

保険プレミアムに基づく 投資機会

高い分散効果が期待される資産としての
保険リンク戦略

2020年8月7日

(原文：2020年8月4日)

保険リンク証券（Insurance-linked securities、ILS）に投資するという自然災害に焦点を当てた戦略は、現在の環境において魅力的な投資機会を有すると考えている。このレポートでは、資産クラスの特徴、投資ケース、および、投資の実装について分析する。また、ESG ファクター（環境、社会、ガバナンス）、および、気候変動と COVID-19 による資産クラスへの潜在的なインパクトについてもコメントする。

保険リンク証券とは？

本質的に、保険リンク証券は保険会社と同じように、保険料と引き換えに保険による補償を提供する。投資家は、特定の保険対象災害（フロリダのハリケーンなど）を補償するための担保となる資本を提供する。この枠組みは、通常 1～3 年の固定期間となっており、投資家が得られるリターンは、受け取ったプレミアム（保険料）と、担保としての投資元本から支払われた請求額を差し引いたもので構成される。したがって、保険リンク証券は、従来の資産クラスとは大きく異なるリスク／リターン特性を提供する。

保険リンク証券のポートフォリオは、米国のハリケーンや地震、日本の地震、ヨーロッパの暴風雨など、損害保険の契約数が多い「ピーク・リスク」と呼ばれるものに焦点を当てる傾向がある。

何故、保険リンク証券に投資するのか？

保険業界が何世紀にもわたって存在してきた理由は、平均的な保険料が保険会社の負担する補償リスクを十分に埋め合わせているためである。リスク回避とは、モデル化された予想期待損失額よりも多くの保険金額を支払う用意があることを意味する。保険リンク証券は十分に多様化が進んでおり、他の伝統的な資産クラスやオルタナティブ資産クラスとの直接的な関連はなく、株式を含む他の資産との過去の相関はほぼゼロである。また、一般的に、資産クラスは適切な責任投資の資質を有しているとも見なされる。これは、保険が個人、企業、公共団体にセーフティ・ネットを提供し（保険料が妥当であると仮定すれば）、気候変動による影響からの回復をサポートすることで、社会にプラスの恩恵をもたらすためである。重要なのは、優れた保険リンク証券のアクティブ運用マネージャーが最良の取引を選定し、慎重な運用とリスクの分散を図ることにより、アクティブ運用を通じた付加価値追求の余地が認められることである。

2020 年 6 月 30 日までの 10 年間を通じて、公に取引されるキャットボンドのリターンは年率 5.8%、ボラティリティは 3.3%であり、その結果、シャープ・レシオは 1.8 となった [1]。ただし、キャットボンド指数の実現ボラティリティは、保険リンク証券への投資に関連する下方リスクを過小評価していることに注意することが重要である。長期的な実績を図 1 に示す。

図 1 – 保険リンク戦略と他の資産クラスとの長期パフォーマンス比較



Source: MercerInsight™. The chart above shows the growth of \$1,000, before fees, for an investment in various index strategies for the period January 31, 2002 to June 30, 2020. Catastrophe bonds are represented using the Swiss Re Global Cat Bond Index, equities using the MSCI All Countries World Index, US high yield debt using a Bloomberg Barclays US High Yield Composite Index and cash, the 3-month T-Bill rate.

2020年6月30日時点において、キャットボンドの平均利回りは約7.6%であった[2]。対照的に、米国のハイイールド債の利回りは6.9%であった[3]。期待損失率の平均は約2.7%であったため[4]、キャットボンドの期待リターン（利回りと期待損失率の差）は、運用報酬の控除前で約5%となる。より厳選された保険リンク証券の運用マネージャーからの将来の期待リターンは、5%～9%（運用報酬および期待損失率を差し引いたもの）の範囲と推定され、期待収益率の高い戦略では通常、プライベート案件（私募形態）への配分が高くなる傾向にある[5]。

COVID-19の影響度

2020年1月～3月期、保険リンク証券ファンドのリターン中央値がわずかながらもプラスを示したことで、同戦略はその分散効果と他の資産クラスとの低相関を示した[6]。一方、1月から2月におけるプラス・リターンの後、主にマルチ・ストラテジーのヘッジファンドからのキャットボンド売り圧力によって、3月は緩やかな下落となったように、COVID-19がキャットボンド

市場にも影響を及ぼしたことは注目に値する。そうしたなか、多くの保険リンク証券の運用マネージャーは、これを買入れの好機と見ていた。また、ほとんどの保険リンク証券のファンドはプライベート案件（私募形態）にかなりのエクスポージャーを有しているものの、これらの案件は、四半期を通じてキャットボンドと同じ価格下落とはならなかった。

COVID-19 が原因で、一部の保険リンク証券のポートフォリオは企業の事業中断による保険請求にさらされる可能性があるが、その影響は限定的と見られている。一部の保険契約は、パンデミック（感染症等の世界的流行）に関連する保険請求を明示的に除外もしくは包含しているため、負債状況が明確であるが、一方で不明瞭なものもあり、請求を支払わせるための遡及的な政治的介入によって負債が生じる可能性もあるという懸念が残る。ほとんどの保険リンク証券の運用マネージャーは、この種の契約で保険金を支払う必要はないと信じており（ただし、保険会社は依然として法的費用を負担する可能性があるが）、遡及的な政治的介入はおそらく不可能である。

とはいえ、一部の保険リンク証券の運用マネージャーは、事業中断による請求に関する不確実性のため、サイドポケットを設定した。一部の運用マネージャーは、サイドポケットを使用して、流動性の低い資産や評価が困難な資産と流動性の高い資産とを区別している。こうしたサイドポケットの目的は、2017 年と 2018 年の米国ハリケーンの後のように、請求を清算するための最終的なコストに係る不確実性から、既存および新規の投資家を保護することである。

気候変動および ESG

投資家は、気候変動の影響が保険リンク証券のパフォーマンスにとってどのような意味を持つか、保険リンク証券が気候変動による影響からの回復をどのようにサポートできるかに多くの注意を払っている。保険リンク証券の契約は通常短期間（大部分は 1～3 年）であるが、気候の影響は数十年に及ぶ現象であり、想定期間のずれを引き起こす。気候変動の影響が発生し、気候データの品質が向上すると、保険リンク証券の価格調整が生じると見ている。したがって、効率的な市場の投資家は、気候変動に起因する予想請求の増加に対して、より高い保険プレミアム（保険料）を通じた補填を受ける必要がある。ただし、地域の天候に起因した災害リスクによる短期的な影響やその他の市場ファクターに関する不確実性により、保険料の調整が遅くなり、その結果、保険リンク証券という資産クラスに気候を要因とする損失が発生する可能性もある。投資家が十分な対価を得ていないことが明らかとなった場合、これらの戦略の多くは比較的流動性が高いため、その時点で解約される可能性がある。

保険リンク証券のファンド・マネージャーは、気候変動がポートフォリオに与える影響についての見解を示すことができるはずである。資産クラスとしては適切な責任投資の資質を有しているにもかかわらず、保険リンク証券の運用マネージャーはこれまで、投資プロセスに ESG の検討項目を組み込むことは困難であると見てきた。しかしながら、責任投資の分野における保険リンク証券の運用マネージャーの関与は急速に拡大しており、その多くがフレームワークを開発し、国連の責任投資原則やオルタナティブ投資がバランス協会（SBAI）などを通じて、特に保険リンク証券に焦点を当てた取り組みに署名してい

る。特定の保険リンク証券ファンドやポートフォリオの ESG 特性に加えて、大災害のリスク・プーリング（リスクを抱え持つこと）やリスク移転といった資産クラス全体の社会的メリットもまた、気候変動の時代における責任ある分散投資先として、保険リンク証券への配分を後押しするものであると考える。

投資の実装

問題のない資産クラスはなく、キャパシティーが限られたニッチな資産クラスのひとつとして、保険リンク証券も位置付けられている。保険そのものは単純な概念であるものの、投資の実装は複雑である。保険リンク証券は伝統的な資産よりも流動性が低く、保険の対象となる災害が発生した場合、重大な損失が発生する可能性がある。したがって、投資家は、複雑性および内包された下方テールリスクを十分に理解する必要がある。また、投資家は、特にリターン特性を理解する上で、支払いの遅れや複雑さを増す可能性のあるサイドポケットの広範な使用にも、注意する必要がある。

運用マネージャーの選択は重要であり、より複雑でアクティブに運用される（ロング・ポジションとショート・ポジションの両方を含む）ものから、よりバイアンドホールド・アプローチを重視するものまで、幅広い保険リンク証券の運用戦略が利用可能である。一般的な運用報酬は年率 0.75%から 1.5%の範囲であり、より洗練されたファンドは多くの場合、成功報酬も徴収する。流動性（解約条件）は月次から年次まで多岐にわたり、通常、流動性の高いキャットボンドの保有比率と関連性がある。小さいながらも運用マネージャーのユニバースはあるものの、そのクオリティーはまちまちであり、保険リンク証券業界は人間関係と仲介業者に大きく依存するため、高いクオリティーの取引案件や強力なネットワークにアクセスできる運用マネージャーを高く評価している。また、適切なレベルのスキル、経験、ツールを有していることも重視している。

現時点における保険リンク証券の見通し

近年、再保険料の減少傾向は、2017 年から 2019 年にかけてのハリケーンやその他の災害による損失を受け、反転してきている[8]。保険料の増加は、再保険に対する需要の増加と再保険セクターにおける資本減少の影響を反映している。実際、数年にわたる厳しいパフォーマンスの後、保険リンク証券の運用マネージャーは、2020 年 6 月 1 日の契約更新時には保険プレミアム的大幅な増加が見られたと語っている。こうした変化を、投資家に利益をもたらす、より厳格な発行条件を特徴とする「ハードマーケット」への回帰と表現するマネージャーもいる。この結果、多くのマネージャーが、保険リンク証券という資産クラスについて、今後の見通しは過去の多くの期間よりも良好であると見ている。



Robert Howie

アセットクラス・スペシャリスト, デイバーシファイイング・オルタナティブ・フティック

[1] MercerInsight™. Catastrophe bonds are represented here using the Swiss Re Global Cat Bond Index, which tracks the broad market of publicly traded securities. Mercer calculated performance characteristics using monthly performance data in US dollars for the period July 1, 2010, to June 30, 2020.

[2] Source: Elementum Advisers, LLC. Quoted yield includes the return on collateral held and is as at June 30, 2020

[3] Thomson Reuters Datastream, based on the Bloomberg Barclays US High Yield Corporate USD Index as at June 30, 2020.

[4] Source: Elementum Advisers, LLC.

[5] The estimated range is based on data, as provided by managers. A total of six managers were surveyed by Mercer, managing a combined total of 14 strategies.

[6] Source: MercerInsight™

[7] MercerInsight™.

[8] Source: Guy Carpenter

重要事項

商号：マーサー・インベストメンツ株式会社

住所：107-6216 東京都港区赤坂9-7-1 ミッドタウン・タワー

電話：03-6775-6700

金融商品取引業者 登録番号 関東財務局長（金商）第454号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会

ご注意事項

- マーサーとは、当社、Mercer LLC、及び（又は）その関係会社を含むものとします。
- 本資料は、情報提供を目的として作成されたものであり、有価証券や金融商品の売買の申込みもしくは売買の申込みの勧誘を行うものではありません。本資料ではお客様の個別の状況を考慮した投資助言のご提案は記載されておりません。お客様ご自身の投資目的及び財務状況を考慮し、当該投資戦略のリスクや妥当性と十分にご検討ください。
- 本資料にはマーサーの秘密情報及び専有情報が記載されており、マーサーが定めた当事者以外には使用することはできません。本資料の内容の全部又は一部を、マーサーの書面による事前許可を得ることなく修正したり、販売したり、又は他の個人若しくは組織に提供したりすることはできません。
- 本資料で明示される所見、評価、及び（又は）意見は、マーサーの知的財産であり、予告なく変更される場合があります。これらは、検討対象の投資商品、資産クラス、又は資本市場の今後の運用実績に関し、何らかの保証を付与することを意図するものではありません。
- 過去の運用実績は、将来の運用成果を約束するものではありません。
- 本資料は信頼できると判断される情報に基づいて作成されていますが、マーサーがその情報の正確性、信頼性を保証するものではありません。
- 本資料に掲載されている内容は全て資料作成日以前のものであり、今後予告無しに変更される可能性がございます。
- マーサーの利益相反に関する開示については、当社担当者にお尋ねいただくか、又は www.mercer.com/conflictsofinterest をご覧ください。
- 本資料に掲載されている情報は法律、会計、税務、経営、投資その他にかかる助言を含むものではありません。
- 弊社はお客様との投資一任契約に基づき、お客様の口座に外国投資証券等を組み入れることにより運用戦略の提供を行います。組入対象となる外国投資証券等は金利、通貨、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動を原因として価値が変動するため、投資一任契約に基づく投資の運用成果も変動します。投資一任契約に基づく投資は投資元本が保証されているものではなく、係る投資において生じた利益及び損失は全てお客様に帰属します。
- 投資一任契約に基づく投資顧問報酬として、原則として契約資産額及び契約期間に応じ定率の報酬をご負担いただきます。更に投資顧問報酬に加え、外国投資証券等に係る運用報酬及びアンダーライニング・マネージャーへの運用報酬その他の手数料等が外国投資証券等の資産から控除されます。これらの報酬や手数料等は、外国投資証券等により異なるため、その料率や上限額、合計額等を表示することはできません。

© 2020 Mercer LLC. All rights reserved.