

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「Insurance Investment Portfolios: Resilient to Risks」（2023年8月7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。

保険会社はリスクに対しても強靱

2023年8月7日

保険会社は主に質の高い債券に投資しており、保険契約者への将来の保険金支払いに備え、債券を長期保有しています。一方、顧客からの保険料という安定した長期資金を元手に、生命保険や年金商品を提供する生命保険会社は、プライベート・デット、商業用不動産ローン、一部の仕組債など、質の高いものの流動性が相対的に低い資産へのエクスポージャーを拡大してきました。低金利時代には、これらの資産の流動性プレミアムの高さが利回りの向上に貢献しましたが、同時に保険会社では、投資適格未満の質の低いクレジットへのエクスポージャーの集中を抑えることで、慎重にリスク抑制を図り続けていました。スペクトラム社は、オルタナティブ・ファンドやプライベート・エクイティ・ファンドがスポンサーとなっている一部の生命保険会社を中心に、相対的に透明性が低い資産に過大なポジションを持っている保険会社に対して慎重な見通しを持っています。**ただ、スペクトラム社が投資先として焦点を当てている生命保険会社については、保有資産および自己資本ともに大きな懸念はないと考えています。**

商業用不動産融資は、生命保険会社が保有する資産の中でも中核的な資産：

地域の分散だけでなく、より質の高い集合住宅、小売、産業、オフィス、その他の物件など物件タイプでも分散が図られています。

- 商業用不動産物件の総資本に占める借入比率が低いいため、減損リスクは限定的となると想定され、また、融資はノンリコースですが、少ない借入れのために物件を手放すことになるデフォルトを不動産オーナーが選択する可能性は抑制されると考えます。
- 物件の賃料収入は、固定金利が多い商業用不動産融資の利払い負担を十分にカバーしています。また、多くの場合、安定した長期の賃貸契約をテナントと結んでおり、その効果は長期目線で見るとポジティブであることが分かります。
- 物件ごとに商業用不動産融資の満期を分散させることで、生命保険会社は借手と長期的な協力関係を築き、その間に元本の毀損を防ぐために借入契約の条項を変更することも可能です。条項の変更は収益を下押しする可能性がありますが、通常は元本の保全につながります。
- 生命保険会社は、過去の損失率が低い投資適格相当の商業用不動産融資を主に保有しています。
- 生命保険会社にとって、必要であれば、一部の不動産の所有権を取得することは損失抑制・回避の手段として選択肢の一つです。

仕組債、プライベート資産、その他の資産への投資の集中度合い：

仕組債には、商業不動産担保証券（CMBS）やローン担保証券（CLO）が含まれます。CLOに対する規制は相対的に緩い可能性があるため、ポジションが大きくなりすぎることや、低格付けのポジションには注意が必要であると考えています。

- スペクトラム社が投資先として焦点を当てている伝統的な保険会社は、主に仕組債の高格付けのトランシェを保有していますが、オルタナティブ・ファンドやプライベート・エクイティ・ファンドがスポンサーとなっている一部の保険会社では、資本構造上の位置付けが低く、よりリスクの高いトランシェに投資を行う場合があります。
- プライベート・クレジット市場が成長した背景には、外部格付けが付与された私募債が増えたことも一つの要因と考えられ、これ自体に大きな問題はありません。ただし、相対的に不透明な私募債が投資家を募るために積極的に格付けを取得していることについては、より高いリスクが内在する可能性があることを意味していると考えられます。
- プライベート・クレジットでは、貸手と借手の緊密な関係の構築や有利な条件での取引が可能となる場合があります。
- 金利の上昇は保険会社にとって概ねポジティブであり、優先証券を含む公募債への回帰を後押しする可能性がある一方、プライベート・クレジットに対する需要は今後も続く可能性が高いと考えられます。

保険会社は銀行と異なり規制当局のストレステスト（健全性審査）の対象とならないため、各社の開示情報、保険業界特有の見識、そしてスペクトラム社独自の分析を基に焦点を当て、分析・監視する必要があると考えます。一方、規制当局が設けている資本要件と格付要件は、保険会社の健全性を支える要因になっていると考えます。また、保険会社は経済の先行き不透明感が高まった際や市場のボラティリティが高まった際でも証券を保有し続けることが可能であり、これが長期的に良好な業績を達成できた主な理由の一つであると言えます。これは、流動性の低い資産のポジションも支える要因となりますが、そういった資産へのエクスポージャーが大きい保険会社に対してスペクトラム社は慎重な見方を取っています。

スペクトラム社が投資先として焦点を当てている保険会社については、様々な市場サイクルを乗り越えてきたそのリスク管理の堅実さに対して自信を持っています。

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、料率や上限等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