

さあ、保険の新次元へ。

T&D 保険グループ

T&D EYES

2021.冬
Vol.37

TOPIC

CATボンドの銘柄選択とポートフォリオ構築

目次

- ◎TOPIC
 - CATボンドの銘柄選択とポートフォリオ構築
- ◎ちょっと一息
 - ベランダ菜園で気分転換
- ◎プロダクト情報
 - Payden & Rygel社の外国株式インカム戦略

前号ではCAT(Catastrophe=カタストロフィ(大災害))ボンドの市場動向と先行き見通しをお話ししましたが、今号ではCATボンドの銘柄選択とポートフォリオ構築についてお話しさせていただきます。

CATボンドについて

近年、保険会社は引受けたリスクに応じて資本積み増しの義務(ソルベンシー規制)を負っています。そこで、準備金等で損失全てを吸収せず、再保険料を支払って他社へ一部リスクを移転する手法を、保険会社の経営及びリスク管理上選択する傾向にあります。こうした中、リスク移転の一つの手法として、保険事業と金融理論が融合した保険関連証券(以下、ILS)が誕生しました。リスクの多様化や、経済規模拡大に伴う保険金巨額化の中、再保険やILSを活用し、保険負担を複数の保険会社及び金融市場の参加者で分散することにより、継続的なリスク引受けが可能となりました。

ILSで最初に発展した形態が、市場取引が可能なCATボンドという利付証券(変動金利=短期金利+上乘せ金利)です。CATボンドの市場規模は過去数年間で大幅に拡大し、特に2020年は新規発行が活発で、年間で49件、110億米ドルが発行され、発行残高は317億米ドル^(注)となりました。リスク対象は主に大規模自然災害であり、発行年限は平均して3~5年と短期ですが、リスク分析に金融とは異なる専門性が必要であることから、国債や同程度のリスクの社債に比べ相対的に高いクーポンが設定される傾向にあります。一方で、対象とする大規模自然災害が発生し、保険金支払い義務の発生トリガーに抵触した場合は、元本の一部または全部が毀損することもあります。このため、既発、新発を問わず、個別銘柄への投資にあたっては、自然災害の発生頻度や損失規模、保険金額、保険金支払い義務の発生トリガー等、各銘柄のリスクを確りと分析し、リスクに十分見合ったクーポンが支払われる銘柄を選択するとともに、元本毀損リスクを回避する必要があります。

(注) セキュリス社提供データ

損保リスクのみ(生保リスク、モーゲージ除く)、米国の規則144A準拠銘柄のみ(私募債除く)。
また、発行残高はリスク計測期間中の銘柄のみ(リスク計測期間が終了し満期償還待ちの銘柄除く)。

個別銘柄の分析

CATボンドの既発債は約160銘柄あり(各銘柄にはリスク/リターン水準の異なる複数トランシェの発行もあります)、流通市場で売買が可能ですが、魅力的な投資機会確保のため新規発行への参加が重要になります。CATボンドの新規発行時には、リスク移転元(保険会社等)により新発債の投資家向け説明会が行われると共に、データルーム(発行条件を記した目論見書や詳細な裏付けデータを開示)が開設され、運用者は、これらの内容を評価し、当該銘柄の投資判断を行います。一般的に発行条件は、大手リスクモデル会社RMSやAIR等の損害保険リスクモデルによる対象期間における対象地域での対象災害の発生頻度や、損失の規模、予想される保険損失額の分析結果、保険金支払い義務の発生トリガー等に加えて、リスク引受けの需給が反映され決定されます。一連の説明会の結果、最終的に投資家に対して支払われるクーポンや発行規模が決定します。

T&Dアセットマネジメント(株)
☎03-6722-4801(代)
<https://www.tdasset.co.jp/>



しかし、発行時に用いられる大手リスクモデル会社のモデルも、対象となる保険契約内容や災害発生後の再建費用の上昇などが適切に反映されていない場合があります。また、モデル化されていない又はモデルの開発が遅れている対象地域や災害種類等もあります。各社はモデルの高度化に努めており、ここ数年では特定の災害や地域に特化したブティック型の会社も参入し、業界全体で1,000人近い科学者やエンジニアが日々開発を行っています。

CATボンドを含むILS投資を専業とする運用会社では、上記の大手によるモデルの長所短所を把握した上で、自社でリスクモデルを開発しています。自社モデルによる分析結果と大手のモデルによる分析を比較する等、より厳格に銘柄の分析を行います。また、元受保険会社の事業戦略や対象地域の過去の損失、モデルの開発が遅れている災害においては自社モデルによる補完、目論見書の細部の精査など、モデル分析には表れない定性面のリスクも十分に分析する必要があります。

最近では、気候変動が自然災害に与える影響に投資家の関心が高まっています。ハリケーンや山火事等の発生頻度や規模への影響を研究し、その知見を自社のリスクモデルに反映する動きが見られます。同様に、ESGの各項目の評価について、銘柄評価や実際の運用プロセスへの統合を検討する動きもあります。

ポートフォリオ構築

ポートフォリオ構築は、各銘柄の厳格な分析が基礎となります。ポートフォリオの目標リターンや一定のリスク及びエクスポージャー制限の下で、銘柄、発行体、地域、災害種類、保険金支払い義務発生トリガーの種類等を分散し、目標リターンに対してリスクを最小化するようにポートフォリオを構築します。

新規発行時に投資を見送った銘柄についても、流通市場の価格次第では魅力的な投資機会となる可能性があることから、流通市場の動向を常に注視する必要があります。引受けたリスクに対するクーポンが主な収益源泉となりますが、災害発生の際の季節性を背景とした価格変化や、災害発生後のミスプライスの機会を活用することも追加的な収益源泉となります。

徹底した個別銘柄のリスク分析を基に、目標とするリターンに対して、元本毀損リスクを回避するなどリスクを最小化することが、ポートフォリオ構築の要になると考えています。

アライアンス株式運用部 菊本 力夫

ちょっと一息



ベランダ菜園で気分転換

家庭菜園は庭がないからとあきらめていませんか？ちょっと日の当たるベランダがあれば初心者でも野菜の収穫を楽しめます。私の場合は毎年GWになると近くの園芸センター(またはホームセンター)に行って、キュウリ、ナス、ピーマンの苗と園芸用の土を買います。苗は1本150~350円程度で、60センチのプランター3つに2本ずつ植えます。

家庭菜園の醍醐味は何とんでも自分で大事に育てた野菜を収穫して自宅で味わえることです。また野菜によって栽培方法にコツがあって、失敗もしながら覚えるのも楽しみです。例えば、キュウリは下の方の脇芽をすべて取り、できるだけ上の方の枝を伸ばすとたくさん収穫できるようです。プロの農家では一つの苗で100本のキュウリを目標にしているそうです。私などはせいぜい20本くらいですが、ナスの場合は一つの枝にできる実を2つまでにして、その先の枝は切るとたくさん収穫でき、同時に剪定もできるので管理がとても楽です。今年の夏はピーマンが豊作で、2つの苗から50~60個とれました。おかげで夕飯のメニューにピーマンの肉詰めが多く登場しました。といっても、苗、土、肥料で毎年3,000~4,000円くらいの費用をかけており、妻からは「スーパーで買って来た方が安上がり」とチクリ。それでも、この程度のコストで春から秋まで楽しめるので今後も続けたいと思っています。

日の当たるベランダをお持ちの方、気分転換と実用を兼ねて挑戦してみませんか？冬の寒い季節は小さな赤いらディッシュと二十日大根を楽しめます。



株式運用部 青木 利久

プロダクト情報



Payden & Rygel社の外国株式インカム戦略

Payden & Rygel社が運用する外国株式インカム戦略についてご紹介をさせていただきます。

【Payden & Rygel社】

Payden & Rygel社は約37年の運用実績を持つ、債券運用を強みとする運用会社です。1983年にロサンゼルスで設立され、総運用資産は2020年12月末時点で1,350億ドル超(日本円換算で約14兆円: 1米ドル = 103.24円)。株式運用に関しては2011年からの運用実績があり、株式運用の総運用資産は19億7,600万ドル(同約2,040億円)です。

なお、Payden & Rygel社は、当社とのアセットマネジメント事業における協働に関して、当社の親会社である株式会社T&Dホールディングスとの間で覚書を交わしています(詳しくは「T&D EYES 2019.夏 Vol.31」をご覧ください)。

【債券運用を強みとする運用会社の株式運用】

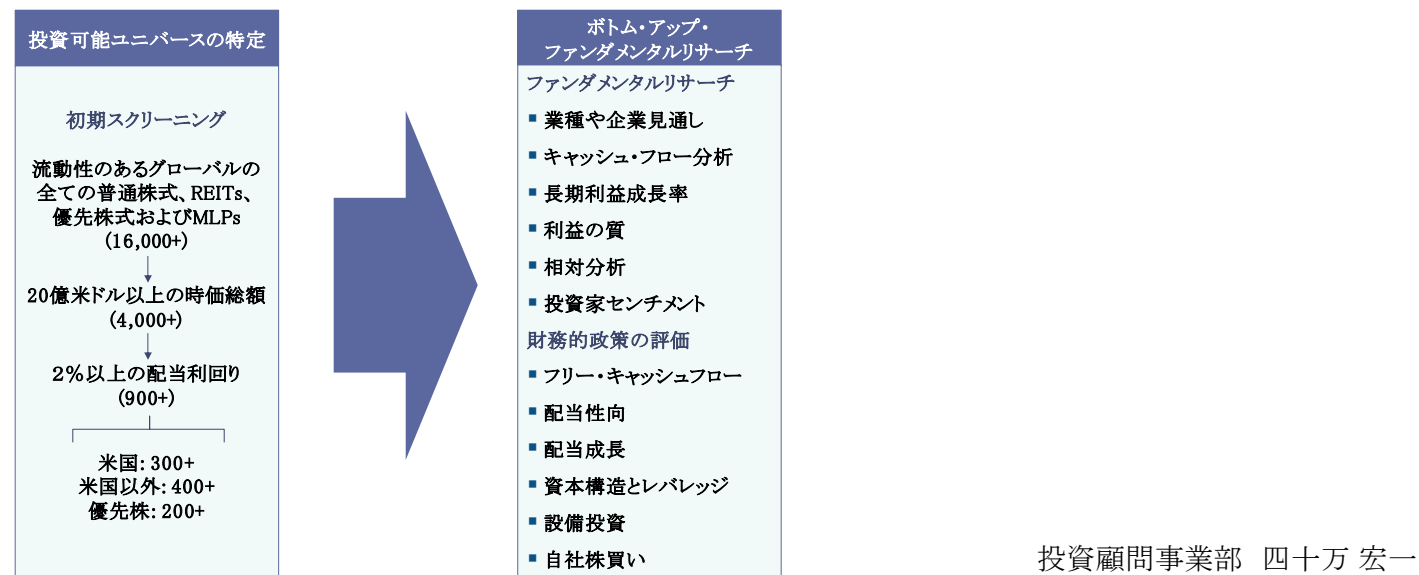
Payden & Rygel社の株式運用の大きな特徴としては、債券運用と株式運用の両方の目線で株式運用を行うところにあると考えています。債券運用の特徴は、投資元本を回収することです。一般に、債券運用のリターンは主に利回りであり、このリターンの源泉をより確実にするには投資元本の回収が必須です。従って、債券運用においては如何にダウンサイドを守るかが重要となります。そこで、Payden & Rygel社の株式運用においては、ダウンサイドを軽減する方法としてボラティリティやベータ等のテクニカル要因に加え、発行体の信用格付、財務レバレッジ、債券市場へのアクセスや資金調達コスト等も加味して銘柄のスクリーニングを行います。

【Payden & Rygel社の外国株式インカム戦略】

Payden & Rygel社の外国株式インカム戦略はグローバルの普通株式に加え、優先株式、不動産投資信託(REIT)、そしてマスター・リミテッド・パートナーシップ(MLP)^(注)へも投資を行います。トップダウンでは、投資機会をPayden & Rygel社のファンダメンタル見通しに合わせ、初期スクリーニングで流動性のあるこれら証券(約16,000銘柄)の中から20億米ドル以上の時価総額に限定し、(現在の市場環境では)2%以上の配当利回り銘柄でさらに絞り込みます。そして、ボトム・アップ・ファンダメンタルリサーチおよび財務的政策の評価を行い、最終的には50銘柄から80銘柄に分散投資を行います。持続可能な増配の実績がある高配当銘柄に投資を行うため、配当利回りと配当の成長性(金利の上昇やインフレのヘッジとなる可能性のある配当成長)、利益やGDP成長率、バリュエーション等も重視します。

ESGに関しては、ESG要因を企業のファンダメンタル分析に組み込み、ESGのベストプラクティスを実践しています。

(注)主に米国で行われている共同投資事業形態の一つで、総所得の90%以上を米国歳入法で定められたエネルギーや天然資源関連事業など特定の事業から得ており、その出資持分が金融商品取引所に上場されています。



投資顧問事業部 四十万 宏一

【ご留意事項】

本資料は、T&Dアセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。



リスク情報

(1) 国内株式

発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動して、投資元本を割込むことがあります。流動性の低い銘柄においては、流動性の高い銘柄に比べて株価の変動率が大きく、売買に支障をきたす可能性があります。発行者が民事再生手続や破産等になった場合、投資元本を大幅に下回り、全額を回収できなくなることがあります。

(2) 外国株式

前述した国内株式に関するリスクに加えて、外国為替市場の変動により、投資元本を割込むことがあります。発行者が主に外国で企業活動を行っており、外国の証券取引所(または店頭市場)に上場されていることから、各国における政治・経済・社会情勢の変動等により、企業業績の悪化、株式の売買が制限される等、売買や受渡等が不能になる場合があります。また、通貨不安の発生により、大幅な為替変動が起こり、円への交換が制限される、あるいはできなくなる場合があります。そのほか外貨建株式の取扱い、それぞれの外国の売買制度や課税制度等に準じますが、これら制度等の変更が行われる場合があります。

(3) 国内債券

債券の価格は金利の変動等により上下しますので、償還前に売却する場合には、投資元本を割込むことがあります。また発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割込むことがあります。

(4) 外貨建債券

前述した国内債券に関するリスクに加えて、外国為替市場の変動により投資元本を日本円で受取る場合、投資元本を割込むことがあります。外国の政府や企業が発行者となる場合、国内債券と同様に信用リスクがあります。外国における政治・経済・社会情勢の変動等により、売買が制限される等、売買や受渡等が不能になる場合があります。また通貨不安が発生して、大幅な為替変動が起こり、円への交換が制限される、あるいはできなくなる場合があります。そのほか外貨建債券の取扱い、それぞれの外国の売買制度や課税制度等に準じますが、これら制度等の変更が行われる場合があります。

(5) 国内新株予約権付社債

国内新株予約権付社債の価格は、発行会社等の株式の価格変動や金利変動の影響、あるいは発行会社等の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により上下しますので、投資元本を割込むことがあります。流動性の低い銘柄においては、流動性の高い銘柄に比べて価格の変動率が大きく、売買に支障をきたす可能性があります。

発行会社等が民事再生手続や破産、あるいは債務不履行等になった場合、利払いが行われなくなる・全額が償還されなくなることがあります。また、投資元本を大幅に下回り、全額を回収できなくなることがあります。新株予約権の行使期間には制限があります。

(6) 投資信託

組入れた有価証券の価格変動により基準価額が変化し、投資元本を割込むことがあります。また組入れた有価証券の発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により投資元本を割込むことがあります。外貨建の有価証券を組入れる場合には、これらのリスクに加え外国為替市場の変動により、投資元本を割込むことがあります。なおクローズド期間中は換金ができないよう設定されています。

(7) 先物・オプション取引

対象とする原資産等の変動により価格が上下しますので、これにより差損が生じることがあります。またオプション取引の場合、オプションを行使できる期間が限定されています。

(8) 保険を投資対象とする証券等

再保険契約などの保険を投資対象とする証券、デリバティブ等の価格は、自然災害に関わる損害などの損害保険の契約対象の状況等により上下しますので、投資元本を割込むことがあります。

お客様にご負担いただく費用等について

投資信託に係る費用等について

- ◆ 投資者が直接的に負担する費用: 購入時手数料・・・上限 4.40%(税込)
信託財産留保額・・・上限 解約金額・償還金額の0.550%または1口(設定時1口1万円)あたり250円
- ◆ 投資者が信託財産で間接的に負担する費用: 運用管理費用(信託報酬)・・・上限 年2.035%(税込)
- ◆ その他費用・手数料: 上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。
投資信託証券を組み入れる場合には、間接的にご負担いただく費用として、当該投資信託の資産から支払われる運用報酬、投資資産の取引費用等が発生します。これらの間接的な費用のご負担額に関しましては、その時々各投資信託証券の組入比率や取引内容等により金額が変動しますので、予めその料率、上限額等を具体的に示すことができません。
- ※ 当該手数料等の合計額については、投資者がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。
- ※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、T&Dアセットマネジメントが運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なります。詳しくは投資信託説明書(交付目論見書)でご確認ください。

投資一任契約、投資顧問契約に係る報酬等について

(1) 投資一任契約、投資顧問契約に係る報酬額は、下記①または①と②の組合せにより、お客様との協議に基づいて決定させていただきます。

① 定率報酬型

お客様の契約資産額に、一定の料率を乗じて算出します。料率は2.0%(年率、税抜)を上限とし、契約資産額や運用手法、サービス内容等の事情に鑑み、個別協議により報酬額を決定させていただきます。

② 成功報酬型

成功報酬の割合については、予め取り決めたベンチマーク等を超過した収益部分の20%(年率、税抜)を上限とし、お客様の契約資産額や運用手法、サービス内容等の事情に鑑み、個別協議により決定させていただきます。

(2) その他証券取引に伴う手数料、有価証券売買時に売買委託手数料、外貨建資産の保管等に要する費用、等。(その他の費用については、運用状況等により変動するものであり、事前に料率、上限額等を示すことができません。)

(3) 報酬額には消費税相当額が上乗せされます。

(4) その他契約資産において株式等を保有している場合には、配当金等に対して、源泉税等がかかります。

※ 投資一任契約締結後、運用資産に投資信託受益証券等を組入れる場合には、当該投資信託受益証券等の購入・保持にかかる信託報酬・手数料・管理費用・税金等はお客様のご負担となります。

※ 上記で組入れた受益証券等に係る財産が他の投資信託受益権等に出資され、または拠出される場合にかかる費用については、投資対象が多岐にわたり、条件等も異なること、また随時投資対象が変更されることから、購入・保持にかかる信託報酬・手数料・管理費用・税金等については、予め明示できません。