

2020年2月19日

2020年は想定外への備えの年

岡三グローバル・リサーチ・センター理事長
エグゼクティブエコノミスト 高田 創

2020年のテール・リスク

例年、想定外のことはつきものだが、2020年は年初から想定外ばかりだ。年初、米国がイランのソレイマニ司令官を殺害したことでイラン米国間の関係悪化で世界中に緊張が走った。その後、新型コロナウイルスの感染がここまで拡大したのも想定外だ。2020年はメインシナリオ以上に、サブシナリオ（プランB）、多様なリスクシナリオに思いを巡らすことが重要だ。今や、何事も想定外として片付けることができない世の中になっている。

一般的にビジネスにおけるリスク管理の世界では、想定外のことを「テール・リスク」として議論する。ここで、テール・リスクとは想定もしていないことが起きるリスクのことを指すが、リスク管理では標準的な確率分布のなかで「裾野」・「尻尾（テール）」で生じる確率の低いイベントのことを指す。テール・リスクとは確率的には非常に低いイベントながらも、実際に生じると影響が大きい事柄だ。

■2020年のテール・イベント

次ページの図表は筆者が2020年に向けたテール・イベントとして注目した項目を10まとめたものだ。図表の項目はどれも実際に起きる可能性は高くはないとしても、発生した場合には重要性が高く、注目すべき事象を指している。実際のビジネスや投資活動を行う上ではとかく、メインシナリオに拘ってしまいがちで、特に不都合な事象が生じることを想定することをタブー視しがちだ。しかし、実際には常に自由な発想が必要であり、敢えてメインシナリオではなく、一見、奇想天外・不都合とも見えるシナリオに思いを巡らす柔軟さも必要だ。

■確証バイアス (Confirmation Bias)

行動経済学で「確証バイアス」(Confirmation Bias)という概念がある。これは、人間が無意識に肯定的な都合のいい情報ばかりを集めてしまい、否定的な情報を集めようとしない心理を有することを指す。人々はとかく自らの固定観念を強めがちだ。そうしたなかでの対処法は、自ら「確証バイア

2020年のテール・イベント

1	環境問題への関心、日本に緑の党	環境問題への急速な関心の高まりで日本でも緑の党（既存の緑の党とは別組織）が結成され環境問題への関心が政治レベルに。日本版グレタさんがアイドルのように登場し大きな話題に	6	米国の為替介入	大統領選挙前の米ドル高による経済へのマイナス、貿易赤字への不満からトランプ大統領は為替介入を実施、人民元を始め広範な通貨でのドル売りを実施、管理通貨制に向かいだす兆しに
2	米中接近	対立しあっていた米中がトランプ大統領と習近平主席の電撃会談で急転直下、急接近。日本の頭ごしの合意で日本が蚊帳の外に置かれる不安浮上	7	世界中がバブルに	欧州や日本を中心としたマイナス金利、米国の金融緩和継続から世界的な株式・不動産市場の高騰が続き、一部にバブル懸念。株式が新たな安全資産になる局面も。高級品ブーム到来。令和ブームで平成デフレが一転
3	インフレ懸念浮上	世界的な財政拡張、インフラ投資に伴う政策転換から40年近く続いた低インフレトレンドの転換で値上げが相次ぐ。マイナス金利政策もグローバルで転換	8	東京五輪で日本ブーム、ジャパニズム	2019年ラグビー・ワールドカップや2020年東京五輪・パラリンピックの運営への評価、日本の安全への評価から日本の再評価の高まり。香港不安から東京への移住の急増。東京は一躍世界中のトレンドタウンに。春に全国的で「桜を見る会」が開催される
4	東京五輪の天候不安	集中豪雨で東京五輪予定に大きな影響。札幌に熱波が襲い東京より気温が高くなる異変。東京五輪が気候変動への対応事例として歴史的なものとなり夏季開催の見直しも。五輪ロスのショックで不況に	9	プラスチックごみ全廃に	プラスチックごみに対する意識の高まりからオフィスでマイバッグ、マイボトルがトレンドに。健康や環境への配慮から合成肉がファーストフードでも全盛に。合成肉レストランも急増
5	リブラを国営化	米国政府がリブラを国有化して政府として仮想通貨を発行。ドルに紐づけて米国ドルの基軸通貨を死守する姿勢を明確に。中国のデジタル人民元に対抗し基軸通貨の覇権争いに	10	資産運用ブーム	2019年の「2000万円問題」の副次効果から若者中心に資産運用ブーム到来。大学では資産運用サークル急増。成人式だけでなく高齢式もブームになり、その中で資産運用セミナーが話題に

ス」があることを意識したうえで、あえて意識的に自分に都合が悪いシナリオも探して対応することにある。そこにここに挙げたようなテール・リスクシナリオを考えることの意義もある。

100年に一度が毎年起きる時代

今日、我々の身の回りで、「100年に一度」とされるイベントが頻発している。具体的には世界中で起きる地政学のこと、金融市場で生じること、内外の気候変動などだ。従来、想定外とは、全くシナリオにないこと、殆ど考える必要もないようなもの、杞憂と言ってもいいような扱いだった。しかし、今日、我々が目にしている現実、数年前には想定外のことであったものも多い。

例えば、2019年に日本で頻発した自然災害も想定外だった。従来、気候変動については、「お天道様の下で起きることはどうしようもない」として片づけられた。しかし、いまや、猛暑や大雨等の自然災害が生じても想定外で済ませられない状況にある。昨年、成功裏に終わったラグビー・ワールドカップで、10月と、通常は台風の季節ではないにもかかわらず大雨で試合が中止になった。それだけに真夏に開催される今年の東京五輪・パラリンピックでも想定外とされる天気が生じるリスクも排除はできない。今年の夏、札幌のほうが東京より気温が高いこともありうるのだ。様々な事象を想定外として扱うことができない状況に我々是对峙しているなか、リスクシナリオの日常化が今日の特徴であり、従来の固定観念を取り払い様々なことに思いを巡らすことが今日のシナリオ作りの重要な点だ。先述のテール・イベントは半分お遊びの世界ではあるが、今日、敢えて固定観念を払拭すべく「真剣に遊ぶ」ことが必要な時代だと考える。

環境問題に注目

今日、気候変動等も含んだ、「E S G」（環境・社会・ガバナンス）の概念が重視されるようになってきた。事実、多くの企業がE S Gを重視する表明を行っているのは、想定外が日常化する環境からは自然な流れでもある。また、こうした潮流は従来の延長線上にない構造転換を暗示するものとも言えるだろう。我々がこれまで体験してきた景気変動サイクルとは異なる、非連続的な動きが世界各地で生じているともいえる。先のテール・イベントのなかで「日本でも緑の党」としたが、欧州では当たり前の次元になっていることも認識する必要がある。

そもそも、今日、日本や欧州で続くマイナス金利は人類何千年の歴史になかった現象だ。今日、所与のものとして受け止めている金融環境は歴史的なイベントでもあることは意外と知られていない。今や世界は波乱の時代に向かう兆しが生じつつあると覚悟する必要があるのではないか。

重要な注意事項

免責事項

- ・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。
- ・本レポートは、岡三証券が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。
- ・岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記載されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状況については、岡三証券のホームページ(<http://www.okasan.co.jp/>)をご参照ください。

地域別の開示事項

日本:

○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。金融商品取引のご契約にあたっては、あらかじめ当該契約の「契約締結前交付書面」(もしくは目論見書及びその補完書面)または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<有価証券や金銭のお預りについて>

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預けになる場合は、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。加えて外国証券をお預けの場合には、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。ただし、当社が定める条件を満たした場合は当該口座管理料を無料といたします。

なお、上記以外の有価証券や金銭のお預りについては料金をいただきません。さらに、証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,600円(税込み)を上限として口座振替手数料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<株式>

- ・株式の売買取引には、約定代金(単価×数量)に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.265%(税込み)の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.375%(税込み)の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭(仕切り)取引では、お客様の購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。
- ※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します(外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません)。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。

<債券>

- ・債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあり、また、元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。
- ・金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。

<個人向け国債>

- ・個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます(直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)。
- ・個人向け国債は、安全性の高い金融商品ですが、発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

<転換社債型新株予約権付社債(転換社債)>

国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.10%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

<投資信託>

- ・投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。
お申込時に直接ご負担いただく費用:お申込手数料(お申込金額に対して最大3.85%(税込み))
保有期間中に間接的にご負担いただく費用:信託報酬(信託財産の純資産総額に対して最大年率2.254%(税込み))
換金時に直接ご負担いただく費用:信託財産留保金(換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%)
その他の費用:監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品ごとに費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません(外国投資信託の場合も同様です)。
- ・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託は、組入れた有価証券の発行者(或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社)の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・上記記載の手数料等の費用の最大値は、今後変更される場合があります。

<信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託証拠金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託証拠金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

- 自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。
- 2037年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

岡三証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

香港における本レポートの配布:

本レポートは、香港証券先物委員会(SFC)の監督下にある岡三国際(亜洲)有限公司によって、SFCに規定される適格機関投資家(PI)に配信されたものです。本レポートに関するお問い合わせは岡三国際(亜洲)有限公司にお願いします。

米国内における本レポートの配布:

本レポートは岡三証券が作成したものであり、1934年米国証券取引所法に基づく規則15a-6に規定される米国主要機関投資家のみに配信されたものです。岡三証券は、米国内における登録業者ではないため、米国居住者に対しブローカー業務を行いません。本レポートで言及されている銘柄の売買注文は、アーバック・グレイソン社を通して執行いたします。

なお、本レポートは、受領者及びその従業員が使用することを目的として配信しております。

さらに、本レポートのアナリストは米国で活動をしていないため、米国のリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格も有していません。また、当該アナリストは、アーバック・グレイソン社または他の業者の関係者ではありません。したがって、当該アナリストは、米国金融規制機構(FINRA)規則の適用の対象ではありません。

その他の地域における本レポートの配布：

本レポートは参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。

本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意をする必要があります。

地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等を行うことが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

※本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的いかんを問わず無断で本レポートを複写、複製、配布することを禁じます。

(2020年1月改訂)