



## 第2部

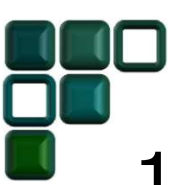
### 「環境激変時のリスク管理

#### — 新たな時代に適応したリスク管理を考える」

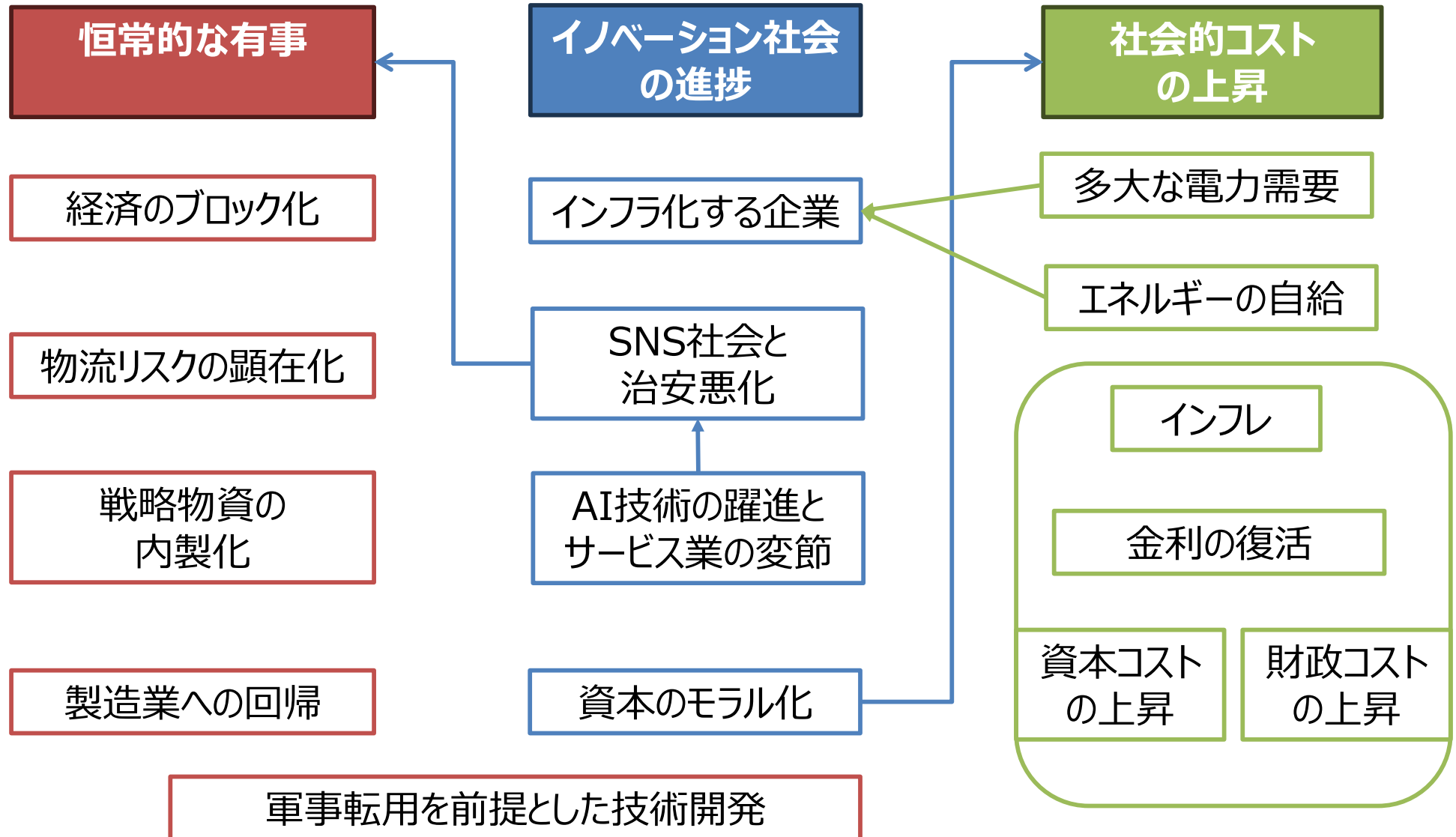
寺本 名保美

株式会社トータルアセットデザイン

代表取締役

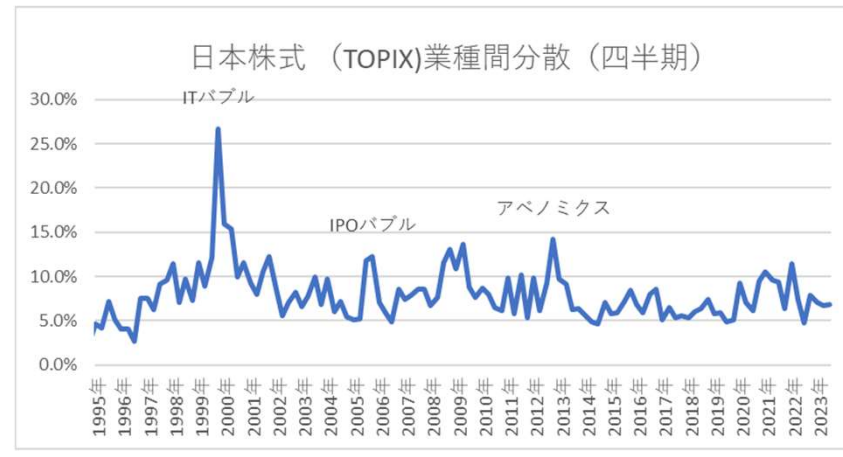
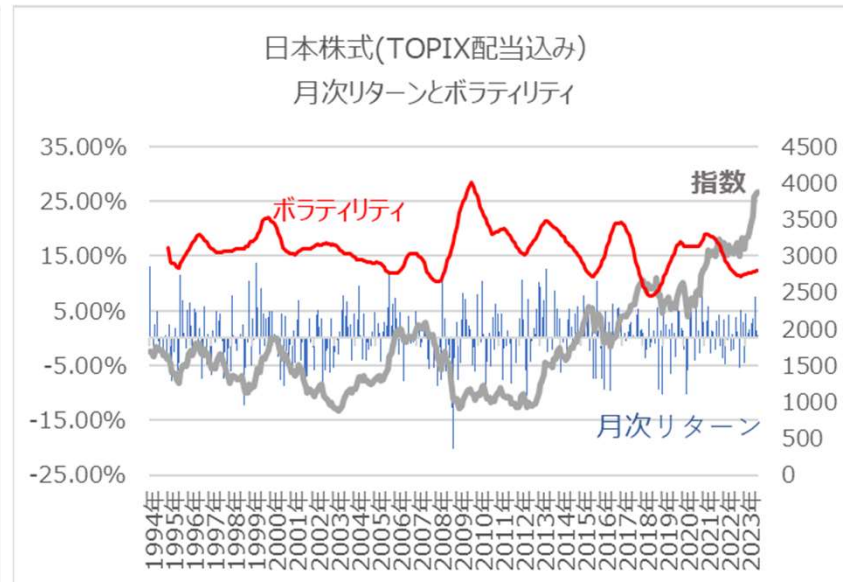
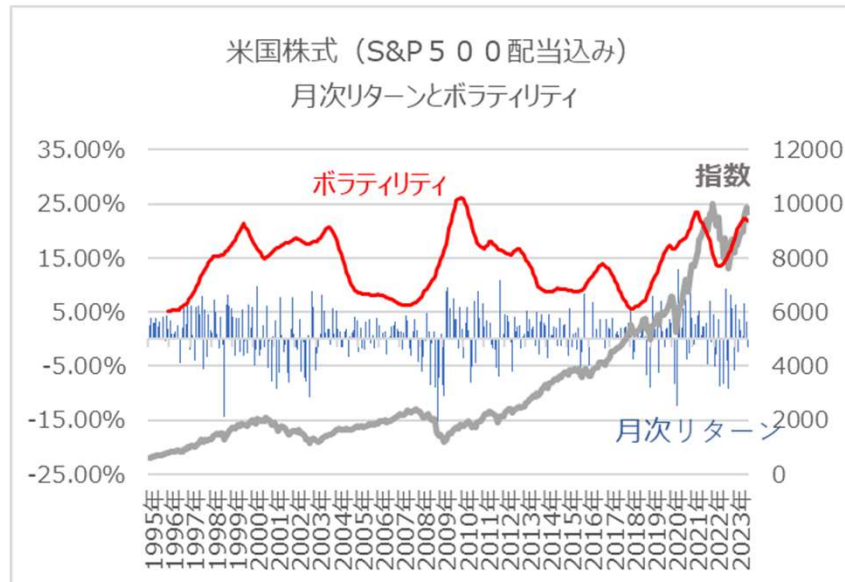


# 1. 環境の確認





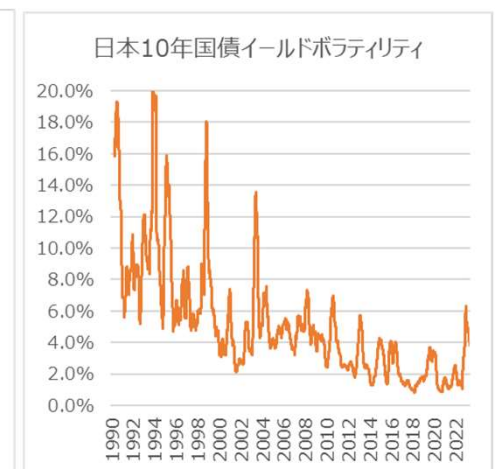
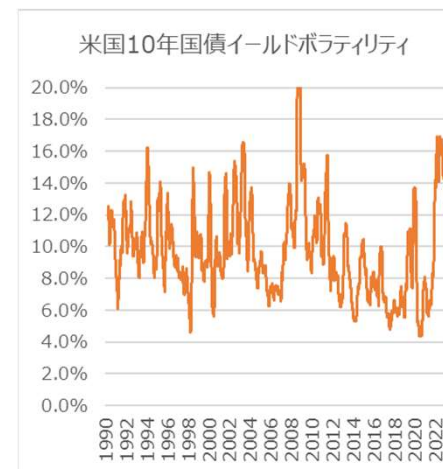
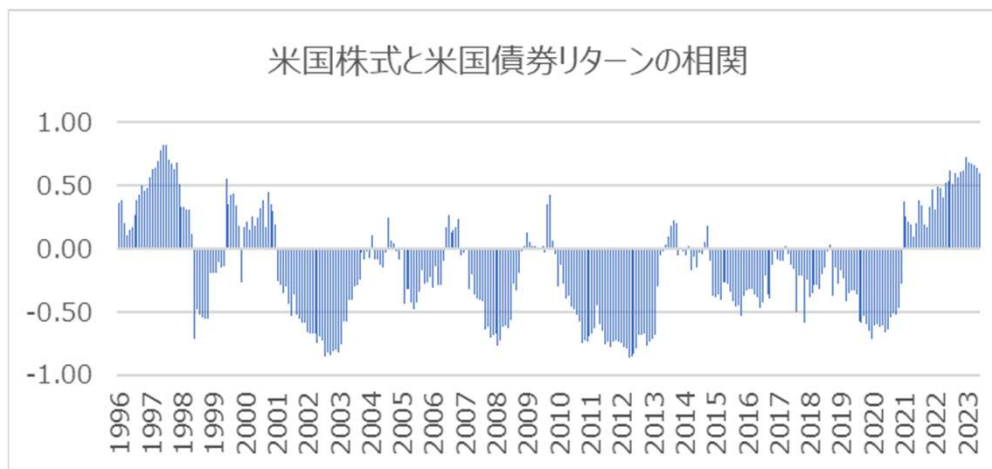
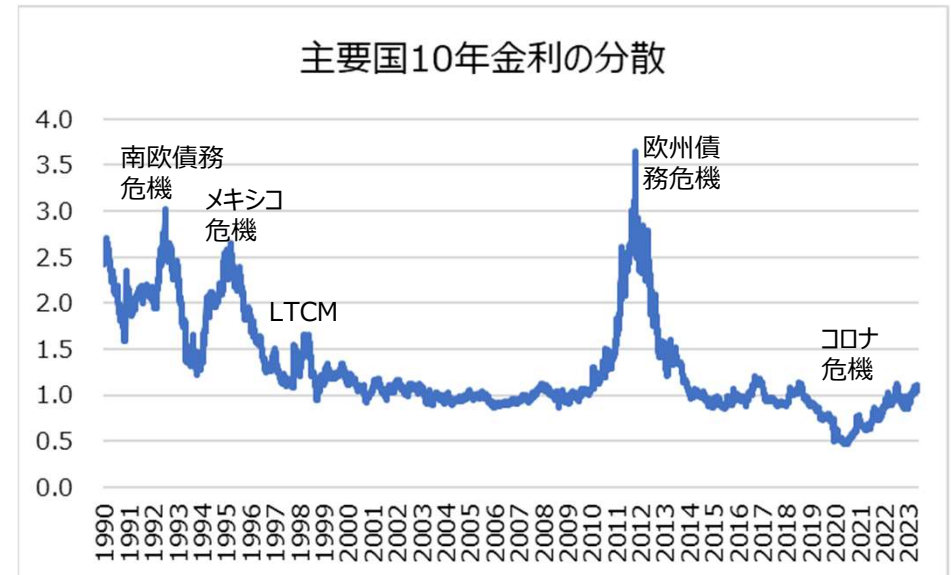
## 2.市場の変化 - (1) 株式市場



米国株式は2007年から2009年までの3年間の高ボラティリティ局面を挟んだ2003年から2019年までの長い適温相場が終了。ボラティリティを伴った上昇相場局面に入っている。

日本株式は周期的なテーマ型相場を繰り返しながらボラティリティだけが低い低迷相場が終了。ボラティリティを下げながらの上昇相場局面に入っている。

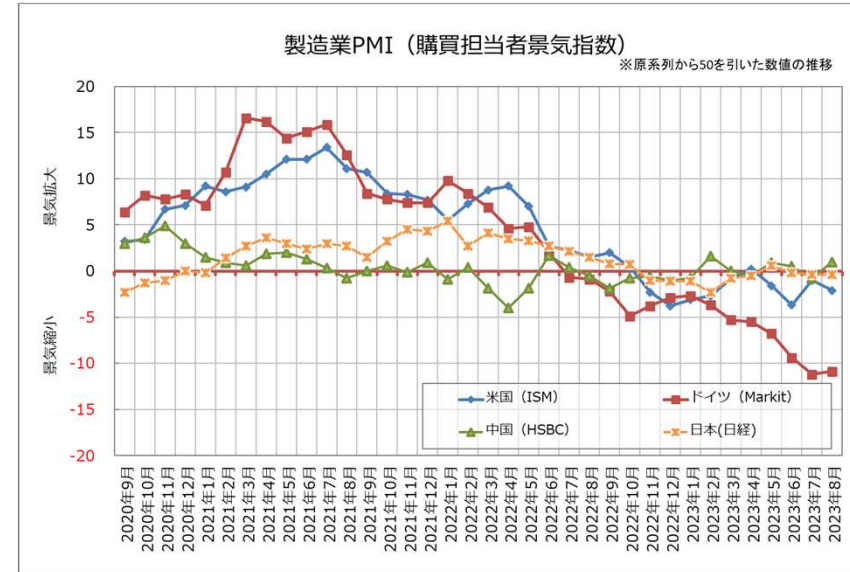
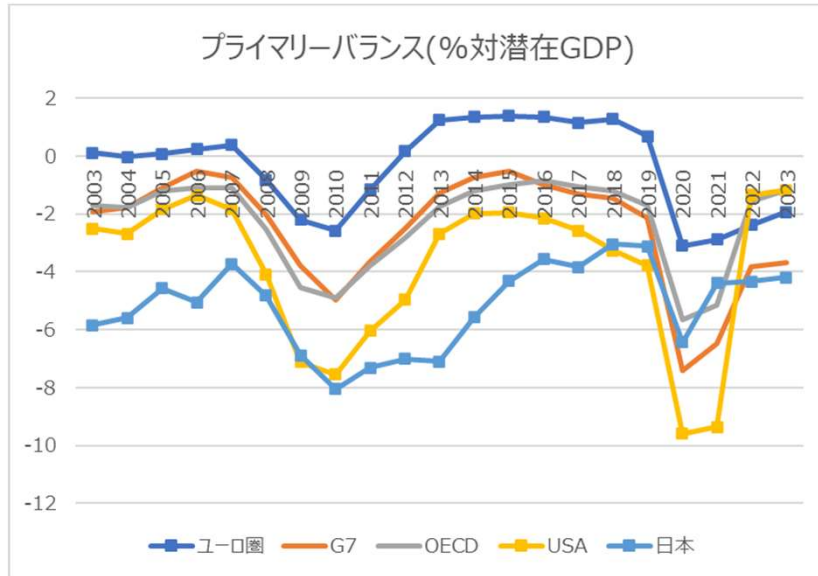
## 2.市場の変化 – (2) 債券市場



特定の地域に起因するショック時を除くと主要国の国債金利の分散は略上下1%内外に収斂する傾向がある。コロナ危機後に主要国全ての国の金利が0%台に入ったことは極めて異例。この異例な世界的な低金利からの正常化過程において、金利のボラティリティは上昇し、株式との相関は長期にわたって正の極に位置している。

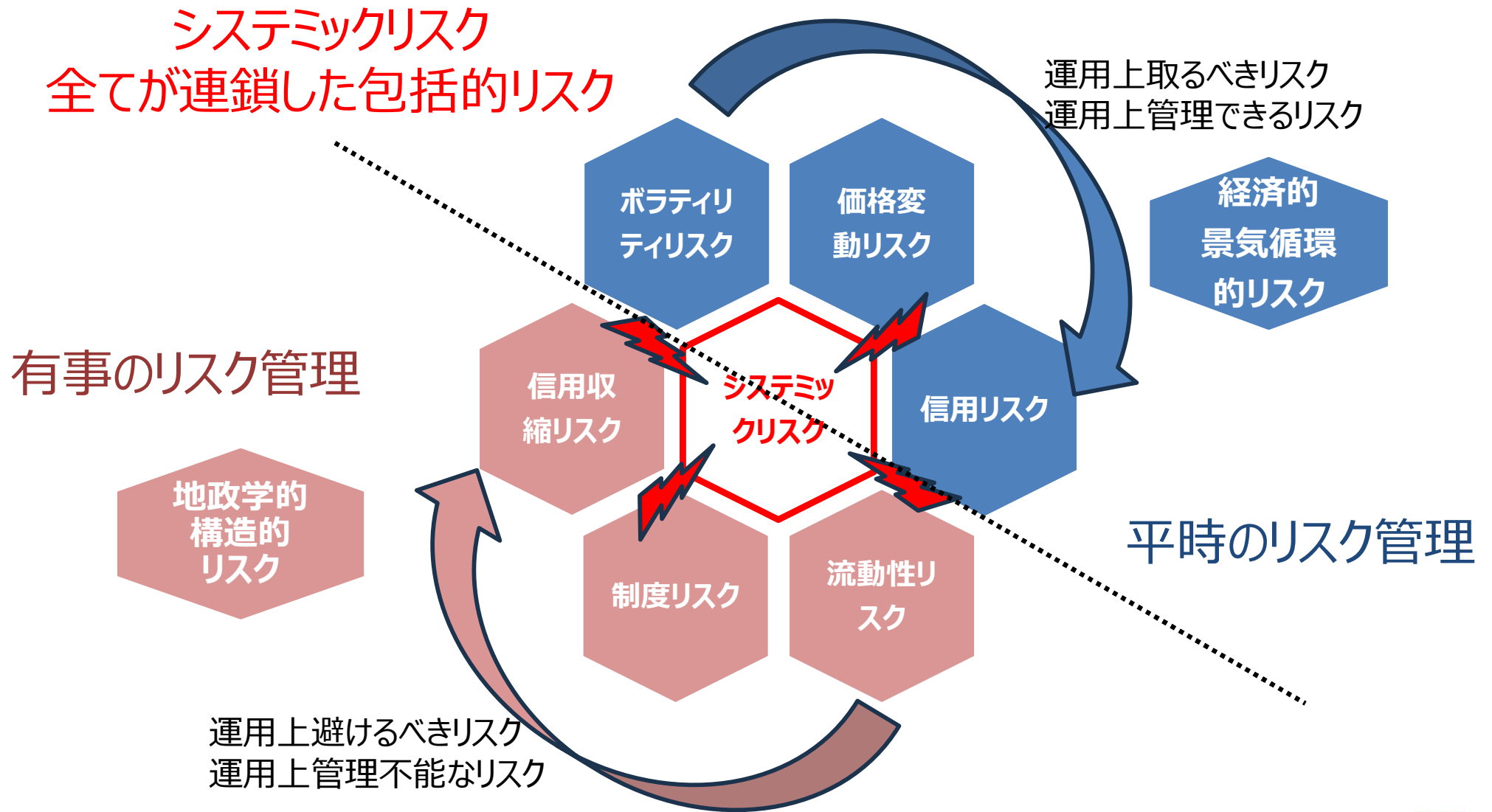


## 2.市場の変化 – (3) プライマリーバランスと為替市場



プライマリーバランスにおいて優等生だった欧州が、対潜在成長率ベースでもマイナスに転落。米国に逆転された。ドイツの景況感も悪化の一途をたどっている。一方で為替市場ではユーロの投機的なロングポジションが解消されてない。対円でみればドルはロングだが、対ユーロで大きくショートとなっており全体ではドルショート。2007年のサブプライムショック前のポジションと近似。

### 3. リスクの全体像 — (1) システミックリスク





### 3. リスクの全体像 — (2) 平時のリスク

- ボラティリティリスク
  - ポートフォリオ全体での収益の振れ幅。
  - 上振れと下振れの幅は原則としてイコール。
  - 期待リターンに見合った適正なボラティリティを意識する。
- 価格変動リスクー損失リスク
  - 取返しのつく損失と取返しのつかない損失。
  - 許容できる損失幅と許容できない損失幅。
  - ポートフォリオ内での戦略的意味、財務体力、会計制度を意識した個別管理が必要。
- 信用リスク
  - 超過収益の源泉としてのクレジットと意図しないリスクとしてのクレジット。
  - 目に見えている信用リスクと隠れている信用リスク。
  - 意図的にとっていない信用リスクは平時であっても極力排除。



### 3. リスクの全体像 — (3) 有事のリスク

#### • 流動性リスク

- 市場が閉鎖される→IPO市場が止まった。某国の取引所が休場となった。
- 市場の売買量が低下してしまい量が捌けない→小型株ファンドのパフォーマンスが急激に悪化した。
- 評価価格と売却価格との乖離が非常に大きい。
- 保有資産に買い手が見つからない。

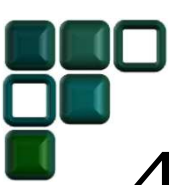
#### • 制度リスク

- 取引規制が強化される→空売り制限。信用取引制限。外貨持ち出し制限。
- 取引に必要なとされる担保掛目が大幅に低下する。
- 国の関与によって取引の停止や強制的な元本の減価が行われる。

#### • 信用収縮リスク

- 金融機関同士での与信が悪化し、調達コストが跳ね上がる。→ドルプレミアムの急騰。金融機関CDSの急騰。
- 一般事業法人向けの短期の与信も急激に悪化する。
- 与信がないので物流も止まる。
- 事業法人同士の与信も止まり、経済が止まる。





## 4. リスク管理の全体像

### 平時のリスク管理

#### 定量管理→ボラティリティアプローチ

収益の振れ幅の管理。

収益目標を達成するにあたっての確からしさを高めるための管理。

運用効率を高めるための管理。

既にある結果を基にした管理（分析）。

### 有事のリスク管理

#### 定性管理→シナリオアプローチ

最大損失の管理。

運用の継続性を担保するための管理。

運用の不確実性に備えるための管理。

将来の可能性を基にした管理（アート）。



## 5. 平時のリスク管理

### (1) 定量管理の基本

#### ①基準を定める

許容リスクと目標収益率。

#### ②計測する

管理できるのはリスク量。リターンは結果。

#### ③判断する

判断できるための建付を事前に用意する。

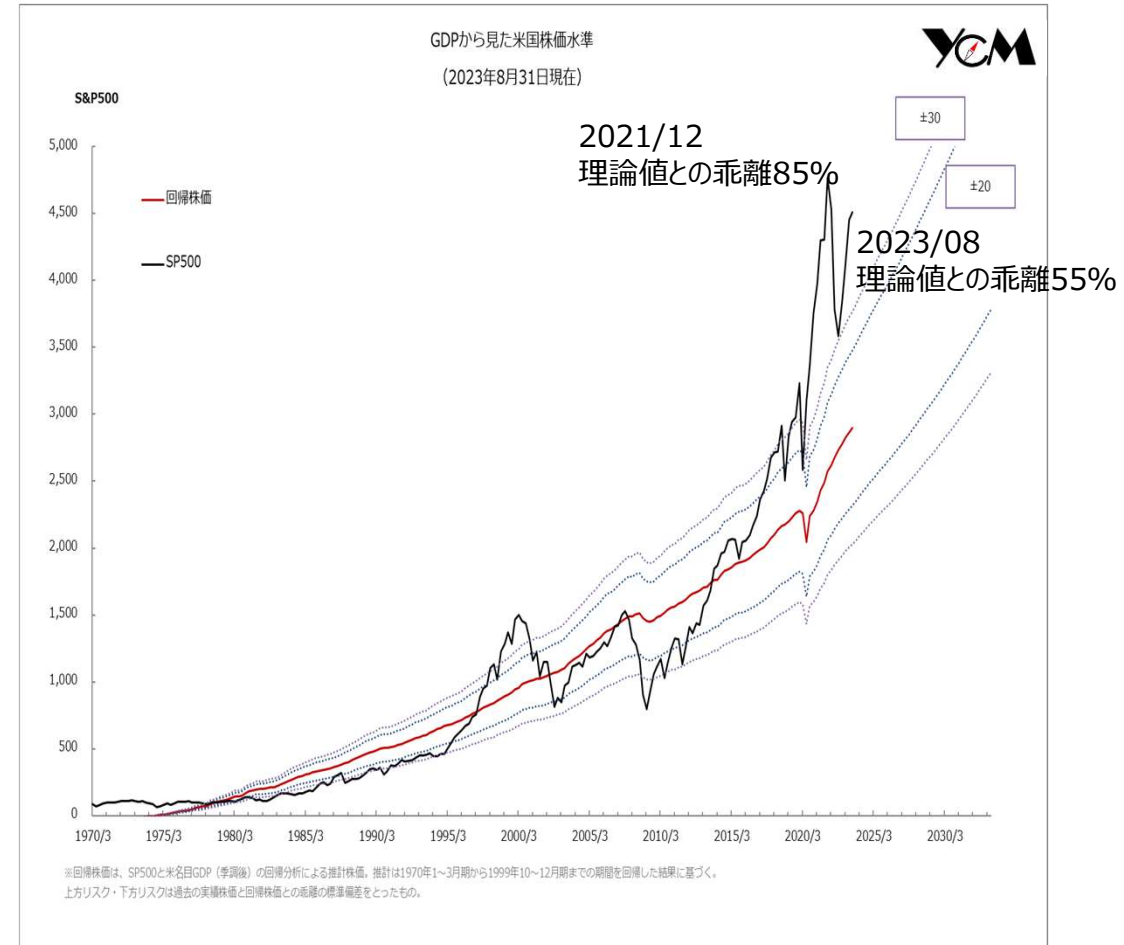
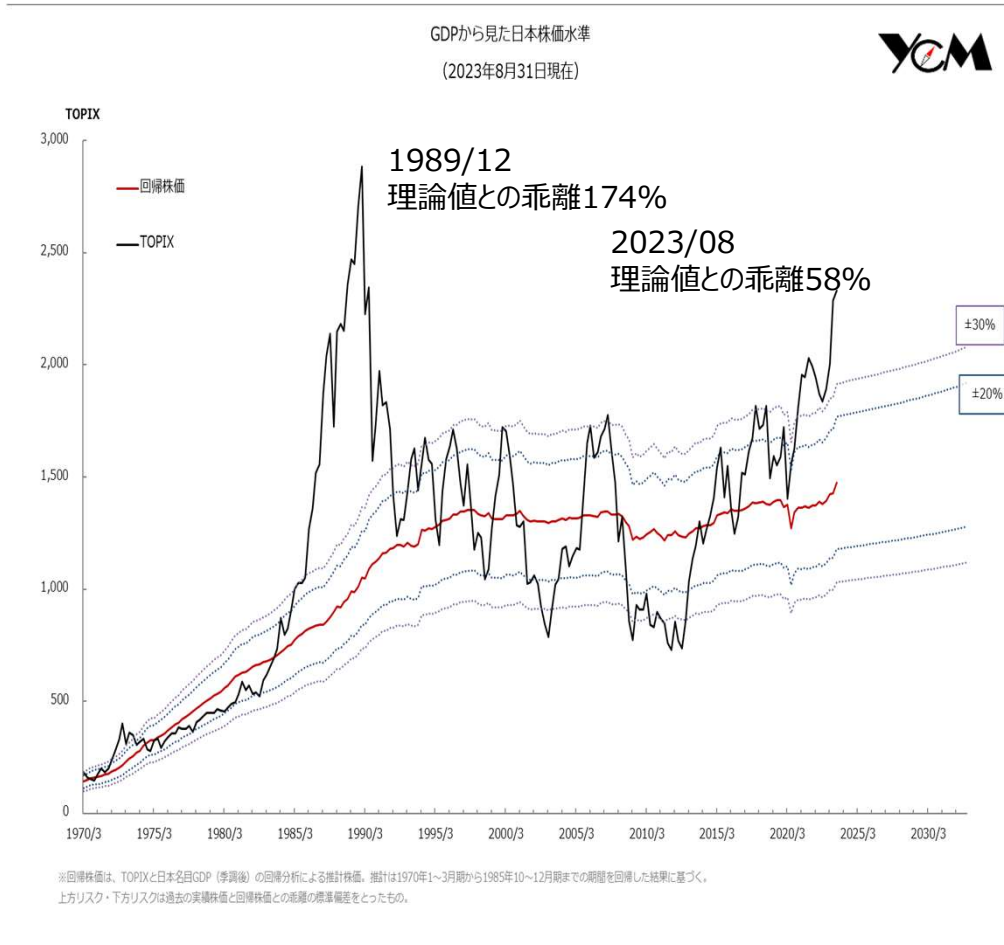
#### ④行動する

一度決めたらタイミングは計らない。

- 意思決定のプロセスから極力ストレスを排除する。
- 一貫した再現可能な軸を定めておく。



## (2) 軸の一例

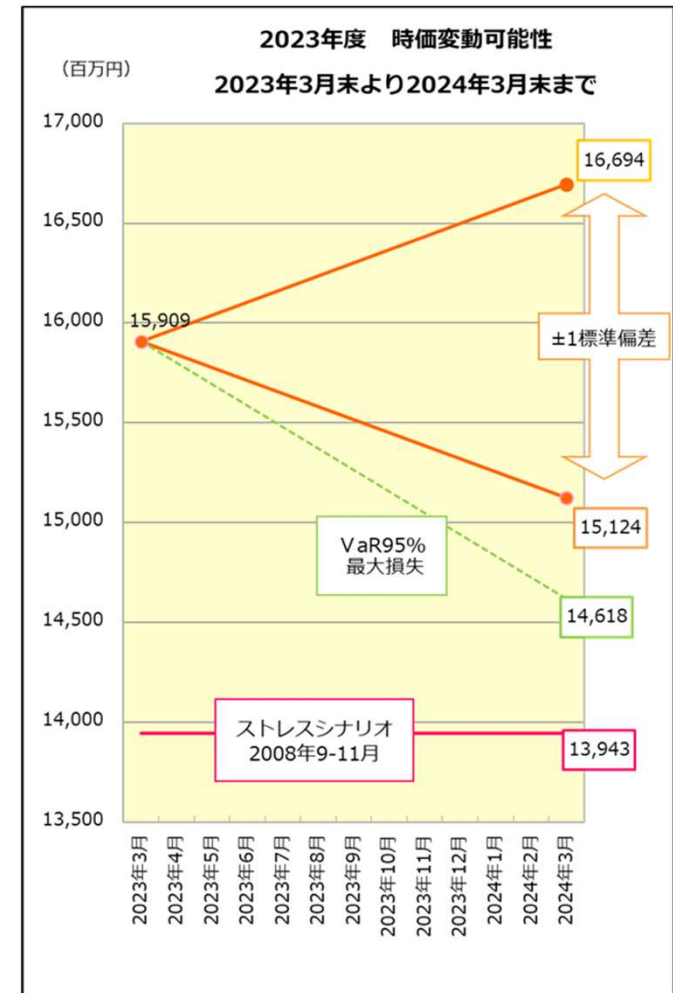
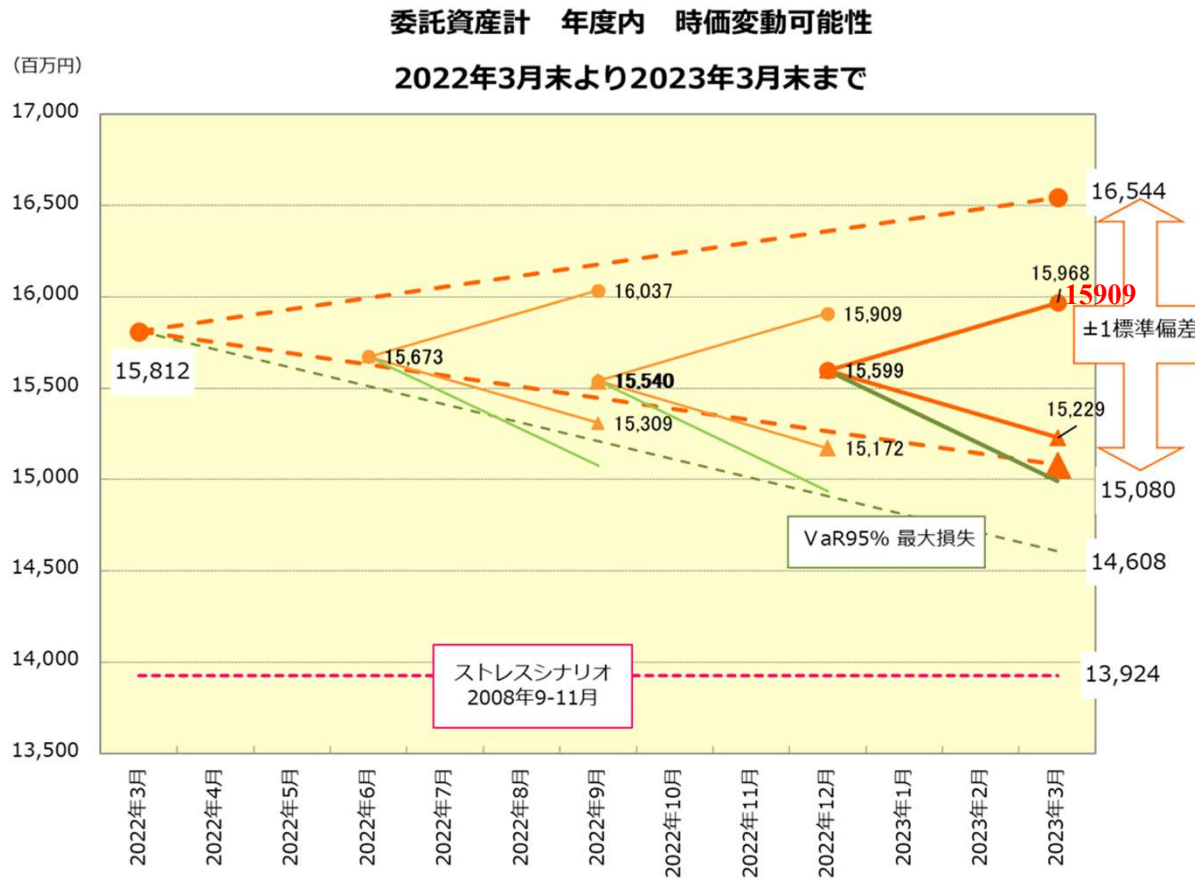


弊社のイールドカーブモデルによるTOPIXとS&P500の理論値。 YCM

足元の水準は日米共に理論値との乖離は55%程度。89年代の日本株の乖離174%や2021年末の米国の乖離85%と比べると過熱の度合いは低い。



### (3) 計測の事例



期初に保有ポートフォリオの時価の振れ幅を計測。四半期毎に確認。期初の想定値より大きく乖離した場合は原因を確認。リバランスの是非を検討。

年間の想定損失幅が、損失許容金額の範囲内か？（過剰リスクになっていないか？）

想定上限が目標収益を超えているか？（過少リスクになっていないか？）



## (4) 定量判断の落とし穴

### ① 過去データへの依存

今は過去の延長線上にあるか？

リーマンショック後のディスインフレ経済下の市場データの有効性は？

イベントによってスパイクしたデータをノイズとして除去すべきか？

### ② 非流動性資産における定量リスクの計測

時価の変動がない≠価値の変動がない。

現金化できない仮想利益によるポートフォリオ時価の変動。

### ③ 反映されないレバレッジポジション

リターンのボラティリティだけで管理をするとレバレッジ部分が過少評価。

### ④ 定量判断の基準は市場参加者に共有される

リスク回避の投資行動が画一的になりやすい。



## 6. 有事のリスク管理

### (1) 定性管理の基本

#### ① シナリオを作る

過去の有事をベースにする。  
将来の有事をシミュレーションする。

#### ② 備える

保険を買う。  
時間を買う。  
実行性のある投資行動をシミュレーションする。

#### ③ 判断する

組織決定が間に合わない場合のプロセスを決めておく。  
逸失利益より損失回避を優先。

#### ④ 行動する

決めたら即動く。





## (2) シナリオ作りの基本

### ①何をもって有事とみなすか

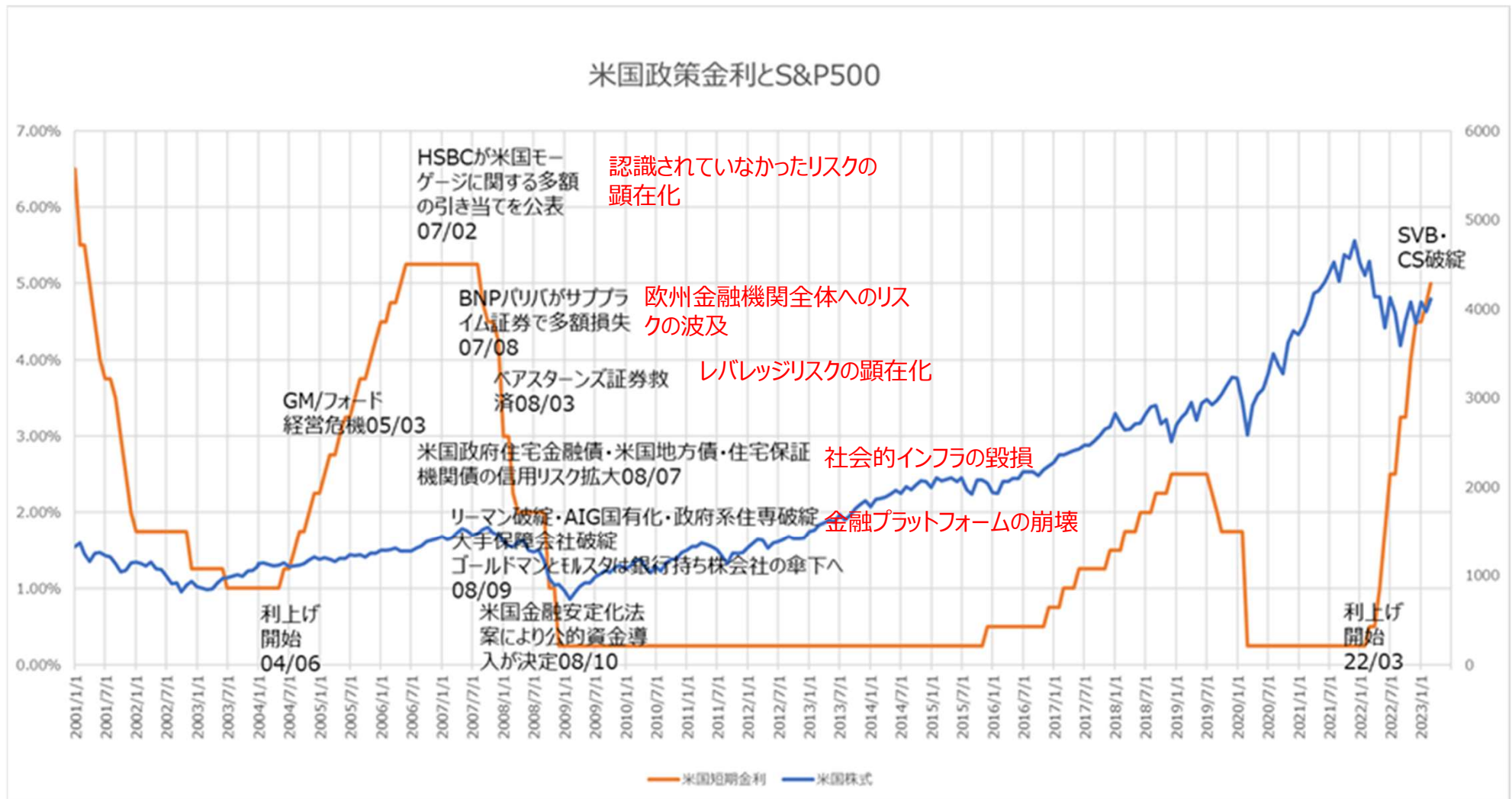
株式市場の3割下落は有事か？ 大手企業の破綻は有事か？  
米国のデフォルトは有事か？  
一つのイベントが局所的なリスクで終わるなら有事ではない。  
イベントが連鎖して拡大する可能性を精査する。

### ②イベントが連鎖するのはどういう時か

震源地が**社会的インフラ**を担っている場合。  
震源地周辺に**レバレッジ**が掛かっている場合。  
事前に全く認識されていない突発的な事象によって政府中銀の対応が後手に回る場合。（**織り込まれていない潜在リスク**）



### (3) 過去から将来をシミュレーションする



2007年からの金融危機において、どのタイミングで有事を認識すべきだったのか？



## (4) 備える

### ① 保険を持つ

VIXのロング CTA

(過去の実績ではなく、論理的に意味を持つ保険か?)

ポートフォリオインシュアランス

(費用対効果は検証できるか?)

ヘッジポジション

(逆張りの損失は維持可能な範囲か?)

### ② 時間を買う

高度に分散されたプライベートエクイティ

(投資期間の分散・回収期間の分散・投資対象のライフサイクルの分散)

### ③ 実行性のある投資行動をシミュレーションする

現金化に必要な手続き

現金化の障害となるプロセスの排除

平時における最大損失の管理



## (5) 判断する

- ①局地的なイベントで終わるか？
- ②イベント発生後の処理は論理的に進行しているか？
- ③デレバレッジが起きていないか？
- ④パニックは発生していないか？
- ⑤どこかに違和感はないか？？？



## (6) 行動する

- ①行動（売却）の理由を明確にする。
- ②タイミングは選ばない。
- ③再投資の基準は価格ではなく、事象。
- ④再度リスクを下げる局面について議論する。
- ⑤ヘッジポジションは深追いしない。



## 7. まとめ

- 社会も企業も人も変化の時代。経済も市場も、短期的な振れ幅は大きくなり、イベントリスクの頻度も上がる。
- 環境変化により、金融市場の継続性は失われている。過去データは前提を確認しながら使用する必要がある。
- 平時の定量管理は有事の定性管理のための地ならし。定期的な定量管理で無駄なリスクを排除することで、有事に慌てない耐性を作る。
- 有事の判断で最も重要なことは「違和感」。平時の状態を理解することが、有事での迅速な判断に繋がる。
- 好環境に隠れた潜在リスクを常に探すことがシナリオ作りの基本。
- 逃げ道の確保と動線の確認。パニックにならないための事前の準備が大切。何か起きる前に何ができるか。環境の良い今だからこそ考えるチャンス！





- 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)」は野村証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証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