



Tim P. Antonelli, CFA, FRM
Multi-Asset Insurance Strategist

Additional contributors

Max Davies, CFA
Insurance Strategist

Daniel Cook, CFA
Investment Strategy Analyst

Geoff Austein Miller
Investment Specialist

Patrick Wattiau
Investment Strategy Analyst

Nick Samoulihan, CFA, FRM
Multi-Asset Strategist

ここに記載されているいかなる見解も、その執筆者が入手可能な情報に基づいて記述したものであり、予告なく変更することがあります。個々のポートフォリオ運用チームは、異なる見解を持ち、顧客ごとに異なる投資意思決定を行うことがあります。

当資料は、個人投資家向けに作成されたものではありません。

2022年の保険会社見通し： 転換点となる年の3つのテーマ — インフレ、資本、ESG

2020～2021年という「長いトンネル」の終わりに光が見えているのでしょうか。少なくとも投資の観点からは、私たちのお客様である保険会社の多くにとってそれが感じられる状況になっています。2021年に大きな困難やボラティリティがなかった、あるいは2022年に新型コロナウイルス感染症のオミクロン株の感染が急拡大した、といった継続的なリスクがないというわけではありませんが、新たな年を迎え、2020年初以来見られなかった楽観論が慎重ながらも生まれているようです。

新型コロナウイルス危機は多くの意味で世界の保険業界に強い影響を与えており、保険会社の事業は、あらゆる側面での見直しを余儀なくされています。戦略的資産配分（SAA）に関する保険会社からの調査・分析依頼が著しく増加し、ESG統合を広く推進するうえで、まずできることは何かというアイデアに対する需要が急増しているほか、気候関連のリスクと投資機会に対し、具体的に行動しようとする意識が高まっています。また、規制当局と格付け機関の両方に促される形であるあらゆる種類のリスク・キャピタル（リスク資本）に注意が向けられており、それに応じたポートフォリオの最適化を図ろうとしています。そして最後に、今後のインフレ上昇の脅威の高まりに備え、インフレ・プロテクションの利用を再び検討し始める傾向がみられます。

これに基づき、私たちは2022年の世界の保険会社に関する見通しを(1)インフレ(2)資本(3)ESG、の3つの主要なテーマに沿って以下の通り考察しました。個社による違いがあり、「画一的な」解決策は適さないため、あくまで最大公約数なテーマとしてこれらを挙げています。

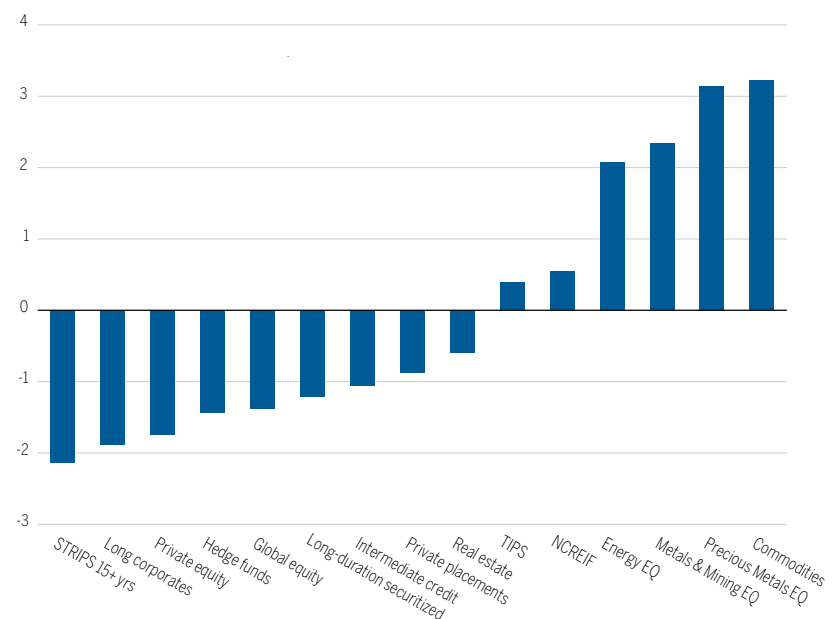
テーマ1. インフレ：過去の嫌な思い出

過去30年には様々な経済危機がありました。これらの危機にはいずれもインフレ率急上昇の懸念が見られなかったという共通の特徴があります。1990年から2020年までの米国の消費者物価指数（CPI）の年平均上昇率は2.4%と、1970年代の平均である7%や1980年代の約6%の水準とはかけ離れています。しかし、2021年に話を進めると、米労働省労働統計局（BLS）が発表した10月のCPI上昇率（季節調整前）は前年同月比6.2%となりました。インフレが（「持続的」ではなく）単なる「一時的」現象に終わる可能性が低下し始め、懸念は高まり続けています。

これまでのインフレ・シナリオは主に、グローバル・サプライチェーンの目詰まりと同時に先進国の多くがコロナ禍で停止していた経済活動を再開したことに伴う財・サービスの消費需要の拡大が起き、さらに労働力の縮小による賃金上昇が組み合わさったものとの見方でした。しかし、消費者はここ数ヶ月、物価上昇の痛みをますます感じており、状況はすぐには改善しないようにも見えます。具体的には、家賃のような項目のCPI上昇率が高い水準にあることは、インフレが「一時的な急上昇」にとどまらず、より長期にわたって定着することを示唆していると考えられます。保険会社は、債券へのエクスポージャーが大きい傾向にあることに加え、コスト上昇に伴い負債も増加し得ることから、この新たなインフレ・パラダイムが業界にとってどういう意味があるかを熟慮する必要に迫られています。多くの保険会社はそれと同時に、インフレの潜在的な悪影響を緩和できる運用戦略を模索しています。

インフレが大きな問題であった時代からかなりの時間が経過したこと踏まえ、マルチアセット・チームでは、保険会社がこれまで投資対象としてきた様々な資産クラスに関する回帰分析を1970年代初めまで遡って実行しました(図表1)。この分析は、対象期間の実質成長率を一定としたうえで、各資産クラスのCPIに対するベータ(感応度)を示しています。方向的には、結果は直感的に理解できるものであり、おそらく皆様が予想された通りのものでしょう。とはいえ、各資産クラス、特に保険会社が保有する低ボラティリティの準備資産は相対的にCPIに対してマイナスのベータが大きく、多くの保険会社が運用ポートフォリオに何らかのインフレ・プロテクションを持つ必要があることを示しています。

図表1
保険会社が用いる様々な資産クラスの回帰分析
CPIに対するベータ



Source: Wellington Management. Chart data as of 31 December 1972.

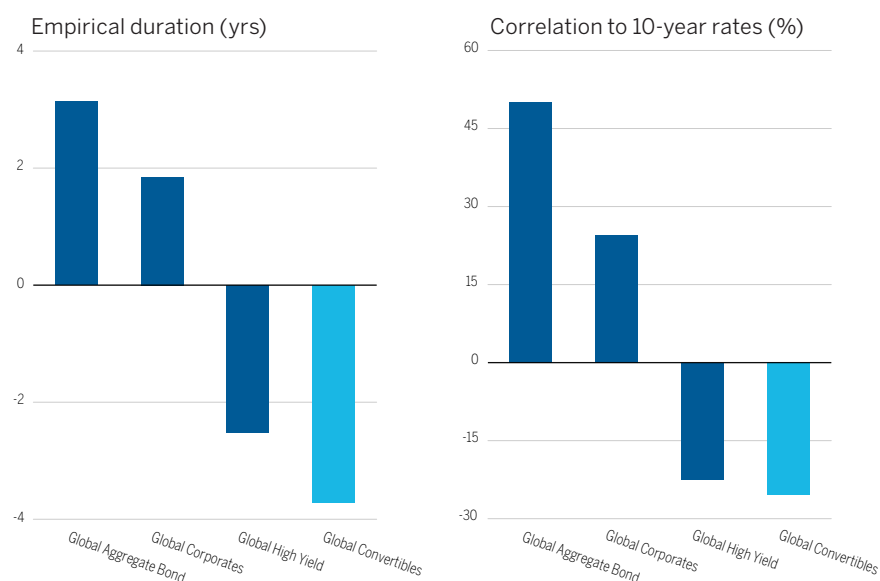
インフレ率の上昇から恩恵を受ける可能性がある資産クラスについてはどうでしょうか。インフレが続けば、資源株やコモディティといった資産は確かに今後数年間に堅調なパフォーマンスを記録するとみられますが、保険会社がこれらの資産に投資する上ではいくつか考慮すべき事項があります。一例として、こうした資産は他の資産クラスよりもヒストリカル・ボラティリティがはるかに高く、そのために「値洗い」によって利益が大幅に変動する可能性があることです。このような相対的に高いボラティリティに合わせ、大半のグローバルな規制制度下でのコモディティのキャピタル・チャージ（資本賦課）は他のタイプの投資資産よりも通常高くなっています（例えば、米国では20～30%、欧州のソルベンシーⅡの下では49%、一部のアジア市場では50～70%）。また、持続可能なコモディティのアプローチは初期段階にあるため、原油、金属・鉱業などへの投資は、保険会社が表明しているESG目標や戦略的優先事項に相反する恐れがあります。

インフレは保険会社にとってプラスにもなり得るのでしょうか。必ずしも自社のバランスシートを過度なボラティリティにさらさず、インフレとの正の相関の恩恵を享受できるような戦略はないのでしょうか。1つの答えは、金利に対する感応度が比較的低い資産によるポートフォリオのリターンへの寄与を追求することです。例えば、前述した分析は幅広い資産クラスのインフレとの相関を1970年代初めまで遡って検証したのですが、このような分析を行う上で必要な過去データが十分ない他の資産クラスや市場セクターがあります。これらの資産クラスや市場セクターへのエクスポージャーの一部は、金利上昇と高インフレの長期化という2つ脅威を見越して検討すべき説得力のある投資アイデアになる可能性があると思われる。

転換社債

2021年の年間テーマに関する記事でも取り上げましたが、魅力的なリスク調整後パフォーマンスを求めるグローバルな保険会社にとって、転換社債は興味深い投資アイデアであると引き続き考えています。トータル・リターンの観点から見ると、転換社債は株式の上昇相場の恩恵にあずかることが可能な一方、下落相場では「ボンド・フロア（債券としての価値）」がある程度のクッションとなり、株式のドローダウン・リスクを限定することができます。また、規制当局ベース、格付け機関ベースのいずれにおいてもリスク資本の計算では転換社債が債券ポジションとして扱われることを考えれば、転換社債を支持する論拠はさらに強まります。また、現在のマクロ環境においては、転換社債は金利感応度が低く、歴史的に10年金利と負の相関関係を持つという利点もあります（図表2）。世界の多くの保険会社に対し、2022年にはこの資産クラスへの配分を維持（または開始）することを提案したいと思います。

図表2
転換社債の金利感応度は低い



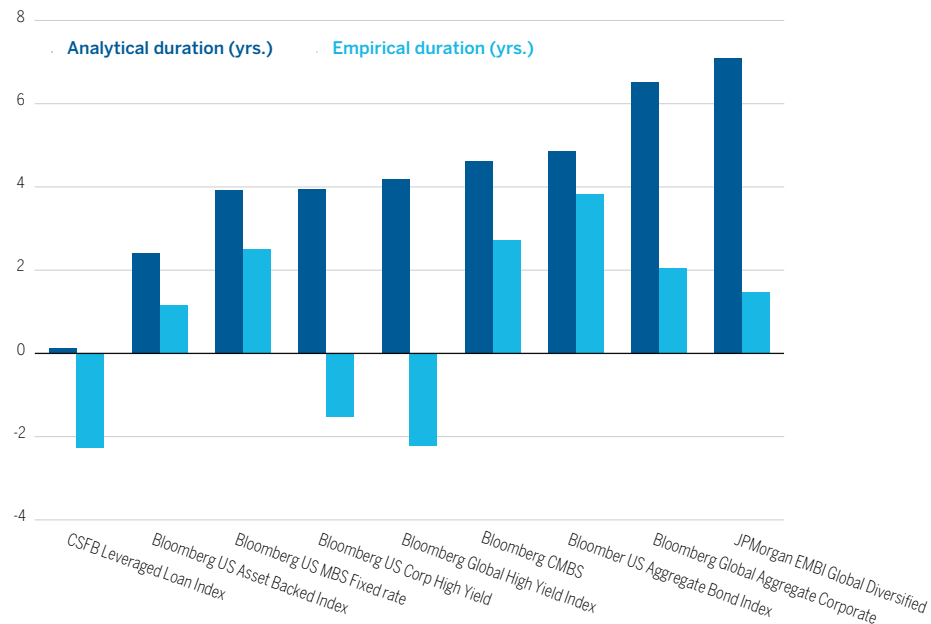
Sources: Bloomberg, Wellington Management | Asset classes proxied by the following indices: Global Aggregate Bond, Bloomberg Global Aggregate Bond Index; Global Corporates, Bloomberg Global Aggregate Corporate Index; Global High Yield, Bloomberg Global High Yield Index; Global Convertibles, Bloomberg Global Convertibles Index | **PAST RESULTS ARE NOT NECESSARILY INDICATIVE OF FUTURE RESULTS AND AN INVESTMENT CAN LOSE VALUE.** | Chart data: 31 January 2012 – 31 December 2020.

バンクローンとCLO（ローン担保証券）

私たちのグローバル保険ポートフォリオ・マネジャーは、新型コロナウイルスの初期段階が終わった後の総じて良好なファンダメンタルズを背景に、この関連する2つの資産クラスのいずれについても明るい見通しを持っています。バンクローンの信用格付けの引き下げはピークに達しており、この分野のデフォルトは引き続き長期平均を下回って推移すると予想されます。さらに、バンクローンとCLOはともに金利感応度が低く、保険会社のポートフォリオにおいて他のより伝統的な資産に対する分散効果を提供することができます（図表3、4）。どちらの資産クラスを選好するかは、以下を考慮して判断すべきでしょう。

1. **ポートフォリオの平均格付け目標**：ある程度の信用リスクを許容できるのであれば、バンクローンとその高い利回りが選択肢となります。逆に、CLOはシングルA～トリプルA格の信用格付けを有しており、さほど多くの資本コストをかけずポートフォリオの平均格付けを高めたり維持したりすることができます。
2. **自社（または関連会社）の規制体系**：ソルベンシー II 規制では証券化資産が罰則的に取り扱われており、投資前のリスク・リテンション基準の適合が義務付けられているため、投資機会が大きく制限されます。このようなハードルに直面した場合には、バンクローンを直接保有する方が理に適っているかもしれません。

図表3
金利上昇環境ではバンクローンによってリスクが低減される可能性
 デュレーション：2021年9月30日時点における過去10年間の
 分析的デュレーションと実証的デュレーション

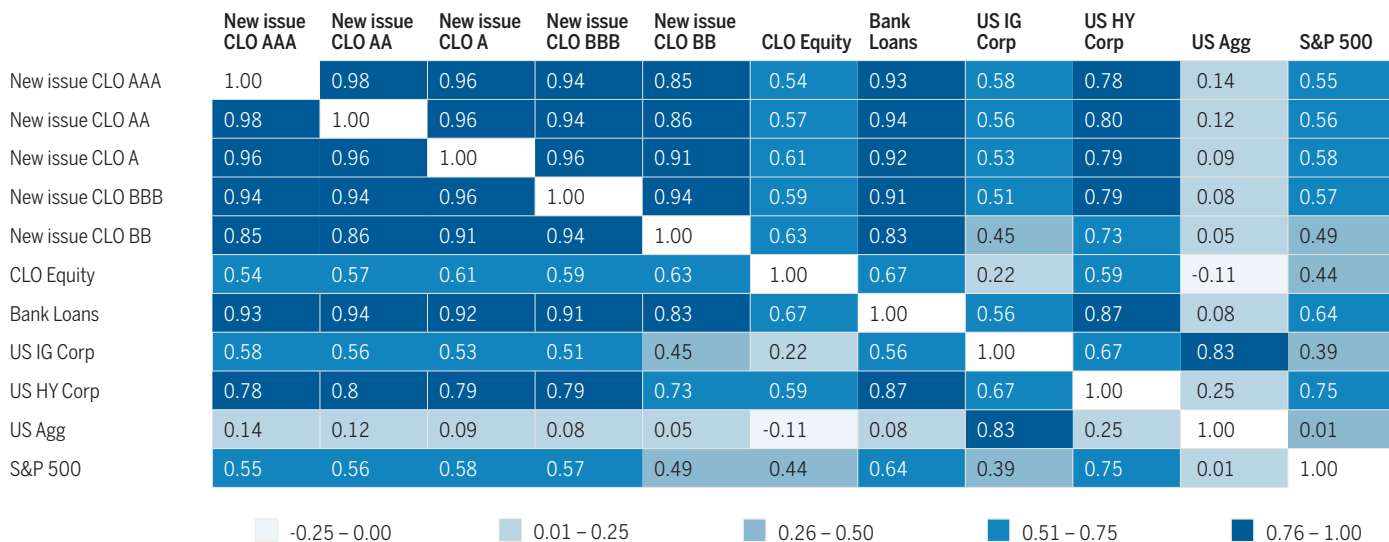


For illustrative purpose only. | Analytical duration: the average monthly effective duration for each asset class for the trailing 10 years. Empirical duration: the ex-post beta measure of monthly total returns for each asset class relative to the monthly changes of the 10-year US Treasury yield using a mid-to-yield convention for the trailing 10 years. | Sources: Bloomberg, Credit Suisse, JPMorgan. | Average duration from the following indices: Credit Suisse Leveraged Loan, Bloomberg US Corporate High Yield, Bloomberg US Asset Backed, Bloomberg US MBS Fixed Rate, Bloomberg CMBS, JPMorgan Emerging Markets Global Diversified, Bloomberg Global High Yield, Bloomberg Global Aggregate Corporate Component, Bloomberg US Aggregate Bond, JPMorgan Emerging Markets Bond Index Plus. | **PAST RESULTS ARE NOT NECESSARILY INDICATIVE OF FUTURE RESULTS AND AN INVESTMENT CAN LOSE VALUE.**

図表4

CLOの分散効果

他の市場との相関はヒストリカルに低い¹

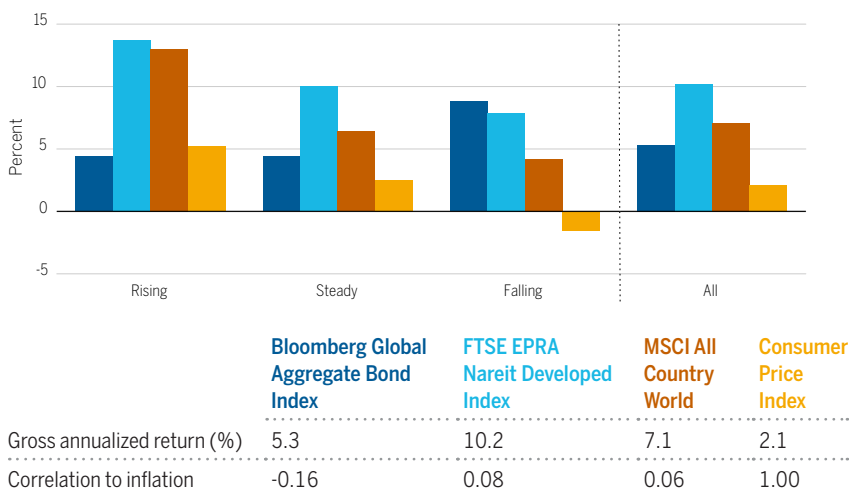


¹Markets represented by the following indexes: CLO data based on JP Morgan CLO Index spreads for AAA, AA, A, BBB, and BB CLOs; Bank Loans = S&P LSTA Leveraged Loan Index; US IG Corp = Bloomberg Barclays US Corporate Index; US HY Corp = Bloomberg Barclays US High Yield 2% Issuer Cap Index; US Agg = Bloomberg Barclays US Aggregate Bonds Index; US Stocks = S&P 500 Index, CLO Equity = Citi Research CLO Equity Returns. | Correlation data runs from 31 January 2013 – 30 September 2021. | Investments cannot be made directly in an Index. Wellington has reviewed the above research and believes the findings are still valid even without the inclusion of more current data. | Correlation analysis based on monthly spread data with the exception of equity indices, which is based on monthly total return | Sources: Wellington Management, Bloomberg Barclays, Citi Research, Wells Fargo, S&P Global Market Intelligence | **PAST RESULTS ARE NOT NECESSARILY INDICATIVE OF FUTURE RESULTS AND AN INVESTMENT CAN LOSE VALUE.**

不動産投資信託 (REIT)

不動産はインフレ・ヘッジとして効果的なことがよく知られており（図表5）、ほとんどの保険会社は何らかの形で（直接的も間接的にも）不動産に投資することに慣れてしています。特定の不動産セクター、特にリース期間が短い不動産セクターは、インフレ環境下で良好なパフォーマンスが見込まれます。グローバル不動産チームによれば、REITはほとんどの指標で見ても、非上場不動産よりも割安な水準で取引されています。非上場不動産は様子見をしている多額のプライベート・キャピタルによって需要が支えられているためです。さらにこの資産クラスは、ほとんどの債券と比べても魅力的な配当利回りを提供することができます。また最後に重要な点として、REITの規制上の取り扱いが変化しており、（米国、香港、タイなどの）一部の規制当局は保険会社に対する資本賦課を引き下げています。

図表5
インフレ上昇局面で、REITは強みを発揮
 様々なインフレ環境における過去のパフォーマンス



Sources: FactSet, Wellington Management | “Rising” inflationary environment defined as month in which year-over-year inflation exceeded 0.3%; “falling” inflationary environment defined as month in which year-over-year inflation rate was less than -0.3%; “steady” inflationary environment defined as all those periods in which year-over-year inflation was between -0.3% and 0.3%. | **PAST RESULTS ARE NOT NECESSARILY INDICATIVE OF FUTURE RESULTS AND AN INVESTMENT CAN LOSE VALUE.** | For illustrative purpose only. Not representative of an actual investment.

テーマ2. 資本：真の資本コストとは

「気に入りましたが、資本賦課はどの程度ですか」。これは、保険資産の運用においては馴染みの言葉です。何らかの資産クラスへの投資について経済的根拠を示そうとすると、資本賦課という現実がすぐさま水を差します。また、規制当局による監視の強化や信用格付けの引き下げを回避するために、リスク資本の各ユニットを監視・管理しなければならない保険会社もありますが、2008年の金融危機以降、世界の保険業界はかつてないほど強固で資本も充実しているのが実状です。実際、新型コロナウイルスが市場にもたらしたショックは、この業界がいかに強靱になっているかを示すリアルタイムのケーススタディとなりました。とはいえ、保険会社によって状況や柔軟性が異なることを認識し、ここでは資本の用途について「持てる者」から「持たざる者」のケースまで幅広く考察します（図表6）。

図表6
保険会社の3つのカテゴリ別の資本消費に関する考慮事項

	Excess capital	Capital aware	Capital constrained
Economic vs capital case	Economic	Equal weight	Capital
Investing style	Invest opportunistically	Invest within a capital budget	Focus on risk capital adjusted returns
Recommendations	Build out alternatives Make use of private markets Look for value in distressed markets Become a provider of liquidity	Optimize within each entity Utilize look-through ICOLI Principal protected notes	Strict ALM Monitor liquidity needs frequently ICOLI Principal protected notes

当資料は、個人投資家向けに作成されたものではありません。

Source: Wellington Management. For illustrative purposes only.

余剰資本を持つグループ：投資ユニバースはいわば思いのままであり、誰もが羨む立場です。加えて、資本のクッションがあることから機動的かつ戦術的に投資ができ、市場の混乱時に「先行者」利益を得ることが可能でしょう。このグループに属する保険会社は、市場への流動性供給者となり、ボラティリティ上昇を資産購入の潜在的な機会として利用するべきです。2022年には、（例えばベンチャー・キャピタルからレイトステージまで）様々なプライベート・エクイティ、ダイレクト・レンディング、さらにはテーマ型アプローチやマーケット・ニュートラル・アプローチに至るまで、多岐にわたるより堅固なオルタナティブ・プラットフォームの構築を検討することをお勧めします。

資本に配慮が必要なグループ：私たちの経験では、このグループが世界の保険会社の大部分を占めています。資本は当然ながら社内の議論や投資判断に関わる要素ですが、過去10年間の投資リターンや保険引受け環境も比較的良好なことから、必ずしも資本が最優先ではありません。このグループは、意思決定プロセスにおける様々な事項の一つとして資本賦課を考慮に入れ、全体的な資本効率を改善するために必要に応じて多少の変更を加えることができるでしょう。

1. **各規制体系の範囲内でのSAAの最適化**：私たちはここ数年、世界の保険会社のために数多くのSAA（戦略的資産配分）分析を実施してきました。いずれのケースでも、1つのテーマは変わっていません。それは、投資アイデアの経済性を全体レベルで検討する一方、個別会社レベルでの投資実行に重点を置くことです。例えば、高い信用力、低いデフォルト率、クレジット資産への分散という点で、私たちは引き続き仕組み証券を愛好しています。しかし、米国以外の保険会社の一部は、ソルベンシー II 規制によって厄介な問題が生じる恐れがあるため、歴史的にこの資産への投資に消極的です。一方、保険会社が米国またはバミューダに拠点を置いている場合、仕組み証券は純粹なリスク・チャージの観点から資本効率が高いうえ、リスク・リテンションの制限なしに幅広い種類の証券へのアクセスを可能にしてくれます。資本配慮のグループに属する世界の保険会社は、投資ユニバースを様々な規制体系に照らして検討し、SAAの一環として潜在的な「適合資産」を特定することを2022年の優先事項にすべきです（**図表7**）。

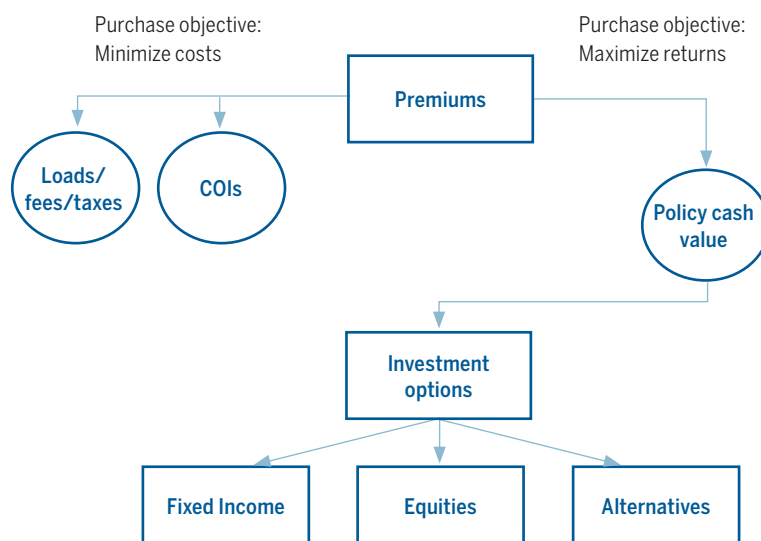
図表7
世界の規制体系別に見た様々な資産クラスの相対的な魅力度

	EU (SII)	Bermuda (BSCR)	US (RBC)
Reserve backing			
Sovereigns	+	+	+
IG public credit	+	+	+
IG private credit	+	+	+
Taxable municipals	+	+	+
Tax-exempt municipals	-	-	+
IG securitized	-	+	+
Direct mortgage loans	±	+	+
Surplus assets			
Convertible bonds	+	+	+
HY/BL public credit	-	+	+
HY private credit	-	+	+
DM equities	-	-	+
EM equities	-	-	+
Middle market lending	-	+	+
Infrastructure debt	+	+	+
Infrastructure equity	+	+	+
Private equity	-	-	+
Hedge funds	-	-	+

Source: Wellington Management. For illustrative purposes only.

2. 「ルックスルー（個別銘柄レベルの開示）」の利用：これは規制当局の監督と格付け機関の信用分析の両方に当てはまります。しばしば驚かされるのは、ファンド・ビークルストラクチャーの正味の資本賦課を引き下げるためにルックスルーを利用していない保険会社が多いことです。リスク・ベース資本（RBC）規制の中には、実際のリスクを評価する際に、「包括的な」ファンド・チャージではなく、部分的または全体的なルックスルーを認めているものもあります。認めていない規制体制の場合は、格付け機関と連携し、過去のパフォーマンスやその他の要素に基づいてファンドの資本賦課を調整する可能性を模索しましょう。この作業を格付け機関との毎年のデューデリジェンス・プロセスの一環とすることが望ましいと言えます。
3. 保険会社所有型生命保険（ICOLI）：ICOLIは、リスク資本の観点からだけでなく、税制上のメリットの観点からも、すべての保険会社が検討すべき魅力的な選択肢です。手短かに言うと、米国に課税対象法人を持つ保険会社は、主要従業員の生命保険契約を購入し、その資産の現金価値を課税繰延方式で増やすことができます。生命保険契約の裏付けとなる投資戦略に対してはルックスルーがないことから、保険会社はリスクに対する資本賦課が高い資産（プライベート・エクイティやその他のオルタナティブ資産など）を対象にすることができます。米国の規制でICOLIに課せられるリスク・チャージは、生命保険会社の場合は0%、損害保険会社の場合は5%です。資本に配慮が必要なグループの保険会社にとって、ゼロまたは低水準の資本賦課で、より高いリターンが見込める資産にアクセスできることは魅力的でしょう（図表8）。

図表8
ICOLIの概要



Source: "Opportunities and objections to insurance company-owned life insurance," M Benefit Solutions.

4. **元本保証証券**：この革新的な仕組みは、単に全米保険監督官協会（NAIC）が定めた別表BAのファンド・チャージ（損害保険会社の場合は20%、生命保険会社の場合は30%）を課すのではなく、関連する資本賦課がほとんどまたはまったくないゼロクーポン債（米30年国債など）とリスク・チャージが高い投資手法（プライベート・エクイティなど）を組み合わせ、正味のリスク・チャージを構成要素の合計と一致させようとするものです。加重平均格付け要素の枠組みを用いたNAIC証券評価局（SVO）の格付けプロセスでは、例えば米国債とプライベート・エクイティを組み合わせることでハイイールド債と同等のネット格付けが得られるようになります。

資本制約のあるグループ：多くの場合、上記で提案した資本に配慮が必要なグループに属する保険会社向けのソリューションは、このグループの保険会社にも適しています。加えて、厳格な資本計画に従って資産運用会社にポートフォリオ運用を任せることも有益です。最後に重要なこととして、このグループの保険会社は、資本不足を回避するために、最適なALMと流動性ニーズにより重点を置く必要があるでしょう。

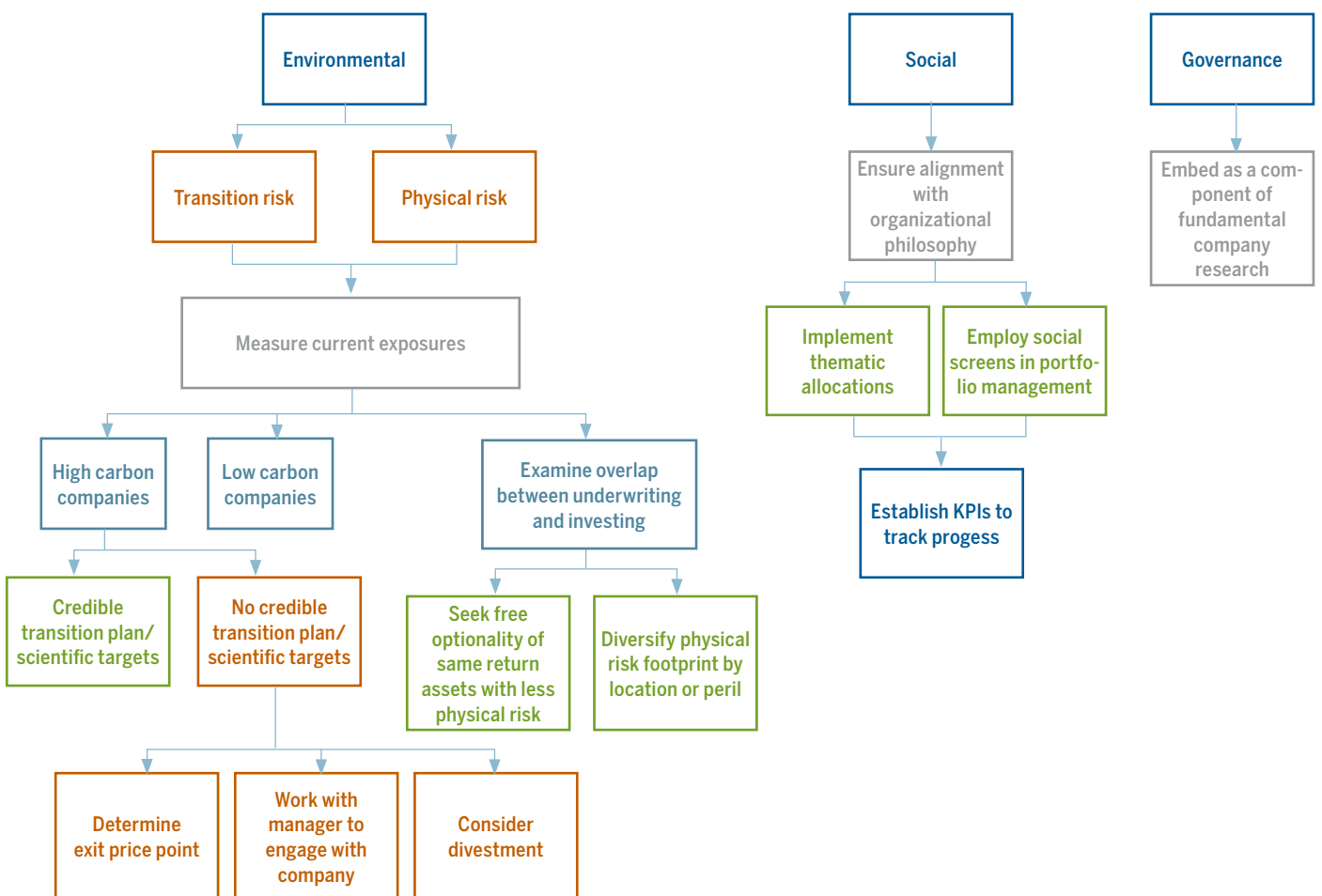
テーマ3. ESG：議論よりも行動

サステナブル投資に向かうトレンドは避けられないものであり、幸いなことに、世界の保険業界はこの極めて重要な長期的テーマに関して転換点を迎えているようです。保険会社（および世界の投資コミュニティ全体）の間ではここに来て、「ポジティブなESG要素と健全な企業ファンダメンタルズは最終的に収斂し、企業業績を複数年にわたって牽引するほか、それがある程度は市場の動きにも波及する」という理解が広がっています。その結果、このテーマはもはや単なる話の種や「心地よい」話題としてではなく、投資機会の真の源泉として、また保険業界に対する真の「行動喚起」として捉えられるようになっていきます。

当然ながら、現在具体化しつつある大きな変化を受け入れ、それに適応する保険会社はその恩恵を享受する可能性が高いでしょう。これを踏まえて、今では、「ESG投資とは今後数年間に各業界で最も成功しそうな企業を見つける一方で、この変化し続ける環境において長期的に存続し競争力を維持するためのビジョン、イノベーション、経営能力を持たない企業を避けようとする」というのが大方の認識になっています。

これまで多くの保険会社は、ESGリスクへのエクスポージャーの水準を測定し、世界の様々な規制要件を満たすために、無数のデータセット、スクリーニング・ツール、測定手法を消化しようと躍起になってきました。しかし、新たな年を迎え、焦点は「これらのESG概念を保険会社全体の戦略的計画や業務の執行にどのように組み込むのが最善か」に移り始めるでしょう。保険会社によって事業内容、規制体制、規模が異なることからすべての保険会社にとって有効な共通の「特効薬」はありませんが、2022年に前進する上で役立つ2つの推奨事項を以下に示します（図表9）。

FIGURE 9
Roadmap for ESG integration in 2022



Source: Wellington Management. For illustrative purposes only.

1. 「E」から「C」を分離する

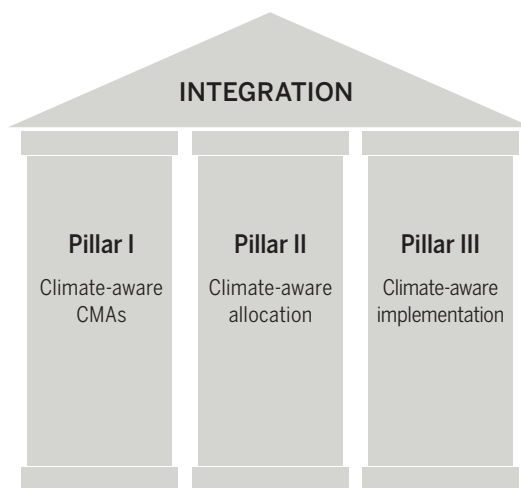
環境リスク（「E」）から気候変動リスク（「C」）を分離することの重要性は、依然として私たち現場担当者にとって重要な点であり、皆様にとってもそうではないかと思われます。「E」、「S」、「G」の各カテゴリにおける潜在的な結果の分布を見てみると、気候変動リスクは確かに（そして予想通り）最も大きな左テールを持っていますが、同時に今後数十年には最も多くの実行可能な投資機会ももたらすでしょう。

2022年に議論をより大きな行動を移すにあたっては、この課題に真正面から取り組むことが必要です。

- カーボン・フットプリントに関する一貫したデータソースを確定し、選択した手法の不足点や欠点を理解し、毎年見直すことを目標とする
- 既存のポジションのカーボン・エクスポージャーを管理するための枠組みを確立する
 - 運用会社とともに炭素排出企業の「許容レベル」を設定する
 - 単純に排除的な手法を用いるのではなく、所定のカーボン・フットプリント基準値を超えるセクターや発行体に関して、各企業が信頼できる移行計画を策定しているか否か、あるいは科学的根拠に基づく排出量目標にコミットしているか否かを判断する権限を運用会社に与える
 - 信頼できる移行計画や科学的根拠に基づく排出量目標を策定していない発行体については、以下のいずれかを実行するよう運用会社に求める
 - 当該企業との効果的な対話を行う
 - 売却する価格水準を決定する
 - 当該企業があまりにも大きな問題を抱えていると判断された場合には、投資を引き上げる
- 投資資産の炭素排出量に関する将来見通しを、自社のより広範なコミットメントと整合させる
 - 所定の年までに一定の排出量を達成するための「グライドパス（降下経路）」が必要な可能性
- 最も直接的な影響を受ける資産に関して物理的リスクの測定手法を導入し、保険引受け地点の詳細と重ね合わせる
- 物理的な気候変動リスクの集中度に対するリスク許容度を、地域別および危険タイプ別に決定する
- SAAに気候要因を組み込む
 - 私たちの投資戦略チームは、この作業で保険会社を支援するために、3つの柱からなる枠組みを作成（**図表10**）
 - この枠組みは、保険会社が適切と考える形で、全体的に採用することも、段階的に採用することも可能
 - ストレステストやシナリオ分析のような形で利用し、様々なグライドパスの影響や、急性および物理的リスクの顕在化を測定することができる

図表10

SAAに気候変動を組み込む3本柱の枠組み



第1の柱は、気候変動研究を組み込むことで、より正確な長期リターン予測（市場予測）を算出することに重点。

第2の柱は、最適化プロセスに関連指標（炭素強度など）を組み込むことで、資産配分構成が気候変動に及ぼす影響を評価・管理することに重点。

第3の柱は、気候変動に配慮した戦略を用いて、望ましい資産配分を具体化する際に生じ得る構造的な偏り（スタイル、セクター、地域）を特定することに重点。

Source: Wellington Management. For illustrative purposes only.

2. テーマ型投資アプローチを利用して社会的課題（「S」）に取り組む

気候変動がもたらす将来の経済的影響を巡る不確実性を考えると、3つの主要なESG要素のうち、現時点で将来予測が入手できるのが「E」だけであることはやや不思議なことです。「ネットゼロ」カーボンやパリ協定に沿ったポートフォリオの構築に向けた前進がますます一般的な目標になっているのに対し、ESGの残り2つの要素は、同様に注目されるべきであるにもかかわらず、見過ごされていたり、十分に引き上げられていなかったりすることが多々あります。社会的要素とガバナンス要素の両方を分析するにあたっては、まずは保険会社自身のビジネス慣行を綿密に調査し、目標に向けて改善すべき分野と具体的な実行可能項目を策定することに重点を置くべきです。

- テーマ型の投資アイデアを企業レベルの優先事項と整合させる：
 - 多様性（D：ダイバーシティ）、公平性（E：エクイティ）、包摂性（I：インクルージョン）を高めるDEIイニシアチブ：多くの業界における多様性イニシアチブの推進を支援する
 - 低所得層に焦点：住宅、教育、キャリア機会に関して低所得層に投資する
 - 人権：労働者を「大切」にし、現代奴隷制や搾取行為を避けようと努力する企業に報いる
 - 国連の持続可能な開発目標（SDGs）との連携：貧困から健康、福祉、飢餓に至るまで、特定のSDGsに合わせて多くのインパクト・ファンドが設立・運用されている
- これらのアプローチの多くはまだ初期段階にあり、民間企業への多額の投資と民間企業によるイノベーションが必要となります。したがって、保険会社は、特定のアプローチのパフォーマンス履歴や過去の実績が限定的である可能性を考慮し、異なる観点からデューデリジェンスを実施する必要があるかもしれません。これまでと代わって、関与している経営陣の力量や業界とのつながり、そして最も重要な点として経営陣がどのように成功を計測しようとしているかを重視すべきでしょう。

- この方程式の最も重要な部分はおそらく、ポートフォリオ・マネジャーが自身のアプローチが目標を達成していることをいかにして明確に実証できるか（要するに、単なる「グリーンウォッシング」ではないと証明すること）です。ここでは、潜在的な投資家として主要なパフォーマンス指標を確立することが重要です。テーマ型投資のレンズを通して社会的課題に取り組むことの利点は、それが四半期運用報告書に反映されることだけにとどまりません。運用会社からできるだけ多くの情報を得るようにしましょう。例えば、その年に何人の新規雇用が創出されたのか、当該四半期中の投資によって何人の低所得者が住む場所を持てるようになったのか、などです。

転換の年を乗り切る

2022年は世界の保険業界にとって転換点と言える年になると思われます。インフレ、資本、ESGという3つの大きなテーマが注目されるようになり、今後数ヶ月には保険会社が検討すべき課題の大きな部分を占めるようになるでしょう。しかし、単独で頑張る必要はありません。私たちは信頼できる思考パートナーとして、皆様がこの転換を乗り切り、転換がもたらす課題や機会に対処するためのお手伝いをさせていただきます。ご意見やご質問がございましたらご遠慮なくお申しつけください。■



www.wellington.com/japan

当資料は英文資料を翻訳したものです。当資料は日本国内での提供のみを目的としています。

当資料は、ウエルントン・マネージメント・ジャパン・ピーティーイー・リミテッド（以下、「当社」）ならびにその関連会社が指定する機関投資家顧客ならびにプロフェッショナル・インベスター、およびそのコンサルタントによる社内利用、もしくは当社ならびにその関連会社が承認するその他の利用を目的として作成・配布するものです。当資料およびその内容は作成時点における情報であり、当社の書面による同意のない限り、いかなる目的でもその全体または一部を、転用、配布することはできません。また、当資料は投資助言の提供、売却の提案、もしくは株式その他証券の購入の勧誘を目的とするものではありません。運用会社との契約の締結もしくはファンドへの投資を判断する際には、必ず最新の投資サービスに関する規定もしくは目論見書入手し、熟読の上で判断下さい。ここに記載されているいかなる見解も、その執筆者が入手可能な情報に基づいて記述したものであり、予告なく変更することがあります。個々のポートフォリオ運用チームは、異なる見解を持ち、顧客ごとに異なる投資意思決定を行うことがあります。

当資料中の銘柄は、顧客口座における売買銘柄もしくは推奨銘柄を代表するものではありません。また、これらの銘柄への投資が過去に利益を生じたこと、もしくは将来に利益となり得ることを示唆するものではありません。実際の組入れ銘柄は顧客ごとに異なる場合があり、これらの銘柄の一部もしくは全てを特定の顧客口座にて保有することを保証するものではありません。

お客様よりいただく運用報酬は当社の裁量によって定めます。当社との間で投資一任契約をご締結いただいた場合には、お客様と合意した運用報酬をいただきます。しかしながら、実際の運用報酬はお客様との個別の交渉によって決まるため、具体的な運用報酬率を事前に示すことができません。運用報酬率は、お客様の事情、契約資産額、サービス内容等に照らして、当社の裁量によって変更することがあります。

なお、組入有価証券等の売買に当たっては発注先の金融商品取引業者等に支払うべき委託発注手数料の実費を運用資産中から支弁いたします。この費用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。

また、個別株や債券の組み入れに代えて外国投資法人の投資証券、又は外国籍投資信託の受益証券に投資する場合には、投資対象となるファンドにおいて管理手数料や費用が控除されますが、具体的な水準はファンドによって異なるため、事前に料率、上限額等を示すことができません。

弊社の投資一任契約においては、投資対象市場や特定の通貨へのエクスポージャーの調整、特定の資産の実質的組入比率の調整、あるいは裁定取引やショート・ポジションからの収益の確保等を目的として、国内および外国における市場デリバティブ取引（主に金融商品先物取引、金融指標先物取引、金融商品先物オプション取引等）および店頭デリバティブ取引（主に金融商品先渡取引、金融指標先渡取引、金利等スワップ取引、クレジット・デリバティブ取引等）を行うことがあります。実際に使用するデリバティブ取引の種類は運用スタイルによって異なります。それらのデリバティブ取引の建玉や想定元本の額は発注先の金融商品取引業者に差し入れる委託証拠金や保証金の額を上回るのが通例です。なお、それらのデリバティブ取引の額の委託証拠金・保証金の額に対する比率は、運用状況、市場実勢や国内・外国市場デリバティブ取引が上場されている金融商品取引市場、発注先の金融商品取引業者により異なるため、事前に料率、上限額等を示すことができません。

弊社の投資一任契約においては、主に国内外の株式および債券、あるいはそれらに投資する外国投資法人の投資証券、又は外国籍投資信託の受益証券を投資対象としています。運用資産時価評価額は、それらの有価証券の値動きや金利、為替相場の変動等により上下しますので、これを直接の原因として損失を生じるおそれがあります。具体的な指標は運用スタイルにより異なります。

投資一任契約において上記のデリバティブ取引を行っている場合には、その参照する金融指標が著しく低下し一定水準を超えた際に、その損失額が発注先の金融商品取引業者に差し入れた委託証拠金や保証金の額を上回り、元本超過損を生じるおそれがあります。また、参照する金融指標は投資スタイルによって異なります。

投資一任契約は預金保険機構や保険契約者保護機構の対象ではないため、元本の保証はございません。運用成果（損益）は全て投資者に帰属します。

ウエルントン・マネージメント・ジャパン・ピーティーイー・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第428号

一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

©2022 Wellington Management Japan Pte Ltd., All rights reserved.

542546_4