

# 新次元への挑戦： 2024年の欧州保険市場の見通し

## リチャード・ロバーツ

アライアンス・バーンスタイン・  
リミテッド  
欧州・中東・アフリカ (EMEA)  
保険ソリューションズ  
ディレクター

## イニゴ・フレーザー・ ジェンキンス

アライアンス・バーンスタイン・  
リミテッド  
機関投資家向けソリューション  
共同責任者

保険会社は今日、金利の高騰やボラティリティの上昇、構造的なインフレの進行など、以前とは全く異なる投資環境下に置かれている。これにより、戦略的なアセット・アロケーションがますます注目されるようになるとアライアンス・バーンスタイン（以下、「AB」）ではみている。そこで、2024年の始まりにあたり、保険業界の投資家向けに3つのテーマを提案したい。

### 新たな投資環境

保険会社が、コロナ禍以前の30年間とは全く異なる投資環境に置かれていることは間違いない。その背景には、分水嶺となったコロナ禍での2年が、政策やマーケットの大きな循環的な変化と重なったという事情がある。実際、投資環境が構造的にどの程度変化したかを見極めるには、この先1、2年の動向が大きな鍵を握るだろう。

今後数年間は、グローバル化の揺り戻し、人口動態の変化（先進国や中国における労働生産年齢人口の減少）、エネルギー転換の必要性などが投資環境を決定していくことになりそうである。それぞれが、ここ数十年にわたって構造的にインフレや債券利回りの低下をもたらした要因を変えたり、逆転させたりする。債務問題もまた迫り来る問題である。先進国の国内総生産（GDP）に対する公的債務の水準や利払いを賄うために必要な財政支出の割合次第では、国債の実質的な投資価値をめぐる議論に拍車がかかるだろう。

その結果、均衡インフレ率はコロナ禍以前の水準を上回り、実質成長率は低下することになるだろう。人工知能（AI）がこうした影響をどの程度緩和できるかについてはさまざまな議論があるが（以前の記事『[Productivity, Democracy, Power and Truth: The Influence of AI on Markets and Investing](#)』（英語）ご参照）、現段階ではAIがこれら全てを代替できるとは言い難い。

図表1: 前途には成長鈍化とインフレ率上昇

	実質成長率 (%)		インフレ率 (%)		政策金利 (%)		長期金利 (%)		対米ドル為替	
	2023年余	2024年余	2023年余	2024年余	2023年余	2024年余	2023年余	2024年余	2023年余	2024年余
グローバル	2.4	2.1	5.1	3.5	5.40	5.44	3.83	3.19	—	—
新興国	3.7	3.7	6.3	5.1	6.83	5.71	4.62	4.17	—	—
米国	2.2	0.5	3.8	2.5	5.38	4.38	4.00	3.00	—	—
欧州	0.3	0.6	5.2	2.2	4.22	3.13	2.93	2.13	1.14	1.18
ユーロ圏	0.3	0.5	5.0	2.3	4.00	3.00	2.75	2.00	1.10	1.15
英国	0.2	1.0	6.0	2.0	5.25	3.75	3.75	2.75	1.30	1.30
日本	1.5	1.0	2.5	1.5	0.00	0.25	0.75	0.75	140	130
中国	4.8	4.5	1.5	1.5	1.75	1.50	2.50	2.25	7.35	7.50
アジア (除く日本、中国)	3.9	4.3	3.9	3.5	4.64	4.03	5.07	4.68	—	—
中南米	1.8	1.7	20.4	13.3	25.04	18.32	9.76	7.82	—	—

過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。予想は今後変更される可能性があります。

2023年11月30日現在、出所：AB

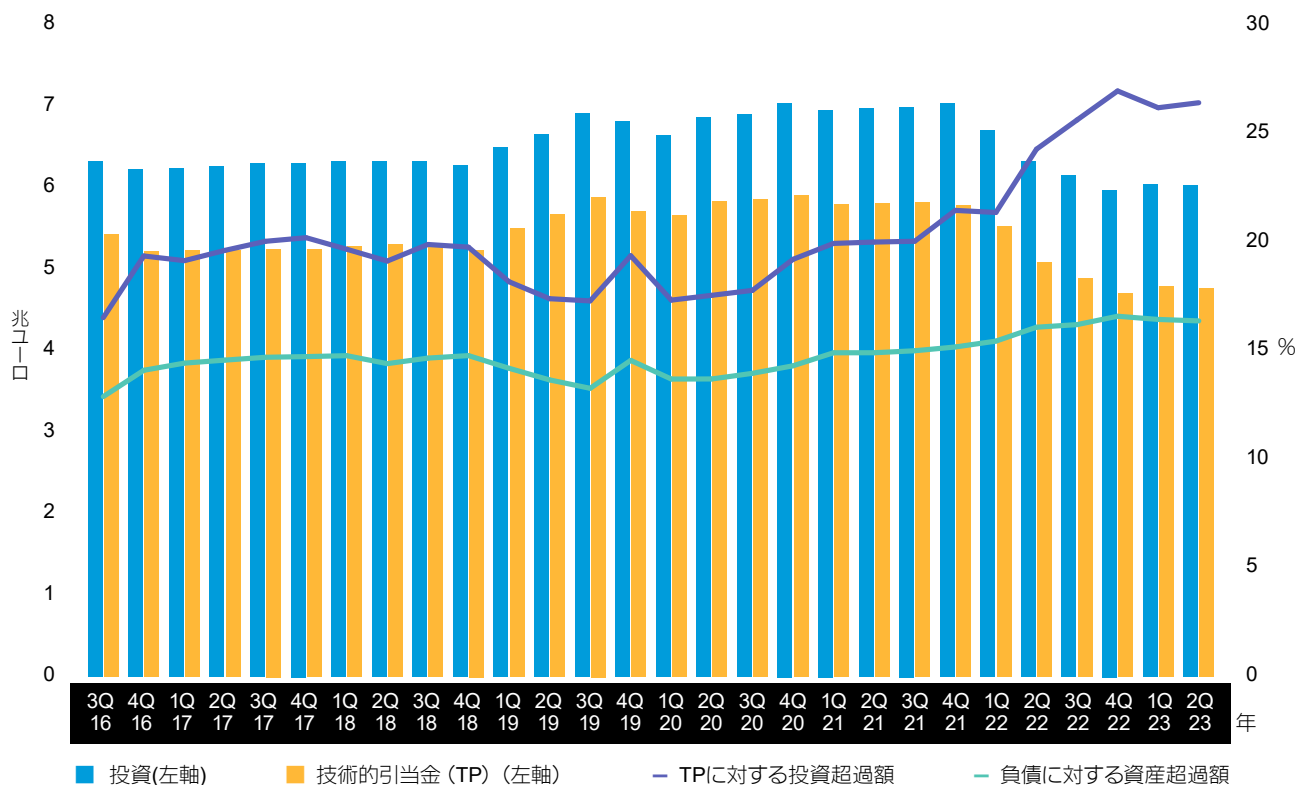
インフレ率が緩やかに上昇し、実質成長率が低下するとの見通しは、必ずしもあり得ない話ではない（図表1）。過去数年間で債券利回りが大幅に変化したことを考えれば、将来、主要資産クラスの期待実質リターンがしっかりとプラスに留まることは十分に起こり得る。とは言っても、保険会社が自らの資産配分、特に成長資産へのエクスポージャーの見直しをしっかりと行うことは、簡単なことではない。

成長率が鈍化する中でインフレ率が上昇することは、株式と債券との相関が今後もプラスのまま推移することを示唆しているが、過去30年以上のスパンで振り返ったならば、これは当たり前のことである。そのため、長期的な債券投資からより大き

な名目リターンを得ようとするならば、インフレ・ヘッジの必要性や資産相互の相関関係に生じ得る構造的とも言える変化についても留意した上で、バランスを取っていく必要があるだろう。

これによって、さまざまなタイプの投資家が戦略的資産配分に重点を置くようになると思われるが、その際、投資家の間ではインフレ対策の必要性によって、そうした資産配分が大きく分かれる可能性がある。だが、これは損害保険会社の常である。一方で、既知の（価格変動のない）名目負債に対する大きなリスク・エクスポージャーを持つ生命保険会社は、別の観点からリスク回避の余地があるかもしれない。

図表2: 強い財務基盤で2024年を迎える保険会社



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2023年6月30日現在、出所：European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA)、AB

全体として、保険会社は強い財務基盤で2024年を迎えている。金利の上昇に伴い、資産価値は2022年第2四半期から2023年第2四半期にかけて4.7%の大きな減少となったが（本稿執筆時点で入手可能な最新データ）、技術的引当金はさらに6.3%の減少となった（図表2）。

この結果、保険会社のソルベンシー基盤は非常に安定し、今後の課題やビジネス・チャンスに対応できるようになった。保険会社が直面するさまざまな投資環境を踏まえ、ABの2024年の見通しでは次の3つの主要テーマに焦点を当てている。

1. 金利ボラティリティがより大きい高金利下で事業を行う準備ができていること。
2. 中央銀行のインフレ目標よりも戦略的により高いインフレ水準に備えること。
3. 新しい情勢を踏まえて資産配分を見直し、改善すること。

### 1. 金利ボラティリティがより大きい高金利下で事業を行う準備ができていること。

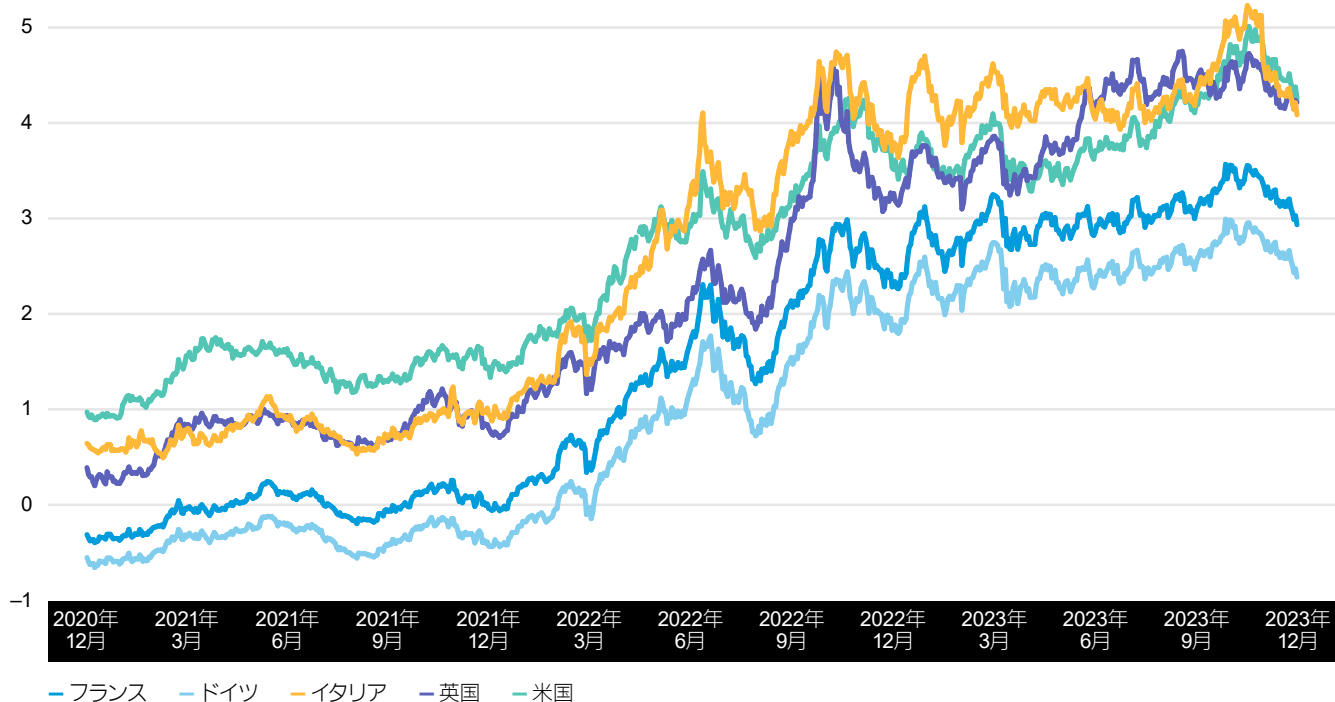
2023年は保険業にかかわる投資家には調整期間となり、金利の上昇によって、それまで10年以上続いた状況とは全く異なる様相を呈した(図表3)。通常、金利の上昇は保険会社にプラス

となる。投資によるリターンは上昇し、投資利回りと負債コストのスプレッドは拡大することで、保証商品はより投資妙味が増す一方で、そのコストは低下する。

米国10年国債利回りは2024年を通して低下すると予想されるが、過去10~15年続いた水準にまでは下がらないだろう。そこ

図表3: 全く様相の異なる市場の姿を生み出す金利の急上昇

10年国債利回り (%)



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2023年12月1日現在: 出所: ブルームバーグ、AB

で、保険会社としては、金利が上昇するだけでなく、さらに重要な点として、金利のボラティリティが上昇する環境下でも事業を継続する覚悟が必要となろう。過去2年にわたり、金利のボラティリティは急上昇し（図表4）グローバル化の揺り戻しのようなマクロ要因によって、局地的なショックや金利のボラティリティが上昇するリスクが高まっている。

投資戦略の諸分野を再検討し、低金利下で取られたアプローチが今後も有効かどうかを評価するには、今が好機と思われる。

**図表4:引き続き注視が必要な金利ボラティリティの上昇**  
金利ボラティリティ（インデックス）

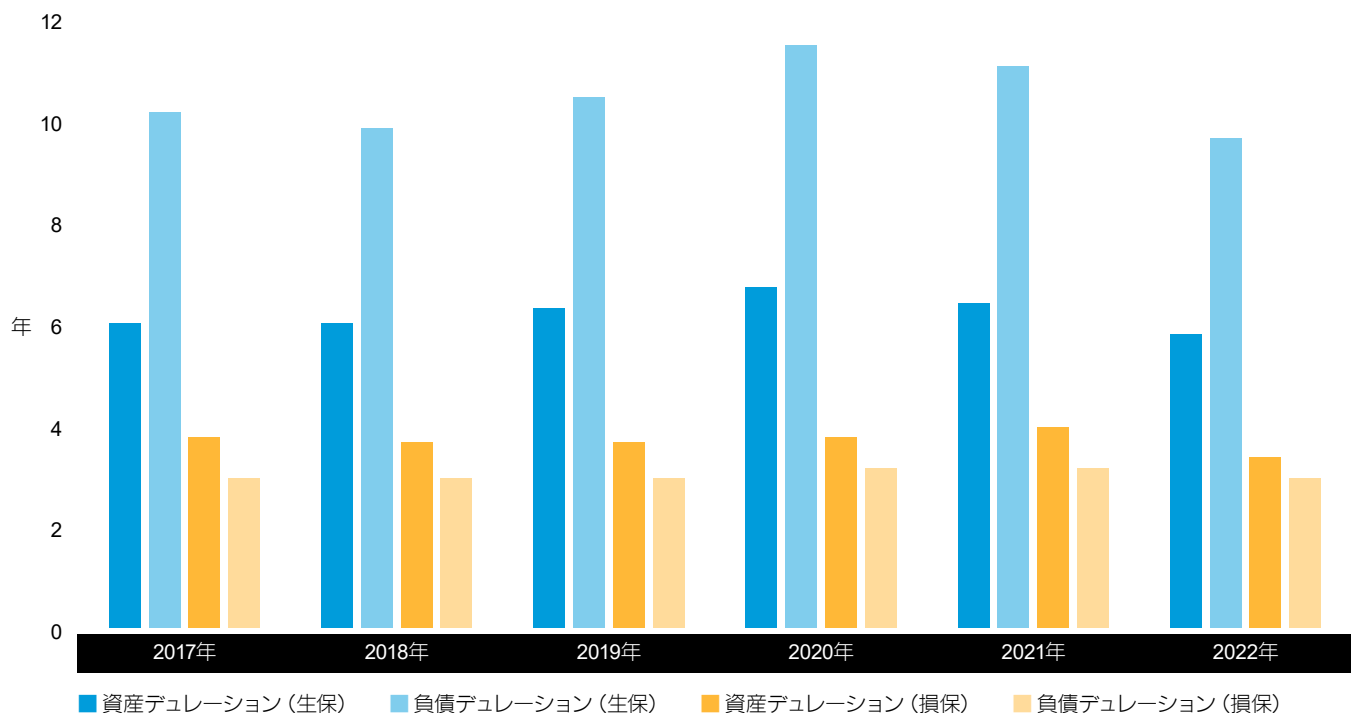


過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

金利ボラティリティは、Merrill Lynch Option Volatility Estimate (MOVE)を使用。

2023年11月30日現在、出所：ブルームバーグ、AB

**図表5: 資産デュレーションが負債デュレーションより短い傾向となる生命保険会社**  
 生保と損保の資産・負債のデュレーション・プロファイル



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。  
 数値は固定利付資産、及び技術的引当金の修正デュレーションの中央値。  
 2022年12月31日現在、出所: EIOPA、AB

**デュレーション・ギャップ目標の見直し** 金利上昇によって明らかに影響を受けるのは、資産と負債の市場価値である。平均して、生命保険会社はネット・ショート・デュレーションのポジションをとっており（図表5）、損害保険会社は金利エクスポージャーをニュートラルに近い状態に保つ傾向を有している。資産サイドのネット・ショート・ポジションは最近の金利上昇の恩恵を受けているが、金利が反対方向に動いた場合には大きな損失を被る可能性がある。保険会社はリスク選好には慎重であるべきである。

ネット・ショートのデュレーションは、金利がわずかでも低下すれば利益を圧迫するが、こうしたことは現在の環境では十分起こり得ることである。また、金利エクスポージャーを中立化することは必ずしも簡単ではない。デュレーション・ギャップを埋めるには、大幅な資産配分のシフトやデリバティブ・ヘッジ・プログラムの導入が必要となるが、これによって業務上の負担が生じたり、（ヘッジの）流動性懸念が高まったりする可能性もある。また、流動資産の未実現損失が顕在化し、損益（P&L）ポジションが悪化する可能性もある。

それでもなお、保険会社、特に生命保険会社には、デュレーション・ギャップに対する過去からのリスク選好傾向がまだ残っているかを検証すべきである。金利が安定し、その後わずかに低下するという先行きの見通しを踏まえれば、可能な限りデュレーション・ギャップを縮小しておく方が理にかなっている。このようなシフトによって、保険会社の資産構成がより長期化する可能性があるが、逆イールド・カーブとなっていることから長期の国債や社債の投資には不利となる。

このため、保険会社はインフラや住宅ローンなど、他の資産分野での長期エクスポージャーを厳選していくことになるだろう。イールド・カーブの形状が影響することは避けられないが、潜在的なスプレッドの優位性があるため、それらのエクスポージャーは一層投資妙味が増すことになる。大事なことは、さまざまなシナリオが利益、所要資本、財務内容、望ましい経済的ポジショニングにどのような影響を与え得るかをよく検討しながら、リスクの取り方には注意を払っていくことである。



**シナリオ分析テストの手法を十分に活用** さらにマイクロなレベルでは、ここ数年穏やかであった流動性に影響を及ぼす要因に変化が見られるかもしれない。保険会社は、特に「リスク及びソルベンシーの自己評価 (ORSA)」をサポートするシナリオ・テストの手法を知らない訳はないはずである。このような手法は日常的なポートフォリオ管理にしっかりと組み込まれていなければならない。たとえバランスシートが健全な保険会社であっても、ポートフォリオに含み損を抱えた債券も多く含まれることから、柔軟性の面で何らかの低下を余儀なくされるであろう。(ルール上) 強制的になされる売却は損益にダメージを与える可能性があるため、流動性要件が発生し得る分野については注意深く監視されねばならない。

デリバティブはストレス・テストの重点分野となる。英国で生じた負債主導の投資危機によって担保が再び注目されるようになったが、資金を全て投資資産に充当する保険会社としては、デリバティブは一般的なリスク・テイクではなく、金利や為替リスクをヘッジするために利用するものである。保険会社はまた、国債や社債を担保として提供できる柔軟な信用担保差入契約 (CSA) を締結していることが多い。それでも、金利変動、特に短期で急激な金利変動によって多額の担保が必要になる場合がある。従って、保険会社はエクスポージャーのストレス・テストを繰り返すことで、起こりうるリスクを把握しておく必要がある。

金利変化は、保険会社の消費者向け商品の魅力にも影響を及ぼす。一次的な影響としては、競合商品 (マネー・マーケット・ファンドでさえ) が保険会社の貯蓄性商品よりも魅力的になり、解約に拍車がかかることが考えられる。二次的な影響としては、インフレが生計費を押し上げ、保険商品に割安感がなくなることもあり得る。

このことから、保険会社は過去1年半にわたる自社の負債動向がどうであったかを慎重に分析しておく必要がある。金利が上昇したときに何が起こったのか。将来、金利のボラティリティが上昇した時の行動で何か良い教訓はないか。これらの変化が示しているのは、保険会社が必要とする流動性の水準に直接影響を与え得る負債のコンベクシティである。そのため、最近の経験が将来のシナリオ作成には役立つ可能性がある。

## 2. 中央銀行のインフレ目標よりも戦略的に高いインフレ水準に備えること

インフレ環境は金利上昇と表裏一体であり、金利上昇の主要な原動力でもある。コロナ禍後のサプライチェーンの歪み、ロシアのウクライナ侵攻、労働市場の逼迫などが重なり、景気循環的なインフレ高騰が起こり、中央銀行による金融引き締めが迅速に実施された。

こうした行動によって、インフレはコロナ禍以前の水準まで冷え込むのだろうか。それとも他の長期的要因によってインフレはもう少し高い均衡水準で落ち着くのだろうか。ABでは、グローバル化の揺り戻し、労働生産年齢人口の減少、気候変動などの大きな要因で、今後、均衡インフレ率がさらに上昇するという戦略シナリオがあり得ると考えている (以前のペーパー『[A Triumvirate of Macro Mega-forces](#)』 (英語) 参照)。

保険会社には、目先、低下を見せる高インフレも潜在的な長期の高インフレも共に重要な課題である。金利と同様、インフレもまた、資産や負債の価値に直接影響するだけでなく、幅広い視点が投資チームに求められる分野である。しかし、判断の出発点として、こうした直接的な影響を考えることは必要である。

### 生保: 固定負債主体だが、インフレの影響を受ける経費

ほとんどの生命保険債務は名目ベースであり、インフレが進行しても支払が増加することはない。しかし、保険金請求手続きに関する経費は増加するため、名目上の負債であっても、最終的な負債額という点ではインフレに連動する部分がある。

給付金が定額であることから、生命保険会社は通常、インフレに直接リンクする資産配分をしておらず、規制の枠組みも、このリスクに取り組むインセンティブを課すようにはなっていない。しかし、インフレが上昇する環境は課題も提供するが好機でもある。保険会社は、インフレによって契約者に約定した将来価値や資産が減少することを単に許容することもできるし、何らかの形でインフレに連動する資産に配分することで負債をアウトパフォームしようと努めることもできる。

保険会社にとってはトレードオフの選択である。インフレ連動債は、適切な価格であれば選択肢の1つである。特に、短期的なインフレ上昇よりも長期的なインフレに対するプロテクションを求める場合には、実物資産も十分考慮の余地がある。しかし、ソルベンシー自己資本要件も上昇する可能性が高く、保険会社がこの問題に備えるには自ずと限界がある。

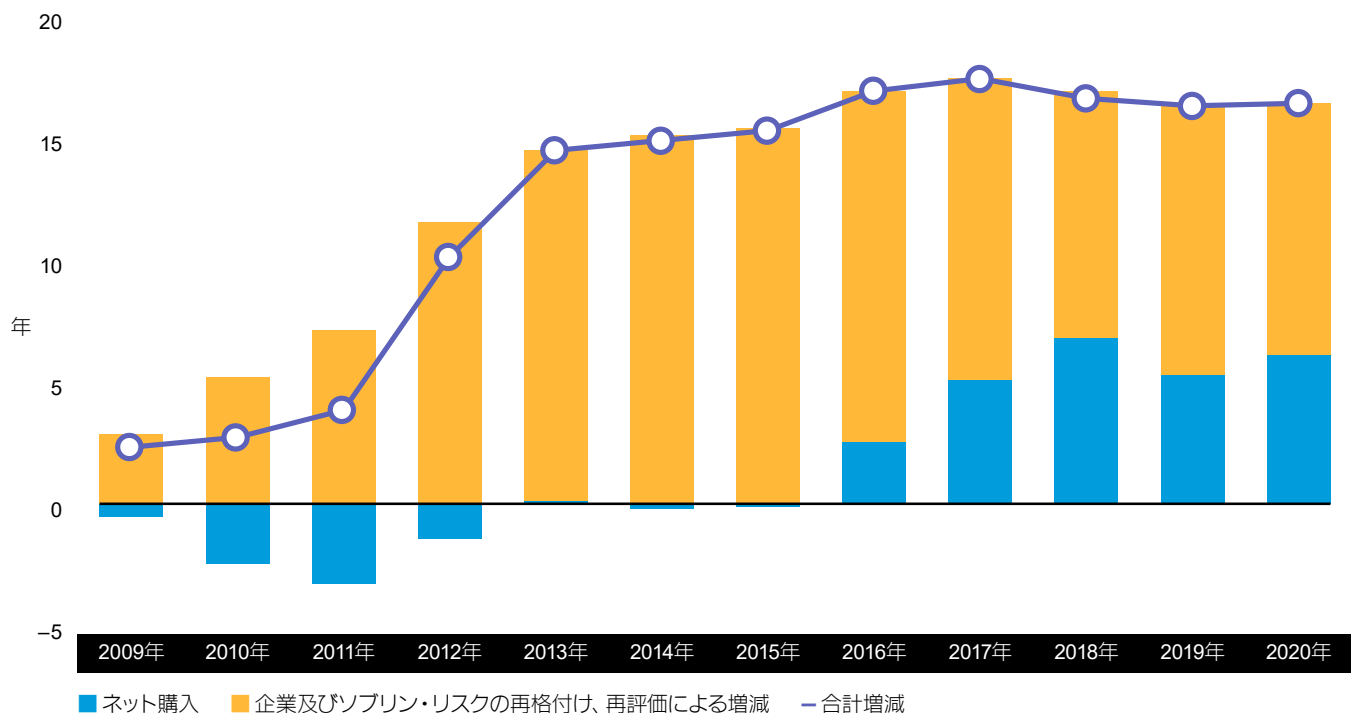
### 損保: インフレは極めて現実的な課題だがヘッジは可能

損害保険会社にとってインフレ問題は非常に現実的であり、潜在的に痛みも伴う。予期せぬ高インフレによって、保険金は当初の想定より高額になり、その伸びは消費者物価指数を上回る傾向が見られた。しかし、保険会社が自らの競争力に大きな影響を与えることなく、通年の業務の中で保険料を調整できるのであれば、期待インフレは常に問題になるわけではない。

金利上昇は予期せぬインフレによってある程度引き起こされたものであり損保会社にとっては今が最も苦しい局面である。長期的なインフレへの対応策は生保とほとんど変わらない。事実、損保各社は一般により多くの株式を保有しており、これによって長期的なインフレのヘッジには役立つはずであり、この問題には損保会社の方が有利な立場にあると言える。

現在の状況では、ポートフォリオ資産のインフレ感応度を見直すことが得策と思われる。資産負債管理、ボラティリティ、ソルベンシーといった観点からの投資魅力はそれぞれ異なるが、投資対象を幅広くもつことが役立つだろう。ABの見解では、インフレ連動債、実物資産、そして一定程度の株式についても、最も有力な投資候補になるだろう。また、変動金利資産と固定金利資産のエクスポージャーを比較しながら、リスク・リターンの評価をすることも必要となる。

**図表6: BBBクレジット・エクスポージャーの増大を紐解く**  
 BBB債保有残高の累積変化率（要因別）



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。  
 2022年9月2日現在、出所：EIOPA、IMF、AB

### 3. 新しい情勢を踏まえて資産配分を見直し、改善すること

金利水準、ボラティリティ、インフレなど、さまざまな意味合いを持つ状況が変化しており、アセット・アロケーションが注目されることは明らかである。保険会社には多くの目的や制約があり、優れた経済的リターン達成とソルベンシー予算や会計上の影響とのバランスを取らなければならない。ある北欧の保険会社CIOは、これを目標の「トライアングル」と表現している。

今日では、財務状況を悪化させることなく大幅な投資配分の変更を行うことは非常に難しい。金利急騰で多くの保険会社を含み損を抱えたままになっているからである。このような損失は通常、損益計算書に反映されるため、CIOとCFOが意見を異にすることもあり得る。これにより、保険会社の動き方の規模やスピードが制約を受けることもあるが、全体としての行動まで妨げられるわけではない。

そこでABとしては、2024年に向けて以下の3点の検討を提案したい。

- 信用力の高い資産タイプ内での資産再配分をすること
- 相関性のないリターンの源泉を見つけること
- プライベート・マーケットへの資本配分を再開すること

### 信用力の高い資産タイプ内での資産再配分をすること

IMFのワーキングペーパーは、長く続いた低金利の時代に保険会社のリスク志向がどの程度強かったかを見極めようとしたものである。世界金融危機（GFC）以降、保険会社がBBBの債券保有を大幅に拡大したことはよく知られている（図表6）。こうした傾向が、純粋に積極的なリスク・リターンの追求によるものなのか、市場全体での格付け状況の劣化を反映したものなのかは定かではない。

この研究では、保険会社のネット買い入れ、すなわちアクティブ・リスクの増加を特定するため、これを定量化しようと試みている。この分析によると、保険会社はGFC後の4年間はリスク軽減に努め、その後3年間は比較的中立であったが、それに続く5年間で資産のネット買い付けを積極化させていった。その結果、保険会社は多くの人々が想定している以上にクレジット投資に積極的であることが分かった。このことを念頭に置いて、BBBへの投資配分の積極的な削減という議論を行いたい。



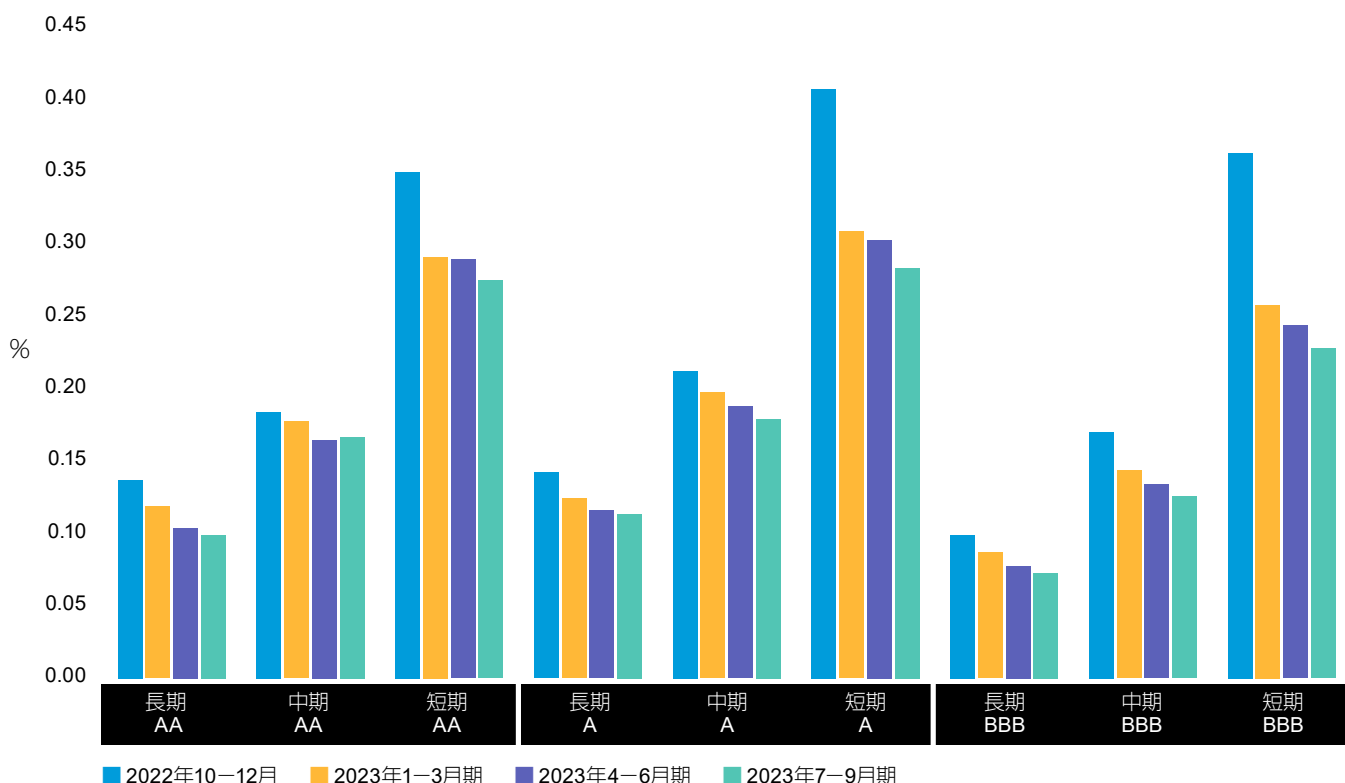
もちろん、BBBの中でもファンダメンタルズは大きく異なる。しかし、投資適格クレジットの資産配分全体から見れば、BBBを減らし、より質の高いクレジットやプライベート・デットを優先することを検討する時期に来ていると思われる。英国とユーロのクレジットについては、厳しい経済情勢が予想されており、2024年には一段とクオリティ重視の姿勢が重要になるとと思われる。脆弱な発行体はリファイナンス・リスクの高まりに直面するだろうが、優良な発行体は有利なレートで満期到来時の借り換え発行が可能となろう。経済学の観点にとどまらず、ソルベンシー資本配分の観点からも、こうした考え方は大きな支持を得るものと思われる。

**所要ソルベンシー資本 (SCR) を上回るスプレッド** SCRを上回るスプレッドに基づき、欧州クレジットの価値を見ると(図表7)、スプレッドは所要資本と同じ割合でデレイトレーションに比例して拡大しているわけではない。このため、デレイトレーションの短いクレジットの方が、スプレッドに対してより有利なリターンを提供している。AAとAのクレジットはスプレッドのリスクに対するリターンが同程度だが、BBBは非効率的である。このため、BBBからAAやAのシフトが推奨されており、これはABの市場の見方と一致している。スプレッドは2023年中に若干縮小し信用リスクに対する見返りは減少しており、この点では注意が必要である。

では、BBBクレジットとは別の資産配分を段階的に増やすことで生ずる潜在的な影響を見てみよう。

**図表7: BBBの効率性低下が裏付けるAAとAへのシフト**

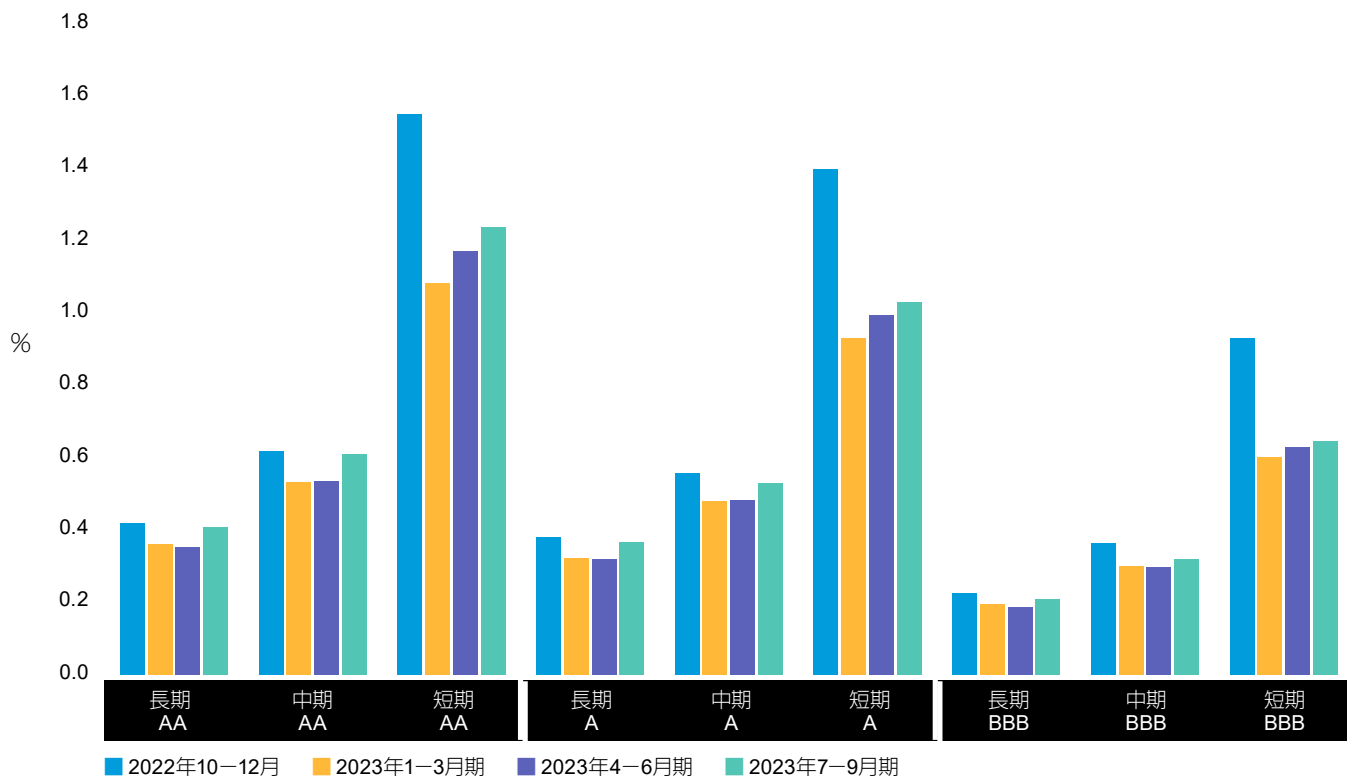
欧州クレジットのSCRスプレッド・リターン



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2023年9月30日現在、出所：ブルームバーグ、AB

図表8：SCR対比のリターンで優位性をもつショート・デュレーションのクレジット  
欧州クレジットの対SCRイールド・リターン



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2023年9月30日現在、出所：ブルームバーグ、AB

**SCR対比のスプレッド** これはソルベンシー効率性をより正確に示していると思われるが、SCR対比の利回り（図表8）も、スプレッド情報だけでなく、リスク・フリー・レートやイールド・カーブの形状を織り込んでおり、有益な情報である。イールド・カーブの傾きは一定の変数であるのに対し、SCRは固定の係数を持ち、常に上向きである。つまり、期間の短いクレジットはSCRに対してより多くのリターンを提供するということであり、これがクレジットの短期化や高格付けを重視する所以である。

SCR対比のスプレッドとSCR対比の利回りを考慮した場合、高い格付けのパブリック・クレジットへの移行は説得力がある。保険業界では、投資適格の固定利付債券の投資家が大半を占めており、BBBの債券を減らし、代わりに高格付けのクレジットやプライベート・アセット、国債などを優先することが、広範なポートフォリオの指標にどのような影響をもたらすのだろうか。

図表9: ベースとなる仮想ポートフォリオ・アロケーション

資産クラス	資産配分 (%)	デュレーション (年)	利回り (%)	スプレッド (bps)	スプレッドSCR (%)
ソブリン	25	7.5	3.5	—	—
パブリック債券BBB (短期)	28	3.0	4.8	168.4	7.4
パブリック債券BBB (長期)	28	13.0	4.8	167.2	23.0
パブリック債券 AA (短期)	5	2.9	4.0	87.9	3.2
パブリック債券 AA (長期)	5	13.5	4.1	100.4	10.1
プライベート・クレジット	5	6.0	7.0	275.0	16.7
商業用不動産デット	5	3.0	8.0	550.0	9.0
ポートフォリオ全体	100	7.5	4.6	142.9	10.3
ポートフォリオ効率*			45.2	13.9	

過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

四捨五入の関係で数値の合計が一致しない場合があります。パブリック・クレジットはブルームバーグ欧州総合債券指数を使用。

\*ポートフォリオ効率は、ポートフォリオ全体の利回りとスプレッドをポートフォリオ全体のスプレッドSCRで除して算出。

2023年9月30日現在、出所:ブルームバーグ、AB

7.5年のデュレーション、4.6%の利回り、及び10.3%のスプレッドSCR要件を備えた基本的なアロケーション (図表9) が一連の段階的な変化を通じてどうなるのか、次のようなケーススタディを通じて説明することができる。各々の変化は、国債のエクスポージャーを調整しながらデュレーションを等しくしており、そのため金利リスク資本は考慮していない。また全ての資産はユーロ建てであるため、為替リスク資本も考慮していない。アロケーションは、主要な指標に対して影響がどちらに向くかを説明するために単純化、定型化した例となっており、実際の提案は個々の保険会社に委ねられるものである。

**シナリオ1: BBBクレジットを処分しAAクレジット・エクスポージャーに入れ替えるケース** BBBクレジットを10%削減し、AAクレジットに配分することで、市場利回りへの影響は限定的に保ちながら (次ページの図表10)、所要自己資本には大きな影響を及ぼしている。この再配分は経済見通しに資産配分をより合致させたもので、運用収益に大きな犠牲を強いることなくソルベンシー効率は向上する。

**シナリオ2: BBBクレジットを処分して代わりにプライベート・マーケットのエクスポージャーを増やすケース** 段階的にBBBのクレジットをさらに10%削減し、プライベート・マーケット (プライベート・クレジットと商業用不動産デット、いずれもソルベンシー・キャピタルの計算上は格付けなし) に投資すること

で、主要指標はさらに改善する。当初ポートフォリオに比べ利回りは高く、所要資本はさらに減少する (デュレーションの長い国債エクスポージャーで相殺されるため全体的なクレジット・デュレーションは短期化)。最終的には、投資収益とともにソルベンシー効率も再び向上する。ここでは、プライベート・クレジットや不動産デットにおけるエクスポージャーのさまざまな選択肢について深くは触れないが (以前のペーパー『[需給のギャップについて考える](#)』ご参照)、金利環境や銀行の再編成などのテーマ性を考慮すれば、リスク調整後リターンの可能性は多くの分野で高くなっている。

**シナリオ3: BBBのクレジットをさらに10%減らし、国債の配分を増やすケース** 予想通り、この変更により利回りは前のシナリオより低下するが、スプレッド・リスク資本も大幅に減少するため、ケーススタディの中では最もソルベンシー効率の高い資産配分となる。クレジットのファンダメンタルズは弱まるだろうが、スタート時点では強固なものであったため、ABの基本ケースはクレジットから国債への資産配分変更はせず、より質の高い債券への積極的な組み換えを行い、スプレッドのメリットを享受するものである。しかし、完璧を期すために (そしておそらくソルベンシーに非常に敏感な投資家のために)、少なくともそのような資産配分の影響を示すことは意味があるだろう。

図表10: ソルベンシー効率を高めることになるBBBのアロケーション削減

シナリオ1:AAクレジット増加 (10%)					
資産クラス	資産配分 (%)	デュレーション (年)	利回り (%)	スプレッド (bps)	スプレッド SCR (%)
ソブリン	25	7.5	3.5	—	—
パブリック債券BBB (短期)	23	3.0	4.8	168.4	7.4
パブリック債券BBB (長期)	23	13.0	4.8	167.2	23.0
パブリック債券 AA (短期)	10	2.9	4.0	87.9	3.2
パブリック債券 AA (長期)	10	13.5	4.1	100.4	10.1
プライベート・クレジット	5	6.0	7.0	275.0	16.7
商業用不動産デット	5	3.0	8.0	550.0	9.0
ポートフォリオ全体	100	7.5	4.6	135.6	9.4
ポートフォリオ効率*			48.4	14.4	

シナリオ2:プライベート・クレジット増加 (10%)					
資産クラス	資産配分 (%)	デュレーション (年)	利回り (%)	スプレッド (bps)	スプレッド SCR (%)
ソブリン	25	8.6	3.6	—	—
パブリック債券BBB (短期)	18	3.0	4.8	168.4	7.4
パブリック債券BBB (長期)	18	13.0	4.8	167.2	23.0
パブリック債券 AA (短期)	10	2.9	4.0	87.9	3.2
パブリック債券 AA (長期)	10	13.5	4.1	100.4	10.1
プライベート・クレジット	10	6.0	7.0	275.0	16.7
商業用不動産デット	10	3.0	8.0	550.0	9.0
ポートフォリオ全体	100	7.5	4.9	160.1	9.2
ポートフォリオ効率*			52.8	17.4	

シナリオ3:国債増加 (10%)					
資産クラス	資産配分 (%)	デュレーション (年)	利回り (%)	スプレッド (bps)	スプレッド SCR (%)
ソブリン	35	8.6	3.6	—	—
パブリック債券BBB (短期)	13	3.0	4.8	168.4	7.4
パブリック債券BBB (長期)	13	13.0	4.8	167.2	23.0
パブリック債券 AA (短期)	10	2.9	4.0	87.9	3.2
パブリック債券 AA (長期)	10	13.5	4.1	100.4	10.1
プライベート・クレジット	10	6.0	7.0	275.0	16.7
商業用不動産デット	10	3.0	8.0	550.0	9.0
ポートフォリオ全体	100	7.5	4.7	143.3	7.7
ポートフォリオ効率*			61.6	18.6	

過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

四捨五入の関係で数値の合計が一致しない場合があります。パブリック・クレジットはブルームバーグ欧州総合債券指数を使用。

\*ポートフォリオ効率は、ポートフォリオ全体の利回りとスプレッドをポートフォリオ全体のスプレッドSCRで除して算出。

2023年9月30日現在、出所：ブルームバーグ、AB

結論として、クレジットのファンダメンタルズ情勢が悪化する時期に入っているため、優良なパブリック債券にシフトすると共に魅力的なリスク調整後リターンが期待できるプライベート・クレジットを活用することで、保険会社のBBBクレジット資産を一部代替することができるのではない。

### 相関性のないリターンの源泉を見つけること

株式と債券の相関性が近年高まっており、このまま債券を保有し続けていくのかという議論が高まっている。債券は株式に比べリターンが低い上、分散投資効果もいくらか低下しているからである。

保険に関わる負債の意識が強く、今後も引き続き債券投資の比重が疑いなく高い保険業界の投資家にとっては、この議論は逆になるかもしれない。保険会社は、株式へのアロケーションが比較的限られているため、今でも同じような分散効果が得られているかを疑問視する向きもある。株式は債券を上回る長期間の高リターンとインフレ・ヘッジ効果をもたらす可能性がある一方で、株式と債券の相関性が高まっていることから、ポートフォリオとしては他に分散投資先を検討する必要性が高まっている。

債券のような資産クラスが注目されるのは当然のことだが、最近注目されているのが、株式でよく使われるようになったシステムティック・ストラテジーという分野である。

膨大な過去データが必要となることから、アルファ要因を特定して活用しようとする債券戦略の運用は、そう単純にはいかない。株式では、投資家はひとつの会社の株式を長期間にわたって追跡することができるが、債券では同じ会社の複数の銘柄が定期的に満期を迎え、新しい銘柄に入れ替わるという特徴がある。しかし、効果的に運用すれば、これらの戦略は保険会社の伝統的なファンダメンタル・クレジット・マネジメントを補完することができ、従来のアプローチと並行してサテライト・アロケーション（コア部分とは別のリスクを取った運用）を検討することも可能である。

パブリック市場にとどまらず、より広範なプライベート・デットの収益源も検討する価値があると考え、具体的な投資先は保険会社の基本ポートフォリオによって異なる。一般的に企業のクレジット・リスク（大半の保険会社にとって重要なリスク資産と思われる）との相関が低いプライベート・セグメントの具体例としては、資産担保貸付、住宅ローン、商業用不動産デットなどがある。これらはリスクとリターンの観点から異なる位置にあるが、典型的な企業のクレジット・リスクをより分散させてくれるだろう。

### プライベート・マーケットへの資本配分を再開すること

ここまでの章で明らかのように、今が保険会社にとってプライベート・マーケットへの資本配分を再開する好機であろう。2023年には保険会社は金利上昇の影響に対処するため、プライベート・マーケットへの資本配分を遅らせたかもしれないいくつかの要因があった。

ひとつには、何もしなくても、プライベート・アロケーションは増えていただろう。というのも、パブリック市場の評価は金利上昇にリアルタイムで反応するが、プライベート・マーケットはその反応にタイムラグがあるからである。しかし、こうした影響の多くは、現時点では解消されているだろう。プライベート・キャピタルの展開を遅らせたもう1つの要因は、ビジネス・サイドにある。高金利環境は新規ビジネスの水準を鈍らせ、政策上の行き詰まりを増加させ、資金流入の減少と資金流出の増加として現れてきている可能性がある。このような資金は資産ベースの処分によって調達する必要があるため、保険会社は流動性の低い資産の保有能力を見直す必要が生じていたのである。

プライベート・マーケットへの資本流入が減少したもう1つの理由は、保険会社の会計上の含み損である。このため、資産の積極的な購入・売却が鈍り、新たな資産クラスへの資本投入は、中央銀行の利上げ前のごと数年と比べて、負債残高の自然なロールオフや再投資と高い相関関係を持つようになった。この状態はしばらく続く可能性がある。

これらの要因は、保険会社がプライベート・マーケットへの資産配分を継続できるかどうかに関係するが、プライベート・マーケットへのエクスポージャーを拡大する戦略的論拠に変わりはない。なぜなら、プライベート・マーケットは真のポートフォリオ分散を提供するからである。リターン面では、プライベート・マーケットの資産は、長期的にはパブリック市場の類似資産に比べてプレミアムを提供し続けると思われるが、その主な要因は非流動性プレミアムと複雑性プレミアムである。複雑性プレミアムとは、広義には、カスタマイズされた案件を調達、評価、実行する能力に対する追加リターンと定義できる。

### 結論：大きな視点

保険会社は今日、これまでとは全く異なる投資環境下に置かれている。2年間にわたる大きな景気変動に加え、長期的な構造的要因によって、ここ数十年の間にインフレと債券利回りを押し下げた原動力がなくなったか、または逆転しているためである。政府債務の増大も引き続き重大な問題となるだろう。

現在の見通しでは、インフレ率は緩やかに上昇し、実質成長率は低下する。これは、資産配分、特に成長資産へのエクスポージャーの見直しが必要とされる程の一段と厳しいものとなっている。株式と債券の相関関係も過去数十年に比べ、高くなる可能性がある。

保険会社は、2024年の課題とチャンスに対処するため、しっかりと足取りで2024年を迎えることになる。ABの見解では、保険会社は金利とボラティリティが上昇し、インフレ率も中央銀行の目標値を戦略的に上回るような世界でビジネスを展開する準備を整えるべきと考えている。また、資産配分を見直して、異なる投資環境であっても資産配分が最適なものになるように努める必要があるだろう。

当資料は、2024年2月現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン (AB) が作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の格付けは代表的な債券指数の格付けに基づきます。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタイン及びABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

## 当資料についての重要情報

### 当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

#### ・ 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します（外貨建資産には為替変動リスクもあります。）ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書（交付目論見書）、契約締結前交付書面等をご覧ください。

#### ・ お客様にご負担いただく費用：投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります。

- ・ 申込時に直接ご負担いただく費用…申込手数料 上限3.3%（税抜3.0%）です。
- ・ 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5% です。
- ・ 有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.068%（税抜1.880%）です。

その他費用：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。目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

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、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全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。

## ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金及び利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。上記の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。

## アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第303号

【加入協会】一般社団法人投資信託協会／一般社団法人日本投資顧問業協会／日本証券業協会／一般社団法人第二種金融商品取引業協会

