

野村証券
フィデューシャリー・マネジメント部
木須 貴司

試練に直面した保険リンク証券

度重なる自然災害の発生により、キャットボンドを始めとする保険リンク証券の価格は2017年7-9月期に大きく下落しました。本稿では、保険リンク証券、および保険リンク証券に投資するファンド(保険リンク戦略)の下落の理由を解説します。

ハービー、イルマ、マリア、メキシコ大地震、山火事…

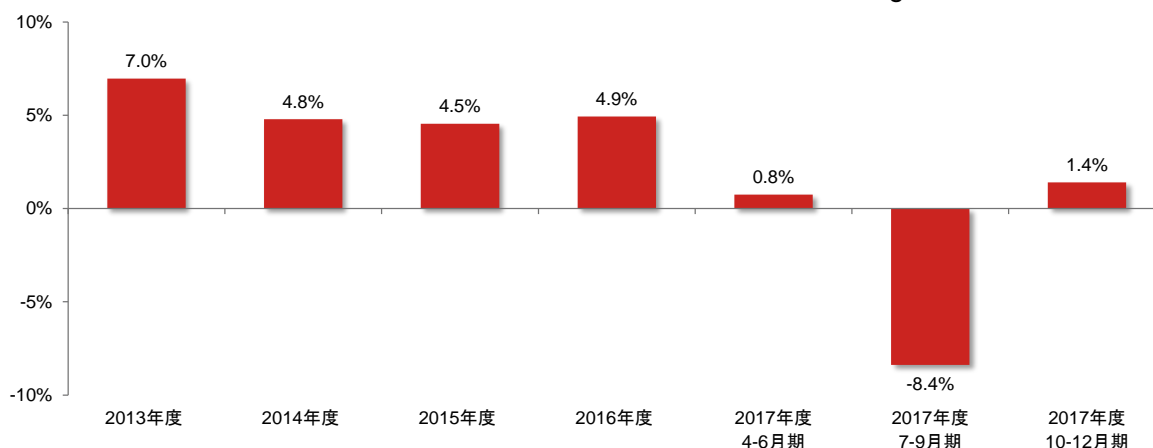
自然災害リスクを有する保険リンク証券に投資するファンド(以下、保険リンク戦略)は、2017年7-9月期に大きな下落を経験しました。図表1の通り、保険リンク戦略のパフォーマンスの平均値であるEurekahedge ILS advisors indexは、過去数年、順調だったものの、2017年7-9月期は▲8.4%の下落となりました。

この下落の要因は、度重なる自然災害の発生です。2017年8月から9月にかけて、保険リンク

戦略のパフォーマンスを毀損する次の自然災害が発生しました。

- ハリケーン・ハービー: 2017年8月下旬にメキシコ湾で発生し、カテゴリー4の勢力で、8月25日に米国テキサス州に上陸しました。テキサス州最大の都市であるヒューストンに深刻な洪水被害などをもたらしました。Moody'sによる予想損失額は860～1,080億米ドルに上ります。

図表 1 保険リンク証券に投資するファンドのパフォーマンス (Eurekahedge ILS Advisors Index)

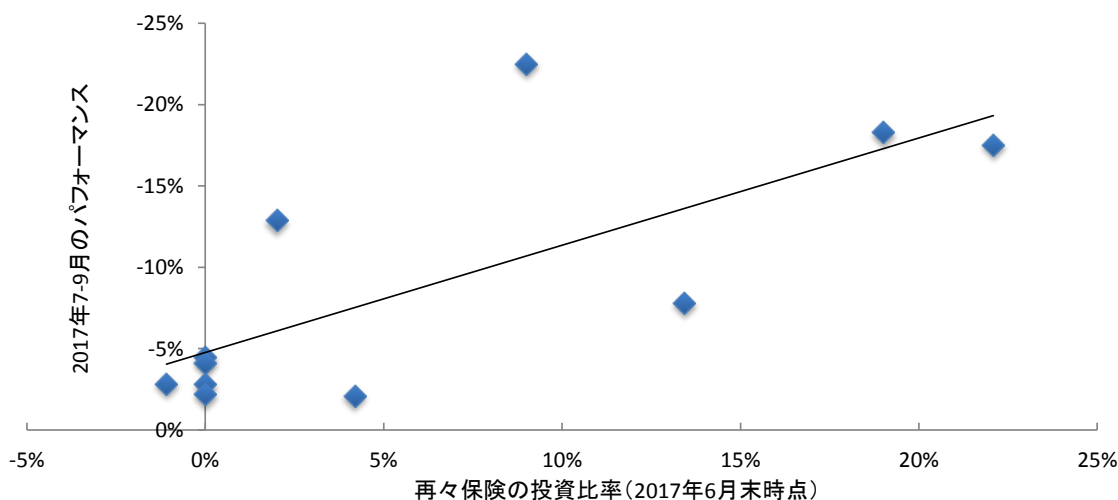


(出所) Eurekahedge より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されました御客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

図表2 国内で販売する保険リンク戦略の2017年7~9月の損失と再々保険の投資比率



(出所) 各運用会社からご提供いただいたデータを元に野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

- ▶ ハリケーン・イルマ: 2017年8月31日にカリブ海の東でハリケーンとなり、カテゴリ5の勢力で、カリブ海東のバーブーダ島に上陸。Moody'sによる予想損失額は580~830億米ドルに上ります。
- ▶ メキシコ大地震: 2017年9月8日に発生したマグニチュード8.1の地震により、メキシコでは大きな被害が発生しました。この地震により世界銀行がスポンサーとなり、発行していたキャットボンドの元本全額が毀損しました。その結果、キャットボンドの指数は大きな影響を受けました。
- ▶ ハリケーン・マリア: 2017年9月中旬ごろに発生し、カリブ海諸国、米領プエルトリコに被害をもたらしました。

また、2017年10月以降も、大規模な山火事がカリフォルニア州北部(10月)、カリフォルニア州南部(12月)にて発生し、大きな被害をもたらしました。

このような自然災害の発生により、保険リンク証券の価格は下落し、2005年のハリケーン・カトリナ、2011年の東日本大震災時を上回る損失が2017年度には発生しました。

運用ファンドによって下落率にはばらつき

2017年8月以降の大きな災害の発生により、国内で販売されている保険リンク戦略のほとんどに大きな損失が発生しました。

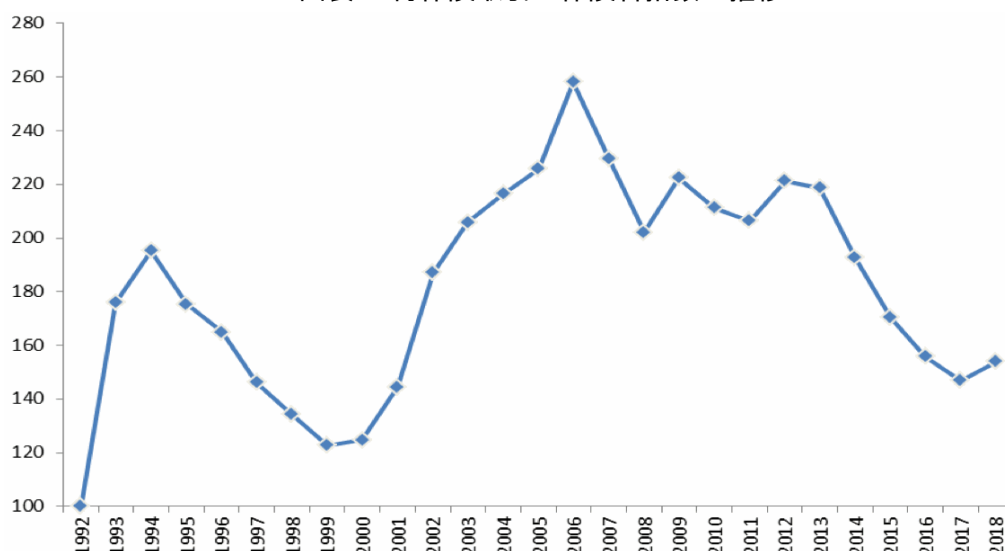
しかし、下落の幅は、ファンドによってばらつきがありました。やや高い運用目標を掲げているファンドでは、これまでスプレッドのタイト化が進んでいたため、再々保険(レトロセッション)¹への取り組みが一定程度ありました。再々保険は、利回り水準は高いものの、損失が累積すると大きな下落が発生する可能性がある金融商品です。図表2は国内で販売されている保険リンク戦略の2017年7~9月のパフォーマンスと2017年6月末時点の再々保険の投資比率の関係を見たものです。再々保険への配分比率が大きいファンドほど大きな損失が発生していることが分かります。

¹ 再々保険(レトロセッション)とは、保険リンク証券のCDOのような金融商品です。複数の再保険契約をまとめて、一つの契約に組成し直した金融商品です。最も安全度が高いトランシェでは、損失が発生する頻度は極めて低いと考えられています。また、キャットボンドなどと比較して相対的に高い収益性となっています。

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されました御客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

図表3 再保険取引の保険料指数の推移



(出所) JLT Re

今後の利回り上昇に期待が集まる

2017年以前の数年、大きな損失が発生するイベントがない一方、投資資金が流入していたため、保険リンク証券のリスク対比の利回りは低下していました。2017年の相次ぐ、損失を受けて、保険リンク証券の上乗せ金利(スプレッド)はリスクに対して上昇することが期待されています。過去のイベント発生後にクーポンが大きく上昇したという経験則がこの期待の背景にあると思われます。

実際、キャットボンドでは、2017年11月に発行されたResidential Reinsurance 2017(スポンサーはUSAA、米国のハリケーンや地震などの自然災害全般のリスクをカバー)は、クラス3が期待損失率2.84%に対してクーポンが5.5%となり、期待損失率対比利回りは2016年よりもわずかに上昇しました(2016年の発行では、クラス3で期待損失率2.91%に対してクーポンは5.25%)。

再保険取引は、基本的には契約期間が1年間で1月、4月、6~7月に主に契約見直し(リニューアル)が行われます。すでに1月のリニューアルを受けて、再保険取引の保険料の代表的なインデックスであるJLT Re Risk Adjusted Global

Property Catastrophe Reinsurance ROL indexは、4.8%上昇しています(図表3参照)。

再保険会社のWillis Reのレポートによると、再々保険取引の1月リニューアルでも、2017年の損失を受けて、利回りが+5%~+30%上昇したようです。

投資資金の流入

しかしながら、かつてのような大きな利回り上昇は期待できないかもしれません。その理由は、投資資金の流入です。

実際、保険リンク証券に関する情報サイトであるArtemis.bmによると、保険リンク戦略の大手運用会社であるセキュリス・インベストメント・パートナーズは、2017年6月~12月の間に運用資産が35%拡大したとのこと。保険料上昇が期待できるこのタイミングが保険リンク証券への絶好の投資タイミングと考える欧米の投資家が少なくないようです。

前述の通り、保険リンク証券は概ね利回りが上昇してはいますが、その上昇幅は、今のところ関係者の従前の予想を下回っています。再々保

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

險取引では、平均+40%以上の利回り上昇を予想する声もありましたが、1月リニューアルでの上昇幅はそれほど大きくなりませんでした。

今回の大きなドロウダウンからの示唆

今回の大きな損失からは、次の3つの示唆があるのではないかと思います。

(1) テールリスク、非正規的なリスクの認識の重要性

保険リンク証券は、収益の分布が株式などとは異なり、非正規性が高く、想定外の損失(テールリスク)が発生しやすいという特徴があります。そのため、正規分布を想定した場合のリスク指標である標準偏差でリスクを捉えていた場合、リスクを過小評価することになります。

今回の出来事は、保険リンク証券やヘッジファンドなどの非正規性が高い資産を扱う場合は、標準偏差だけでは、十分なリスク管理ができないことを示唆していると言えます。

(2) テールリスクの発生は予測困難

稀な事象ほど、データがないため、予測は難しいと言われます。今回のように半年の間にカテゴリ4から5のハリケーンが連続して被害をもたらし、マグニチュード8.1の大地震が発生し、カリフォルニアで2回大規模な山火事が発生するとは、想像することすら難しいのではないのでしょうか。想像すらできないことを予測することはできません。

テールリスクの顕在化を予測することはほとんど不可能であるということは一つの示唆と言えるのではないのでしょうか。

(3) 投資資金が過剰に集まり過ぎていることのリスク

保険リンク証券市場は、年々拡大していますが、それでも市場規模は限られています。ここ数年は、市場で供給される以上に機関投資家からの投資需要がありました。その結果、たとえば、キャットボンドのリスク対比の利回りは極めてタイトな状況が続いていました。狭い市場にあまりにも多くの投資家が集まりすぎる(このような事象はクラウンディングと呼ばれます)ことによる投資妙味の低下リスクには今後も警戒が必要と思われます。

もちろん、分散投資の手段として保険リンク証券の優れた特徴が失われたわけではありません。株式などの伝統的資産との低い相関などの特徴は、安定的な年金運用を実現する手段として依然、有効性が高いと思われます。

「糞に懲りて膾を吹く」ではありませんが、今回の大幅な損失を受けて、過剰に保険リンク証券のリスクを恐れすぎるべきではありません。リスクを正しく認識し、スマートな分散投資を目指すべきでしょう。

— 次号のお知らせ —

次号は

2月26日(月)

発行予定です。

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.404%(税込み)(20万円以下の場合、2,808円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第142号
加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、野村資本市場研究所、野村総合研究所

発行:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2
アーバンネット大手町ビル

TEL: 03 (6703) 3991 FAX: 03 (6703) 3981

Email: nenkin@jp.nomura.com

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されました御客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送を行わないようお願い致します。