



エマージング・リスクに挑む —RAFが導く戦略推進型リスク管理体制の構築

2026年7月
RAF研究所
CEO 大山剛

目次

1. エマージング・リスクとは何か

2. エマージング・リスク管理プロセスと自行にとって重要なリスクの特定化

3. シナリオ・メイキング

4. 予兆分析/管理

5. 地銀が直面する中長期のエマージング・リスクを踏まえた
RAFによる戦略推進型リスク管理体制

1. エマージング・リスクとは何か

エマージング・リスクとは何か？

- エマージング・リスクとは、「企業経営の視点からみて重要でありながら、従来その発生を想定していなかった、或いはその性格が十分理解されていないマクロ・リスク」を指す。
 - ✓ ここでいうマクロ・リスクとは、国の経済や社会全体に影響を与えるような「マクロ的要因」に基づき発生するリスクを指す。
 - ✓ 「重要」なリスクとは、高い不確実性に晒されながらも、「リスクが顕現化する蓋然性×発生した際のインパクト」という視点から、自社のリスクアペタイトの許容レンジを超える可能性を否定できないリスク事象となる。
- リスクのタイプは、既存のリスク分類に止まらない網羅的なもの。
- リスク管理の世界でよく用いられる「Known-Unknown」フレームワークを用いて説明すれば、企業が慣れ親しんだリスクタイプは”Known knowns”(存在を認識すると同時に、その特性もよく理解しているリスク)なのに対し、エマージング・リスクは”Known unknowns”(存在は認識しているものの、その特性に係る知識が不十分なリスク)となる。一方、”Unknown unknowns”(存在自体がく少なくとも事前には>十分認識されていないリスク、例えば「9.11」や「コロナ感染」等)や”Unknown knowns”(実は特性自体はよく認識されているのに、認知バイアス等の影響もあってリスクとして認識されていない)をエマージング・リスクに含めるか否かは議論のあるところ。
 - ✓ 「Known-Unknown」フレームワークに関しては、ラムズフェルド米国防長官(当時)が2002年の記者会見で、「known knowns / known unknowns / unknown unknowns」のフレーズを使い、イラクに大量破壊兵器(WMD)が存在するかどうかという問題を「known unknowns」(「存在するかどうかは分からないが、可能性はある」)として正当化したことで有名。

自らが知っているか否かを認識しているか否か

自らが知っ
ているか否か

	Known	Unknown
Knowns	慣れ親しんだリスク	詳細を把握しているのにリスクとしては認識されていないもの
Unknowns	詳細を把握していないと認識しているリスク	詳細を把握していないばかりか、リスクとしての認識されていないもの

これまで日本企業が直面した代表的なエマージング・リスクとは

- 多くの企業にとって、日常的に接する最大のマクロ・リスクは景気変動(経済学的にはキチン循環と呼ばれるもの)であるが、通常の景気サイクルに伴う、例えば信用リスクは、標準的なフォーミュラの中にある程度組み込み済。但し、こうしたサイクルが政策要因や構造変化要因等で予想外の展開をみせた場合は信用リスクに係るフォーミュラの想定を大きく超えることもある⇒エマージング・リスクとして捉える必要。
- 為替変動、特に日本の場合は円高も、これまで頻繁に遭遇してきた大きなマクロ・リスク。過去においてはニクソン・ショックやブラザ合意、リーマン・ショックや東日本大震災といったイベント発生後に大幅な円高が発生⇒これもやはりエマージング・リスク。
- このほか、多くの日本企業にとって忘れられないマクロ・リスクとしては、「金融危機」や「大震災」が存在。前者であれば、1990年代の大手金融機関が次々と破綻した「日本の金融危機」や、主に欧米大手金融機関が連鎖的に破綻した「リーマン・ショック」が代表的なもの。後者であれば、1995年に発生した「阪神・淡路大震災」や2011年に発生した「東日本大震災」が経済に与えたショックが大きかった⇒前者はエマージング・リスクながら、後者をエマージング・リスクとして分類すべきか否かは議論のあるところ。
- エマージング・リスクには政治や地政学、さらには規制やミスコンダクトが絡むものも多い。例えば足許の代表的なケースは、米国でのトランプ大統領再選に伴う影響。これまでの概念にとらわれない政策の実行による、当初は政治面主導のエマージング・リスクであったが、その後展開された政策結果は、マクロ経済(自由貿易の否定、クローニー資本主義の隆盛)や地政学(ウクライナ支援再考、西側同盟の亀裂、ドンロー主義)、さらにはミスコンダクト面(DEI、気候変動対応の否定)等多方面に波及。
- こうしたエマージング・リスクに関しては、後述する「構造的な要因に基づく因果」と捉える考えもあれば、過去の長い歴史を辿った上での①偶然の賜物(カオスの結果)、②大きな線形的トレンドの顕れ、③様々な循環法則の結果、といった解釈を行う考えもある。

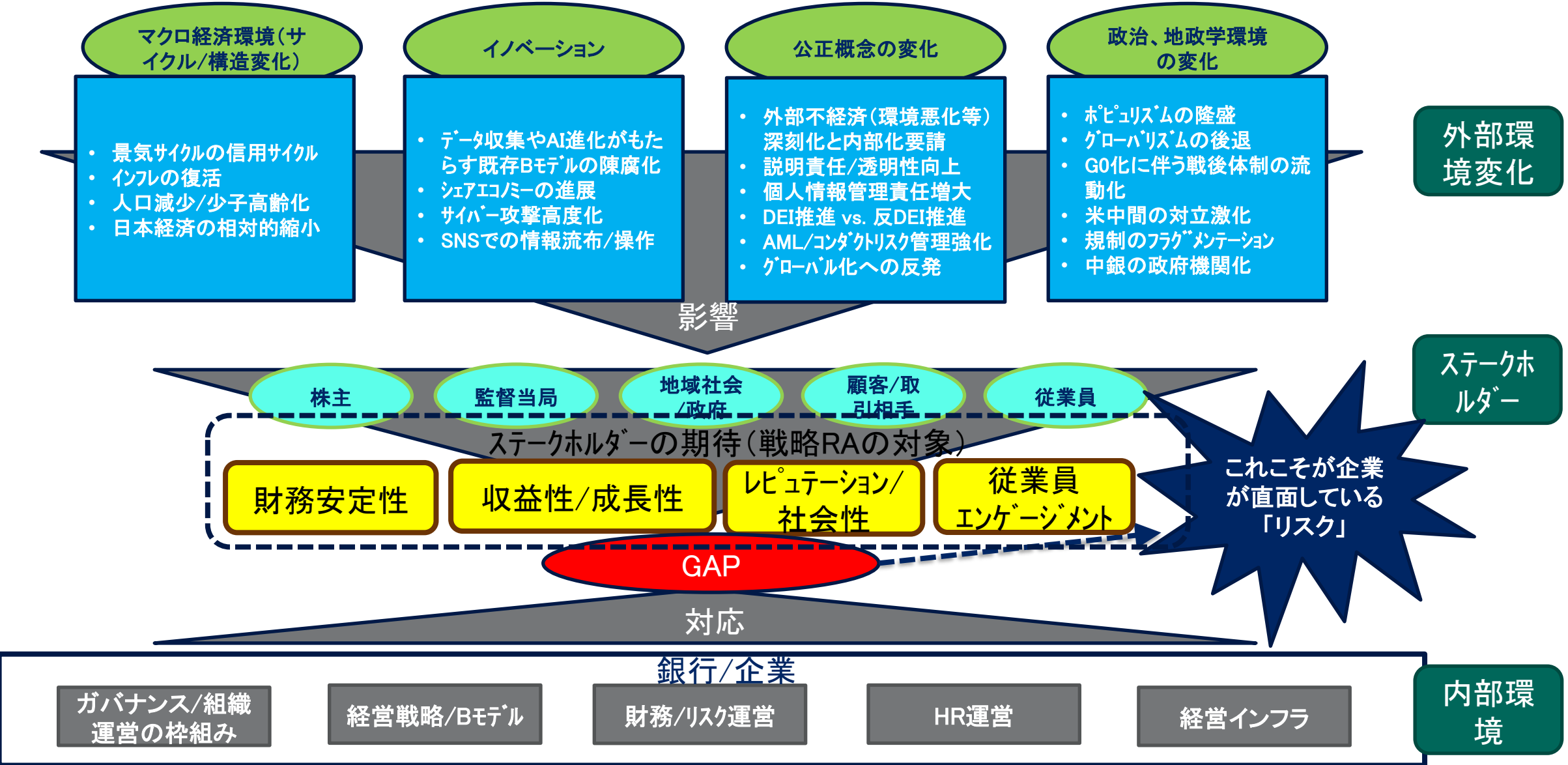
エマージング・リスクにみられる「規則性」(?)とタイムホライズン

- 「②大きな線形的トレンドの顕れ」を代表する一つの考えが、「メガトレンド」と呼ばれるもの。メガトレンドとは、政治/地政学や経済/市場、社会、技術等の分野において、地球規模で長期的な影響を与える「潮流」に関するコンセンサスを指す。
 - ✓ 例えば、PwC (2022)では、足許のメガトレンドとして、①気候変動:地球温暖化に伴う異常気象の常態化・深刻化、②テクノロジーによるディスラプション:革新的なテクノロジーの流布による産業・雇用の大再編や富・権力配分の集中化、プライバシーの毀損やサイバーリスクの増大、③人口動態の変化:少子高齢化の進展に伴う貧困層の増大や福祉制度の破綻、④世界の分断化:自国優先主義の蔓延に伴うグローバルサプライチェーンの崩壊や国際紛争の増加、⑤社会の不安定化:主に②～④より起因する社会不安の増大や異なるステークホルダー間の利害調整の困難化、貧富の差の一層の拡大、の5つを挙げている。米国におけるトランプ政権の誕生は、上記のメガトレンドの文脈で考えれば、⑤(社会の不安定化)や④(世界の分断化)の一つの帰結と考えることもできる。
- 一方「③様々な循環法則の結果」の代表格としては、Strauss & Howe (1997)が主張する80年～100年を1サイクルとし、これらがさらに4つの時代＝世代により画される「歴史循環」的考えがある。これに照らしても、現在の米国のサイクル上の位置は第2次世界大戦からスタートしたサイクルの最終局面(2000年初頭～2030年頃)となり、この最終局面は次のサイクル冒頭に位置する「春＝ルネッサンス」に向けたエネルギーを生み出すための「冬＝内部分裂と危機」の局面となる(残念ながら、これもまた、今の米国の状況を彷彿とさせる)。
- なお、エマージング・リスクを管理するに際してのタイムホライズンは、他のリスク(信用や市場リスク)と同じ枠組みの中で管理する(毎年リスク管理計画に対応)のであれば1年、ストレステストや中期経営計画に対応するのであれば3～5年、自行の長期経営戦略に対応するのであれば10年程度となる。なおメガトレンドのタイムホライズンは30年等と非常に長期に亘ることが多く、これを直接リスク管理に組み込む先は少ないかもしれない。但し、エマージング・リスクの多くは、メガトレンドが進行する過程でその一部が世の中に「沁みだした」結果生じている面もあり、エマージング・リスクを特定・評価する際に必要となる「シナリオ」の要素として活用することは必要となる。

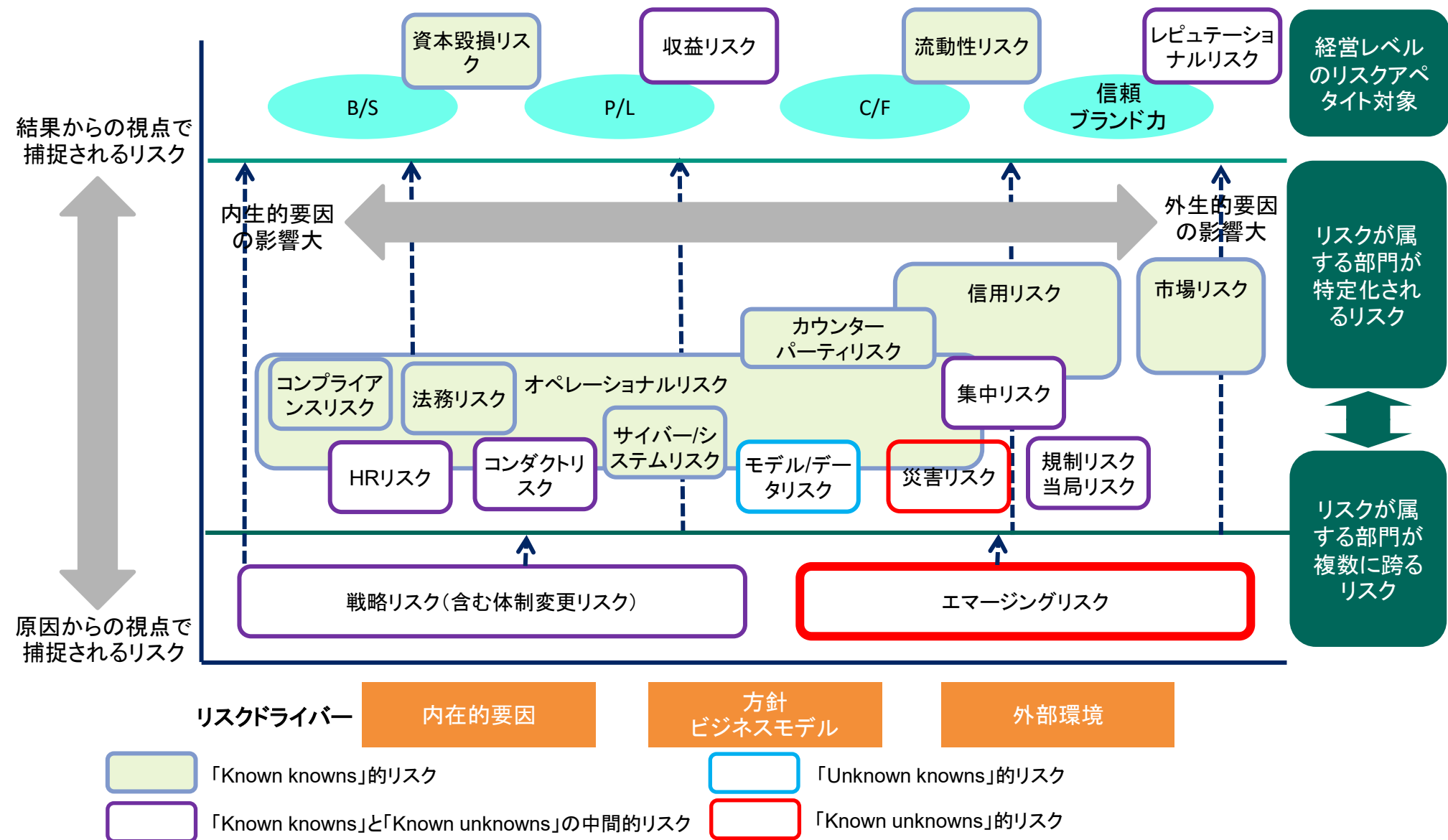
(出所)PwC(2022):「メガトレンド 私たちが生きる世界をつくり変える5つのグローバルシフト」 <https://www.pwc.com/jp/ja/issues/megatrends.html>

William Strauss & Neil Howe (1997): *The Fourth Turning*, Broadway Books

慣れ親しんだ世界の「崩壊」⇒エマージング・リスクの重要性の高まり

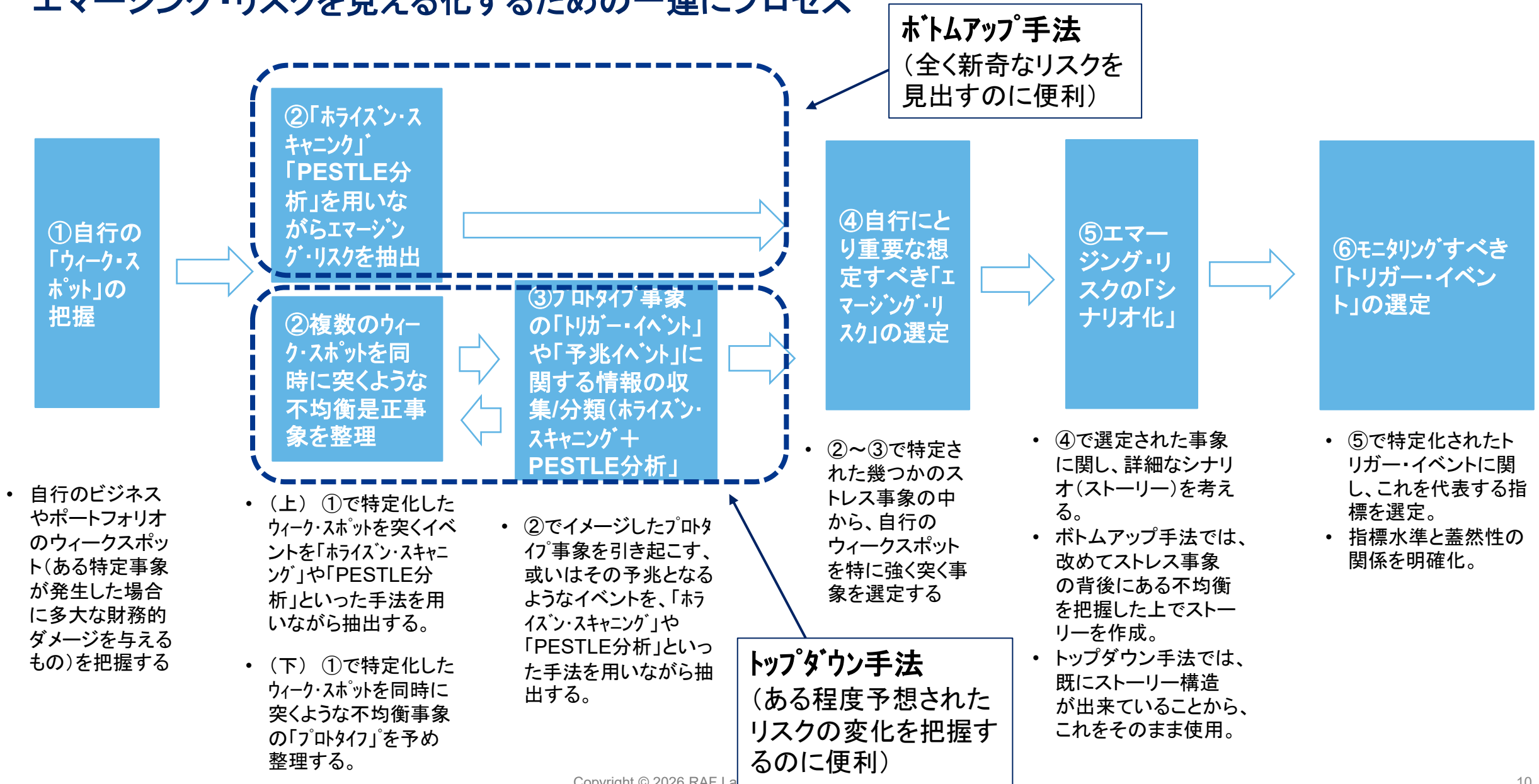


様々なリスクのなかでのエマージング・リスクの位置づけ



2. エマージング・リスク管理プロセスと 自行にとって重要なリスクの特定化

エマージング・リスクを見える化するための一連のプロセス



自行の「ウィーク・スポット」の特定化

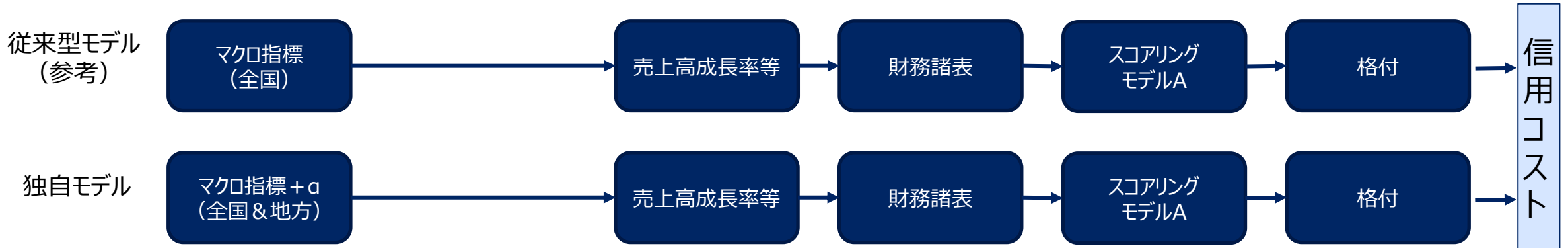
ーウィーク・スポット分析(各リスク要素に対するビジネス・パフォーマンスの感応度)の活用(例)

		金利	国内景気	海外景気	株価	地価	地政学	地震等	ミコンダ外	流動性
法人	大企業/中堅企業	○	○	○	○	○	○	○	○	○
	シンシ、LBO、仕組物	○	○	○	○	○	○	○	○	○
	不動産関連	○	○	○	○	○	○	○	○	○
	中小企業	○	○	○	○	○	○	○	○	○
	事業承継等コンサル	○	○	○	○	○	○	○	○	○
	海外企業	○	○	○	○	○	○	○	○	○
個人	住宅/消費者ローン	○	○	○	○	○	○	○	○	○
	資産運用	○	○	○	○	○	○	○	○	○
市場	有価証券運用	○	○	○	○	○	○	○	○	○
新規事業		○	○	○	○	○	○	○	○	○
預金・資金調達		○	○	○	○	○	○	○	○	○

(参考)信用ポートフォリオのマクロ経済リスクに対する感応度分析

- 地方銀行が有する信用ポートフォリオの信用リスクを分析するに際しては、個社要因(イディオシンクラティック要因)とともに、マクロ経済要因(システムティック要因)を加味することが可能。
- マクロ経済要因としては、全国のマクロ経済状況もさることながら、本来であれば地方経済のマクロ状況を勘案すべき。
- 但し現実には、自行の信用ポートフォリオの信用リスクに係るリスク・プロファイルを分析するのに際し、地方経済動向をシステムティックに勘案している先は非常に少ない。

- 
- 先行きの信用リスクをフォワードルッキングに管理していくと同時に、様々なエマージング・リスクのインパクトを見える化するためには、単に個社要因のみを分析するのではなく、地方経済要因を含むマクロ経済要因(システムティック要因)からの影響を特定化することが望ましい。
 - そのためには、例えば、業種×企業規模毎にグループ分けした上で、それぞれのグループの信用リスク・プロファイルがいかなるシステムティック要因(全国経済マクロ要因、地方経済マクロ要因等)から影響を受けているのかを特定化する必要。



(参考)高頻度データを用いた地方経済に係る独立経済要素データの作成

- 本来地方経済の分析には、地方経済に焦点を当てた主要経済指標に係る時系列データが不可欠⇒特に全ての経済活動が集約されるGDP(県民経済計算)データが不可欠
- もっとも、現実には厳しい⇒県民経済計算データは全国ベースのGDPと比べ2年以上遅れたベースで公表
- GDP以外の指標をみても、地方経済の実態を表す経済指標の時系列データ公表は限定されており、さらに公表されている場合でも時系列の長さは通常非常に短い ⇒ 一体どうすればよいのか？



- 上記の限界を踏まえた上で、数少ない公表データを効率的に活用する！
- 具体的には、まずは活用可能な時系列データ(月次、或いは四半期程度の頻度で、過去20年以上のデータが入手可能なもの)を収集する(通常、「生産」「消費」「雇用」「景況感」等を中心に10以上のデータは入手可能。県民経済計算に近く速報性のあるデータとしては「地域別支出総合指数」(消費、住宅、設備投資、公共当初の4つの構成指標を持つ)が存在)。
- 上記に全国ベースのマクロ系データ(実質GDP成長率や為替レート系のデータ)を3～4加えた上で、共通要素を抜き出す⇒沢山指標があっても、多くが同じような動きをしていてはデータの多さが情報の価値増につながらない⇒それぞれのデータが持つ、他のデータの動きにないユニークな動きのみに注目⇒複数データから、重複のないユニークな動きのみを複数抽出する方法としては例えば「主成分分析」等が存在。

エマージング・リスクを網羅的に把握するための整理方法 ー「ホライズン・スキャンニング」的アプローチ(ボトムアップ手法)の活用

- 企業経営者が企業経営に関し有する「漠然とした不安」の多くは、(自社自体に起因するものを除けば)メディア報道や様々な機関の分析等の情報がその出発点。
- まずは、上記のような外部環境変化に起因する情報を、自社のリスク管理という視点から「有効」「効率的」な形で収集する必要。
- データ収集に際しては「ホライズン・スキャンニング」的にアプローチを取り入れる。
 - ✓ ホライズン・スキャンニングとは、将来の社会に大きな影響を与える可能性のある新たな動きや変化の兆候を体系的かつ継続的に検知し、潜在的な機会やリスクを早期に把握するための取り組みを指す。BOEでは金融安定や制度リスクの文脈で、またOECDでは中長期政策やグローバル課題の検討に用いられている。
 - ✓ 目的は、将来を正確に予測することではなく、予見能力(フォーサイト)を構築し、起こりうる複数の未来のシナリオに備えることにある。従来の「既知のリスク」の監視とは異なり、規制の変更、新技術(AIなど)、経済・社会・環境の変化といった幅広い分野の「微弱なシグナル」を捉え、政策立案や意思決定に役立てることを目指す。社会・技術・経済・環境・政治といった幅広い分野から「弱いシグナル」や兆候を継続的に収集・整理する点に特徴がある。
 - ✓ 具体的な方法論は次のとおり。
 - ① スコープ設定として、対象期間(中長期が中心)と関心領域(金融安定、制度、技術、地政学など)を定める。
 - ② 情報収集では、専門家ネットワーク、学術論文、政策文書、スタートアップ動向、SNS、メディア報道など多様な情報源から兆候を広く集める。
 - ③ 抽出・分類の段階では、個別事象を「弱いシグナル」として整理し、影響度・不確実性・時間軸などの観点でタグ付け・クラスタリングを行う。
 - ④ 評価・解釈では、専門家ワークショップ等(難しい場合は複数の生成AIの評価)を通じて因果関係や波及経路を検討し、複数の将来シナリオに組み込む。

エマージング・リスクを網羅的に把握するための整理方法 —「PESTLE分析」的アプローチを用いたイベント情報の収集・分類

- 集める対象の情報のジャンルに関しては、「PESTLE分析」を参考とする。
 - ✓ PESTLE分析とは、政治（Political）、経済（Economic）、社会（Social）、技術（Technological）、法律（Legal）、環境（Environmental）の6つのマクロ環境要因を体系的に整理・分析するフレームワークである。企業や組織が中長期的な経営戦略やリスクマネジメントを行う上で、外部環境の変化を把握するために用いられる。この分析手法は1960年代の英国で発展し、当初はPEST（法的・環境的要素を除く）として使われていたが、その後、法規制や環境問題の重要性が高まるにつれて、法律と環境の要素が追加され現在のPESTLEとして定着。グローバル企業をはじめ、政府機関や地方自治体、非営利団体など幅広い組織で活用されている。
 - ✓ 因みに、講演者が用いる分野は上記をベースとしつつも、金融機関のリスク管理に役立つようやや改訂したたものとなっている。具体的には、統計的、数値的視点から比較的把握が容易な「マクロ経済動向」「マクロ政策動向」「市場動向」、さらには「政治/地政学/コロナ/天変地異」「規制/コンダクト」といった分類項目を使用。
- 情報の網羅性を担保するためには、イベント・タイプのみではなく、主要国経済間の相互関連性の高さも考慮して、イベントが発生する国のカバー率を高くする必要もある。

16

(参考)ある日においてMRTに新規に追加した情報(例)

本日更改の日次MRTの注目ポイント（2025/07/07日の主要イベント）

テーマ	ニュース	国1
1.経済	日本の5月の名目賃金前年比はプラス1%と前月比大幅減速。この結果実質賃金前年比はマイナス2.9%となりマイナス幅が拡大。不振な賃金推移に関してはサンプルの入れ替えが影響している可能性。	日本
1.経済	欧州の5月の小売販売前月比はマイナス0.7%となり昨年12月以来のマイナス転化。	欧州
2.政策	トランプ氏が日本や韓国、さらにその後東南アジア等12か国に対する新関税率を公表。実施は8月1日まで延期。日本と韓国には25%を適用。税率自体は4月に公表された水準からほぼ据え置かれた国が大半。	米国
2.政策	トランプ氏がSNSでBRICSのうち「反米政策に同調する全ての国」に10%の追加関税を課すと表明。	米国
3.市場	主要国の株価は、日本が米関税に対する警戒感から下落、中国がほぼ横ばい、欧州が上昇、米国が日本や韓国に対する高関税公表を嫌気して下落。米長期金利は新関税に伴うインフレ懸念もあり4bp上昇で4.39%に。為替市場では円安が進み146円台に。原油価格は中東での情勢緊迫化を受けて上昇で67ドル台に。	グローバル
5.政治地政学	イエメンのフーシが紅海で昨年12月以来初めて（イスラエルが管理するとされる）貨物船に対し攻撃を行う。これに対しイスラエルは、フーシが管理する港を空爆。	中東
8.天変地異	米テキサスで集中豪雨による洪水がキャンプ地を襲い死者が80名を超す。	米国

エマージング・リスクを網羅的に把握するための整理方法 —トップダウン手法の活用

ウィークスポット分析を活用した不均衡是正事象のプロトタイプ化(例)

リスク度:高

リスク度:中

リスク度:低

トリガー事象

想定される不
均衡

マクロ事象

収益/
金利(NII)

金利(評価損)

信用リスク

流動性系

非財務/オペ
コンダクト

高市政権の消
費税率一部引
下げが恒久化

財政赤字拡大
/需要超過

インフレ/金利
急騰リスク



新FRB下米イ
ンフレ再燃⇒
超円高再燃

内需縮小/
供給超過

デフレ再燃
リスク



放漫財政継続/
首都直下型大
地震

財政赤字拡大
成長下方屈折

日本トリプル
安リスク



地震の場合



中東紛争激
化⇒ホルムズ
海峡閉鎖

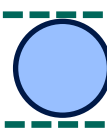
需給ギャップ
の突然拡大

スタグフレー
ション



親市場政権
定着/企業献
金自由化

インフレ/
高成長



生成AIの一
段の高度化

DXリテラシー
ギャップ拡大

サイバー/AI
リスク



3. シナリオ・メイキング

エマージング・リスクを「物語＝シナリオ」として捉える

- エマージング・リスクの把握に際しては、単体のイベントのみを対象とするのではなく、当該リスクの要因の生成/拡大に始まり、リスクが顕現化するトリガー事象とリスク顕現化の具体的形、さらには一度顕現化したリスクがその他の分野や国に波及する姿までも取り込んだ「物語」(リスク・シナリオ)として捉えることが望ましい。
- 収集した様々な情報の中からエマージング・リスクをイメージするに際しては、一般的には「〇〇といったイベントを契機として、(マクロ経済/市場や政治/地政学/社会に)〇〇といった混乱が生じる」と考えるのが普通。そこにさらに、政治地政学/政策的イベント(イメージ内の最初の〇〇)とマクロ経済/市場や政治/社会へのインパクト(イメージ内の二番目の〇〇)を結びつける「要因」を持ち込むと、物語の完成度が高まる。
- 両者を結びつける要因としては、通常「不均衡」を使用。「不均衡」は、これと対比すべき「均衡」から説明するのが分かりやすい。仮に経済システムや社会を構成する人員が相応に満足した状況が持続可能な形(すなわち現世代だけではなく将来世代も含めて相応に満足する形)で実現しているケースを「均衡」だと考えた場合、「不均衡」とはここからズレた状況だといえる。こうした「不均衡」をまずは大きなストレス事象が発生する際の「本源的要因」(deep root cause)と捉える。
- 過去に発生した多くのストレス事象もこうした構造を有している。



- ✓ 例えば、地震に例えるならば、
 - ・「不均衡」は「地殻の歪みの大きさ」
 - ・「トリガー」は(例えば)「潮汐力」、「マグマへの水分の注入」(なお、地震のトリガーに関しては、まだ謎の部分が多い模様)
 - ・「ストレス事象」は「地震そのもの」
 - ・「ストレスの波及」は(例えば)「誘発地震」

なぜエマージング・リスクを「物語」として捉えるのか

- エマージング・リスクを一つの「物語」として捉えるべき理由⇒こうすることで、シナリオに「安定性」(不均衡は短期間では不変)、「操作性」(トリガー・イベントの情報収集に注力)、「計測性」(リスク計測の2大要素である”Probability”と”Severity”の評価が容易化)、「歴史性」(過去の類似イベントとの比較参照が容易化)をもたらすことができるため。
 - ① 「安定性」⇒「不均衡」自体は短期間で大きく変化することがなく、物語の最初に「不均衡」を位置づけることで、想定するストレス・シナリオが安定化。
 - ② 「操作性」⇒「不均衡」が安定的なのに対し「不均衡」を「ストレス・イベント」に結びつける「トリガー・イベント」は、その時々状況により千差万別であり、したがってエマージング・リスクに係る情報の収集も、基本的にはこの「トリガー・イベント」に係る情報を集めることに注力。
 - ③ 「計測性」⇒リスク・シナリオが顕現化する「蓋然性」に関しては、トリガー・イベントの数やその状況から大きな影響を受けるため、トリガー・イベントを「早期警戒指標」「蓋然指標」と認識しリスク管理に役立てることが可能。同時にリスク・シナリオの「インパクトの大きさ」は、本源的要因である不均衡の大きさから大きな影響を受ける傾向があり、これらによりエマージング・リスクの「蓋然性(probability)」と「インパクトの大きさ(severity)」に係る情報を得ることが可能。
 - ④ 「歴史性」⇒上記のように構造化することで、過去の似たような事象の探索が容易になると同時に、過去イベントの援用を可能とすることで当該リスク・シナリオそのものの関係者への説得力が増す。
- 一方でデメリットとしては、「定性的判断が主体であり科学的判断の余地が少ない」、さらには「シナリオ作成が労力的に大変」等がある。

過去の歴史から学ぶエマージング・リスクの「物語」

- 今後起こる得るエマージング・リスクの「物語」を考える際に、参考となるのが過去の出来事。Reinhart & Rogoff (2009)が指摘するように「人々は常に今日の状況は唯一無二だと主張するが、金融危機は通常、予測可能な歴史的パターンに従って発生する」のであれば、歴史から学ぶことで、次の危機(すなわちエマージング・リスク)を想定することも有効だといえる。
- 過去60年間に亘り世界中で発生した経済金融面での「危機」的イベント(次頁参照)の殆どは、その要因に着目した場合、次に示す5つの類型に分類することが可能(一つのイベントが複数に該当することもあり得る)。
 - ① 長期金融緩和型(例:日本の銀行危機、欧米を中心とした世界金融危機)
 - ② 過度の成長期待・成長の下方屈折、イノベーション信仰型(例:日本の銀行危機、米国でのITバブル崩壊)
 - ③ 金融自由化型(例:日本の銀行危機、北欧の金融危機、米国のS&L危機)
 - ④ 戦争・天災・供給ショック型(第1次/第2次オイルショック、コロナ渦)
 - ⑤ 固定為替型(1990年から2000年台初頭にかけて、多くのエマージング諸国<メキシコ、ブラジル、アルゼンチン、ロシア、タイ、インドネシア等>で発生した通貨/経済危機)
- 上記の「原因」と、マクロ経済的不均衡の関係を示すと、①長期金融緩和型、②過度の成長期待・成長の下方屈折、イノベーション信仰型、③金融自由化型はいずれも、結果として「資産バブル」や「不良債権の増大」を招く。一方、④戦争・天災・供給ショック型は、「経常/貿易赤字の拡大」や「需給ギャップの突然の拡大(結果としてのインフレ高進)」を発生させる。最後の⑤固定為替型は、通常海外からの巨額の資本流入を伴うことから、「経常/貿易赤字の拡大」「財政赤字の拡大」に加え、「資産バブル」「不良債権の増大」も生じることとなる。
- なお、過去の「危機」の歴史に頼るだけではなく、既述のメガトレンドや歴史の循環性を踏まえてホライズン・スキニング等を用いながら新しいエマージング・リスクを想定する方法、さらには「特定の科学的事実をモチーフとしたサイエンス・フィクションを用いる、或いは自ら創作することを通じて未来の科学やテクノロジーが社会や個人の生活にもたらす影響を考察する」というサイエンス・フィクション・プロトタイピング(SFP)という手法もある(詳細は本年秋頃発刊予定の大山剛「エマージング・リスク管理入門(仮題)」、金融財政事情研究会を参照)。

過去60年間に発生した主な「経済/金融危機」的イベント



足許のエマージング・リスクの風景(世界全体)

- 次頁には、参考までに、足許の世界的なマクロ経済状況を見渡した上で、エマージング・リスクに関するどのような風景が見えてくるかを示している。ここで丸印で示したものが不均衡であり、丸の大きさは不均衡の大きさのイメージを示す。またこうした不均衡の風船を破裂させるトリガー・イベントは四角の箱内に示した。なおここでは、不均衡として「社会的不公正感の高まり」「国家間の対立の先鋭化」といった非経済金融分野のものも含めている。
- 次頁をみると、今や何れの国をみても、株高・不動産価格高に代表される資産バブルの大きさが目立つ(但し中国のみは、既にバブル崩壊に伴う不動産価格下落のフェーズに入っている)ほか、(サプライ・ショックに伴う)需給不均衡の結果としての高インフレもまだ収まっていない。同時に日本や一部欧州諸国、さらに米国でも財政赤字の拡大が懸念されるようになってきた。
- 一方、長くエマージング諸国を苦しめてきた経常/貿易赤字の拡大は、2024年後半まで米金利高やドル高が続いたにも関わらず、少なくとも主要なエマージング諸国において現在大きな問題とはなっていない。
- 多くの国で、非経済金融面での不均衡が拡大しているのも目立つ。その一つは貧富の差の拡大や社会的不公正感の高まりであり、さらには国家間の対立の先鋭化も目立つ。
- 前者は、社会的再分配が十分なされないまま一部スーパースター企業のみが隆盛していること、さらに国際紛争の増加に伴い欧米に流入する移民が増加していること等が背景にあり、米欧では深刻な政治的分断がもたらされている。
- 後者も、イスラエル/パレスチナ/イラン、ウクライナ/ロシア、インド/パキスタン等での戦闘や緊張状態が続いており、核兵器使用の脅威がソ連崩壊以降最も高まっているとの指摘もある。さらに米国における第2次トランプ政権誕生の結果、西側諸国間での対立/疑心暗鬼が高まるといった従来にない対立構図の登場も事態を複雑化させている。

主要国における不均衡と注目されるトリガー事象



足許のエマージング・リスクの風景(米国)

- こうしたなか、1～3年間の比較短期の視点から、多くの日本企業にとって重要だと考えられるリスク・シナリオの概要を幾つか「実験的」に考えてみよう。
- 前提条件として、現在ハイテク・バブルやAIバブルとして懸念されている資産バブルが破裂することを、リスク・シナリオの最も重要な「本源的要因」として捉える。先にみたように、ほぼ全ての主要国でこうした不均衡が拡大しているのがその理由となる。
- その上で、この資産バブル崩壊を招くトリガーとして何を選ぶかを考察。トリガーとしての「強力さ」では、やはり米FRBの金融引き締めが説得力を持つ。

✓シナリオの説得性という視点から考慮すべきなのは、これまで利下げを続けてきたFRBが、如何なる理由でその態度を180度変えるかという点⇒最も納得性が高いのは「米インフレの再燃」。この条件が満たされるためには、中東での戦闘継続に伴う原油価格急騰やFRBの独立性低下⇒インフレ初期での金融引き締めの遅れ⇒インフレ高進といった想定が求められる。

⇒ **「米インフレ再燃/ハイテク・バブル崩壊シナリオ」**

- このほかにも、例えば、AI/半導体需要の供給制約要因(電力、規制、競争環境等)の顕現化から、ハイテク株が大きな調整局面に入り、これが資産価格全体の崩壊を招くシナリオも考えられる。

⇒ **「供給制約顕現化/ハイテク・バブル崩壊シナリオ」**

- また一般にガバナンスやリスク管理が弱い(或いは当局の監督が緩い)といわれるNBFI (“Non-Bank Financial Intermediation”) や暗号資産/AI企業の隆盛が、ミスコンダクト等に伴う関連企業の破綻により巻き戻すとの想定も、ハイテク・バブル崩壊の導火線として説得力を持つ。これは前回の国際金融危機の序章となった「サブプライム危機」タイプのシナリオだといえる

⇒ **「サブプライム型ハイテク・バブル崩壊シナリオ」**

-)さらには米中間選挙等を契機とした米政治の一層の混乱が、政策面での支えを失ったハイテク企業や暗号資産売りというストーリーにつなげることも出来る

⇒ **「米政治混乱/ハイテク・バブル崩壊シナリオ」**

足許のエマージング・リスクの風景(中国、日本)

- 前頁のハイテク/AIバブル崩壊からやや独立した要素を持つものとしては、中国関連のシナリオが考えられる。これは、中国経済そのものが米国と並び巨大であることに加え、直面している信用サイクルのフェーズが他国とやや異なるため。
- 中国では今、最も重要な資産市場である不動産市場の価格下落が止まらない状態にある。この「不均衡是正」の動きが今後一層加速すると捉えれば、中国経済の内需が一層落ち込み、日本を含めた諸外国への波及が広がる。このシナリオのトリガーとしては、米中貿易戦争の激化や不動産大手企業や地方銀行の破綻連鎖、中国内政治規律の一層の厳格化、さらには(国内で高まる不満の捌け口としての)台湾への武力的威圧(含む武力侵攻)等が考えられる。

⇒ 「中国経済急減速シナリオ」

- なお最後のトリガーに関しては、単に中国経済を悪化させるだけではなく、米国や日本を含めた主要国を紛争に巻き込み経済制裁合戦も展開される可能性が高いことから、独立のシナリオとして扱うのが適切。その場合は、①サプライチェーンへの強烈なダメージ、②中国投資家が排除されることに伴う国際金融市場の麻痺化、③日本の一部領土への軍事的ダメージ、④在留邦人への危害や在中国資産の凍結、等も含む相当程度厳しいシナリオを想定する必要がある。

⇒ 「米中軍事衝突シナリオ」

- 最後に、日本経済が海外要因から切り離される形で、ユニークな不均衡の是正に苦しむ状況も十分あり得ることから、日本に特化したシナリオも考える。日本が直面する不均衡で一番目立つのは財政赤字の大きさ。したがって、日本の独自シナリオを考える際には、巨大な財政赤字を「暴力的に」是正に向かわせる力として何を想定するかが最初のステップとなる。その一つは、消費税の引下げ等に代表される放漫財政に対する債券自警団の反乱。さらに、東日本大震災クラス以上の大規模地震(関西トラフ地震や首都直下型地震)や富士山噴火が発生すれば、かつてのような財政的余裕がない今の日本が、震災のダメージを乗り越えることも出来ないまま財政破綻に向かう姿も想定できるかもしれない。

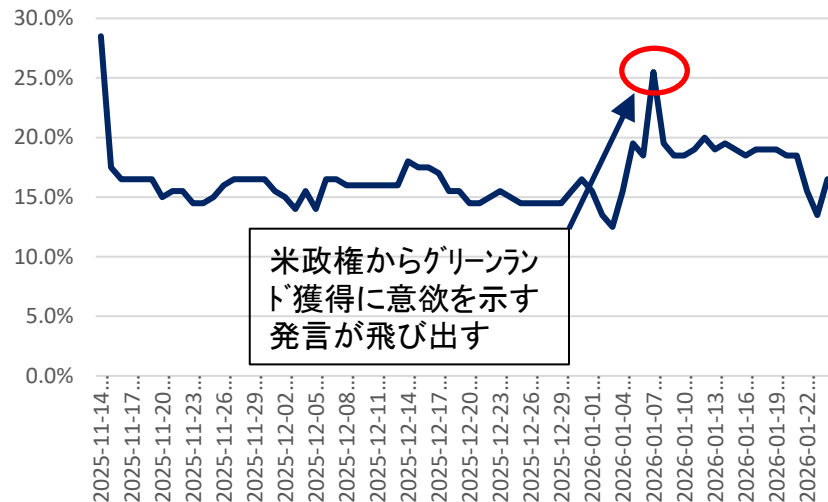
⇒ 「日本財政破綻シナリオ」

4. 予兆分析/管理

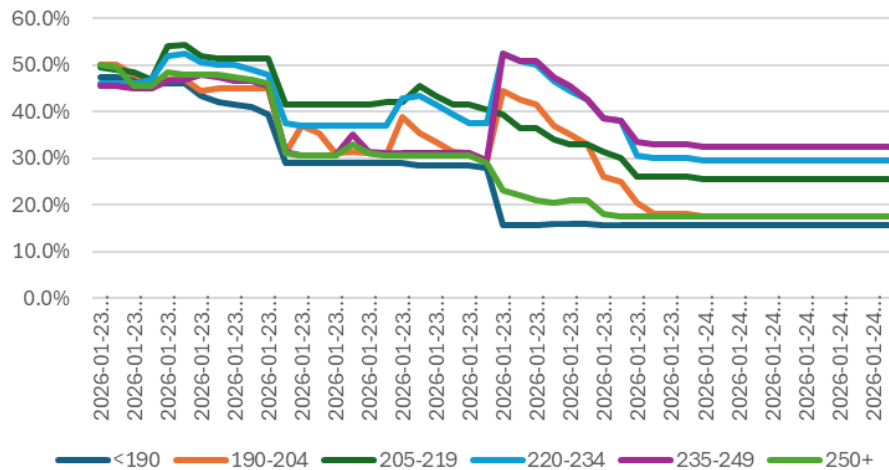
エマージング・リスク顕現化の予兆指標

- マクロ経済や金融危機の予兆を示す指標(比較的高頻度に公表される情報)としては、例えば以下のようなものがあり、その蓋然性を評価するに際しては、こうした指標を活用することが有効。
 - ✓ 景気: 景気後退確率(NY Fed、St. Louis Fed)、景気先行指標(OECD、各国政府/機関等)
 - ✓ 財政破綻: ソブリンCDSスプレッド、国債金利
 - ✓ 金融危機: Credit-to-GDP ギャップ、NFCI(シカゴFed)、銀行株価、VIX
 - ✓ 金融市場流動性: TEDスプレッド、SOFR-OISスプレッド、民間債務クレジット・スプレッド、VIX
- 一方、最近とみに重要性を増している政治/地政学リスクに係るシナリオの蓋然性を評価することは情報不足もあり難しい⇒一つの方法としては、将来の重要イベントが発生する可能性を賭ける「賭けサイト」(例えば、Polymarket)が示す発生確率を(その信頼性には十分注意する必要があるにしても)参考とする方法もある。

中国と台湾の軍事衝突が
2027年以前に発生する可能性



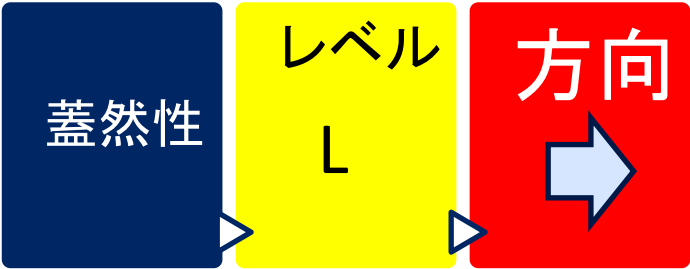
総選挙における自民党の獲得議席数
(1月24日時点)



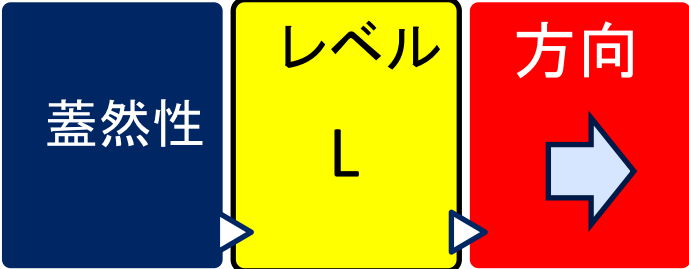
(注) 自民党の獲得議席数毎の確率は、それぞれの獲得議席数毎のYes or Noに対する賭けの確率となっているため(互いの賭けは独立)、全ての合計が100%になるわけではない。

各種モニタリング指標を合成しアラームやトリガーの抵触状況を検討するケース(米国発金融危機)

トリガーイベント蓋然性評定



総合評定



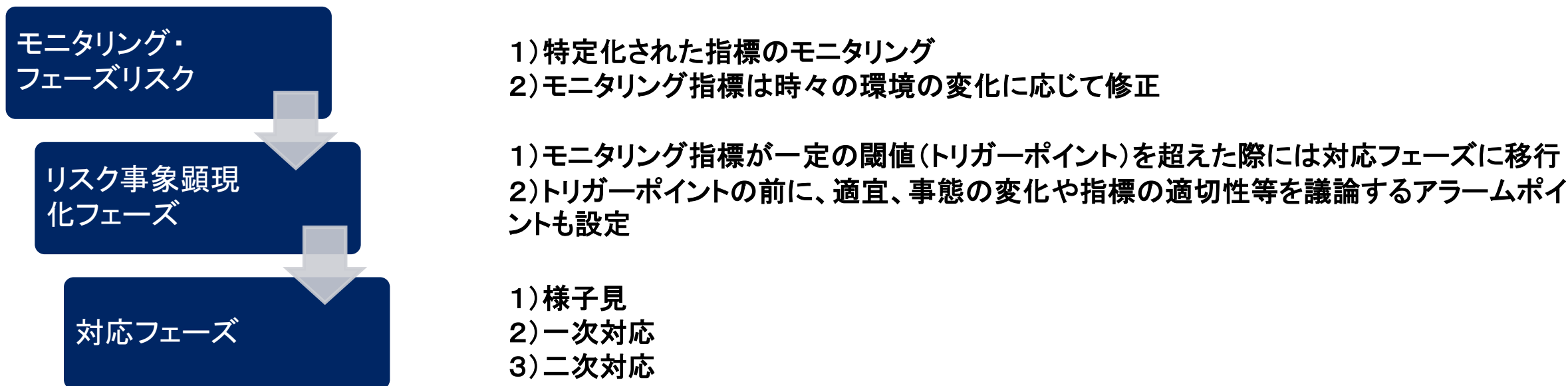
蓋然性のレベル	1年以内発生確率
H	50%以上
M	30%以上
L	10%未満

(注)ここでは、トリガー抵触が対応フェースの変化をもたらす一方、アラーム抵触は注意喚起、議論を深めるタイミングと定義する

	モニタリング指標	足許の値	トリガー/アラーム	トリガー抵触状況	モニタリング部署
①グローバルマクロ経済不均衡(金融危機)	SRISK, Credit to GDP Gap, NFCI	1年後の発生確率:軒並み10%以下	何れかの指標が30%を上回る	No	XX
②米国景気後退確率	NY Fed, St.Louis Fed 指標	1年後の発生確率:NY Fed指標が足許20%近くまで低下	何れかの指標が30%を上回る	No	XX
③トランプ大統領が中間選挙で大敗する	各種オンライン投票指標等	下院では民主多数が79%、上院では共和多数が65%	双方の民主多数が45%を上回る	No	XX
④サブプライム系企業破綻によるリスクオフの高まり	ハイール [※] 債利回りスプレッド [※] ,bitcoin価格	2.64% 89,443ドル	8%(コロナ渦のピーク)以上、6,000ドル以下	No	XX
⑤トリガー発生評定	②~④	蓋然性:L	M以上	No	XX
⑥総合評定	①×⑤	蓋然性:L	M以上	No	XX

エマージング・リスクに係る予兆指標に基づく対応体制の整備(例)

モニタリングから対応までの流れ



一次対応の概要(例)

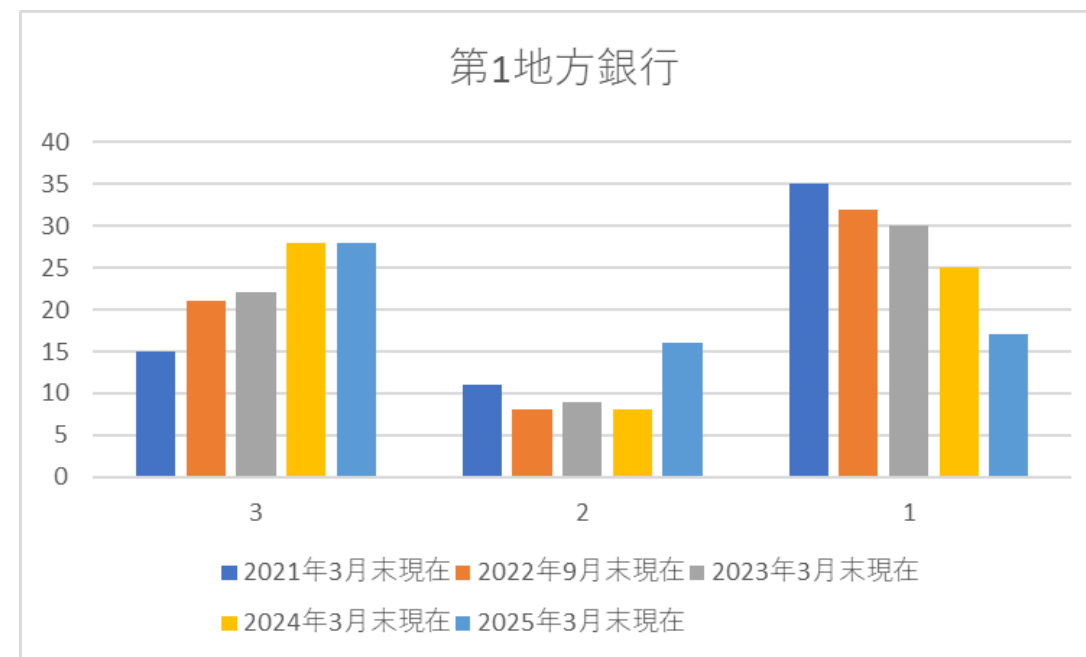
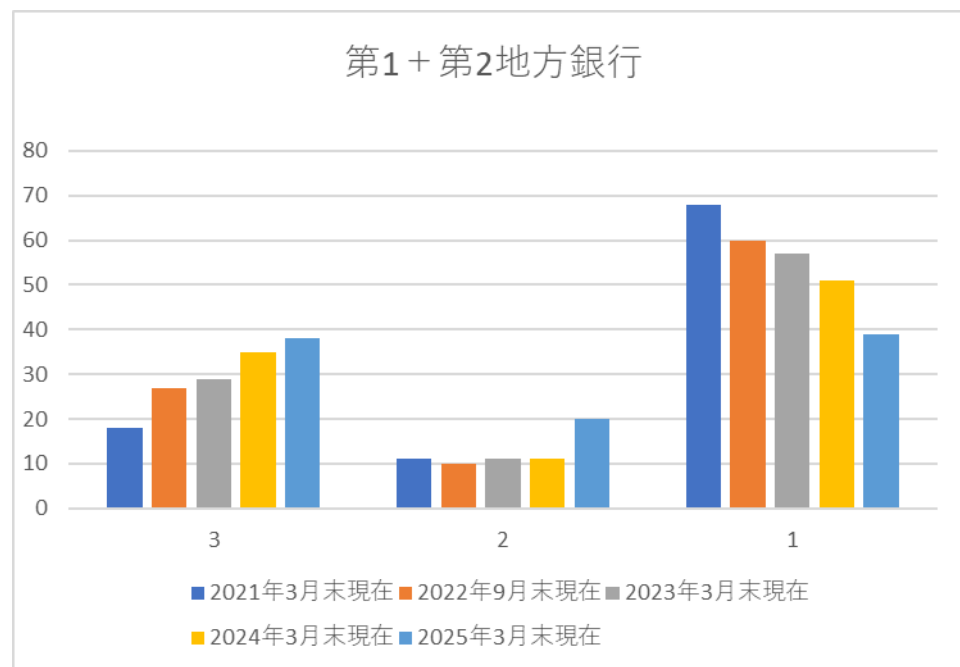
実施施策	蓋然性・影響の大きさに与える効果	実施部署
リスクアセットの削減(関連部長会で直近の情勢を踏まえて決定された資産を売却)	(影響) LCRが〇〇%まで改善、流動性ストレステストの結果も生存期間が30日から45日に拡大	XX
リスク顕現化分野に係るRAの変更	(影響) 当初RAで想定していたリスクテイク方針を変更	XX

5. 地銀が直面する中長期のエマージング・リスクを踏まえた RAFによる戦略推進型リスク管理体制

地方銀行におけるRAF導入の状況

- 地方銀行(特に第1地方銀行)におけるRAF導入先(導入を対外的に公表している先)は近年相当の数(第1地方銀行では、全体の2/3程度)になると同時に、足許でも増加傾向続く。

RAF導入を表明している地方銀行の数

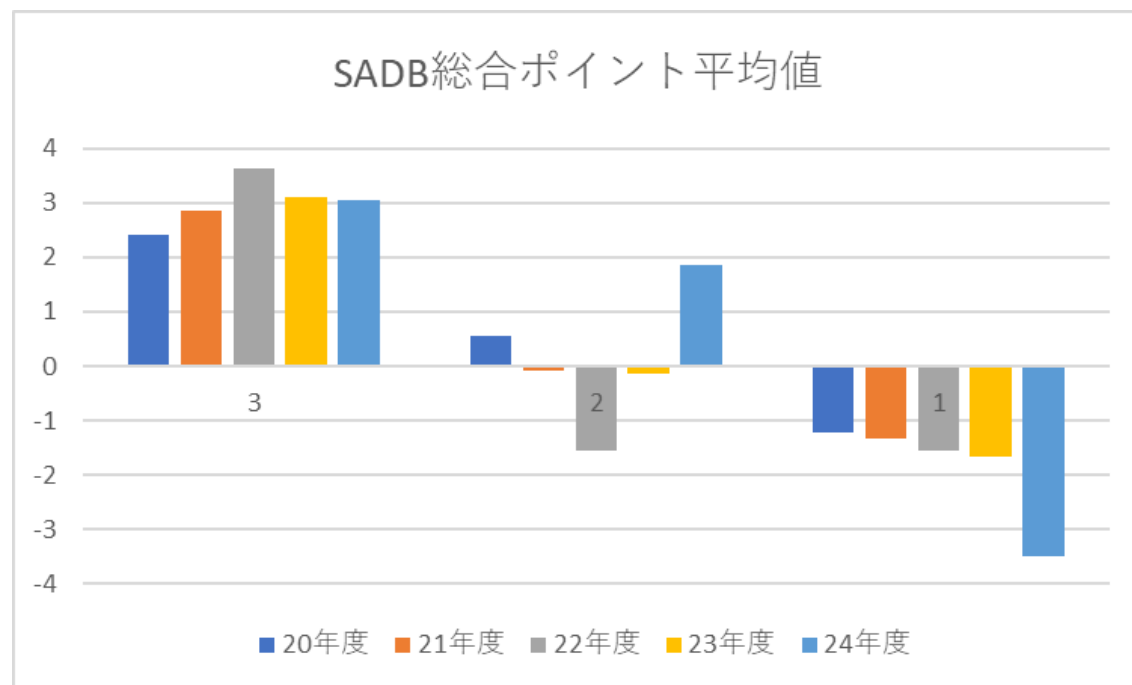


(注)「3」はRAFの積極的活用をディスクロ資料等で示している先、「2」はRAFに関しディスクロ資料等で触れている先、「1」はディスクロ資料等をみる限りRAFの記述がない先。

(出所) ディスクロージャー情報に基づき筆者推計

RAF導入と経営パフォーマンスの関係 1/2

- RAFを導入すると同時にその活用を積極的に謳っている先は、経営パフォーマンスも優れていることが明確に確認できる（但し、因果関係の方向性は不明）。

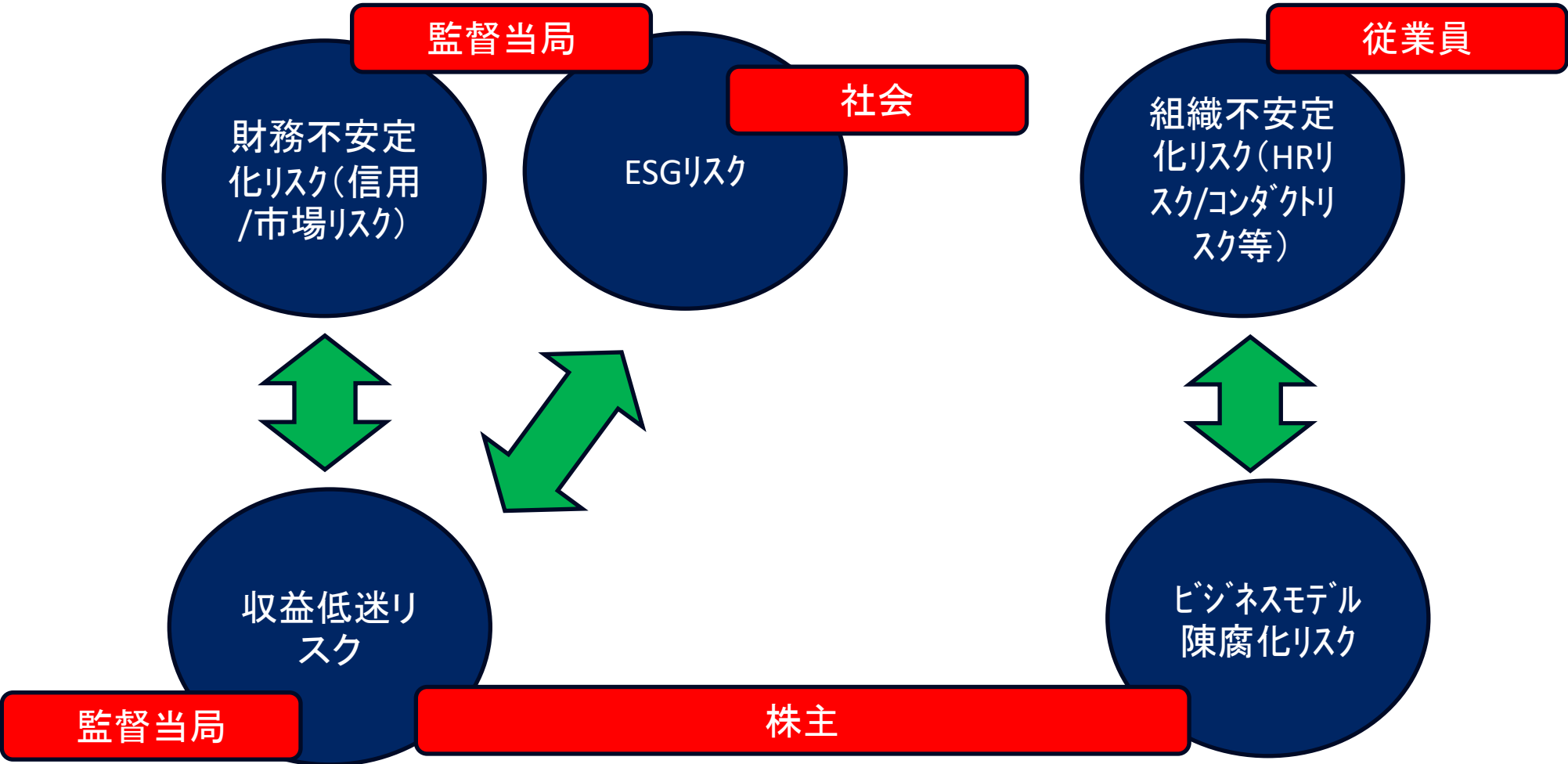


SADB総合ポイントとは、経営の根幹を示す主要5指標（「収益効率性指標」「財務安定性指標」「成長性指標」「ビジネスモデル独自性指標」「社会性指標」）を加重平均したもの。ウェイトは指標順に、0.25、0.25、0.25、0.1、0.15となる（なお2023年度より、上記に「組織安定性」が加わり、各比重は0.25、0.25、0.1、0.1、0.15、0.15と変更している）。多くの指標は地方銀行99行を対象とした偏差値をベースとしている。

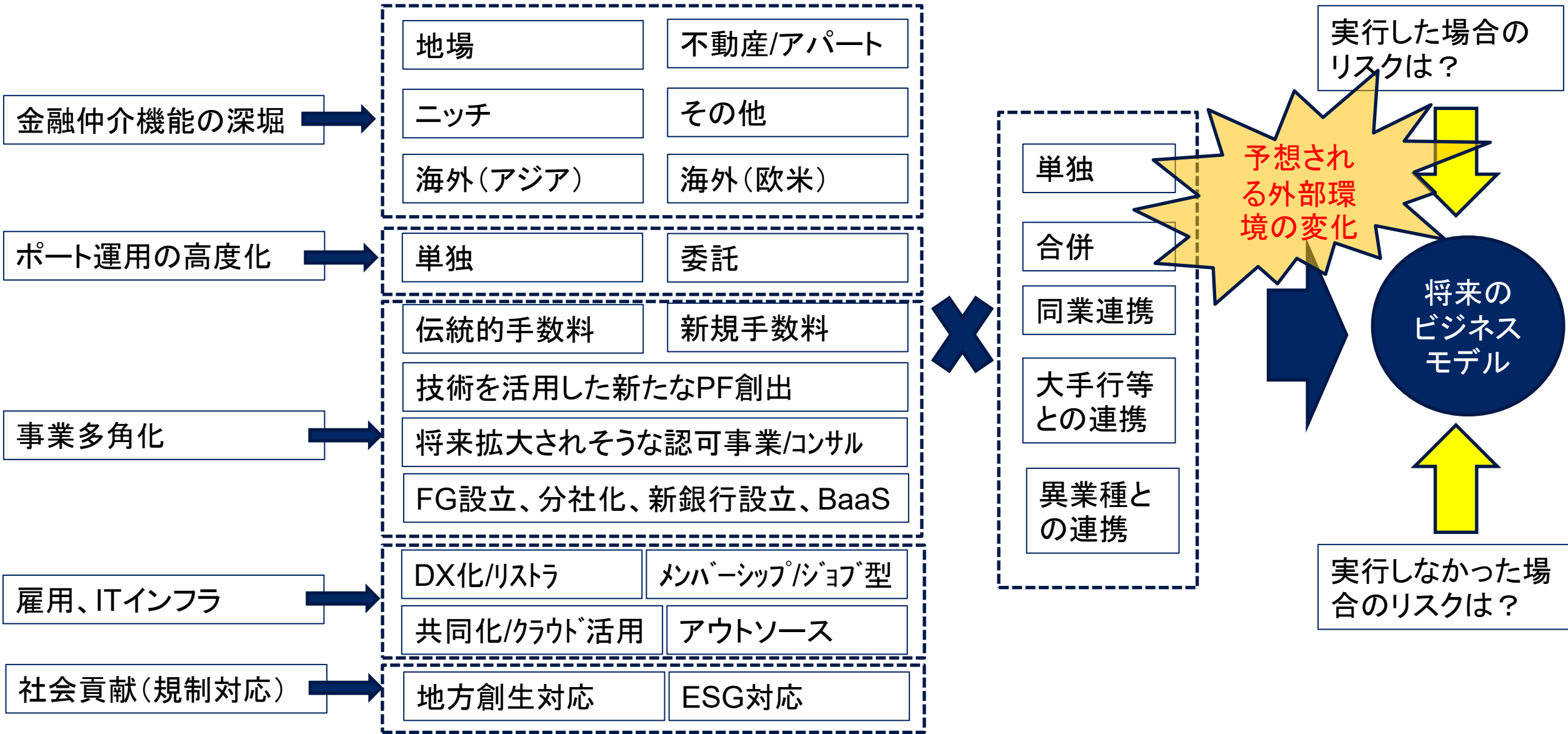
（注1）「3」はRAFの積極的活用をディスクロ資料等で示している先、「2」はRAFに関しディスクロ資料等で触れている先、「1」はディスクロ資料等をみる限りRAFの記述がない先。

（出所） ディスクロージャー情報に基づき筆者推計

異なるステークホルダーの「相反する」期待間の「バランスをとる」ことが重要



RAFが最終的に導くものは、ステークホルダーの(バランスした)期待に沿った「ビジネスモデル」



長期(10年程度)のエマージング・リスクに対する経営戦略としての備え

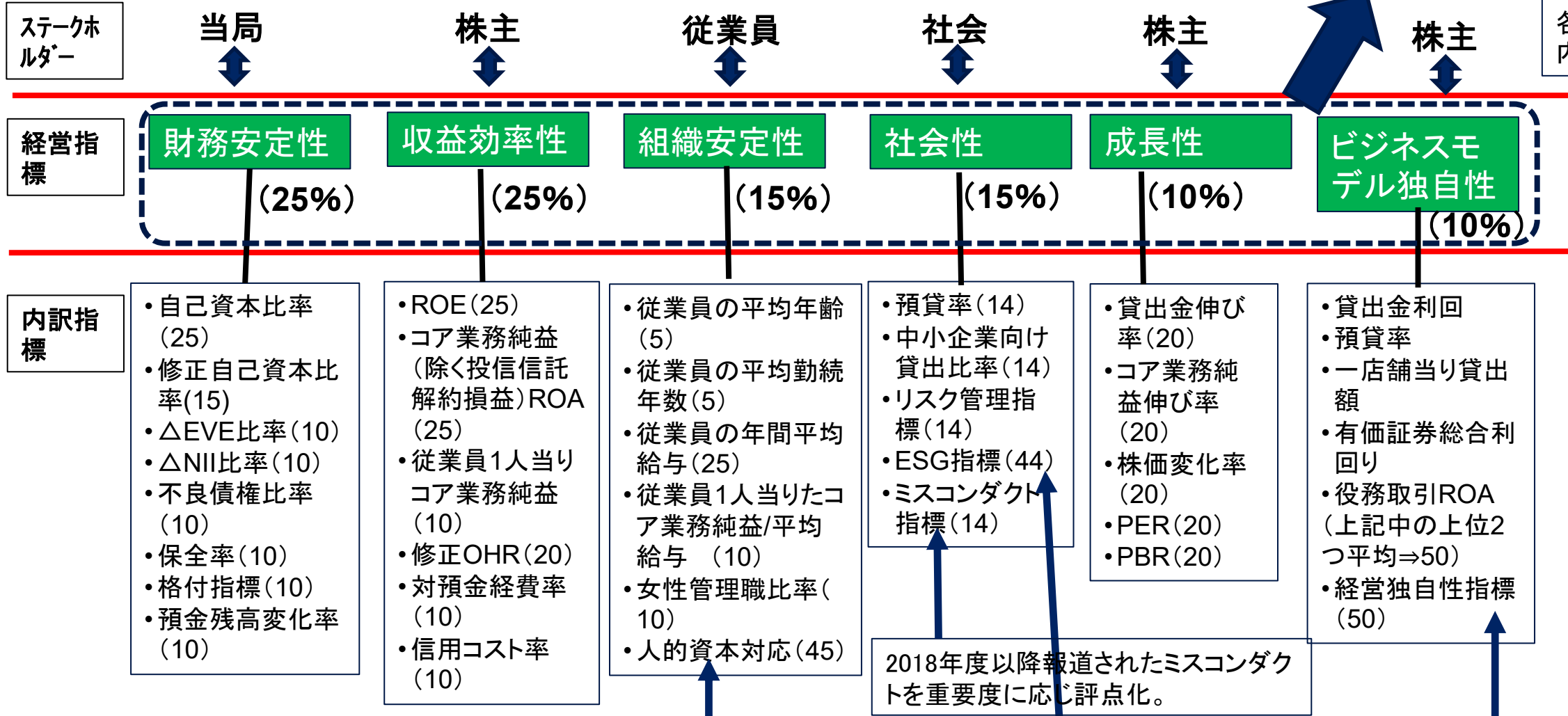
■ ここでは、地方銀行のRAの視点からみた長期エマージング・リスクへの対応を考えるために、以下の作業を実行。

- ① SADBパフォーマンス総合評価で上位25%点に近かった先1行(第1地銀)を抽出(以下、銀行A)
- ② 同先の主要経営指標時系列データ(詳細は次頁参照、多くのデータの期間は過去10年程度)を上位25%点先、中央値、下記25%点先データとともに生成AIに与える。
- ③ さらに先行きのマクロ経済環境に関しては次の3つのシナリオを用意し、これも生成AIに与える。
 - a. ベースライン(緩やかな金利正常化)
 - ・ 政策金利2%、長期3%
 - b. 高インフレ/スタグフレーション
 - ・ 政策金利3%、長期5%
 - c. デフレ再来
 - ・ 政策金利0%、長期0.5%
- ④ 銀行Aの各ステークホルダー毎にみたリスクアペタイトの凡そのイメージを用意し、これも生成AIに与える。
 - a. 対株主では、出来るだけ早くROE10%、PBR1.4倍(足許の東証プライム市場の平均値)以上を実現(⇒株主は余り怒らせたくない)
 - b. 対当局では、現状程度の相応に高い自己資本比率を維持しつつ、地方創生の課題も一定程度果たしながら、高収益を実現することで経営のサステナビリティを高める(⇒当局にも満足してもらう)
 - c. 対地域社会では、少なくとも地元県への経済的貢献は果たしつつも広域全体への貢献(他行との統合も含む)は収益の視点からは是非々で臨む(⇒地元には余り甘い顔はしない)
 - d. 対従業員では、よほどのことがない限りリストラには臨まない一方で、外部環境のニーズに応じた資質の転換は厳しく求めていき、評価のメリハリを強める(⇒従業員にはフェアな形で厳しく臨む)
- ⑤ その上で生成AIに対し、それぞれのシナリオ環境下における、銀行Aが想定するRAの視点からみた最適戦略を示してもらう。

SADB(経営持続性指標)のデータ構造

総合ポイント

6指標の加重平均(ウェイト)は各指標下の()内の数値参照



各内訳指標横の()内の数値は加重平均に用いたウェイト(%)

(注)従業員の年間平均給与やこれを用いた指標は、一部推計値を含む。

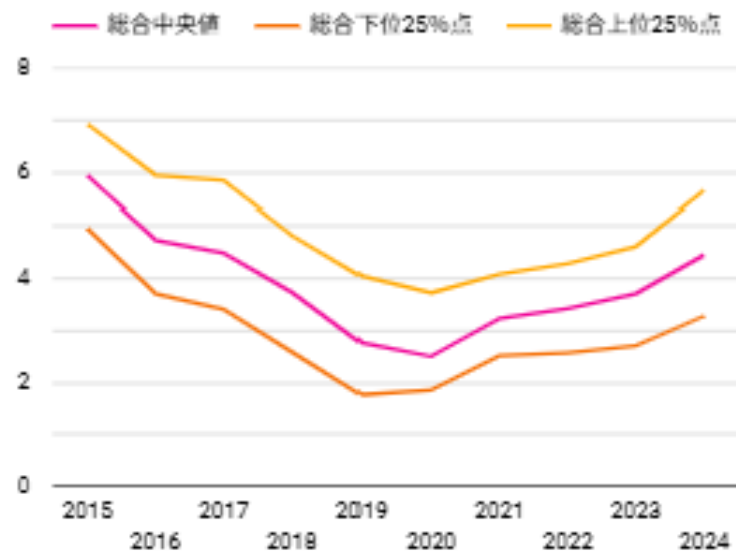
ディスクロージャーにおける人的資本対応に係る記述に基づき、①「HR戦略に関する情報」に関する7項目(経営戦略とのリンク、ポート最適化、高度化/リスク、採用、ダイバーシティ/職場環境、エンゲージメント、インセンティブ(人事制度、報酬/給与等))、②「指標」(代表的15指標のカバー数)、③「ステークホルダー期待への対応」に関する3項目を評点化し、戦略情報:50%、指標:25%、ステークホルダー期待対応:25%で加重平均。

TCFD基準に則り、「ガバナンス」「戦略」「リスク管理」「指標と目標」の4分野毎に次の基準に基づき評点を出し、4分野の平均値を算出。

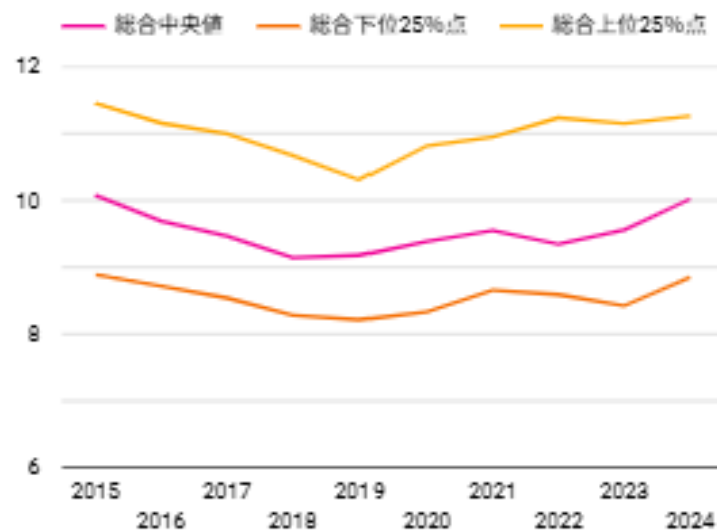
ユニークな経営戦略の具体的取組(10分野)に関しメディア報道や統合報告書等に記載された情報に基づき評点化。

地方銀行(第1+第2地方銀行)の経営パフォーマンス推移

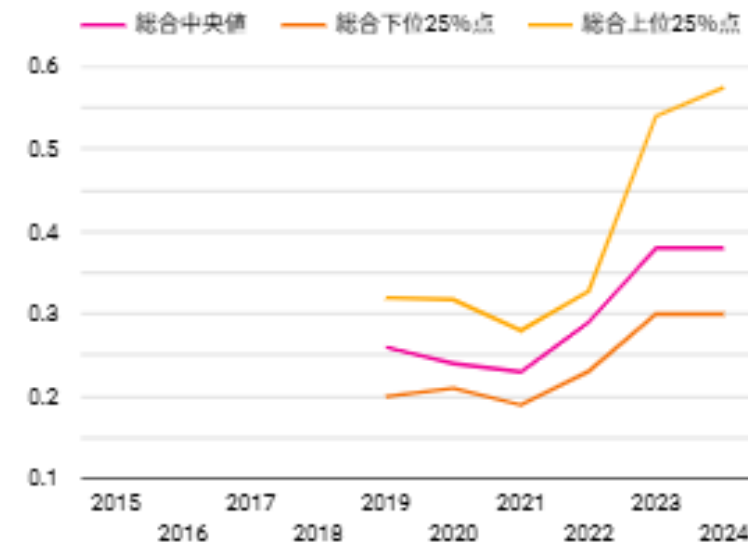
ROEの推移



自己資本比率の推移



PBRの推移



長期(10年程度)のエマージング・リスクに対する最適経営戦略(A銀行のケース) 1/2

■ 緩やかな金利正常化シナリオ

- ✓ 戦略の方向性: 異業種を経営に取り込み経営の「質」の多様化を図りながら、地元県での強さを土台にして首都圏を攻める。
- ✓ どん欲な提携戦略によりシステム経費等を抑制。
- ✓ 必要があれば、ITや通信/小売を含む非金融機関との提携も模索(アニマルスピリッツの取り込み)。
- ✓ 地元県以外への地域内での拡大は(低収益性や様々な文化的軋轢を考慮して)限定的にとどめる。
- ✓ 非金利収益は①事業承継・M&A、②富裕層・資産管理に集中しつつも、提携先との協業によりDX系ビジネスも立ち上げる。
- ✓ ROE10%、PBR1.4倍の早期達成。
- ✓ 本戦略は、株主の期待に積極的に応えるもの。当局も財務安定性を維持しつつイノベーティブな手法により一層の収益改善を目指す積極姿勢を評価するか。一方、地元県以外の圏内ビジネスにはやや消極的で社会的には不満が残る可能性。また従業員も企業文化の大変革を伴うという意味で相応の「アレルギー」を示す可能性。

■ 高インフレ/スタグフレーション・シナリオ

- ✓ 戦略の方向性: 信用リスクを制御しつつ高金利貸出を伸ばし、インフレを取り込む経営を目指すことで収益拡大を達成。
- ✓ 高金利・信用コスト上昇を前提に、信用コストの目利きが問われるミドル・マーケットを信用リスク管理モデルの高度化を果たしながら攻める。
- ✓ インフレに強い不動産を中心に首都圏へも積極攻勢をかける。
- ✓ 非金利収益は成長ドライバーではなく成長の安定性を増すためのバッファと位置づけ。
- ✓ IT・非金融連携は新規投資を凍結し、既存システム・提携の効率化とコスト削減に限定。
- ✓ 信用リスクモデル高度化や、ミドルマーケットや不動産市場攻勢を主眼とした他企業、金融機関との連携を積極化。
- ✓ 期間を要するものの、5年程度の将来におけるROE10%、PBE1.4倍の達成を目指す。
- ✓ 本戦略は、逆風下でも収益拡大を諦めない形で株主の期待に積極的に応える一方、大きなリスク・テイクにもつながることから当局的にはやや不安が残るもの。地元県等一般社会からは信用仲介をひるむことなく拡大することで高い評価が期待できる。貸出を第一に据えるという意味では従業員の抵抗も少ないか。

長期(10年程度)のエマージング・リスクに対する最適経営戦略(A銀行のケース)2/2

■ デフレ・シナリオ

- ✓ 戦略の方向性: 規模拡大によりひたすらコスト低減に注力すると同時に、デフレに強い業種との連携を深め非金利収入拡大を図ることで、収益性へのダメージを極力抑制。
- ✓ 地元県のみならず、地元地域圏の銀行やさらにはその周辺の銀行を含めて積極的に買収し、システムコスト等を大幅に抑制すると同時に、競合の抑制、さらにはTBTF化による利益享受を目指す。また他の地銀大手行や都銀大手行とのコスト削減を主眼とした連携も模索する。
- ✓ 貸出等リスクアセットを極力落とす。一方で有価証券運用は拡大する。拡大に際しても、大手他行との連携を目指す。
- ✓ 非金利収益を有力な成長ドライバーとして位置づけ、①事業承継・再編・縮小支援、②相続・資産移転・コンサル型業務を中核に据える。またデフレに強い一部小売やIT関連業種との連携も深め、これら業種の決済業務等へも深く食い込む。
- ✓ 不採算店舗・業務の整理を進め、コスト構造・人員構成・IT基盤を“デフレ耐性型”に作り替える
- ✓ ROE10%、PBR1.4倍の目標は降ろさないものの、その達成時期は5～10年後とする
- ✓ 本戦略は、株主からは、短期的な収益拡大を犠牲にする一方長期的には収益拡大を実現する期待を高める内容となっており、相応の満足は得られるか。また当局的にも資本毀損を回避する内容であり評価される可能性。一方地域社会からは、合併による救済を歓迎する声もある一方で、性急な合併による文化衝突が起こるリスクも高い可能性。従業員のにも、他行との合併や貸出業務の急速な縮小に伴う人員整理等で、相当の不満が噴出する可能性

講師紹介

大山 剛/ Tsuyoshi Oyama

(株) RAF研究所 代表取締役



日本銀行にてマクロ経済分析を担当、統括。国際通貨基金政策開発局出向。それ以降2008年6月まで、日本銀行金融機構局参事役として、日本の不良債権問題の分析や、大手金融機関考査・リスク管理高度化、バーゼル2の国内実施を主導すると同時に、バーゼル委員会傘下の多くの会議メンバーとして国際的な議論に参画する。その後は大手コンサルティング会社で、主要金融機関や事業法人に対するリスク管理（特にストレステスティングの高度化やリスクアペタイト・フレームワークの構築）に係るコンサルティング・セクションを統括。2022年に株式会社RAF研究所を設立し、代表取締役に就任。

本年秋頃に「エマージング・リスク管理入門（仮題）」、金融財政事情研究会を発売予定。

連絡先：info@raf-labo.co.jp

会社HP: <https://www.raf-labo.co.jp>