

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 Resilient to UK Market Turmoil」(2022年10月12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。

## 英国市場の混乱に対しても保険会社のクレジットは堅牢

2022年10月12日

世界の中央銀行による金融引き締めが引き続き市場を揺るがしています。さらに、9月の最終週には英ポンドが暴落し、一週間前に4%未満だった英30年物国債の利回りは、一時的に5%超まで急上昇しました。背景には、英国のトラス新政権が打ち出した大規模な減税策と国債の増発計画が発端となり、財政悪化やインフレ長期化への懸念が強まったことがあります。また、市場急落を受け、運用残高が約1.6兆ポンド(約256兆円、1ポンド=160円で概算)規模に達するとされるLDI(年金負債対応投資)戦略のポートフォリオにおいて、年金負債にキャッシュフロー或いはデュレーションをマッチさせるためのデリバティブの価値が急落したことによってマージンコール(追加証拠金差し入れ要求、「追証」)が発生しました。特に年金負債に対して積み立て不足のポートフォリオにおいてこれが顕著であり、マージンコールに対応するため資産売却・換金が進められたことが市場下落に拍車をかけ、混乱が長引く可能性が高まったことから、英イングランド銀行(中央銀行)は介入を余儀なくされ、金融市場の安定化に向け英長期国債の一時的な買い入れを実施するに至りました。英国の生命保険会社は、同国内の年金資金運用において、年金商品の提供や資産運用部門によるLDI戦略の提供を通じ、主導的な地位を占めていることや、投資ポートフォリオにおける英国のソブリンリスクに対する懸念から、株価が大幅に下落しました。

ただし、LDIを巡る流動性リスクは、LDI戦略の顧客である年金スポンサーに帰属するもので、あくまでその資金を預かり管理・運用を行っている立場の生命保険会社にとってのリスクではありません。また、英国の生命保険会社が提供する年金商品は年金スポンサー向けのLDI戦略とは性質が異なり、以下に示した厳しい規制や厳格なリスク管理などにより、英国の生命保険会社の市場ストレスに対する耐性は高いと考えています：

- 英国の生命保険会社は、年金商品の提供にあたっては総じて積み立て不足の年金基金を避ける傾向があり、デリバティブを活用せざるを得ない状況はより限定的となっている。
- ヘッジを行う場合でも、生命保険会社は担保として現金以外にも保有資産を差し入れられることが多い。
- 欧州連合(EU)のソルベンシーIIによる規制では、各保険会社はソルベンシー資本要件(SCR)を満たす上で200年に1回発生するストレスでも耐え得る自己資本が求められているため、自己資本の水準や流動性は健全であると考えられる。
- さらに、保険会社の自己資本の水準は平均してソルベンシーIIが求める最低水準の2倍以上となっており、様々なストレス・シナリオに対しても耐性があると考えられる。
- 保険会社は、投資適格社債に加え、モーゲージローンや直接投資など、クレジットの質の高い資産に幅広く投資を行っている。

- 保険会社は総じて長期投資家であるため金利上昇は概して好ましく、債券の保有期間中に発生する時価変動の影響は実現損ほど大きくない。

スペクトラム社は、足元での英国市場の混乱が保険会社の自己資本や流動性にとって大きな懸念材料になるとは考えていません。LDI戦略の運用を行っている生命保険会社については間接的に風評被害を受ける可能性があると思定されるものの、保険会社が世界金融危機やコロナ禍などの困難な局面を切り抜けてきた経験を有していること、優先証券を含め投資家全般に対して投資家フレンドリーな姿勢を維持していることが重要と考えます。

スペクトラム社は、マクロ経済レベルでは不確実性が存在するものの、保険会社は堅固な自己資本基盤、高い流動性、健全な投資ポートフォリオに今後も下支えされると考えています。

Chad Stogel、ヴァイス・プレジデント

Joseph Urciuoli、エグゼクティブ・ディレクター

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】

下記は優先証券投資に伴う、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ことがあります。

- 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ようになり、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)等に関わるリスク: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に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したうえで、株価変動リスクを負うことになります。

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 BofAMLはICE BofAML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 BofAML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

お問い合わせ先:営業部 03-3519-7880(代表)/pgij.marketing@principal.com

ホームページ:<http://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