

本資料は投資専門家のみを対象としており個人投資家に配布すべきではなく、また個人投資家は本資料に依拠すべきではありません。

市場ボラティリティの長期化、ソルベンシーII 規制の導入に対する保険会社の対応



Dr.ブルース・ポータース
(FFA, FIAI)
スタンダード・ライフ・イン
ベストメンツ

FFA: スコットランド・アクチュアリー会フェロー
FIAI: インド・アクチュアリー会フェロー

2016年1月1日、欧州連合(EU)域内で新たな財務健全性規制「ソルベンシーII」が導入されたことをきっかけに、欧州の保険会社の資産配分には大規模な変化が生まれました。この動きは勢いを増していますが、その背景には、保険業界が英国と大陸欧州における金融規制改革への対応を進める一方で、不安定な市場環境への対応を迫られている現状があります。

当社が英国・大陸欧州の大手保険会社の最高投資責任者(CIO)と最高リスク管理責任者(CRO)へのインタビューを基に、調査レポート「欧州保険会社の資産運用」(最優秀ソートリーダーシップ賞受賞^{*1})を作成し、発表してから、1年半が経過しました。このレポートで指摘した以下の項目は、現在もなお重要なテーマとして存在しています。

- ▶ 市場は歴史的な低金利環境にある。
- ▶ 結果として、戦略的資産配分(SAA)の大規模な変更が予想される。
- ▶ 資本規制ソルベンシーIIIにより、運用ポートフォリオの設計に制限が生じている。
- ▶ 保険会社が外部の資産運用会社への運用委託を拡大することが予想される。
- ▶ 伝統的な保険事業モデルは極めて強い圧力を受けており、縮小に向かっている。

これらのテーマに関し、当社が目の当たりにしてきた変化は、今後も続くことが予想されます。近く当社から発表予定の調査レポート「アジア・太平洋地域の保険会社の資産運用」では、かつて英国・大陸欧州地域の最高投資責任者(CIO)や最高リスク管理責任者(CRO)が指摘したこれら重要なテーマが、今やアジア・太平洋地域の保険会社にとっても、一番の懸念材料となっている点を明らかにする予定です。

歴史的な低金利環境の継続

低金利環境という課題は、以前と変わらず存在しています。債券利回りは、多くの市場でわずかに上昇傾向を示していますが、現在の金利水準では、事業モデルを支える上で十分な運用リターンの実現、さらに言えば顧客のための十分なリターンの創出は難しく、その点が引き続き保険会社にとって、根本的な問題となっています。

米国や英国の経済は、景気の上振れ、引いては運用リターンの上昇を期待させる動きを示していますが、未だ本格的な実現には至っていません。実際、世界的

に見て低金利環境は今後も継続すると当社では予想しています。

欧州では政治面の不透明性を背景に市場のボラティリティが高まっており、市場の動きと整合的な(資産・負債をいづれも時価評価する)バランスシートの管理はますます難しくなっています。

資産配分と運用の外部委託

資産運用に関しては、4つの重要なテーマが発生しています。これは調査レポート「欧州保険会社の資産運用」の結論とも一致する内容です。

- ▶ リスク選好度の高まり。中でもクレジット・リスクをとる傾向が強まっている。但しリスクを評価基準とする新たなソルベンシーII制度の下では、リスクを支えるため追加的な資本が求められ、多くの場合、リスク資産への配分は制限される。
- ▶ 分散化手法の活用。新しい資産クラスや、最新のマルチ・アセット運用アプローチなど新たな戦略の利用により、リスクを明示的に管理することが目的。
- ▶ 上場(公開)市場からプライベート市場へのシフト。背景には、非流動性プレミアム(流動性の不足に対して投資家が求める対価)を活用しリターンの拡大を目指す保険会社の動きがある。しかし適当な投資対象の供給が限られていることが、プライベート市場へのシフトを阻む要因となっている。また監督当局、規制当局が、保険会社向けの所要資本算出モデル(「内部モデル」)の強化を求めていることも障害となっている。保険会社はこの要求を満たさない限り、業界にとって比較的新しいこれらの資産クラスに投資を行うことができない。
- ▶ 伝統的資産の運用リスクの見直しと資産・負債管理(ALM)手法の改善。資本効率の向上を目的とする。

^{*1} 2016年7月、インベストメント・ウィーク主催のインベストメント・マーケティング&イノベーション賞において受賞

「欧州では政治面の不透明性を背景に、市場のボラティリティが高まっています」

「ソルベンシーII 規制の内容は今後 も変化する可能性 があります」

調査レポート「欧州保険会社の資産運用」の結論で予想されていた通り、保険会社は総じて、追加的なリターンの創出と資本効率の向上に向けて努力を重ねています。

またこれも同レポートで指摘された点ですが、保険会社が資産運用業務の外部委託を強めている兆候が見られます。特にハイ・イールド債を中心とする債券でその動きが顕著ですが、インフラストラクチャー・デットやグローバル株式、絶対リターン追求型投資など、その他の資産クラスや戦略でも、比較的小規模ながら、運用を外部委託へシフトする動きが見られます。

保険会社が、低金利環境に加え、ソルベンシーIIなどリスク・ベースの財務健全性規制の影響を現実のものとして受け入れたことで、新たに大きな潮流が生じる兆候も見え始めています。保険会社は今後、外部の資産運用会社、中でも保険分野の専門知識と運用能力を有する会社に委託する資産の割合を高めることが予想されます。多くの場合、資産の委託先を決める際に決定的な要因となるのは、その運用会社の保険問題に関する知識でありノウハウであるからです。

規制とその影響

ソルベンシーII規制は、2016年1月から予定通り運用が始まりました。このリスク・ベースのソルベンシーII制度は現在も進化を続けており、北米地域だけは大きな例外となっているものの、世界の保険市場全体で広く導入される方向にあります。また保険監督者国際機構 (IAIS) が保険会社に対する国際的な資本規制として策定した「国際保険資本基準 (ICS)²⁾」の枠組みも、2020年の導入が予定されています。ただしその導入スケジュールと基本的な適用方法については、いずれも極めて不透明な状況となっています。

新たな規制が導入されたものの、欧州保険会社の多くは、未だに様々な面で自社の戦略の推進に苦慮しています。変革の影響が及ぶ範囲は幅広く、例えば資本要件算出のための「内部モデル」の承認を受ける必要があります（その後変更した場合は再承認）。さらに財務報告、そして自社のバランスシートと事業モデルの最適化に必要な戦略的資産配分 (SAA) の調整にも影響が及びます。

インフラストラクチャー・デットなど比較的新しい資産クラスへの投資に関して、監督当局、規制当局から承認を得るべく、必要な内部モデルの改善が現在進行中です。これら当局が最大6カ月の承認審査期間を余さず使うような場合、これは長期にわたるプロセスとなる可能性があります。

さらに、ソルベンシーII規制の内容は今後も変化する可能性があります。標準的なソルベンシーII資本要件 (SCR) やその他の側面について、現在、欧州保険年金監督機構 (EIOPA) が再検討を行っており、2018年には欧州委員会が修正に動く予想されています。

英国市場に関しては、同国特有の課題があります。ソルベンシーIIの導入に加え、英国のEU離脱 (ブレグジット) 決定は、明らかに規制上の不透明感を強める要因となりました。例えば、ヘッジ不能のリスクに向けた準備金である「リスク・マージン」規定について、その変更 (か恐らくは完全な廃止) を求める動きがあります。しかし英国の保険業界は今のところ、国内でソルベンシーIIに相当する規制が導入される場合も、ソルベンシーIIからの変更が行き過ぎた結果として、国内規制が意味のないものとなることを望んでいません。そのような状況は、規制環境の脆弱化として受け取られかねないためです。英国の保険会社は、EU域内で自由に営業を継続できるよう、ブリュッセルやダブリンなどに子会社を設置し始めています。

現在の低金利環境下、英国の年金事業においては特に上記のリスク・マージン (ヘッジ不能のリスクに対応する資本コスト) が大きな問題となっています。現在では、リスク・マージンの測定方法は適切ではなく、結果として保険会社のバランスシートが極めて不安定になっている、との見方が一般的です。このようにリスク・マージンは、英国の年金市場に意図せざる大きな影響をもたらしています。

事業への影響

調査レポート「欧州保険会社の資産運用」の刊行から1年半、欧州の保険業界では、事業への広範な影響という観点から見て、以下のような興味深いテーマやトレンドが生じています。

- ▶ 競争環境が益々厳しくなっている。小規模の保険会社や準備不足の保険会社の中には、閉鎖となるか、大規模で有力な保険会社によって買収された会社もある。
- ▶ 欧州の保険会社はソルベンシーIIの導入後、実際にはバランスシートがいかに不安定な状態となるかを知って衝撃を受けており、今後の対応を検討する中で、この不安定なバランスシートの管理 (と財務健全性への影響) をより重視するようになっている。
- ▶ 保険会社は引き続き、長期保証付きの伝統的な貯蓄型商品市場からの撤退を進めている。金利が大幅に上昇しない限り、これは欧州の大半の市場だけでなく世界の保険市場において大きなトレンドの端緒になると予想される。当社の経験から見て、多くの保険会社は現在、自社の事業モデルを検証し、将来を見通すべく努力している。
- ▶ 英国では高水準のリスク・マージン要件とソルベンシーII資本要件を受けて、多くの保険会社が個人向け年金市場やバルク年金 (個人年金の一括購入) 市場から撤退しつつある。長寿リスク (予想よりも多くの年金を支払うことになるリスク) のEU域外への移転や、英国の年金事業分野で積極的な買収戦略を推進するEU域外の企業の台頭なども注目される。

「競争環境は益々 厳しくなっています」

また世界の保険市場では、新たなテクノロジーの普及を受けて、さらなる変革が進行中です。その対応に苦慮する保険会社がある一方で、テクノロジーによって競争優位を得ている保険会社もあります。

当社が「欧州保険会社の資産運用」を刊行してから僅か1年半の間に、欧州の保険業界には大規模な変化が生じました。保険市場におけるこのような変革の動きは今後も変わらず、加速する可能性すらあると当社では考えています。こうした変革の衝撃は、英国と大陸欧州の境界を越え、アジアや世界全体に広く波及していくものと予想されます。

ブルース・ポータスは、スタンダード・ライフ・インベストメンツの保険ソリューション担当インベストメント・ディレクター。保険ソリューション関連の商品・事業の開発を担当。2014年、スタンダード・ライフからスタンダード・ライフ・インベストメンツに移籍。スタンダード・ライフでは、ソルベンシーII規制導入の準備段階において、関連の戦略的変革プロジェクトを主導したほか、ソルベンシーII導入から十分な成果を引き出すべく、欧州保険業界や関連機関と協力して様々な取り組みを実践するなど、重要な役割を果たした。

*2「国際保険資本基準 (ICS) : 新たな規制の枠組み」保険監督者国際機構 (IAIS)、2014年9月、国際アクチュアリー会 (IAA) ウェブサイトより。

ご注意:

本資料に掲載されたすべての情報、見解、予想は、スタンダード・ライフ・インベストメンツに属するもので、表示日付時点での最適の判断から構成されておりますが、市場の事象またはその他の理由により、変更される場合があります。

本資料に掲載された情報は情報提供のみを目的としたものであり、金融商品の販売推奨を行ったり、購入の募集を勧誘したりするものではなく、投資商品に関する投資助言または保証をするものではありません。また本資料は、一般情報のみを目的として提供するものであり、特定の投資家への法的小よび税務の助言を意図するものではなく、助言が必要な場合は税理士または法律顧問にご相談ください。

本資料は、スタンダード・ライフ・インベストメンツの事前承諾なしに、全部もしくは一部の複製を禁じます。

本資料に含まれる第三者から得た情報（「第三者情報」）は、第三者である情報提供者（「所有者」）の財産であり、スタンダード・ライフは許諾を得てこれを使用しています。第三者情報の複製および配布は禁止されています。第三者情報は「現状」ベースで提供されており、その正確性、完全性、適時性は保証されていません。準拠法で認められている範囲内で、所有者、スタンダード・ライフ*、その他の第三者（第三者情報の提供および／または編集に関与した第三者を含みます）はいずれも、第三者情報に対し、或いは第三者情報の利用に対し、責任を負わないものとします。過去のパフォーマンスは将来の運用成果等を保証するものではありません。所有者および第三者はいずれも、当ファンドまたは第三者情報と関連のある商品について、後援、推奨、販売促進を行なうものではありません。

*「スタンダード・ライフ」は、スタンダード・ライフ・ピー・エル・シー、その子会社、およびその時点の（直接または間接の）関連企業から構成されるスタンダード・ライフ・グループのメンバー企業を指します。

< リスクに関する情報 >

株式、公社債等の金融資産、および不動産等実物資産（運用資産）への投資は「価格変動リスク」、「為替変動リスク」、「カウンターリスク」、「信用リスク」、「流動性リスク」等のリスクを伴います。一般に、運用資産の価格は個々の企業の活動や業績、市場の需給、経済活動の状況、市場金利の変動等を受けて変動するため、投資をした資産の価格が下落し、投資元本を下回ることがあります。かつ特に市場での流動性が低い運用資産の場合は売却に時間がかかる割合が高く、急いで売却を進めると理論価格からかい離れた価格でしか売却できない、もしくは価格がつかず取引が成立しない場合があります。このように投資家の皆様の投資元金は必ずしも保証されているものではなく、売却時の資産価格が投資元金を割り込み損失を被ることがあります。

< 手数料に関する情報 >

一般に、各種金融資産に投資する際には取次ぎ販売会社に対しての手数料をご負担いただくこととなります。手数料及び取引に掛かるコストにつきましては販売会社にてご確認ください。ファンド形式の金融商品へ投資される場合は間接的にその投資期間分の運用・管理手数料を負担します。運用・管理手数料とは、ファンドの内部で徴収される運用管理費及びその他費用です。

スタンダード・ライフ・インベストメンツ・ジャパン株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第2913号
加入協会：日本証券投資顧問業協会

当資料は情報提供のみを目的としたものであり、掲載された情報や表明された意見は金融商品の売買を提案もしくは勧誘するものではなく、証券投資に関するアドバイスを提供もしくはアドバイス提供サービスの勧誘を行うものでもなく、また前述のいかなる用途への利用も認められません。

当資料に掲載された資料は金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。

スタンダード・ライフ・インベストメンツ・リミテッドは英国スコットランドの登録企業です（企業登録番号はSC123321、住所は1 George Street, Edinburgh EH2 2LL）。スタンダード・ライフ・インベストメンツ・リミテッドは英国金融行為監督機構（FCA）による認可を受け、同機構の監督下にあります。

スタンダード・ライフ・インベストメンツ（香港）リミテッドは、香港証券・先物取引監察委員会（SFC）による認可を受け、同委員会の監督下にある企業であり、スタンダード・ライフ・インベストメンツ・リミテッドの完全子会社です。

スタンダード・ライフ・インベストメンツ・リミテッド（豪州の企業納税登録番号ABN36 142 665 227）はスコットランドで設立された企業であり（企業登録番号はSC123321）、豪州証券投資委員会（ASIC）がスタンダード・ライフ・インベストメンツ・リミテッド向けに交付した2010年4月9日付免除証書（No.10/0264）の別表Aに定義されている通り、金融サービスの提供に関して2001年企業法（連邦法）（以下「企業法」）第911A条第2項(i)に規定される豪州金融サービス業免許の保有要件を免除されています。これらの金融サービスは、企業法第761G条第7項に定義されている通り、法人顧客のみを対象に提供されます。スタンダード・ライフ・インベストメンツ・リミテッドは、豪州の法律とは異なる英国の法律の下、英国金融行為監督機構（FCA）による認可を受け、同機構の監督下にあります。

スタンダード・ライフ・インベストメンツ・リミテッドはアイルランドの登録企業であり（企業登録番号は904256、住所は90 St Stephen's Green Dublin 2）、英国金融行為監督機構（FCA）による認可を受け、同機構の監督下にあります。

スタンダード・ライフ・インベストメンツ（米国）リミテッドは、カナダ・オンタリオ証券委員会（OSC）に適用外市場ディーラー（EMD：目論見書交付義務のない証券を扱うディーラーまたは引受業者等）として、また米国証券取引委員会（SEC）に投資顧問会社として登録されています。スタンダード・ライフ・インベストメンツ（コーポレート・ファンド）リミテッドは、米国証券取引委員会（SEC）に投資顧問会社として登録されています。

お客様と弊社双方の保護と、弊社従業員の研修のため、電話の通話内容を聴取および/または記録させて頂く場合があります。

www.standardlifeinvestments.com

© 2017 スタンダード・ライフ 画像は認可のもと使用しています。