88%	8.08%	2.18%	1.17%	-22.16%	-8.75%	NA	NA
		12か月	3.30%	8.69%	0.69%	2.43%	-21.46%	-8.06%	NA	NA

背景：1987年2月に、過去5年間急激に進行していたドル安を修正する合意「ループル合意」がG7によって形成され、米国の利上げとドイツ・日本等の利下げ方針が決定された。しかしながら国内のインフレ懸念を重視したドイツが同年9月にこれを破り利上げに転じたことで、世界の協調政策が崩れたとみた投資家が一斉に株式の売りに転じた。

対応：日本市場がサーキットブレーカーを導入していたことで、株式の下落幅が抑制されたことを受け、米国市場でもサーキットブレーカー導入。FRBが大量の資金供給を行い市場を安定化。



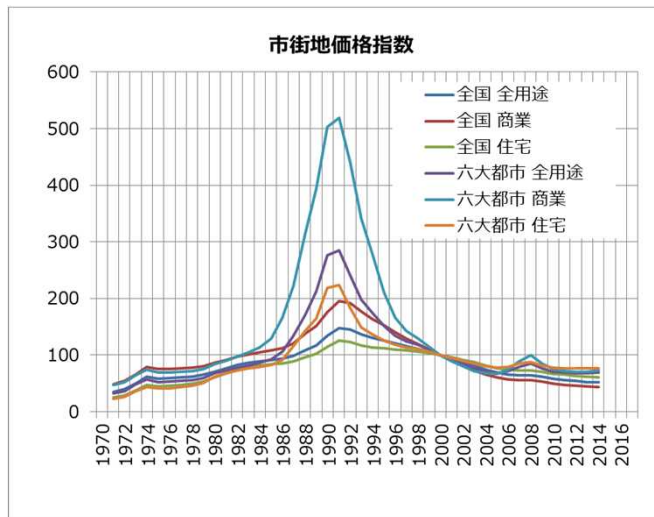
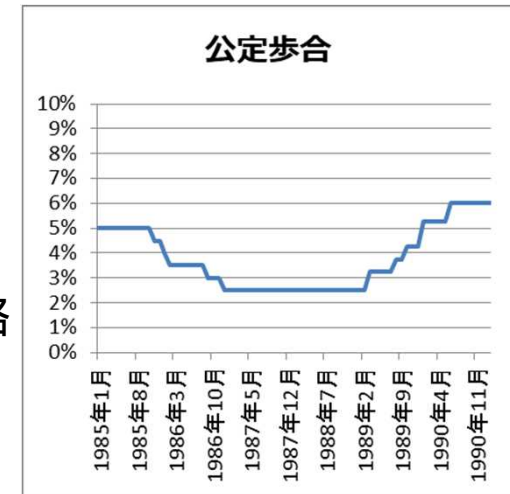
リスク管理への教訓：先物市場やオプション市場の黎明期であったことで、ヘッジ取引が市場の混乱を増幅させた。当時、年初から4割上昇していた米国株式に対し、ポートフォリオインシュアランス（PI）というヘッジ取引を専門に受託する業者の受託残高が急増していた。PIは市場価格が下落すれば売り、上昇すれば買う、という売買行動を伴うため、市場が急落すると、「売らなければならない」ポジションが急増した。PIの残高は700億ドル（10兆円）規模まで膨らんでいたと見られ、ブラックマンデー当日の先物の出来高の内半分がこのPIからの売り注文であったとみられる。

当時の米国の先物市場にはサーキットブレーカー制度がなかったため、売り物がある限り値段が下がり、1日で20%を7 超す大暴落が現実化した。



イベント	期間		市場収益率							
	イベント開始	経過期間	ポートフォリオ	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	ドル円	新興国通貨	ヘッジファンド
総量規制	1990年1月	3か月	-3.22%	-3.94%	-22.46%	8.39%	7.04%	9.77%	NA	NA
		6か月	-0.52%	-1.36%	-18.40%	8.99%	10.19%	5.39%	NA	NA
	(湾岸戦争)	9か月	-11.57%	-4.75%	-45.15%	1.99%	-14.33%	-4.10%	NA	NA
		12か月	-5.23%	2.21%	-39.44%	6.40%	-8.94%	-5.52%	NA	NA

背景：1980年台後半からの「不動産バブル」を抑制するため、1990年3月27日に大蔵省から金融機関に対して不動産融資に関わる総量規制が行われた。1991年12月に解除されるまで、約1年9ヶ月続いた。これに先立ち日銀は89年末には2.5%だった公定歩合を90年8月までに6.0%まで引き上げたことで、いわゆるバブル崩壊のきっかけとなった。



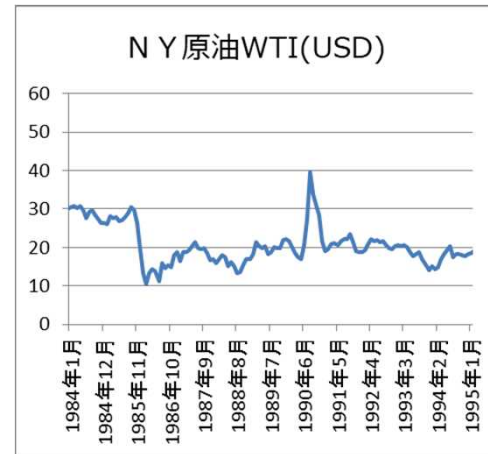
対応：急激な株価下落を招いたものの、不動産価格の上昇が止まらなかったことから、市場心理は大きくは悪化しなかった。

リスク管理への教訓：金融引き締め効果が实体经济に波及するには、年単位での時間が掛かる。引き締めが過剰であったかどうかについても時間の経過後でないとわからない。金融引き締めによる株価急落から不動産価格の下落まで2年、不動産価格の下落から金融機関の破たんまで6年。本当の金融危機はそれからさらに5年。経済バブルの崩壊の深刻さを象徴する唯一の事例。



イベント	期間		市場収益率							
	イベント開始	経過期間	ポートフォリオ	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	ドル円	新興国通貨	ヘッジファンド
湾岸戦争	1990年7月	3か月	-11.11%	-3.44%	-32.78%	-6.43%	-22.25%	-9.00%	-11.86%	-13.29%
		6か月	-4.73%	3.61%	-25.78%	-2.38%	-17.36%	-10.35%	-20.75%	-13.13%
		9か月	0.85%	5.71%	-15.33%	0.77%	-5.51%	-7.30%	-24.82%	0.99%
		12か月	-0.89%	6.71%	-21.82%	-2.23%	-9.58%	-9.17%	-30.37%	3.01%

背景：1985年来の原油価格の低迷を受け経済が困窮していたイラクが、原油減産を申し入れていたことに対し、クウェートが減産に応じず且つイラク国境に近い油田での増産を行ったことをきっかけに1990年8月2日イラクがクウェートに侵攻。同日クウェート全土を占領。これに対し米国を中心とした多国籍軍が年明け1月から空爆開始。3月休戦協定締結。原油価格が急騰したことをきっかけに、オイルショックの再燃が懸念され、株・債券ともに急落。米国の財政赤字の拡大が懸念されドル安となったことも日本にとってはマイナスとなった。



対応：原油価格の上昇に呼応し、一旦金利は上昇したものの、その後は株安の地合いを受け金利は低下基調に転換。海外においては株式が下落したのは、イラク侵攻からの2カ月のみで、年明けの多国籍軍空爆後はむしろ株高。

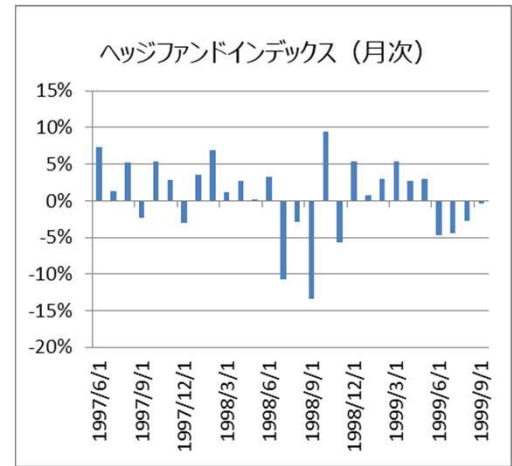
リスク管理への教訓：90年7月から9月の3カ月は、リーマンショック以前では、最大のマイナスリターンとなった3カ月。国内外債券だけでなく、ヘッジファンドを含め、全く逃げ場のない四半期となった。下落が大きくなった要因は、低位に安定しすぎた原油価格の反騰に対する過剰反応。年明け以降米国株式は軍事支出の拡大をプラスとして急反発しているものの、ドル安と相殺されてしまっている。米国の財政赤字拡大を伴う株高は円高リスクがあるので要注意。



イベント	期間		市場収益率							
	イベント開始	経過期間	ポートフォリオ	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	ドル円	新興国通貨	ヘッジファンド
ロシア・LTCM危機	1998年8月	3か月	-6.43%	2.85%	-17.62%	-12.95%	-22.73%	-19.29%	-19.98%	-24.90%
		6か月	-5.47%	-1.73%	-10.46%	-12.39%	-12.05%	-19.46%	-25.02%	-18.32%
		9か月	0.35%	2.63%	6.92%	-13.84%	-5.85%	-17.33%	-21.68%	-10.82%
		12か月	-0.36%	1.29%	18.26%	-18.78%	-10.38%	-20.51%	-25.60%	-10.04%

背景：1994年からの米国の利上げにより、新興国のドル建て債務が返済不能となり、1995年のメキシコ危機、1997年のアジア危機を経て、1998年にロシアが債務不履行を宣言した。当時資本主義経済への移行をしていたロシアにはソロスを含めた大量のファンド資金が流入していたが、その内の一つであるLTCMがロシアを含めた新興国市場取引での損失により実質破たんをした。

対応：レバレッジ資金を提供していた金融機関へ損失が波及するリスクが高まったため、FRBが金融機関に対し緊急融資を提供。更に1998年9月からの3ヶ月間で3回の利下げを行った。LTCMにレバレッジ資金を提供していた米国の大手銀行株はFRBからの緊急融資を受け急落したが、この緊急融資は翌年までに9割が返済され、株式市場はITバブルの恩恵も受け上昇に転じた。

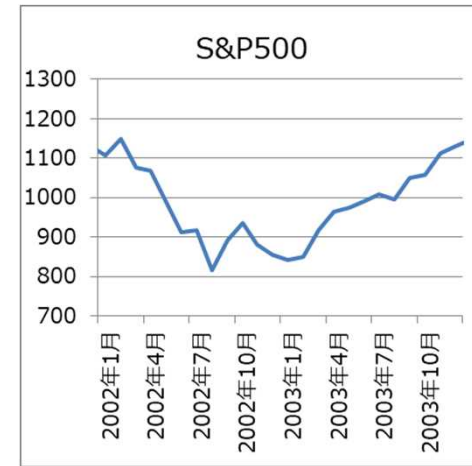


リスク管理への教訓：LTCMにおいて理論的なリスクヘッジが機能しなかった要因の一つは、LTCMのポジションが他の市場参加者に模倣され、市場参加者のポジションが一方向に偏在してしまったことで、損失を抑制するための手仕舞いが不可能となってしまったこと。一つ一つのポジションは小さくても、市場参加者のリスクが一方向に偏っている場合のリスクの大きさが認識された。



イベント	期間		ポート フォリオ	市場収益率						
	イベント開始	経過期間		国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	ドル円	新興国通貨	ヘッジファンド
米国会計 不信	2002年6月	3か月	-3.70%	1.48%	-15.89%	3.49%	-17.73%	-4.46%	-6.45%	-8.51%
		6か月	1.28%	2.24%	-19.96%	9.30%	-13.60%	-1.27%	-3.18%	-4.39%
		9か月	-1.78%	3.26%	-26.54%	15.32%	-24.62%	-4.73%	-5.01%	-7.31%
		12か月	5.26%	4.59%	-24.34%	26.36%	-11.23%	-3.62%	-1.17%	-0.17%

背景：2001年末に米国の大手エネルギー会社であるエンロンが粉飾決算で破たん、その後米国最大の通信会社ワールドコムが2002年7月に破たんした。破たん前からワールドコムについても決算不正の疑いがかけられていた。その後も複数の大手企業において会計不正が認められ、米国最大手の監査法人アーサーアンダーセンが業務停止に追い込まれるなど米国の企業統治における一大スキャンダルとなった。



対応：2000年末に6%だった米国の政策金利はその後のITバブル崩壊と9.11テロを受け1.5%まで低下。更にエンロンの破たんを受け1.25%に利下げ、その後の会計不信による株価急落により0.75%まで利下げを行い、その後の過剰流動性相場の遠因となった。

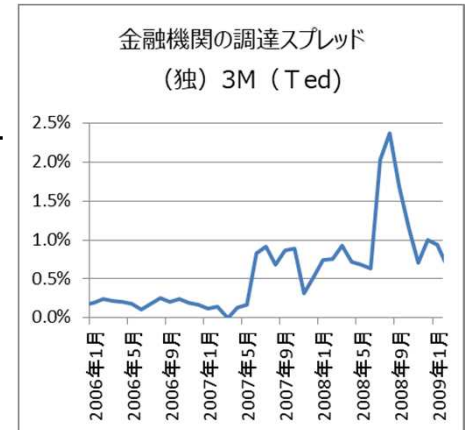
リスク管理への教訓：企業の公開情報に対する信頼の欠如は、株価のバリエーション形成に重大な支障をもたらした。特に、割安な株を買い割高な株を空売りするヘッジファンド手法は苦戦をし、通常であれば株価急落の下支えが期待される局面においてその役割を果たすことができなかった。特にバリュー型マネージャーの損失は大きく、「バリュートラップ」という言葉が改めて認識されるきっかけとなった。



イベント	期間		市場収益率							
	イベント開始	経過期間	ポートフォリオ	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	ドル円	新興国通貨	ヘッジファンド
サブプライムショック	2007年11月	3か月	-5.26%	1.31%	-16.84%	-3.53%	-19.52%	-7.77%	-8.97%	-11.76%
		6か月	-4.94%	0.54%	-15.27%	-2.48%	-17.86%	-9.35%	-9.74%	-12.53%
		9か月	-5.50%	1.20%	-18.65%	0.78%	-22.52%	-6.25%	-5.45%	-11.16%
	(リーマン危機)	12か月	-17.54%	2.19%	-45.44%	-18.86%	-50.48%	-14.69%	-26.77%	-30.32%

背景：2007年2月に英国のHSBC銀行が米国のサブプライムローンで巨額の損失引当を積んだことが判明して以来、サブプライムローン証券へのエクスポージャーが高いとみなされた欧州の金融機関の資金調達コストが上昇していた。2007年8月にフランスのBNPパリバ傘下の運用会社がファンドの解約を凍結したことをきっかけに、欧州金融機関の資金取引全般に支障をきたす事態が発生した。

対応：パリバのファンドが凍結された8月9日当日、ECBは950億ユーロの流動性を供給。FRBも240億ドルの流動性を供給。その後8月17日FRB緊急利下げ。翌4月までの9カ月で米国政策金利は3.25%も引き下げられた。各国中銀による積極的な流動性供給と、翌3月にデフォルト懸念のあった米国大手証券ベアスターンズがFRB主導でJPモルガンに救済合併されたことで、市場には安心感が広がり世界の金融市場は一旦は小康状態となった。

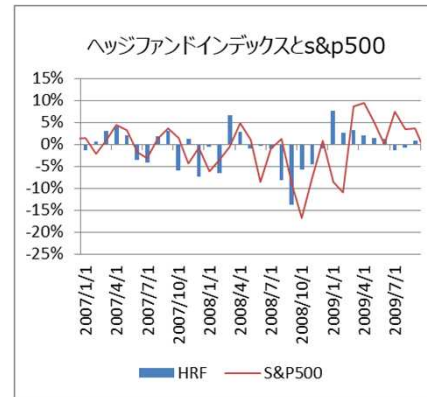


リスク管理への教訓：この期間日本の10年金利は1.6%台から1.2%台に低下し、債券投資がプラス収益になったものの、米国の6%台から2%台、ドイツの4%から3%に比べるとセーフティネットとしての役割は極端に小さい。自国債券のボラティリティが小さい市場では資産配分だけでリスク抑制を行うことは困難ということ。



イベント	期間		市場収益率							
	イベント開始	経過期間	ポートフォリオ	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	ドル円	新興国通貨	ヘッジファンド
リーマン危機	2008年9月	3か月	-13.59%	0.37%	-32.92%	-16.95%	-42.06%	-12.24%	-25.58%	-25.30%
		6か月	-15.58%	1.70%	-39.10%	-14.90%	-49.88%	-9.84%	-26.24%	-24.14%
		9か月	-9.03%	1.08%	-26.88%	-10.32%	-35.59%	-12.04%	-19.36%	-18.05%
		12か月	-5.83%	2.59%	-21.41%	-9.58%	-29.36%	-14.52%	-20.94%	-17.10%

背景：2008年9月15日、米国大手投資銀行であったリーマンブラザーズに会社更生法（チャプター11）が適用された。債券やクレジット等の取引市場の一翼を担っていた投資銀行の破たんにより、グローバルな市場取引は全て機能を停止した。レバレッジ資金を投資銀行から調達していたヘッジファンドの多くが資金調達ができなくなり、保有資産の売却を余儀なくされたものの、市場機能が停止しているため買い手を見つけることができず、多くのファンドが破たんした。

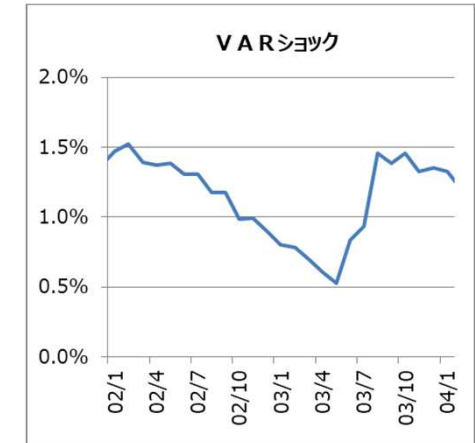
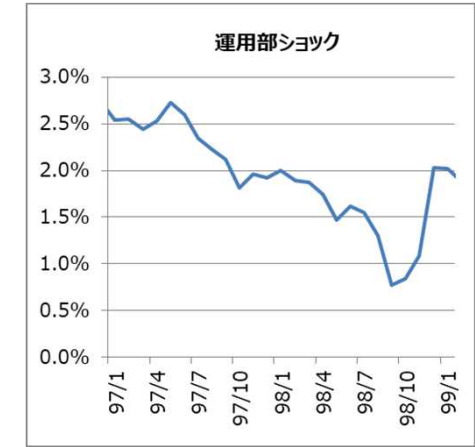
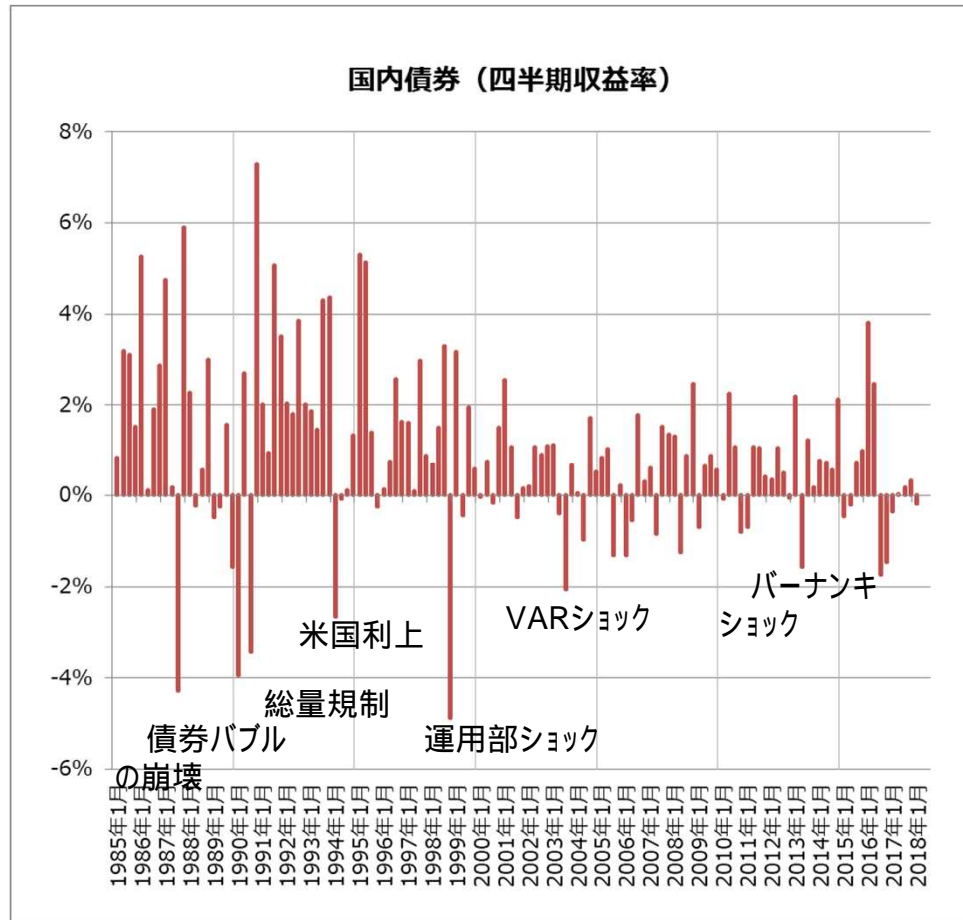


対応：他の投資銀行についても資金調達ができない状態になったことで、FRBは投資銀行が商業銀行の傘下となることを条件に、流動性を供給した。金融市場の信用収縮は、一般事業法人に対する信用収縮に繋がり、世界経済は深刻なリセッションに突入した。米国のGEといった超優良企業の短期調達金利ですら2%以上跳ね上がり、日本でも3月の期末越えでのデフォルト懸念銘柄が急増した。FRBは問題の根幹であったMBSの直接買い取りを決定。1.25兆ドルのMBSを市場から買い取った他、国債3000億ドルの買い取り等で総額1.75兆ドルの資金供給を行った。

リスク管理への教訓：当初はサブプライムローンという非常に限定的な商品での損失問題が、大手金融機関の信用収縮を通し実体経済にここまで波及していくということを誰も想像していなかった。金融取引が複雑化しておりリスクの所在が理解できなかった。バランスシート型のレバレッジに対する警戒感が小さすぎた。



国内債券のイベント



国内債券のストレスシナリオはグローバルなストレスとは分離されている。平時においては安定した市場だが投資家の投資行動が一方通行になりやすく、イベントの衝撃には弱い。



過去のストレスシナリオから見えてくること

ストレスシナリオのパターン

浅

特定の市場固有のパニックとバリエーション調整

特定の市場の急落を契機として、他の市場に売りが連鎖する

金融資産価格の下落により金融法人のバランスシートが棄損する

金融法人のバランスシートが棄損することで事業法人への信用収縮が起きる

事業法人への信用収縮により、企業収益が鈍化する

企業のリストラクチャリングにより個人消費が鈍化する

リセッション入りとなり信用不安が高まる

金融機関の不良債権が表面化しシステミックなリスクに発展する

短期の
ショック

中期の
調整

長期の
危機

深度

深

どこまでの深度となるかの見極めが必要

3. 将来のリスクシナリオの検証

足元の環境の整理

エンジン = 経済

1. 産業構造の変化を伴った、設備投資の拡大
2. 完全雇用を前提とした、消費の拡大
3. 先進国におけるインフラの耐久年数問題を前提とした、公共投資の拡大
4. 中国の景気底打ちを前提とした、資源価格の上昇
5. 資源価格の上昇を前提とした、新興国経済の安定

アクセル = 流動性

過剰流動性
財政支出

ブレーキ = 政治

1. 米国の利上げスピードの加速
2. トランプ政権の一層の混乱
3. 北朝鮮有事への懸念
4. 中東情勢の悪化
5. ブレグジット交渉の暗転
6. 安倍政権の混乱

アクセルが強すぎると経済バブルに向かう。ブレーキが強すぎるとエンストする。
但しエンジンが健全であれば、再起動は早い。
エンジンは健全か？



ご参考 トランプ政権の検証

トランプ大統領一般教書より	
2017年	国内産業振興と雇用の確保 退役軍人向けケアの拡大 インフラの再建 麻薬の撲滅と移民法の強化 規制緩和 TPP撤廃 対イラン・親イスラエル 法人税減税・中産階級減税 オバマケアの廃止 生活基盤の再建 国防費の増加と同盟国の公正な費用負担
2018年	製造業の復活と雇用創出 税制改革 医療制度改革－オバマケアの部分撤廃と薬価の引き下げ 退役軍人保障の拡大 エネルギーの純輸出 通商政策の強化 インフラの再建 移民政策と国境整備 麻薬対策・薬物依存対策 核戦力の近代化と再建 エルサレムを首都に・イランとの核合意の見直し キューバ等社会主義体制への対応の厳格化 北朝鮮への圧力

政権を超えて実現

国内製造業振興・エネルギーの自立・法人税減税
 国防費の強化・通商政策強化・イラク帰還兵のケア

政権後の変化

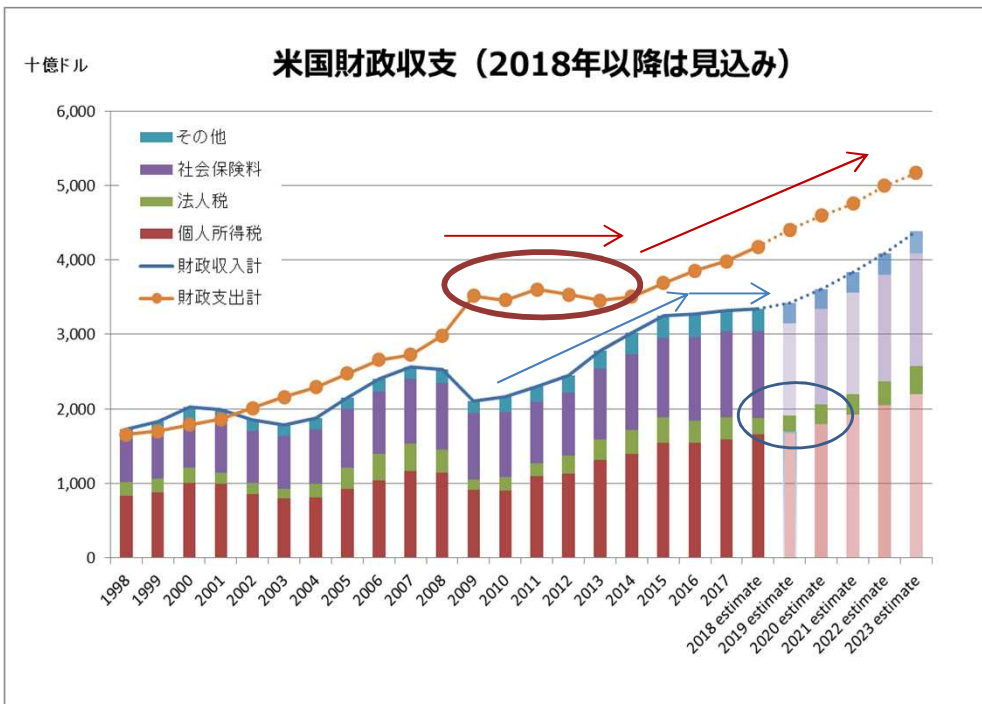
移民政策と治安維持・規制緩和・非核から核へ・インフラ強化
 反イスラム親イスラエル・対北朝鮮

オバマ大統領一般教書より	
2009年	デジタル通信網による商業化 クリーンエネルギーの活用
2010年	エネルギー産業の革新 国家輸出計画イラクからの撤退 医療保険改革
2011年	金持ち優遇の廃止 既存のエネルギー産業との決別 技術革新 輸出倍増
2012年	ウォール街の生前遺言書 製造業を呼び戻す原油開発の解禁
2013年	製造業減税と富裕層課税 Made in Americaの製造業革命 軍事技術と製造業との技術開発協力 人の脳のマッピング
2014年	原油の純生産国中国から生産を取り返す 必要最小限の派兵
2015年	貿易のルールを作るのは中国ではない 石油ガスの生産世界一軍事力と強い外交 米国の科学が世界を牽引宇宙計画の再活性

ご参考 トランプ政権の検証

	2016年		2017年		2018年予算		16年対比18年	
	億ドル	比率	億ドル	比率	億ドル	比率	億ドル	比率
社会保障・健康・福祉関連	20,798	50.8%	21,176	50.2%	22,136	49.8%	1,339	-1.02%
防衛関連	6,815	16.6%	6,845	16.2%	7,594	17.1%	779	0.43%
利払い等	5,261	12.9%	5,464	13.0%	6,067	13.6%	806	0.79%
商業・農業関連	1,473	3.6%	1,379	3.3%	1,558	3.5%	84	-0.10%
労働関連	1,327	3.2%	1,356	3.2%	1,392	3.1%	65	-0.11%
環境エネルギー関連	346	0.8%	340	0.8%	362	0.8%	16	-0.03%
教育・研究	1,027	2.5%	1,376	3.3%	905	2.0%	-122	-0.47%
司法関連	414	1.0%	430	1.0%	519	1.2%	106	0.16%
国土運輸関連	1,048	2.6%	1,349	3.2%	1,346	3.0%	298	0.47%
その他	691	1.7%	709	1.7%	818	1.8%	127	0.15%
退役軍人省	1,740	4.3%	1,761	4.2%	1,768	4.0%	28	-0.27%
合計	40,940		42,184		44,465		3,525	

米国2017			
純輸出	億ドル	純輸入	億ドル
航空機・ロケット・その関連部品	957	電機・電子機器	-1,825
小麦・種・果物 等	209	車・車両 等	-1,645
シリアル	160	機械、原子炉、ボイラー等	-1,475
その他化学製品	127	鉱物燃料・原油・精製油等	-662
肉	100	家具、照明、看板、プレハブ	-565
綿	82	医薬品	-514
動物用飼料・食品廃棄物	53	その他一次産品	-466
プラスチックとその製品	51	服飾品主にニット	-431
木材パルプ・セルロース材料	49	服飾品除くニット	-356
石鹸・歯磨き粉等	48	おもちゃ・ゲーム・スポーツ用品	-258



オバマ政権下での支出抑制策からは大きく転換。一方で景気拡大に伴い伸びてきた法人税については、今回の税制改革により減収となる見込み。オバマ政権時の負の遺産となった社会保障費についての削減効果は限定的で、米国長期金利が上昇傾向にあるため利払い費も増加。米国の財政収支は悪化傾向が予想される。

一方で貿易収支については、燃料原油の収支がまだプラス転換まではいかず、電機・車の輸入超の状態に大きな改善はみられない。



短期決戦型のトランプ政権には焦りがでてくる



経済バブルに発展する可能性

バブルの条件

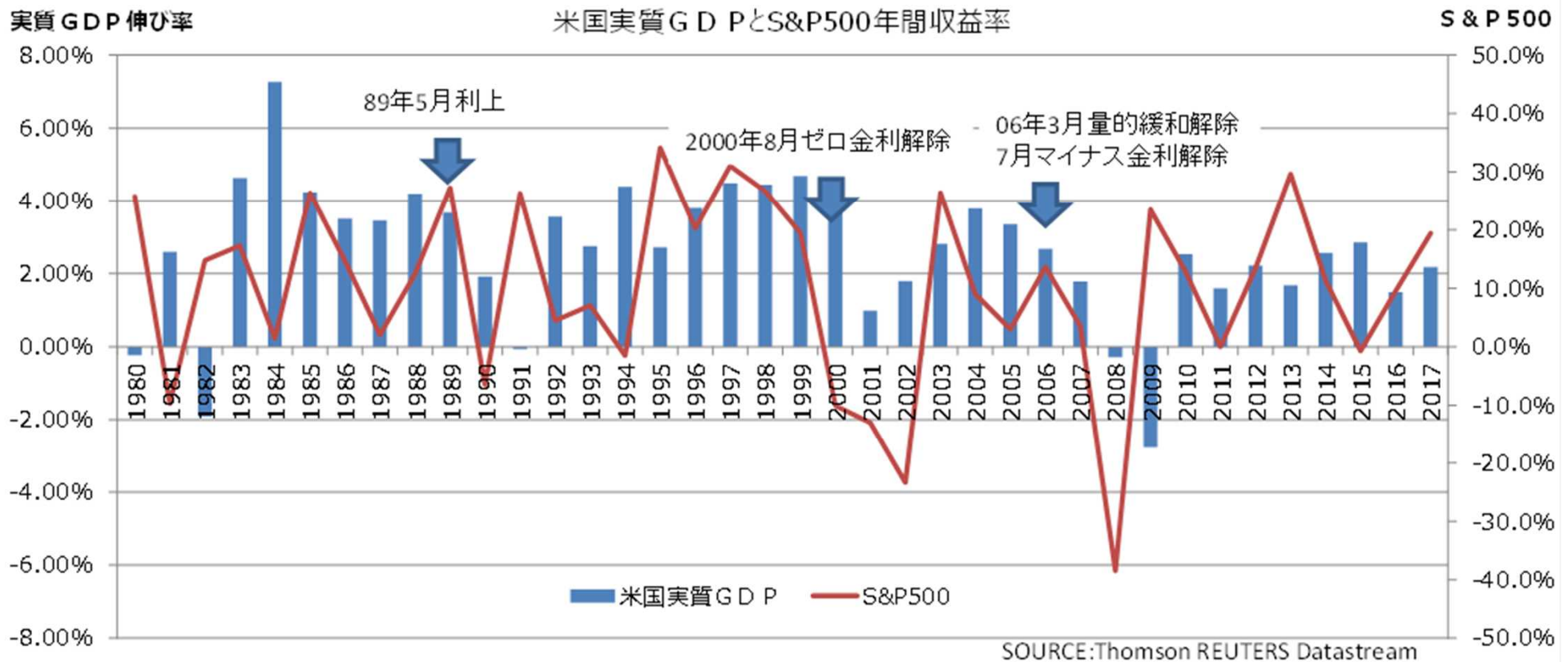
- | | | | |
|----|---|-----|--------------------|
| 1. | 実需で吸収しきれない流動性があるか？ | YES | 欧州・日本からの流動性供給は継続中 |
| | 円高不況後の日本
SL危機後の米国
9.11、会計不正後の米国
資源価格高騰で潤った中国 | | |
| 1. | 資金が集中する特定のテーマがあるか？ | YES | AI.ロボット革命。バイオ素材革命。 |
| | NTTの売り出し
IT革命
米国の住宅市場
バイオベンチャー | | |
| 3. | バリエーションの基準が定まっていない市場の存在 | YES | 仮想通貨プラットフォーム |
| | 日本の不動産
ドットコム市場
証券化商品
ベンチャー | | |
| 4. | 実は施政者側も歓迎しているか？ | YES | 日米の政治家はインフレを望んでいる |
| | 施政者は仕掛けることはできるが止めさせることはできない | | |



足元の潜在リスク

➤ 日銀金融政策の正常化判断

過去3回の日銀の政策変更タイミングはいずれもグローバルな景気後退の直前最後の蛇口である日銀が閉めたとき、過剰流動性相場は本格的に終焉する？

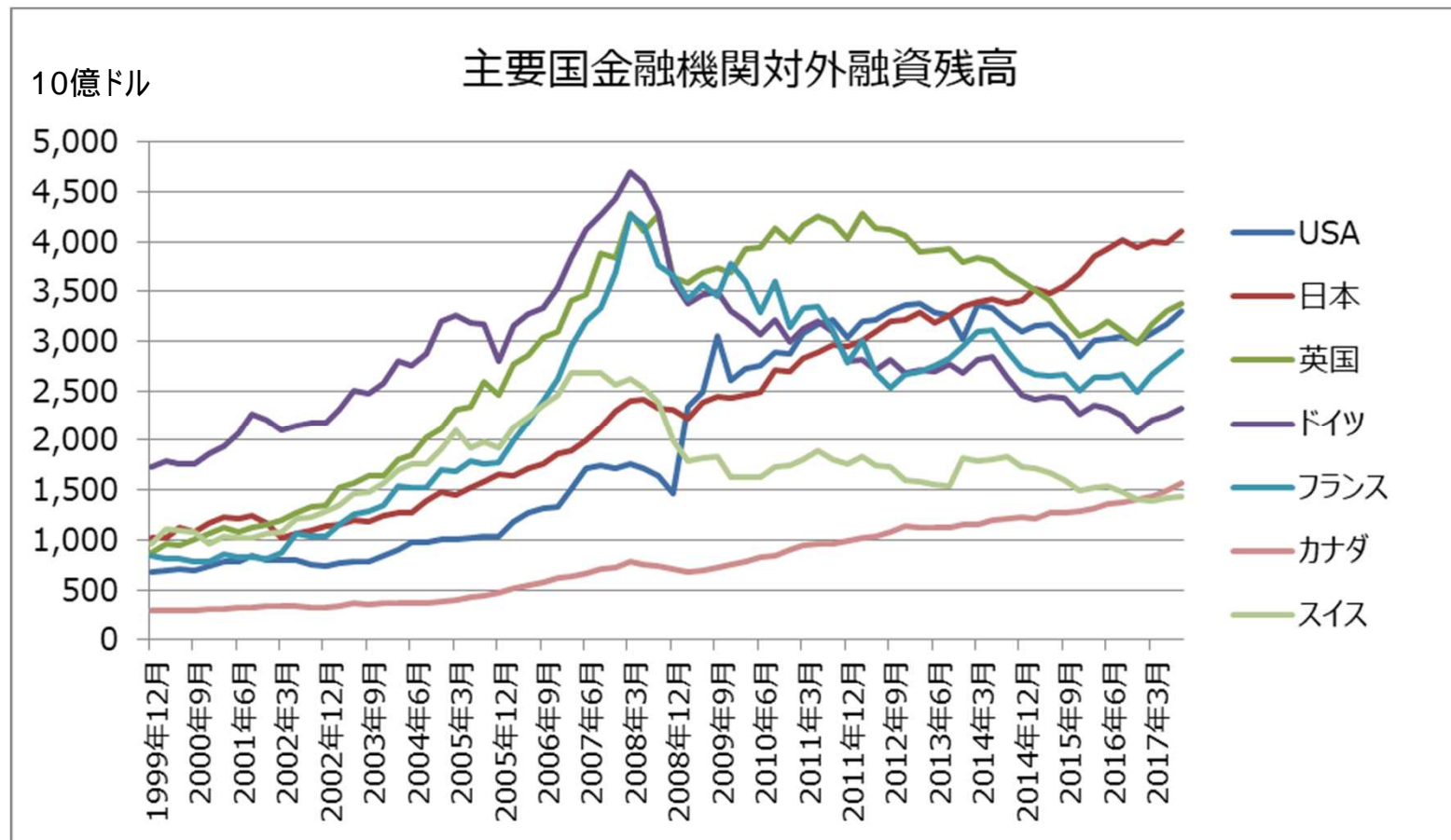




足元の潜在リスク

➤ 邦銀の対外投融資残高

サブプライムショック時には、欧州金融機関の対外融資残高が急伸する一方で邦銀残高は低位だった。足元においては邦銀残高が急伸している。次のバブル崩壊時でダメージを受けるのは邦銀？

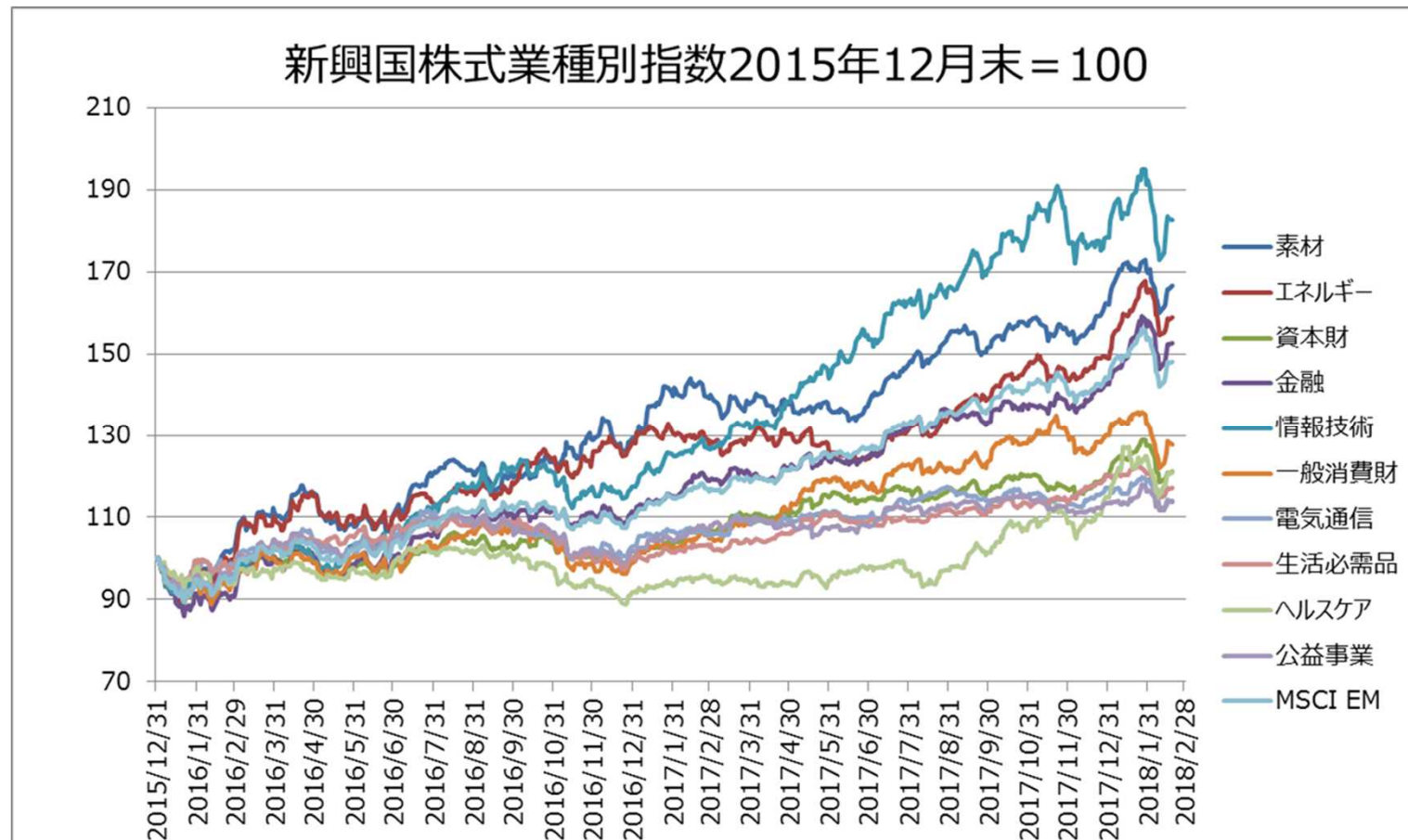




足元の潜在リスク

➤ エマージング諸国のIT熱の高まり

今回のIOT革命は先進国より中国やその他新興国での浸透度が早い。技術革新のスピードが速くこれから幾つものエラーや毀損が発覚する。その際ダメージが大きいのは基礎体力の小さい新興国



足元の潜在リスク

➤ プラットホームの寡占化によるシステミックリスク

現在の産業改革は、特定の情報産業のプラットフォーム上に形成されている。プラットフォーム会社の一部は中国企業の進出が目覚ましい。プラットフォームそのものの信頼性が毀損すると衝撃は計り知れない

2018年2月28日		
		時価総額 (億ドル)
1	アップル	9037
2	アルファベット	7678
3	アマゾン	7321
4	マイクロソフト	7220
5	テンセント	5220
6	フェイスブック	5180
7	バークシャー	5108
8	アリババ	4708
9	JPモルガン	3963
10	中国工商銀行	3782

2016年ランキング				2009年ランキング			
1	Apple Inc.	米国	27	1	EXXON MOBIL CORP	米国	
2	Alphabet Inc	米国	19	2	SCA HYGIENE PROD	ドイツ	
3	Microsoft Corporation	米国	5	3	WAL-MART STORES	米国	
4	Berkshire Hathaway Inc.	米国	12	4	IND & COMM BK -A	中国	
5	Amazon.com, Inc.	米国	NA	5	MICROSOFT CORP	米国	
6	Facebook Incorporation	米国	NA	6	AT&T INC	米国	
7	Exxon Mobil Corporation	米国	1	7	PETROCHINA CO-H	中国	
8	Johnson & Johnson	米国	8	8	JOHNSON&JOHNSON	米国	
9	JPMorgan Chase & Co.	米国	24	9	ROYAL DUTCH SH-A	オランダ	
10	Wells Fargo & Company	米国	45	10	PROCTER & GAMBLE	米国	
11	General Electric Company	米国	21	11	CHEVRON CORP	米国	
12	AT&T Inc.	米国	6	12	BERKSHIRE HATH-A	米国	
13	Tencent Holdings Limited	中国	NA	13	CHINA CONST BA-H	中国	
14	Bank of America Corporation	米国	76	14	IBM	米国	
15	IND & COMM BK -A	中国	4	15	BP PLC	英国	
16	China Mobile Limited	香港	NA	16	VOLKSWAGEN AG	ドイツ	
17	Royal Dutch Shell Plc	オランダ	9	17	BANK OF CHINA-H	中国	
18	Procter & Gamble Co	米国	10	18	TOTAL SA	フランス	
19	Samsung Electronics	韓国	NA	19	GOOGLE INC-CL A	米国	
20	PetroChina Co Ltd	中国	7	20	PETROBRAS-PREF	ブラジル	



4 . リスクシナリオへの対応

短期のショックと中期の調整に耐えるために

ポートフォリオ全体での標準偏差管理を徹底する
リスクパリティ型戦略・リスク抑制戦略

資産ごとのバリエーション調整を徹底する
アクティブな銘柄選択・資産アロケーション戦略・ロングショート

単一のリスク管理手法に依存しない
ストップロスを定量化すると参加者の売却タイミングが一致する

一次ショックで下落幅の小さかった資産を増やさない
二次災害を防ぐ 不必要な流動性リスクを取らない

ショックが危機に繋がる可能性について検討を始める
ショック時に売却が不可能となる資産の洗い出しを行う



長期的な危機への心構え

売却が必要な資産の洗い出しと流動性の確認
危機になる前に流動性の乏しい市場からは逃げる

保有戦略の潜在レバレッジの確認
委託先商品の中にあるレバレッジの推移をモニタリングする

より安全なものへのシフト、ではなく、保有リスク資産の売却で対応
危機時にはヘッジ取引や定量モデルでのリスク管理は機能しない
最大のヘッジは現金化。

値ごろ感での投資はしない
危機は回復までの期間が長い。戻り始めてからの投資で充分

急反発に備える
デリバティブを使ったヘッジはしない。政府の方針には逆らわない。



5 . まとめ

- バランスのよいポートフォリオを保有することが最大のリスクヘッジ
- バランスとは、資産のバランスであり、リスク管理手法のバランスでもある
- 極端な信用収縮を伴わない市場のショックであれば、長くても半年でファンダメンタルズに回帰する
- ショックの際に動じることなく、資産を保有し続けることができるかが、中長期のポートフォリオにおいては重要な意味を持つ
- 次の信用収縮を伴う危機があるとすると、实体经济への影響はリーマン時よりも「浅く長くなる」可能性がある
- 一瞬円高になった後は、邦銀の信用リスクと日本の信用リスクが同期した円安？日本については2002年の円高不況後の格下げ相場の再来、も...



- 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。
- 「FTSEグローバル債券インデックス」(WGBI指数)はFTSE International Ltd.が作成、公表しており、著作権はFTSE International Ltd.に帰属しています。FTSEは当資料に掲載されたWGBI指数およびWGBI指数に基づいて計算されたいかなるデータに関しても、明示的にも暗黙にも正確性、完全性、信頼性、有用性の保証を表明するものではなく、それらについて一切の責任を負いません。WGBI指数のデータの再配布や、他のインデックス、有価証券、金融商品の基準として使用することを禁止します。当資料はFTSEによって承認、審査、作成されたものではありません。
- 「NOMURA-BPI(総合)」は野村證券株式会社が作成している指数で、当該指数に関する一切の知的財産権とその他一切の権利は野村證券株式会社に帰属しています。
- 「TOPIX」は株式会社東京証券取引所の知的財産であり、当該指数に関する一切の知的財産権とその他一切の権利は株式会社東京証券取引所に帰属しています。
- 「MSCI」はMSCI Inc.の知的財産であり、当該指数に関する一切の知的財産権とその他一切の権利はMSCI Inc.に帰属しています。
- 「S&P500指数」はS&Pダウ・ジョーンズ・インデックスの知的財産であり、当該指数に関する一切の知的財産権とその他一切の権利はS&Pダウ・ジョーンズ・インデックスに帰属しています。

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2429号 一般社団法人日本投資顧問業協会