

SPECTRUM
Asset Management

本資料は、スペクトラム・アセット・マネジメント（スペクトラム）が発表したレポート「Insurers Defensive vs. Bank Turmoil」（2023年3月23日発表）を基に、プリンシパル・グローバル・インベスターズ株式会社が翻訳したものです。

保険会社のクレジットは堅固

2023年3月23日

直近でクレディ・スイスや複数の米国の地方銀行の破綻がありましたが、ディフェンシブな特性を有する保険セクターにとって、今後も問題なく保険金支払いに対応可能と考えています。

保険会社の流動性は潤沢：銀行預金は引き出し可能であるほか、上限を超えると預金保険の保護対象外となります。一方、保険会社の資金調達手段である保険料については、そうした信用不安によるリスクは限定的です。また、保険料と準備金は投資の原資として、一般的に資産と負債のデュレーションがマッチするように運営され、物的損害が発生した際や、被保険者が死亡または障害を負った際などの保険金請求時の支払いに充当されます。特定の貯蓄性のある商品（貯蓄型生命保険、一部の年金保険など）については現金が引き出されることがありますが、その場合、解約手数料などの違約金が発生することが多いほか、被保険者は税制優遇を受けられなくなったり、長期的な収入保障を失うといったデメリットが生じることになります。金利の急上昇を背景に、主に高格付けの債券で構成されている保険会社の投資ポートフォリオに大きな未実現会計損失が発生している可能性もあります。ただ、保険会社はこれらの有価証券を長期的に保有する意図を持っており、損失を実現・計上することなく保有することが可能で、資産からのキャッシュフローと、保険金を支払うためのキャッシュフローをマッチングできると考えられます。

また、保険会社は多額の現金・現金同等物や流動性の高い資産を保有しているほか、バランスシート外での資金調達も可能です。例えば、米国の保険会社は、資金を確保するために保有する有価証券を売却することなく、米連邦住宅貸付銀行（FHLB）にそれらを担保として差し入れることで融資を受けることができます。加えて、欧州と英国では、保険会社は様々なストレス・シナリオに対処できるよう、ソルベンシー II 規制によって定められた厳格な自己資本と流動性の基準を満たす必要があります。この規制の実効性は、2022年後半に英国債市場の混乱を発端としてLDI（年金負債対応投資）戦略を採用していた企業年金基金が損失の実現・計上を余儀なくされた混乱の際にも、一般の年金商品の契約者への影響が限定的だったことで示されたと考えています。

足元で懸念が高まった銘柄へのエクスポージャーは限定的：保険会社全体では、クレディ・スイスのAT1債（CoCo債）およびシリコンバレー銀行やシグネチャー銀行が発行する債券や優先証券へのエクスポージャーは、相対的に低く抑えられています。保険会社のポートフォリオは、高格付けの債券を中心とする非常に分散化されたものになっており、特定のセクターや発行体に集中投資することはなく、さらに規制によって低格付けの債券や株式に対するエクスポージャーも限定的となっています。

保険金請求は緩やかに進むと想定：破綻した銀行に対する投資家およびその他の訴訟に関連する法的責任が、会社役員賠償責任保険（D&O保険）およびその他の賠償責任保険に基づく保険金請求につながる可能性があ

ります。ただし、これらのリスクはシンジケートを通じて分散が図られているほか、法的手続きを通じ時間をかけて解決される性質のものであることや、保険会社の収益や資本水準が健全であることから、問題なく対処可能であると考えられます。

保険会社については、今回起こった銀行の取り付け騒ぎのような顧客離れによって損失を実現・計上する必要が生じることは稀であり、これが過去の市場サイクルを通して保険会社が概ね堅調に推移してきた主な理由であると考えられます。そして、スペクトラム社は、損害保険会社および生命保険会社のいずれについても、ファンダメンタルズは堅固であると引き続き考えています。

Chad Stogel、ヴァイス・プレジデント
Joe Urciuoli、リサーチ・ヘッド
スペクトラム・アセット・マネジメント

以上

当資料中の意見、予測および運用方針は作成時における判断であり、将来の市場環境の変動等により変更されることがあります。また将来起こりうる事実や見通しを保証するものではなく、実際の実績等はここに記述されるものと大きく異なる場合があります。

■ リスクおよび費用について

【リスク】

下記は投資一任契約に基づく有価証券等の運用に伴う一般的なリスクを記載したものであり、すべてのリスクを網羅するものではありません。また、これらリスクにより元本に欠損が生じる恐れがあります。

- 金利リスク：一般的に金利が上昇すれば値下がりし、金利が低下すれば値上がりするというように、金利変動の影響を受け価格が下落する可能性があります。
- 信用リスク：発行体の業績等の影響により、デフォルトもしくは利払いや償還金の支払が遅延し、これに伴い価格が下落する可能性があります。
- 流動性リスク：市場規模や取引量が少ない場合、組入銘柄を売買する際にファンダメンタルズから期待される価格で売買できない可能性があります。
- 期限前償還リスク：優先証券には繰上げ償還条項が設定されているものがあります。当初の期限前償還禁止期間を経過すると、金利情勢や発行体の財務状況等により、満期前であっても償還される可能性があります。金利低下局面で期限前償還された場合には、当該金利低下による優先証券の価格上昇を享受できないことがあります。また、組入銘柄が期限前償還された場合、償還された元本を再投資することになりますが、市場動向によっては再投資した利回りが償還まで持ち続けられた場合の利回りより低くなる可能性があります。
- 為替変動リスク：外貨建資産については、外国為替相場が変動することにより損失が発生し、投資資産が下落することがあります。
- デリバティブリスク：金融商品取引契約に基づくデリバティブとよばれる金融派生商品を用いることがあり、その価値は基礎となる原資産 価値や指標などに依存して変動し、デリバティブの種類によっては、基礎となる原資産や指標の価値以上に変動する可能性があります。また、取引相手の倒産などにより、当初の契約通りの取引を実行できず損失を被る可能性、取引を決済する場合に反対売買が出来なくなる可能性、理論価格よりも大幅に不利な条件でしか反対売買ができなくなる可能性などがあります。
- カントリーリスク：組入資産の価格は、発行または取引する国の政策、税制、法制、事業規制、投資規制などの影響を受けて変動し、価格が低下する可能性があります。

優先証券固有の投資リスク

- 法律制度上のリスク：優先証券に関する法律及び税制、その他制度上の変更等により、優先証券市場や運用方針に影響を及ぼす可能性があります。
- 利息/配当支払遅延（停止）リスク：優先証券には利息/配当の支払繰延（停止）条項がついている場合があります。但し、実際に繰延（停止）されても発行体の倒産に直結するものではありません。
- 弁済順位リスク：優先証券の弁済順位は、一般的に発行体の株式に優先し、普通社債には劣後します。また、優先証券の中には、一定の条件を下回った場合に元本の一部または全部が償還されないまたは株式に転換されるリスクを持つものがあります。
- 偶発転換社債(CoCo 債)等に関するリスク：偶発転換社債（CoCo 債）等には、監督当局が発行体を実質破たん状態であると判断した場合や発行体の自己資本比率が一定水準を下回った場合等に一定の条件を満たした場合、CoCo 債の元本の一部またはすべてが削減される、または発行体の株式に転換されるリスク等があります。この場合、CoCo 債等の価格が大きく下落する場合があります。株式への転換条項が付された CoCo 債が一定の条件を満たし、株式への転換が行われることになった場合、CoCo 債の価格が大きく値下がりをしたうえで、株価変動リスクを負うこととなります。

本資料に記載の主なリスクは一般的な説明です。各投資対象や手法によっては固有のリスクがあり、元本に欠損が生じるおそれがありますので、特定投資家以外の投資家のお客様は契約締結前書面等の内容を必ずご覧下さい。

【費用について】

直投スキームを採用する場合

下記の料率表（年率、消費税10%を含む）は、当戦略の投資一任契約に係る標準的な運用報酬体系であり、資産残高に応じた逓減料率となります。運用報酬の他に売買手数料、証券保管費用等が発生しますが、運用対象、運用状況等によって変動するため、料率や上限額を事前に表示できません。なお、運用対象、運用方法、運用制限等により標準料率の範囲内で個別協議のうえ報酬額を取り決めることがあります。

資産残高（時価ベース）	最大運用報酬（年率・税込）
50億円までの部分	0.605%
50億円超250億円まで	0.550%
250億円超1,000億円まで	0.495%
1,000億円超	0.440%

ファンド組入れスキームを採用する場合

当戦略は、投資一任契約資産からスペクトラム・アセット・マネジメントが運用する外国籍ファンド（アイルランド籍）に投資する方法でもご提供可能です。この場合の諸費用は以下のとおりとなります。

諸費用	標準料率
投資一任契約に係る運用報酬（消費税10%を含む）	年率最大0.11%または年間110万円のいずれか大きいほう
ファンド管理報酬	ファンド全体の純資産総額の年率0.40%
ファンド受託報酬	ファンド全体の純資産総額の年率最大0.022% ただし、年間最低受託報酬額は1万5千米ドルとします。

上記のほか、その他の費用（売買手数料、証券保管費用等）が発生しますが、運用対象、運用状況等によって変動するため、料率や上限額を事前に表示できません。また、その他の費用同様、それらを含む手数料の合計額、または上限額についても、事前に表示することができません。

また、買付あるいは解約申込時に、希薄化防止賦課金が適用される場合があります。本賦課金の額は市場環境等を考慮し計算され、有価証券の売買に伴う費用等に充当されます。

本資料に記載の運用報酬等の費用は一般的な説明です。弊社との投資一任契約の締結をご検討頂く際に、特定投資家以外の投資家のお客様は契約締結前書面等の内容を必ずご覧下さい。

【インデックスについて】

ICE BofAはICE BofA指数を現状有姿の状態でライセンス供与しており、同インデックスに関し保証したり、同インデックスおよびそこに反映され、関連している、あるいはそこから派生しているいかなるデータに関して、その適切性、品質、正確性、適時性、完全性を保証するものではありません。また ICE BofAは、それらの利用に際し責任を負うものではなく、弊社商品やサービスにつき、スポンサー提供、支持、もしくは推奨するものではありません。

■重要な情報

当資料は、投資一任契約に基づく当社の戦略の情報提供を目的としたものであり、個別商品の勧誘を目的とするものではありません。

当資料に掲載の情報は、弊社及びプリンシパル・ファイナンシャル・グループの関連会社において信頼できると考える情報源に基づいて作成された英文の訳文です。本資料と原文の内容に齟齬がある場合には、英語の原文が優先されます。適用法令にて規定されるものを除き、情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を保証するものではありません。当資料中の分析、意見および予測等は作成時における判断であり、予告なく変更されることがあります。

当資料中の情報は、弊社の文書による事前の同意が無い限り、その全部又は一部をコピーすることや配布することは出来ません。

プリンシパル・グローバル・インベスターズ株式会社

東京都千代田区内幸町一丁目 1 番 1 号 帝国ホテルタワー

お問合せ先：営業部 03-3519-7880(代表) / pgij.marketing@principal.com

ホームページ：<https://www.principalglobal.jp>

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 462 号

加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会

一般社団法人 投資信託協会

一般社団法人 第二種金融商品取引業協会