



新たな市場の潮流：保険とプライベート市場の接点を検証する

保険会社は、新たな市場パラダイムの確立において重要な役割を担っている。プライベート市場の成熟は、グローバルな投資環境に大きな変化をもたらした。プライベート市場が急速な成長を遂げている一方、上場株式市場では時価総額の大きな少数の企業への集中がさらに進んでいる。また、世界金融危機とドッド・フランク法の施行以来、銀行による貸し出しは減少が続いている。

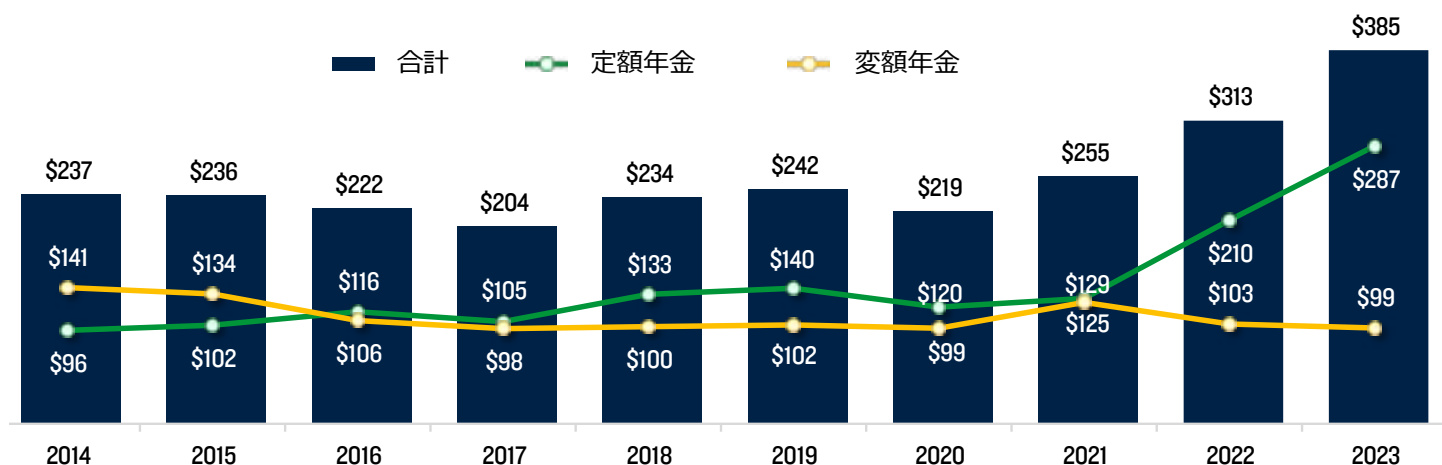
保険会社は、投資アプローチを再考する中でプライベート・クレジットや証券化商品への配分を増やしており、これがプライベート市場の拡大を支えている。こうした保険会社主導の資金シフトがさらに進む中、流動性管理、価格透明性、リスク管理への影響や、一連の新たな投資機会を理解することが、不可欠となるだろう。過去のパラダイムシフトの例として、1980年代のハイイールド市場の急成長が挙げられる。当該市場は、1979年の100億米ドルから1989年には1,890億米ドルへと急拡大した¹。また、ハイイール

ド債券は、レバレッジド・バイアウトの資金調達手段として用いられ、年金基金や寄付基金などの長期的な運用を行う投資家が代替的な資産として注目したことから、プライベート・エクイティの急速な拡大につながった。パッシブ投資の増加と、それに伴う上場企業の減少などのパブリック市場への影響も、市場構造に大きな変化をもたらした。新たな市場パラダイムはプライベート市場と保険会社の接点から生まれつつある。

確かに保険自体は目新しいものではないが、保険会社は近年、「永久資本」の源泉としての存在感を増している。米保険市場は2000年から2021年の間に331%成長し²、2023年末までには1.2兆米ドルに達したと推定される³。さらに、2024年上半期における年金保険の販売額は前年同期比20%増の2,166億米ドルとなり、3年連続で年間販売記録を更新するペースで推移している⁴。

1. The Library of Economics and Liberty の“Junk Bonds”を参照。 <https://www.econlib.org/library/Enc/JunkBonds.html>（2024年12月にデータ参照）
2. Atlas Magazineの“The American insurance market, the world’s number one market”、2023年5月11日を参照。 <https://www.atlas-mag.net/en/article/the-american-insurance-market-the-world-s-number-one-market>（2024年12月にデータ参照）
3. 全米保険監督官協会の“U.S. Life and A&H Insurance Industry Analysis Report”を参照。 <https://content.naic.org/sites/default/files/topics-industry-snapshot-analysis-reports-2023-annual-report-life.pdf>（2024年12月にデータ参照）
4. 生命保険販売および代理店経営研究協会（LIMRA）の“Building on the Record Annuity Sales Momentum”、2024年9月18日を参照。 <https://www.limra.com/en/newsroom/industry-trends/2024/building-on-the-record-annuity-sales-momentum/>（2024年12月にデータ参照）

図1：生命保険販売および代理店経営研究協会（LIMRA）による年金保険販売の試算額



出所：生命保険販売および代理店経営研究協会（LIMRA）による米国の個人年金に関する調査。この図では2014～2023年の期間について表示している。

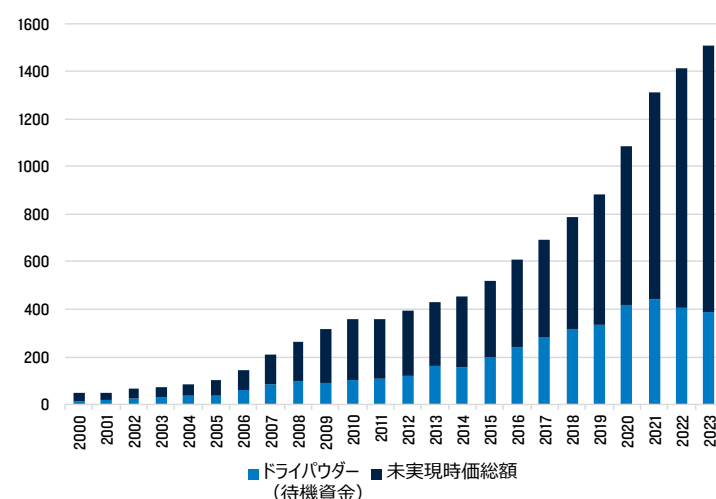
こうした長期資本が増加するにつれ、保険会社は、特にプライベート・クレジットを中心としたプライベート資産への配分を増加させている。また、ダイレクト・レンディングがプライベート・クレジット市場の成長の大部分を占めている（図2a）が、これはレバレッジド・ローン市場における銀行シェアの低下とプライベート・エクイティの急速な拡大を反映している（図2b）。プライベート市場に対する投資家の関心の高まりを受けて、新たなプライベート・クレジット戦略も増加しており、こうした機会に資金を振り向ける「永久資本」へのアクセスを保険会社は提供している。投資機会が拡大しつつある商品の1つ

として、資産担保証券（ABF）が挙げられる。保険会社は、ABFがもたらすより高い利回りを求めて、同市場におけるシェアを徐々に拡大させてきた（図3）。

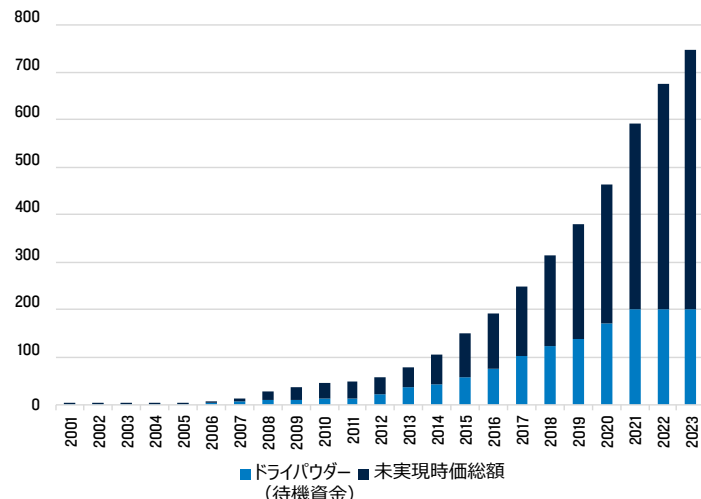
保険とプライベート市場の接点から生まれる市場の変革は、まだ初期段階にある。しかし、保険会社（資金の配分者）とプライベート・クレジット/ABFファンド（資金の調達者）が市場のダイナミクスを変化させ始める中、これによってもたらされる潜在的な影響を検証することが重要である。

図2A

プライベート・クレジット資産の成長

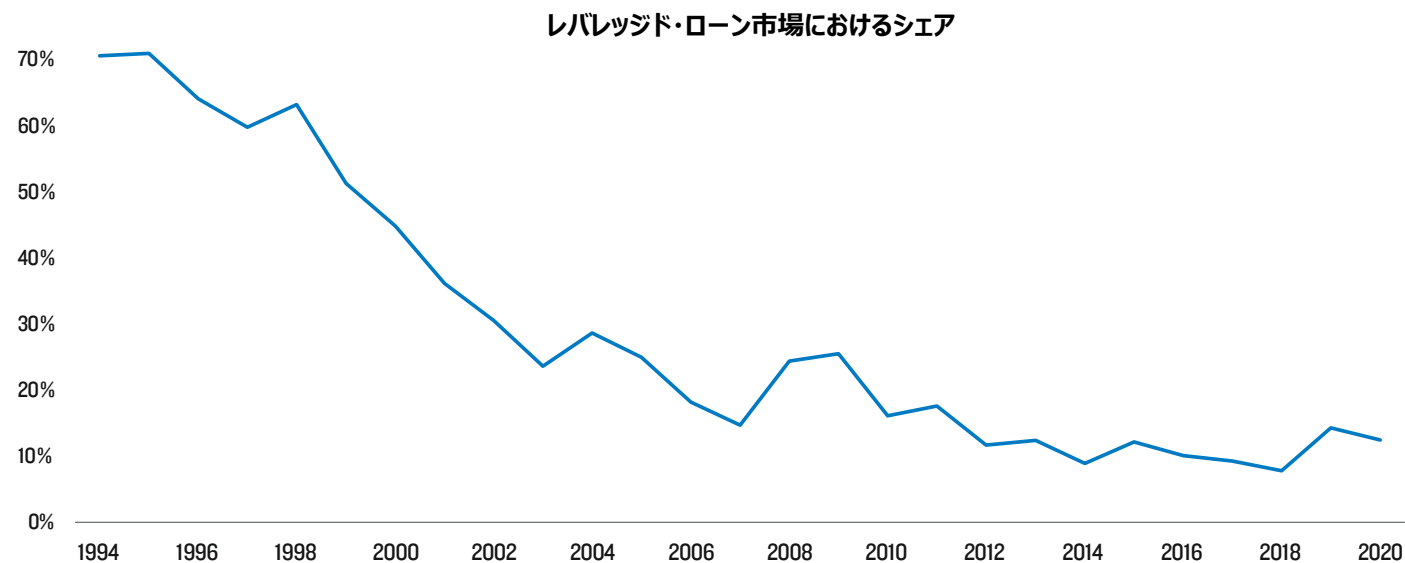


ダイレクト・レンディングの成長（AUM、10億米ドル）



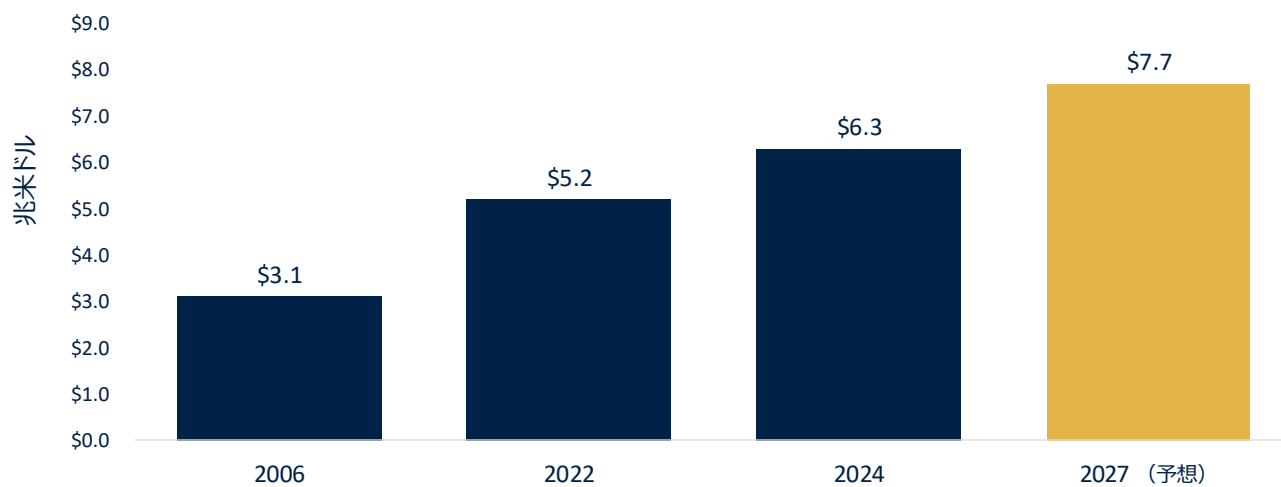
出所：Prequin。この図では2000～2024年の期間のデータを参考表示させている。

図2B：銀行による貸し出しは減少



出所：S&P LCD。この図では1994～2020年の期間のデータを参考表示させている。

図3：プライベートABF市場の急速な成長は今後も続く見込み



注記：成長見通しは保証されたものではなく、変更される可能性があります。

出所：Integer Advisorsにより予測、KKR、2024年9月現在。

影響について整理する

パブリック資産からプライベート資産へのシフトにより、ポートフォリオ構築においては、新しいパラダイムで生じる機会と課題の両方を考慮した包括的なリスク管理と流動性管理など、全体的なアプローチを取らざるを得なくなるだろう。また、持続可能な保険運営の基盤となる資産負債管理（ALM）の原則に細心の注意を払うことが重要となる。これにより、戦略的資産配分の適切な設計・実施・モニタリングが可能となる。一般的に、ABFなどのプライベート資産はデュレーションが短く、変動金利であることが多いため、より高い利回りを求めてこれら資産に投資する場合は、ALMリスクを軽減するために流動性が高く、デュレーションの長い資産への追加配分を検討する必要がある。さらに、強固なクレジット・モニタリングの能力を備えることで、潜在的な問題を早期に特定できる可能性が高まり、ポートフォリオの業種や地域を分散化させることで集中リスクを軽減できる。また、既存ポートフォリオのエクスポージャーとの相関分析も最適なポートフォリオの構築にとって有用である。

保険会社における戦略的な資産配分の変化や、それに伴う市場ダイナミクスの変化を考慮すると、定期的な流動性ストレステストと十分な流動性バッファの確保が重要となる。これにより、市場が悪化した場合でもポートフォリオの耐性を保つ効果が期待できる。また、詳細な緊急資金調達計画を備えることで、市場の混乱に備えることが可能となる。効果的なALMのために、負債のキャッシュフロー特性を考慮し、ポートフォリオ構築と適切に設計されたヘッジ戦略を通じて流動性リスク、金利リスク、その他のリスクを適切に軽減することが重要である。

流動性に対して十分な耐性を持つ保険会社にとって、プライベートABFは、魅力的なスプレッドが超過収益拡大につながる可能性があることから高い利回りを追求するための魅力的な選択肢である。また、プライベートABF戦略には、信用力を高める強力な担保と構造的な保護機能が備わっている。また、伝統的な債券ポートフォリオと比べて、分散効果の高い資産に投資できる点も特徴である。

格付が付与されたフィーダー構造やCLO構造を通じて実施されるダイレクト・レンディング戦略も、魅力的な利回りを獲得しながら資本規制の要件を最適化するための柔軟なアプローチとなり得る。格付け付与のフィーダー構造は、米国およびバミューダに拠点を置く保険会社にとって、リスクに応じた最適な資金処理を通じて、資本規制の面で大きな利点を提供し得る。

結論

プライベート・クレジット市場における超過収益の獲得機会は大幅に拡大している。一方、この成長に伴い、市場はますます複雑化している。保険資産の運用においては、以下の点に焦点を当てる必要がある。

- 規律あるALMを維持する
- 主要関係者における利害関係のバランスを取る
- 継続的な市場構造の進化から生じるシステミック・リスクをモニタリングする
- 将来の規制変更に備える
- 伝統的なリスクと新たなリスクの両方に対応する確固たるリスク管理のフレームワークを構築する

資産運用に関する専門知識と高度なALM能力を組み合わせることで、保険資産の運用者は戦略的な資産配分を最適化し、追加的なアルファを獲得するための戦術的資産配分の機会を追求することができる。投資家にとって、この進化し続ける環境で成功を収めるためには、これらの戦略を評価、実行、モニタリングするための適切なフレームワーク、ツール、および専門知識を有し、リスク管理、流動性への配慮、ポートフォリオ構築を優先し、長期にわたって持続可能なリターンを獲得を可能にするパートナーを持つことが有益となる。

留意事項 1

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

PGIMフィクスト・インカムは、1940年米国投資顧問会社法に基づき米国で登録している投資顧問会社であり、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インク（PFI）の子会社であるPGIMインクを通して事業を行っています。登録投資顧問会社としての登録は、一定の水準またはスキルまたはトレーニングを意味するものではありません。PGIMフィクスト・インカムは、ニュージャージー州ニューアークを本拠とし、以下の拠点を含め世界で事業を展開しています。(i) ロンドン拠点のPGIM Limited.における債券運用部門、(ii) アムステルダム拠点のPGIMネーデルラント B.V.、(iii) 東京拠点のPGIMジャパン株式会社（PGIM Japan）、(iv) 香港拠点のPGIM（香港）における債券運用部門（PGIM Hong Kong）、(v) シンガポール拠点のPGIM（シンガポール）における債券運用部門（PGIM Singapore）。米国のブルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするブルーデンシャル社、あるいはM&G plcの子会社であり英国を本拠とするブルーデンシャル・アシュアランス・カンパニーとはなんら関係がありません。Prudential、PGIM、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものでもありません。これらの情報を提供するに当たってPGIMはお客様に対して、受託者としての役割を果たしているものではありません。一般的に、PGIMフィクスト・インカムは、適格機関投資家、金融仲介業者、機関投資家の皆様にサービスを提供しています。特定の投資ニーズに関する情報が必要な投資家のお客様は、金融の専門家にお問い合わせください。

本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、および意見について示したものです。本資料を当初の配布先以外の方（当初の配布先の投資アドバイザーを含む）に配布することは認められておりません。またPGIMフィクスト・インカムの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたします。本資料に記載されている情報は、現時点でPGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した情報源から入手したものです。その情報の正確性、完全性、および情報が変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、現時点（または本資料に記載したそれ以前の日付）における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIMフィクスト・インカムは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示・黙示を問わず何ら保証または表明するものではありません。

本資料に含まれる予測、予想、特定の情報は独自の調査に基づくものであり、投資アドバイス、投資に関する提案、勧誘、いかなる金融商品の購入や売却を推奨するものではありません。予測や予想には固有の限界があり、実際のパフォーマンスとは異なります。また、実際の取引、流動性の制約、手数料についても反映されていません。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。PGIMフィクスト・インカムおよびその関係会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。

債券市場への投資は、市場リスク、金利リスク、発行体リスク、信用リスク、インフレリスク、流動性リスクなどに晒されています。ほとんどの債券および債券戦略は、金利変動の影響を受けます。満期までの期間が長い債券および債券戦略は、満期までの期間が短いものに比べてより金利変動の影響を受け易く、価格が大きく変動する傾向があります。一般的に、金利上昇によって債券価格は下落し、特に低金利環境下で当リスクが高まります。相対取引における取引相手方のカウンターパーティー・リスクが高まることで、市場の流動性低下や債券価格の大きな変動がもたらされる可能性があります。債券投資では、償還時に当初取得価額に損失が生じる可能性があります。モーゲージ証券およびABSは特に金利変動の影響を受け易く、期限前償還のリスクがあります。また、一般的には、政府、政府機関または民間の保証人によって支援されていますが、保証人がその義務を果たす保証はありません。高利回りの低格付債券は高格付債券よりも大きなリスクを伴い、これらに投資するポートフォリオは、投資しないポートフォリオよりも大きな信用リスクおよび流動性リスクに晒される可能性があります。外国債券に投資する場合には、特に新興国を中心に、為替変動、経済的・政治的リスクに晒される可能性があります。為替レートは短期間で大きく変動する可能性があります。これによってポートフォリオのリターンが減少する可能性があります。商品は、市場リスク、政治リスク、規制リスク、自然条件に関連するリスクなどに晒されており、全ての投資家に適した投資対象ではありません。また、分散投資によって損失が回避される保証は有りません。

英国では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドがプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMリミテッドの登記上の所在地は以下の通りです：Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR. PGIMリミテッドは、英国の金融行動監督庁(FCA)の認可および規制を受けています。(企業参照番号：193418) 欧州経済領域 (EEA) では、PGIMネーデルラント B.V. がプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMネーデルラント B.V. は、オランダ金融市場庁(Autoriteit Financiële Markten - AFM)によりオランダで認可を受けており、欧州パスポートに基づいてサービスを提供しています。特定のEEA諸国では、それが認められる場合には、英国のEU離脱後の一時的な許可取決めに基づき、PGIMリミテッドが利用できる規定、免除またはライセンスに従って、プロの投資家に対して情報提供を行います。これらの資料は、PGIMリミテッドまたはPGIMネーデルラント B.V.によって、FCAの規則が定めるプロの投資家、および /または第2次金融商品市場指令 2014/65/EU (MiFID II)で定義されているプロの投資家に対して情報提供されるものです。スイスでは、ロンドンのPGIMリミテッドが、チューリッヒの駐在員事務所を通じて情報を提供しています。チューリッヒの事務所所在地は以下の通りです：Kappelerstrasse 14, CH-8001 Zurich, Switzerland. ロンドンのPGIMリミテッド、チューリッヒ駐在員事務所は、スイス金融市場監督局 FINMAによって認可および規制されており、スイスのFinSA第4条第3項および第4項の範囲内で投資の専門家または機関投資家に情報が提供されます。アジア太平洋地域の一部の国では、シンガポール金融管理局 (MAS) の規制対象事業体であるシンガポールの資産運用会社PGIM (シンガポール) Pte.Ltd.が、資産管理を行うCMSライセンスに基づいて情報を提供しています。PGIM (シンガポール) Pte.Ltd.は、免除された財務アドバイザーです。日本では、日本の金融庁に投資顧問会社として登録しているPGIMジャパン株式会社が情報を提供しています。韓国では、投資顧問サービスのライセンスを有するPGIMインクが直接韓国の投資家に情報提供を行っています。香港では、香港の証券・先物取引監察委員会の規制対象企業であるPGIM (香港) リミテッドの担当者が証券先物条例の第一項第一条で定義されている適格機関投資家に対して情報の提供をしています。一部の投資運用サービスは、上記に挙げられている会社の関係会社であり、米国投資顧問会社法に基づき米国で登録されているPGIMインクに委託されることがあります。オーストラリアでは、PGIM (オーストラリア) Pty Ltd. (PGIM オーストラリア)が、豪州2001年会社法で定義されている販売会社に対して情報を提供しています。PGIM オーストラリアはPGIMリミテッドの関連会社であり、金融サービスの提供に当たり2001年オーストラリア法人法に基づくオーストラリア金融サービス免許の保有義務が免除されています。PGIMリミテッドは、英国法に基づくFCA (登録番号：193418) による規制およびASIC Class Order 03/1099の適用により免除されています。英国法はオーストラリア法とは異なります。カナダでは、情報開示基準であるNI 31-103における国際アドバイザー登録の免除に従い、PGIMインクは次の事項について通知しています。(1) PGIMインクはカナダにおいて登録されておらず、NI 31-103に基づくアドバイザー登録要件の免除に依存しています。(2) PGIMインクの所在地は米国ニュージャージー州です。(3) PGIMインクはカナダ国外に所在しており、全部または実質的に大部分の資産がカナダ国外にある可能性があるため、法的権利を行使することが困難な場合があります。(4) カナダ各州におけるPGIMインクの手続きの代理人の氏名および住所は次の通りです。ケベック州：Borden Ladner Gervais LLP, 1000 de La Gauchetière Street West, Suite 900 Montréal, QC H3B 5H4、ブリティッシュコロンビア州：Borden Ladner Gervais LLP, 1200 Waterfront Centre, 200 Burrard Street, Vancouver, BC V7X 1T2、オンタリオ州：Borden Ladner Gervais LLP, 22 Adelaide Street West, Suite 3400, Toronto, ON M5H 4E3、ノバスコシア州：Cox & Palmer, Q.C., 1100 Purdy's Wharf Tower One, 1959 Upper Water Street, P.O. Box 2380 - Stn Central RPO, Halifax, NS B3J 3E5、アルバータ州：Borden Ladner Gervais LLP, 530 Third Avenue S.W., Calgary, AB T2P R3.

留意事項 2

本資料は、米国SECの登録投資顧問会社であるPGIMインク作成の“2025 BEST IDEAS: ALPHA OPPORTUNITIES BEYOND THE MACRO VOLATILITY”における PGIM Multi-Asset Solutions のパートをPGIMジャパンが監訳編集したものです。原文レポート（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文の内容が優先します。

本資料は、PGIMグループの資産運用ビジネスに関する情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品の勧誘又は販売を目的としたものではありません。また、本資料に記載された内容等については今後変更されることもあります。

記載されている市場動向等は現時点での見解であり、これらは今後変更することもあります。また、その結果の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものでもありません。

本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できると判断した各種情報源から入手したのですが、その情報の正確性、確実性について当社が保証するものではありません。

本資料に掲載された各インデックスに関する知的財産権及びその他の一切の権利は、各インデックスの開発、算出、公表を行う各社に帰属します。本資料で言及されている個別銘柄は例示のみを目的とするものであり、特定の個別銘柄への投資を推奨するものではありません。

過去の運用実績は必ずしも将来の運用成果等を保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。

当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

本資料内で取り上げられた資産クラス、個別セクター等はあくまで例示目的であり、推奨ならびにこれらにかかる将来性を明示・暗示的に示唆するものではありません。

“Prudential”、“PGIM”、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国プルデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIM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392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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

PGIMJP116296
4249865_20250218