

保険リンク戦略への投資について ～ 自然災害保険ニーズの拡大 ～

目 次

- I. はじめに
- II. 保険リンク戦略への投資とは(主な保険リンク証券とリスク)
- III. 足許の市場環境(プレミアム低下とその要因)
- IV. 足許の業界動向(プレミアム低下の影響と取り組み)
- V. 終わりに

運用商品開発部 プロダクト運用第1課 プロダクトマネージャー 杉山 明寛

I. はじめに

近年、経済のグローバル化や内外の金融資本市場の一体化の流れが進むなか、各国の債券市場や株式市場における国際的な連動性の高まりが、伝統的資産を対象とした運用の分散効果を低下させている。このような環境において、機関投資家を中心に伝統的資産との分散手段として、不動産投資やヘッジファンド、プライベート・エクイティへの投資等、収益源泉の異なるオルタナティブ資産への投資が広がりをみせている。その中でも収益源泉が各国の経済動向等と異なり金融資本市場の影響を受けにくく、世界的な低金利の環境下においても一定の利回りが期待できる保険リンク戦略投資への注目が世界的に一層と高まっている。特に自然災害リスクを対象とする損害保険リンク戦略への投資は、保険・再保険業界の保険引き受け能力を補い、リスクの受け皿になることを通じて、被災者の生活の安定に寄与することにも繋がることから、社会的意義も高いとされている。

本稿では、保険リンク戦略の中でも特に注目されている自然災害リスクを対象とする損害保険リンク戦略について、その仕組み・投資対象の種類・リスクに加え、現在の市場環境および業界動向を確認しつつ、最後に投資にあたっての留意点を考えたい。

II. 保険リンク戦略への投資とは(主な保険リンク証券とリスク)

1. 保険リンク戦略とは

保険リンク戦略とは、主に保険業界が保有する保険金支払リスクを資本市場に移転する仕組みとして誕生した保険リンク証券を対象とする投資戦略である。投資家にとっては、保険会社や再保険会社等から同リスクを引き受ける対価として受け取る保険料収入等のプレミアムがリターンの源泉となる一方、災害等の発生により投資元本が一部もしくは全額毀損する

性質を持つ。

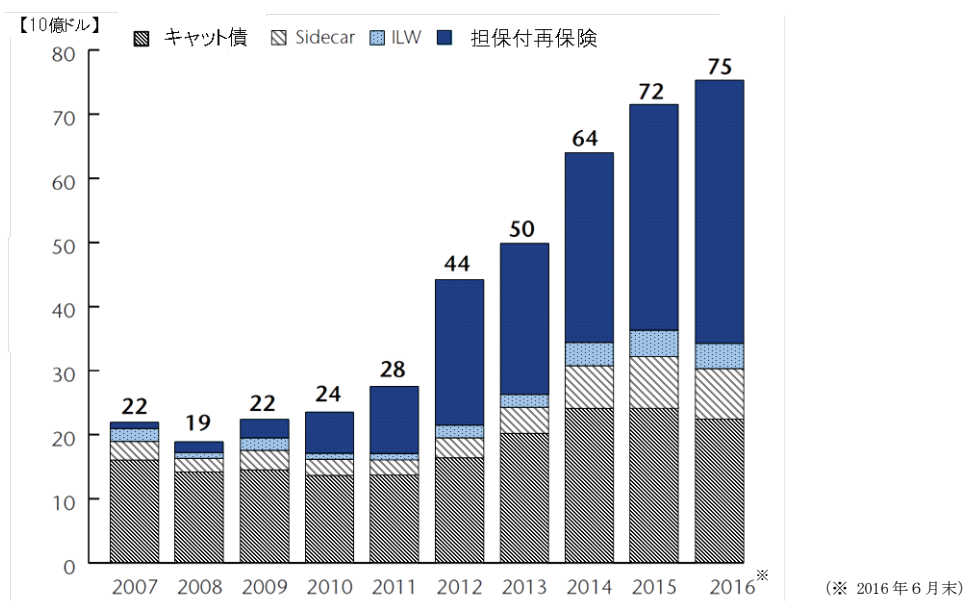
リターン源泉が災害や事故等の発生リスクへの対価であることから各国の経済活動と連動せず、金融市場や不動産市場等の伝統的資産との相関性が低いことから、機関投資家を中心に世界中で注目を集めている。保険リンク戦略への投資には、後述するキャット債等の保険リンク証券に直接投資する機関投資家もいるものの、伝統的な投資対象である債券や株式と負っているリスクが異なることもあり、保険リンク戦略に特化したファンド等を中心とするこの分野での専門性を持つ運用会社を通じた保険リンク証券への投資が主流となっている。

2. 主な保険リンク証券の種類(キャット債、担保付再保険・再々保険、ILW)

保険リンク戦略の投資対象である保険リンク証券については、1989年のハリケーン・ヒューゴ、1992年のハリケーン・アンドリュー、1994年のノースリッジ地震等、1980年代末から1990年代に掛けてアメリカで自然災害が多発したことを契機に、保険市場だけでなく資本市場を活用する新たなリスク移転方法の開発が活発化したことで、これまでに様々な種類が誕生している。

その代表格が債券の形態をとるキャット債であり、幅広い資本市場の投資家へのリスク移転手段として保険リンク証券の活用が始まった初期から多くの投資家に受け入れられてきた。また、担保付再保険は伝統的な再保険市場へのアクセスを可能とし、現在ではキャット債を超えて保険リンク証券の中でも最も大きな規模にまで成長している。その他では、市場規模は小さいものの、シンプルな構造から多くの保険リンク戦略ファンドが投資するILW(インダストリー・ロス・ワランティ)、再々保険、サイドカー等、その種類は多岐にわたる。図表1は保険リンク証券の発行残高の推移であり、2011年の東日本大震災、ニュージーランド大地震、タイの洪水等、複数の大災害での損失額増大を背景に2012年以降の発行額拡大に繋がっている。

図表1：保険リンク証券の発行残高の推移



出所：Aon Benfield, “Insurance-Linked Securities”, Sep 2016 より三菱UFJ信託銀行訳出、編集

(1) キャット債 (Catastrophe Bond)

1994年にドイツの再保険会社である **Hannover Re** が自社の抱える大規模災害リスクを資本市場へ移転するために債券を発行したことから始まる。キャット債は、保険・再保険会社や企業等をスポンサーとして投資家から資金を集め、予め定められた要件を満たす災害が発生した場合に保険会社等の発行者が資金を受け取る仕組みである。

債券の満期は通常3年から5年程度で設定され、投資家は定期的な利払いを受け取る他、この期間中に要件を満たす災害が発生しなければ、満期に元利金を受け取ることができる。伝統的な債券市場と比べ市場規模は250億ドル程度と極めて小さいものの、償還前であっても流通市場において売買が可能であり、投資家にとっては一定の流動性もある為、保険リンク証券では最も参入障壁の低い投資対象のひとつである。保険リンク戦略ファンドの他、債券ファンドやヘッジファンド、機関投資家等の幅広い投資家が売買を行っている。

(2) 担保付再保険・再々保険

再保険は保険会社が大规模災害リスク等の巨額な保険金支払リスクを伴う契約に対応するために古くから活用されてきた仕組みであり、いうなれば保険会社が入る保険である。また、再保険会社は保険会社から引き受けたリスクの一部または全部をさらに再々保険として他の再保険会社へ移転することで保険業界全体としてリスクを分散して引き受けている。

従来から、自己資本が潤沢で格付け機関による信用格付けも公表されている再保険会社等がリスクの受け皿となってきた再保険市場に、保険リンク戦略ファンド等の資本市場の投資家が参入する際に開発されたのが担保付再保険・再々保険である。担保付再保険・再々保険では、損害発生時の保険金支払の担保として契約時に投資家が現金を拠出し、担保金は信託口座で分別管理され、現在では短期国債等の安全資産で運用されている。

数多くの保険リンク証券の中では保険会社にとって契約条件の設定が柔軟であることもあり、これまでに最も大きく成長している分野である再保険市場の規模は、全体で4,300億ドル程度とされており、保険リンク戦略投資が対象とするセクターの中でも最も大きな市場である。

投資にあたっては、大手から中小規模まで数多くの保険会社から案件を発掘するための保険業界での幅広いネットワークや長年に亘る業界での信頼関係が重視されるだけでなく、契約対象の災害リスクに関するより高度なリスク分析が必要等、参入障壁が非常に高く、担保付再保険の投資家は、保険リンク戦略を専門とする大手のファンド等に限られる。

また、再々保険の市場規模は150億ドル程度とされており、再保険会社が保有する災害リスクの調整等に活用されている。投資家にとっては様々な再保険リスクを一遍に引き受けることができる一方で、再保険会社によるポートフォリオの詳細な情報開示がされないことが多く、再保険と比べリスク分析の正確性は劣る傾向にある。

(3) ILW (インダストリー・ロス・ワランティ)

再保険やキャット債に比べ ILW の市場規模は60億ドル程度と非常に小さいものの、再保険と異なり第三者機関が公表する保険業界全体の損失額を保険金支払の指標(トリガー)と

することから、投資家にとって損失確定の仕組みがシンプルなこともあり、多くの保険リンク戦略ファンドが投資対象としている。再保険は保険会社の実損額に応じて再保険会社等が保険金を支払う一方、ILW は災害により保険業界全体の損失額が事前に定めた水準を超えた場合に支払が発生する。

図表 2：主な保険リンク証券の市場規模と投資家

タイプ		市場規模	主な投資家	参入障壁
債券	キャット債	約250億ドル (自然災害リスク)	◆保険会社、再保険会社、保険リンク戦略ファンド、 債券ファンド、ヘッジファンド、機関投資家など ◆幅広い投資家が参加	低い
	再保険	約4,300億ドル※ (伝統的再保険含む)	◆再保険会社、一部の保険リンク戦略ファンドなど ◆主に保険引受けの専門家が参加	高い
	再々保険 (レトロ)	約150億ドル	◆再保険会社、多くの保険リンク戦略ファンドなど	やや高い
	ILW	約60億ドル	◆保険リンク戦略ファンド、ヘッジファンドなど	やや低い

※担保付再保険は伝統的再保険市場にアクセスするため、市場規模には伝統的再保険を含む。

出所：Aon Benfield, Artemis, Nephila Capital データから三菱 UFJ 信託銀行作成

3. 保険リンク戦略投資のリスク

これら様々な種類が存在する保険リンク証券は、それぞれ仕組みや投資にあたって必要となる専門性に違いはあるものの、いずれも災害リスクを引き受ける対価としてプレミアムが支払われる点は同じである。ここでは保険リンク戦略への投資におけるリスクについて、伝統的資産投資との違いを含め、その特徴について確認していきたい。

(1) 災害リスク

まず、伝統的資産運用ではリスクの尺度として、投資リターンの平均からの乖離の程度を示す指標である「標準偏差」が一般的に用いられている。これは「将来も収益率が正規分布に従うならば」といった統計的な前提に加え、「過去の事象のみで将来の事象を説明するならば」といったリスク推定の根源的な前提を置くことで標準偏差を将来のリスク推定という観点で考えるものである。しかし、災害リスクを収益源泉とする保険リンク戦略への投資では、大規模災害が発生しない限りにおいて、原則、元本が毀損することはなく、保険料収入やクーポン収入から安定的なリターンを獲得する一方、大規模災害が発生すると多額の保険金支払により元本が毀損し、大きな損失を被る特徴がある。このため月次パフォーマンスの損益分布は対称でなく保険リンク戦略投資のリターンは正規分布に従わず、「標準偏差」では大規模災害が発生し、実際にリスクが顕在化するまで価格変動リスクを捉えることができない。

そこで世界の多くの損害保険会社や再保険会社、保険リンク戦略ファンド等は、保険リンク戦略への投資にあたって本来捕捉すべきリスクである「災害によって損失を被るリスクがどの程度あるか」に関して、工学的知見に基づく災害分析モデルを活用することで、再保険、再々保険、ILW やキャット債等の保険リンク証券が想定する損失率を定量的に分析している。

(2) 災害分析モデル

このモデルは 1980 年代後半に世界の三大モデルといわれる Risk Management Solutions 社(RMS)、AIR Worldwide 社(AIR)及び EQECAT 社(現 CoreLogic 社)の開発したモデルが登場したことに始まる。これらのモデルは確率論的アプローチを用いて、対象契約・取引の条件や情報を入力することにより、災害による損失の発生確率や想定される損失率等の自然災害リスクを分析することができる。

災害分析モデルでは、まず、何万もの発生可能性のある災害シナリオのデータベースである確率論的イベントセットを構築する。イベントセットの構築にあたっては、過去のデータに基づく、地震動、地震による火災、地盤液状化、津波による災害、台風、ハリケーン、洪水、高潮による災害等、様々な災害の発生頻度、場所、規模、気象学的特徴などの詳細な条件が考慮される。次にこれらイベントセットの各イベントから想定される対象物が被り得る経済的損失の大きさを計算する。この計算では、対象契約・取引に含まれる個別物件の所在地、用途、構造種別、築年数、階数等のエクスポージャー情報を入力することで災害から想定される対象物の損失が計算される。最後に対象契約・取引の保険金額、免責額や限度額等を考慮して、経済的損失を保険金支払額に変換することで、各イベントから想定される保険金支払額と発生確率が算出される。

保険リンク証券への投資に関しては、標準偏差ではなく、これら災害分析モデルの確率論的分析に基づく各イベントの想定損失額(保険金支払額)と発生確率から求められる期待損失率(Expected Loss)や、テールリスクを示した期待最大損失率(Probable Maximum Loss)等が取引の一般的なリスク尺度として用いられている。

しかし、このモデルによる災害リスクの定量分析においても、シミュレーションで想定されていない場所や頻度で災害が発生する可能性や、保険会社や再保険会社から入手するエクスポージャー情報の正確性に問題がある場合などによって引き起こされる実際の損失とモデル算出の損失の差(モデルリスク)を軽減する措置を取る必要がある。そこで、運用会社の中には確率論外で災害が発生した場合に想定される損失やエクスポージャー情報の検証等、モデルに独自の改良を加えることで、より精緻な分析を行うところもある。

保険リンク戦略の投資においては、大規模災害のない平時には安定的にリターンを獲得する一方、大規模災害発生時には大幅損失を計上する可能性もあることから、過去の運用実績から導き出される標準偏差のリスクではなく、これらの災害分析モデルを用いることで、実際に災害が発生した場合にどの程度の損失が想定されるのか、投資家としてそれを許容できるのか、さらにはモデルリスクにも適切な対策を講じているのか等を念頭に投資を検討することが重要と考える。

(3)流動性リスク

次に保険リンク戦略への投資にあたっては、流動性リスクに関しても注意が必要である。まず、保険リンク証券の中で相対的に流動性があるとされるキャット債においても、国債や社債と比べると市場規模が極めて小さく、一度に大量の売買を行うことは難しい。また、担保付再保険等の相対契約を結ぶものに関しては半年から1年間の契約が多く、契約期間の途中で解約することができない。

また、保険リンク証券は災害リスクを引き受けることから、キャット債も含め、大規模災害の発生による保険金支払からの損失額確定までに時間が掛かる場合もある。そのような場合には、ポジションの解消に制限が掛かり資金回収に長い時間を要する可能性がある。この傾向は、特に保険会社やスポンサーの実損額に伴い保険金支払(元本欠損)が決まるタイプの取引等に多いとされる。

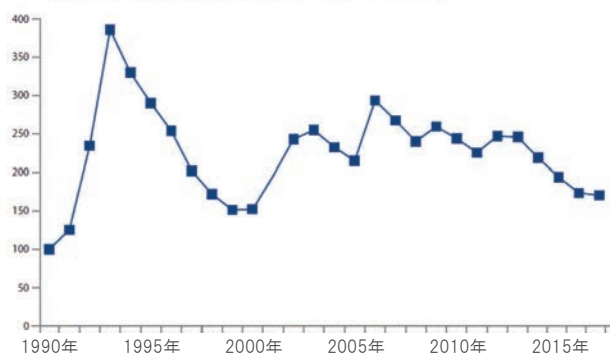
また、これらの保険リンク証券を対象にポートフォリオ運用を行う保険リンク戦略ファンドに投資する場合においても、ファンドの解約は1ヵ月から3ヵ月毎、且つ、一定期間の事前通知が必要等の制約が掛かることが一般的であり、流動性リスクも考慮した上での投資が必要となる。

Ⅲ. 足許の市場環境(プレミアム低下とその要因)

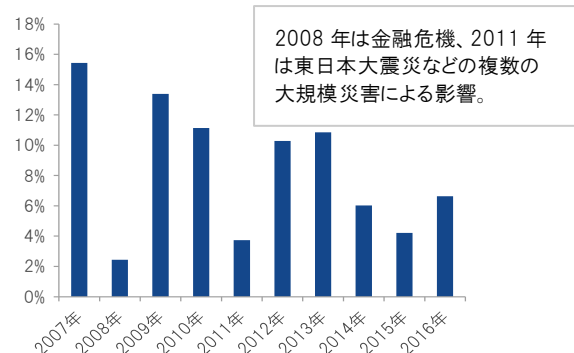
プレミアムの低下

近年、保険リンク証券に限らず伝統的再保険市場においても、保険リンク戦略への投資は、プレミアムの低下により厳しい環境に面している。プレミアム低下の主な要因としては、幅広い投資家からの保険リンク戦略への資金流入による再保険や保険リンク証券のリスク引受能力(キャパシティ)の増加や、足許において大規模災害が発生していないことで保険業界全体のキャパシティが潤沢であること(リスク移転ニーズが高くない)等が指摘されている。図表3は世界の損害保険リスク(物損)を対象とした再保険料率の推移(1990年を100とする)、図表4は過去10年間のキャット債指数のリターン推移であるが、いずれも低下傾向にあることが確認できる。

図表3：再保険料率の推移



図表4：キャット債指数のリターン推移



出所：図表3 Guy Carpenters, “Chart Global Property Catastrophe ROL Index 1990 to 2017”, Jan. 2017

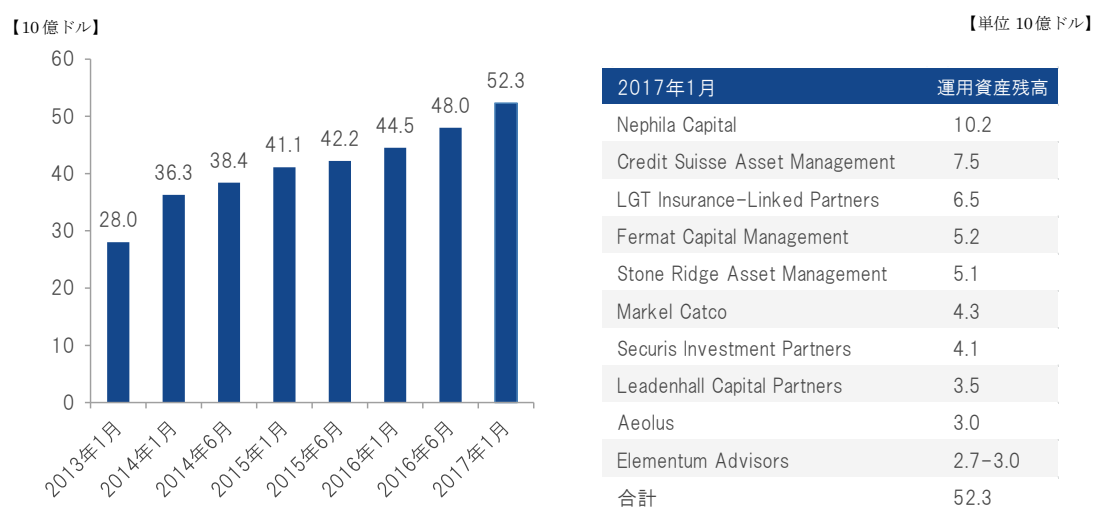
出所：図表4 Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成 (Swiss Re Global Cat Bond Performance Index Total Return)

(1) 保険リンク戦略への資金流入

保険リンク証券の最大の投資家である保険リンク戦略ファンドには、世界的な低金利の環境下で相対的に高い利回りや分散効果を求める最終投資家からの資金流入が続いており、これが再保険市場全体のキャパシティ増加による競争を生むことでプレミアムの低下を招いているといわれている。

図表5は、保険リンク戦略ファンドの運用会社(上位10社)の運用資産残高の推移であるが、幅広い投資家からの注目の高まりを背景に、年々残高が大きく増加しており、資本市場からの資金が流入していることが確認できる。

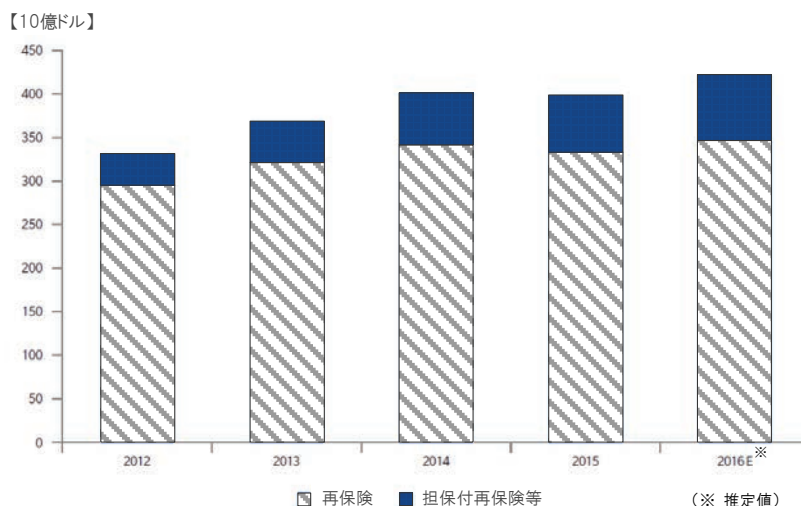
図表5：保険リンク戦略ファンドの運用会社(上位10社)の運用資産残高と推移



出所：Trading Risk のデータより三菱UFJ信託銀行作成

次に図表6は、再保険市場全体の推移と内訳であるが、保険リンク証券の成長を背景とした担保付再保険の拡大が再保険市場全体のリスク引受能力の増加に繋がっている。

図表6：再保険市場全体の推移と内訳



出所：Guy Carpenter, A.M. Best より三菱UFJ信託銀行訳出、編集

(2)大規模災害の発生状況

再保険や保険リンク証券のプレミアムに大きく影響を与える要因のひとつである保険会社等のリスク移転ニーズに関しては、近年、大規模災害が発生していないことから、保険市場のリスク引受余力も潤沢であり、資本市場からの再保険市場への資金流入と相まって、プレミアムを低下させる要因となっている。本来、大規模災害が発生すると保険会社には多額の保険金支払が発生することで、それ以降の保険金支払の資金を確保するために再保険等へのリスク移転ニーズが増加し、プレミアムの上昇に繋がるとされている。

図表7は、1950年から2016年までに発生した災害による保険業界の損失額のランキングであるが、2013年以降は上位に入るような災害は発生しておらず、近年、保険業界としては大規模災害による損害は少なく、保険・再保険市場のリスク許容度は高い状態が続いている。

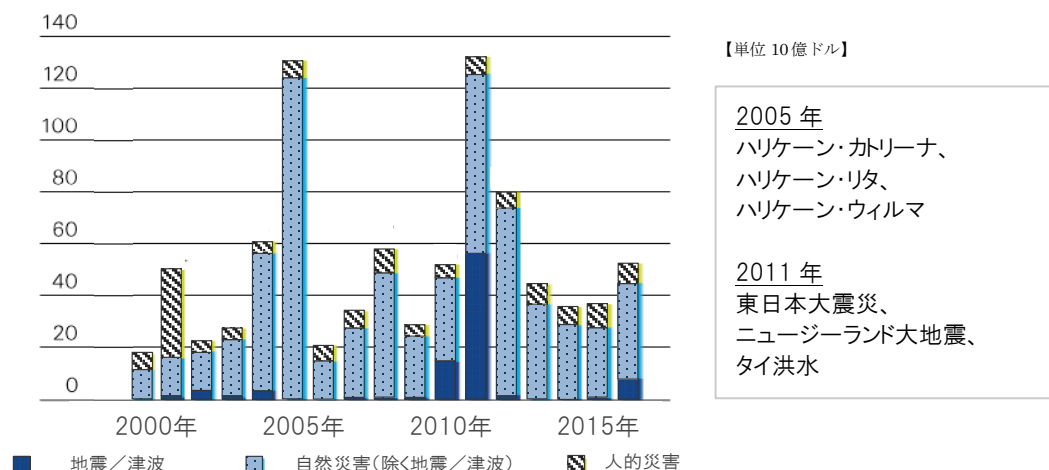
図表7：保険業界の損失額ランキング(1950年－2016年)

発生月	災害	国	保険損失額(当時)	保険損失額(物価調整後)
2005年8月	ハリケーン・カトリナ	米国	670億ドル	820億ドル
2011年3月	東日本大震災	日本	350億ドル	380億ドル
2012年10月	ハリケーン・サンディ	米国、カリブ海諸国、カナダ	30億ドル	310億ドル
1992年8月	ハリケーン・アンドリュー	米国、バハマ	16億ドル	270億ドル
1994年1月	大地震	米国	15億ドル	250億ドル
2008年9月	ハリケーン・アイク	米国	15億ドル	170億ドル
2011年6-12月	洪水	タイ	16億ドル	160億ドル
2012年1-12月	干ばつ	米国	15億ドル	160億ドル
2005年10月	ハリケーン・ウィルマ	米国	12億ドル	150億ドル
2011年2月	大地震	ニュージーランド	14億ドル	150億ドル

出所：Aon Benfield, “2016 Annual Global Climate and Catastrophe Report”, より三菱UFJ信託銀行訳出

図表8は、2000年以降の災害による保険業界の年間損失額の推移であるが、米国でハリケーン・サンディの発生した2012年を最後に年間損失額は低位で推移している。

図表8：保険業界全体の年間損失額の推移(2000年以降)

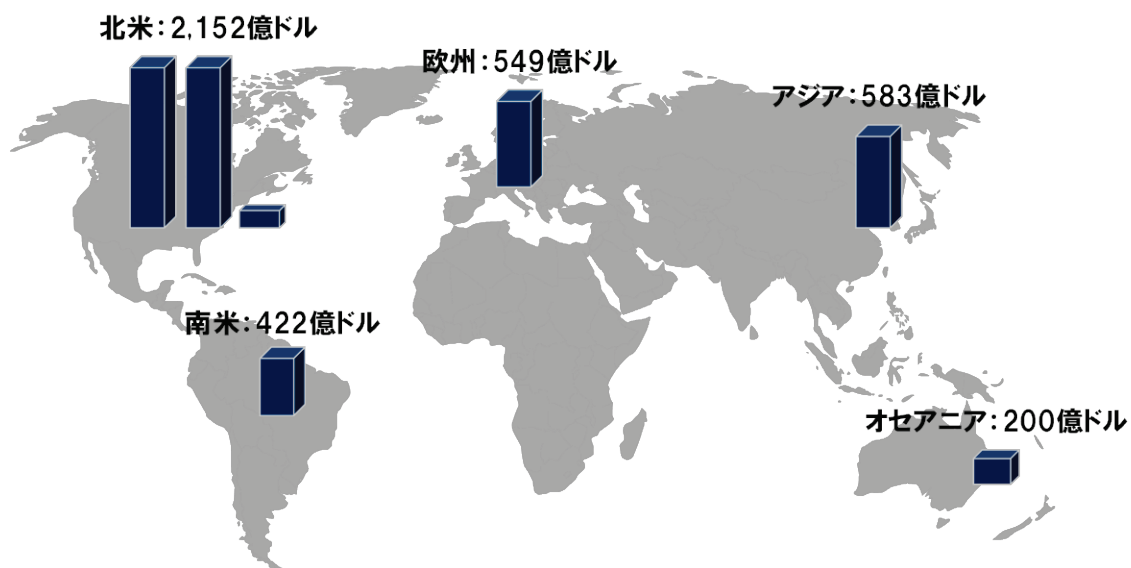


出所：Swiss Re, “sigma Natural Catastrophes and man-made disasters in 2016”より三菱UFJ信託銀行訳出、編集

(3) リスク移転ニーズの地域差

また、プレミアムの低下には、保険業界のリスク移転ニーズの大きさに応じ、地域別にも強弱感があるといわれている。図表9は、災害リスク分析モデルに基づく100年に1度発生する大災害から想定される地域別の保険業界全体の損失額である。まったく同じ発生確率(100年に1度)の災害に対しても、地域別では所得や物価、保険加入率等の違いから保険業界の想定損失額に大きな差があり、これがリスク移転ニーズの地域差に繋がっている。一方で、再保険会社や保険リンク戦略の運用者等には、欧州やオセアニアといった保険業界のリスク移転ニーズが少ない地域も含め世界中に分散したリスクを引き受けたいといったニーズがあり、リスクに対する需給が逼迫することで、これらの地域のプレミアムをより大きく低下させている要因といわれている。このため同じ発生確率の災害リスクに対しても地域間で運用者が受け取るプレミアムに差があり、保険リンク戦略への投資では、単純な地域分散だけでなく、リスク対比リターンと地域分散とのバランスを取ることがより一層重要になっていると考えられる。

図表9：大災害(100年に1度)から想定される地域別の保険業界損失



出所：AIR Worldwide, “2016 Global Modeled Catastrophe Losses”, Nov. 2016 のデータより三菱UFJ信託銀行作成

地域間での差はあるものの、再保険や保険リンク証券のプレミアムは全体として低下傾向が続いており、その要因である幅広い投資家からの保険リンク戦略への資金流入は、伝統的資産運用との高い分散効果等のニーズから今後も継続することが考えられる。また、大規模災害の発生についても、いつ、どこで、どの程度の規模が発生するかは分からないことから、保険リンク戦略への投資にとって、この厳しい環境が直ちに改善に向かうとは考えられず、このような状況が再保険業界等に様々な影響をもたらしている。

Ⅳ. 足許の業界動向（プレミアム低下の影響と取り組み）

1. プレミアム低下がもたらすもの

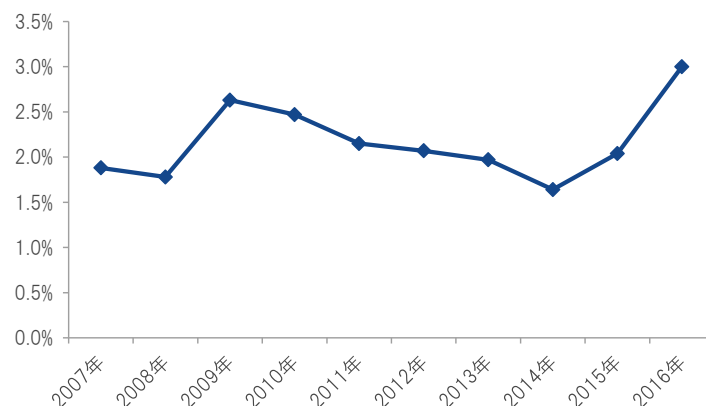
幅広い投資家から資金が流入し、且つ、大規模災害が発生していない環境は、保険業界全体のキャパシティ増加により、リスクの出し手である保険会社や保険ブローカー等が優位に立つ、リスクの引き受け手である再保険会社や保険リンク戦略ファンドの運用者にとって厳しい市場環境を招いている。

伝統的な再保険市場では、リスクの出し手が優位に立つなか、引き受け手に対する選別が高まり、保険会社や保険ブローカー等から戦略的なパートナーと認められるグループとそれ以外のグループとの二極化が進んでいるといわれている。大手再保険会社を中心とした少数の引受能力が大きく信用力も高いことに加えて高度な分析能力も有するものが、プライベート取引と呼ばれる大型契約や条件をカスタマイズした契約等を通じて相対的に優位なプレミアムを享受する。一方、それ以外の中小規模の再保険会社は、ひとつの契約を複数で切り分けして引き受けるシンジケート取引や交渉力の乏しい小規模の個別契約を引き受けるといった激しい競争に直面し、より厳しいプレミアム低下圧力に晒されている。

再保険市場の競争が激しくなる中で、保険リンク証券を投資対象とする保険リンク戦略ファンドの運用者の中から保険会社等に戦略的パートナーとして認められるのはごく一部であり、こうした一握りに入れない運用者には、ポートフォリオのリスクを引き上げることでリターン水準の維持を図らざるを得ない状況になっている可能性もあるといわれている。

また、キャット債市場においても同様に発行体である保険・再保険会社等のスポンサー（リスクの出し手）が優位に立つ環境にあるとされており、従来よりも出し手側に有利な条件での発行が増えている。例えば、スポンサーの実損額を基準にして支払が行われる実損てん補型が新規発行銘柄の大半を占め、さらにはスポンサーの実損額を毎年リセットせずに満期まで積み上げていくタイプ等も増えている。図表 10 は過去 10 年間のキャット債の新規発行銘柄の平均期待損失率の推移であるが、近年、キャット債市場のリターン水準が低下しているにもかかわらず平均期待損失率は高まっており、新規発行銘柄のリスクが上昇傾向にあることが確認できる。

図表 10：キャット債の新規発行銘柄の平均期待損失率の推移



出所：Artemis, “Deal Directory”のデータより三菱UFJ信託銀行作成

こうした状況を踏まえ投資家は、足許の大規模災害の発生がなくリスクが顕在化していない環境において、災害分析モデルを用いた期待損失率や期待最大損失率の推移に注意を払う必要性が一層増している。

この厳しい環境において、保険リンク戦略ファンドの運用者の多くは保険リンク証券市場の成長と共に、キャット債や ILW 等の比較的参入障壁の低い分野から、担保付再保険や再々保険のように自己でのリスク分析や幅広いネットワークを必要とする、より参入障壁の高い分野に投資ユニバースを拡大することで、より高いリスク対比リターンの獲得に努めてきた。しかし、その参入障壁の高い再保険市場においても激しい競争に晒される中で、大手運用者を中心に新たな動きがみられている。

2. リスク引受の効率化

保険リンク戦略ファンドの中でも特に運用資産規模が大きく高度な案件分析能力を兼ね備えた大手ファンド運用者には、安易にポートフォリオのリスクを引き上げたり、大規模災害の発生等による投資環境の改善をただ待つのではなく、投資ユニバースをさらに開拓し、より効率的に災害リスクを引き受けることで、リターンの向上を目指すものが出てきている。

(1) ロイズ保険市場でのシンジケート設立

そのひとつがロイズ保険市場でのシンジケート設立である。ロイズ保険市場はロンドンに本拠を置く様々なリスクを引き受ける世界最古の保険市場であり、保険の引き受けを行う 80 を超えるシンジケートで構成されている。自然災害リスクのメッカとされるバミューダ保険市場と共に世界を代表する保険市場である。

業界最大手の保険リンク戦略運用者である **Nephila Capital** は、2013 年にロイズ保険市場初となる保険リンク戦略の運用者によるシンジケートを設立し、ロイズ保険市場が持つ高い格付けと評判を背景に従来の再保険市場ではアクセスできなかった取引相手との契約等、大手再保険会社が主体となる市場に投資ユニバースを拡大している。この動きに追随し、2016 年には運用資産規模が業界第 2 位の **Credit Suisse Asset Management** によるシンジケートも設立されている。ロイズ保険市場でのシンジケート設立は、これまでアクセスできなかった取引相手への投資ユニバースの拡大だけでなく、単独での条件交渉や取引に掛かる費用を抑えることが可能となり、より効率的な災害リスクの引き受けに繋がるとされている。

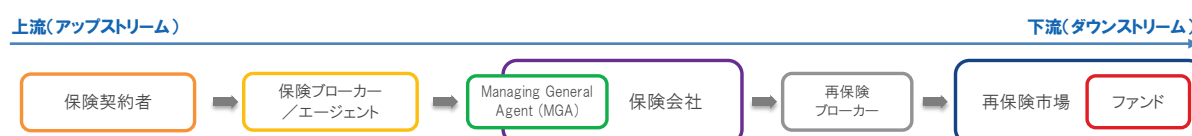
(2) リスク移転プロセスの効率化

また、足許の厳しい環境への抜本的な解決策として、この取り組みをさらに前進させる動きも出てきている。その代表例が 2014 年から **Nephila Capital** が開始した保険市場への直接的なアクセスを目指したアップストリーム(上流)という取り組みである。これは再保険の取引相手である保険会社を飛び越え、より直接的に災害リスクにアクセスすることにより、これまで保険リンク戦略の運用者と災害リスクとの間に介在した様々な関係者への手数料等を排除・抑制することで、リターンの向上を目指すだけでなく、より透明性の高い保険対象

物のエクスポージャー情報へアクセスすることで、より精緻なリスク分析を目的にしたものである。

図表 11 は、保険業界のリスク移転プロセス(ディストリビューション構造)のイメージ図であるが、担保付再保険契約では、最も上流に位置する保険加入者の災害リスクが保険リンク戦略ファンドに移転されるまでに数多くの関係者を經由している。Nephila Capital では、こうした災害リスクの引き受け構造について、多額な手数料の支払につながる非効率なものと考えている。

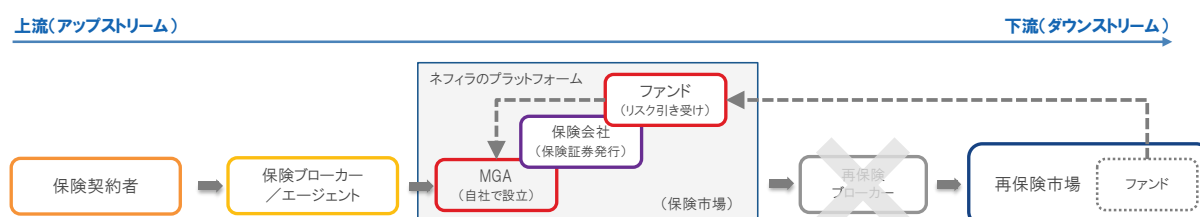
図表 11：保険業界のリスク移転プロセス(イメージ)



出所：Nephila Capital, “Upstream: Access to the Insurance Market”, Summit 2016 より三菱 UFJ 信託銀行訳出、編集

図表 12 は、アップストリームのリスク移転プロセスのイメージ図であるが、保険会社と手を組むことにより、再保険ブローカーを飛び越え、足許で競争が激化している再保険市場から抜け出しつつ、実質的に保険市場に参入している。さらにはリスクを探してくる役割を担う MGA(Managing General Agent)を自社で設立することで保険会社を飛び越え、より直接的な災害リスクへのアクセスを可能としている。これにより同社は、保険会社への手数料の引き下げと MGA や再保険ブローカー等への手数料を排除することで更なるリターンの向上を目指しつつ、より透明性の高い保険対象物のエクスポージャー情報へアクセスすることで、より精緻なリスク分析を実現している。

図表 12：アップストリームのリスク移転プロセス(イメージ)



MGAとは、保険会社に代わり保険の販売業務から保険の査定、支払業務まで、様々な保険業務を手掛ける米国の保険代理業者

出所：Nephila Capital, “Upstream: Access to the Insurance Market”, Summit 2016 より三菱 UFJ 信託銀行訳出、編集

スイスに本社を置く Twelve Capital もまた、リスクへのより直接的なアクセスを通じたリターンの向上を目指す運用会社のひとつである。同社は、2016 年 2 月に開催された米国証券業金融市場協会(SIFMA)主催の Insurance and Risk Linked Securities Conference において、災害リスクへのより直接的なアクセスについて再保険ブローカーを飛び越え、MGA から直接リスクを引き受ける方法を紹介している。彼らはこの会議でのインタビューにおいて、これまで再々保険や再保険での引き受けを行ってきた保険リンク戦略の投資家にとって、リスクへのより直接的なアクセスは、仲介業者の排除とより透明性の高いエクスポージャー情報による精緻なリスク分析を可能とし、今後この様なリスク移転プロセスの効

率化を模索する動きは業界全体として活発化していくだろうと話している。

このように大手の保険リンク戦略ファンド運用者の中には、ロイズ市場でのシンジケート設立やアップストリーム等、これまでのやり方に固執することなく、災害リスクへのアクセス方法を見直し、より効率的なリスク引受によるリターンの向上を目指す等、業界のあり方に変革をもたらそうとしている。

V. 終わりに

伝統的資産と収益源泉が異なる保険リンク証券への投資を対象とする保険リンク戦略への投資には、その高い分散効果とこれまでの魅力的なリターンを背景に世界的に注目が一層と高まっている。こうした注目の高まりによる幅広い投資家からの資金流入が、近年の大規模災害が発生していない状況と相まって、地域間での差はあれ市場全体のプレミアム低下を引き起こしている。

保険リンク戦略においては、このような厳しい環境が再保険市場の二極化や参入障壁の高い分野への投資ユニバースの拡大だけでなく、ロイズ保険市場でのシンジケート設立やアップストリームの取り組みを通じたリスク引受の効率化といった新たな流れをもたらしており、これまでのように単に保険リンク証券へ投資するだけでは、魅力的なリターンを獲得していくことが難しくなっていることから、変革の時を迎えていると考えられる。

こうした状況を踏まえると、中長期的な観点から最終投資家が保険リンク戦略への投資を考えるにあたっては、様々な種類の保険リンク証券の特徴や保険リンク戦略投資のリスク(災害リスクや流動性リスク)を理解するだけでなく、過去のパフォーマンスのみに囚われることなく、足許の市場環境や業界動向を把握した上で、保険リンク戦略の運用者の能力を評価していく必要性がより一層高まっている。

それは単なる投資ユニバースの広さに留まらず、再保険市場が二極化の流れに晒されるなかでの市場における運用者のポジショニング、災害リスクを分析する能力や多くの保険会社から案件を発掘するための保険業界での幅広いネットワーク、業界内で長年に亘る信頼関係を構築できているか、さらには足許の災害リスクが顕在化していない中でただポートフォリオのリスクを上げるのではなく抜本的な解決策を見出し、それを実行するための組織体制や資金力を有しているのか等、多岐にわたる。

投資環境が大きく様変わりする中で、運用者がそれに適応してこれからも安定的なリターンを獲得できるのか、さらには、いずれ大規模災害が実際に発生し、リスクが顕在化した時にも慌てることの無いように、保険リンク戦略への投資にあたっては、これらの留意点を抑えておくことが、中長期的な視点から今後より一層、重要になってくると考えられる。

(平成 29 年 7 月 20 日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

【参考文献】

- ・ エーオン ベンフィールド ジャパン[2012] 自然災害リスクに係る外部調達モデルの構造等に関する調査 報告書(金融庁委託調査)
- ・ 可児 滋[2013] 金融と保険の融合ー究極のリスクマネジメント 金融財政事情研究会
- ・ 金融庁 金融審議会[2011] 保険会社のグループ経営に関する規制の在り方ワーキング・グループ(第4回)議事録
- ・ 損保ジャパン日本興亜総研レポート[2017] Insurance Linked Securities(ILS)がもたらす変化ー資本市場による保険リスクの引受けー
- ・ 三菱UFJ信託銀行 受託財産企画部[2016] 資産運用における価格変動リスクの管理
- ・ AIR Worldwide[2017] AIR 日本地震モデル、日本台風モデル
- ・ AIR Worldwide[2016] 2016 Global Modeled Catastrophe Losses
- ・ Aon Benfield[2017] 2016 Annual Global Climate and Catastrophe Report
- ・ Artemis[2014] In tiered reinsurance market, expect desperate action by some
- ・ Artemis[2016] ILS capital getting closer to primary insurance risk: Butler, Twelve Capital
- ・ Best's Special Report[2016] Innovation: The Race to Remain Relevant, AM Best
- ・ Nephila Capital[2016] Upstream: Access to the Insurance Market, Summit 2016
- ・ Pauline Barrieu他[2009] The Handbook of Insurance-Linked Securities Wiley
- ・ Sigma[2017] Natural catastrophes and man-made disasters in 2016, Swiss Re

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 受託財産企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel.03-3212-1211（代表）