

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 Helping to Fund Private Credit Growth」（2024年9月19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。

保険会社による投資の増加を背景にプライベート・クレジット市場が成長

2024年9月19日

プライベート・クレジット市場は大幅な成長を遂げており、世界金融危機以降の規制強化を背景に銀行が融資を縮小した結果、企業の資金調達ニーズ全体の中で生じた不足分を埋める格好となっています。プライベート・クレジット市場の一部を構成するダイレクト・レンディング市場では、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企業を含む非上場の中小企業に融資しています。ダイレクト・レンディング市場は、年金基金や保険会社からの多額の投資を背景に1兆米ドルをはるかに超える規模に成長したと推定され、プライベート・クレジット市場および動産担保融資（ABL）を含むより広範な市場の規模は数十兆米ドルに達するとされています。

プライベート・クレジットの経済的メリット

- 中小企業は、銀行融資以外に資金調達手段を多様化できる。
- 投資家は、伝統的な債券投資と比較してより高い利回りが期待できる。

プライベート・クレジットに関わるデメリットやリスク

- 借入コストの高さ（多くの場合、変動金利）。
- クレジットの質が相対的に低い借り手企業が多い。
- 融資条件が必ずしも厳格でなく、ペイメント・イン・カインド（現金で利息を支払う代わりに借入残高を利息分だけ増加させる）や返済期限の延長といった手法で融資条件の変更が行われることがある。
- 伝統的な資本市場と比較して、規制が緩く市場の全体像が見え難い。

メリット・デメリットが保険業界に与える影響

近年、定年退職に近づき一定のインカム収入を求める米国人の数が増えているといった人口動態の変化も一因となり、保険業界では個人年金保険の販売が記録的な伸びを見せています。そして、運用利回りを引き上げて提供する保険商品の価格競争力を維持するため、保険会社は契約者から得た保険料をプライベート・クレジットやストラクチャード・クレジットなどの流動性の低い資産に投資する傾向が強まっています。これは、保険会社の保険負債が長期かつ安定しており、一部中堅銀行で発生したような顧客からの信認低下が調達資金流出につながる事態の可能性が限定的であるという特徴を活かしたものであり、流動性の低い資産を保有してもALM管理を行うことは可能と考えられます。ただ、デメリットやリスクにも注意を払う必要があります。

特化型の運用会社やプライベート・エクイティ・ファンドは保険事業に参入しており、年金保険を販売する保険会社を傘下に収めたり、顧客の保険会社資産の運用・管理を通じるなどして、その事業規模を拡大しています。このことがプライベート・クレジット市場における新規ローン組成増加を促し、彼らに高い手数料収入や利益をもたらしています。ま

た、米国の生命保険会社はクレジットの質が高い企業が発行する私募債への投資には総じて秀でているものの、多くの場合において投資適格のプライベート・レター格付け（PLR、発行体と一部の投資家にしか公開されておらず、透明性の低い格付け）が付与された証券化商品を通じてダイレクト・レンディングなどのクレジットの質が低い資産のエクスポージャーを増やしています。さらに、特にプライベート・エクイティ・ファンドがスポンサーとなっている保険会社が、資本効率をより高めるために規制が相対的に緩い国・地域に事業を移すオフショア化を行っていることは、不透明性と潜在的なリスクをはらんでいます。

政策金利が高水準にあることで借入金利が高い水準で推移していることや景気減速の兆候が見られていることは、相対的に小規模でレバレッジ水準が高い借り手企業にとって課題となる可能性があります。実際に、ローンの返済条件の変更を行う事例が増えていることは、そうした潜在的な課題を示唆していると考えられます。米連邦準備理事会（FRB）が利下げを開始したにもかかわらず構造的に金利が高止まりし、景気が減速する可能性があることは借り手企業にとっては課題であり、こうした借り手企業に対して大きなエクスポージャーを有している保険会社、特に特定の証券化商品の劣後トランシェに過大なエクスポージャーを有している保険会社のクレジットにとって下押し圧力となる可能性があります。

保険業界における流動性の低いプライベート・クレジットやストラクチャード・クレジットへの投資増加に注意を払い、懸念のある発行体を回避する必要があるものの、スペクトラム社では引き続き、保守的かつ分散のきいたポートフォリオを有し堅実なリスク管理を行っている、強靱性のある保険会社にフォーカスし、選別して投資を行っています。

Chad Stogel、シニア・ヴァイス・プレジデント
Joe Urciuoli、リサーチ部門ヘッド
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外国債券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場合があります。
- 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

当戦略の投資一任契約における運用報酬については、弊社が定める標準報酬を基準に、契約資産残高、投資対象、運用制限、ご提供するサービス内容等についてお客様と協議の上で個別に決定しますため、現時点では料率や上限について記載することができません。運用報酬のほか、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、同様に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。

なお、標準報酬については、ご要望に応じてご提供いたします。

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

東京都千代田区有楽町一丁目5番2号 東宝日比谷プロムナードビル 10階

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