



# GAM FCM キャット・ボンド投資戦略

2023年度上半期レポート・サマリー

## 1. ポートフォリオ特性(2023年9月末)

- ・直利: 9.03%、終利: 10.69%
- ・予測損失率: 2.38%、100年最大損失率: 16.9%
- ・銘柄数: 299

2. 運用実績(運用報酬控除後): 5.64%(円ベース)、8.00%(ドルベース)  
2022年9月のハリケーン・イアンによるドローダウンから回復

3. 運用力が功を奏し、日本で報道された内外の大規模災害による戦略への影響なし

4. 引き続き、伝統的資産と低相関の為、リスク分散効果大

2023年11月

ベストミックス・インベストメント株式会社

Best Mix Investment Co.,Ltd.

# 2023年度上半期サマリー

## 1. 災害とCatbond市場への影響

上半期中にポートフォリオに影響を与える重大な災害はありませんでした。

保険損害の観点からは、8月のハワイ（マウイ島）の山火事やハリケーン「イダリア」（米国フロリダ州へ上陸）などがありました。両災害の保険損失額は、50億ドル程度またはそれ未満と予想されますが、いずれも元本損失などCAT債への直接的な影響は無く、関連する累積損失型銘柄の保険損失が加算されるといった影響にとどまっています。

## 2. ポートフォリオ特性

9月末のポートフォリオのポジション数は299、最終利回りは10.69%（3月末は282、10.83%）でした。4-6月期はポートフォリオにとって非常に活発な時期であった一方で、7-9月期は発行市場が夏場の閑散期であり、ポートフォリオに大きな変化はありませんでした。

## 3. 月次運用実績（2023年度）

(GAM FCM Cat Bond Inc. Open Class - 円建てクラス 設定：2012年4月) (運用報酬控除後)

4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
0.85%	0.67%	0.34%	1.66%	0.88%	1.13%	1.24%

## 4. 長期運用実績（10年）

(GAM FCM Cat Bond Inc. Open Class - 円建てクラス 設定：2012年4月) (運用報酬控除後)

13年度	14年度	15年度	16年度	17年度	18年度	19年度	20年度	21年度	22年度
7.43%	3.31%	2.72%	3.19%	-1.95%	0.12%	1.93%	4.62%	4.12%	-3.60%

# 2023年度上半期サマリー

## 5. 発行市場とクーポン推移

4-6月期の新規発行は33本、70.6億ドル、償還は35億ドル、7-9月期の新規発行は5本、4.6億ドル、償還は5億ドルとなりました。市場全体の平均クーポンは8.8%（2023年9月末）と2022年の8.3%から上昇しています。CAT債の高い利回りを背景とするインカムの積上げが最大のプラス要因となり、更にハリケーン・シーズンの進展と共に季節性からハリケーン関連銘柄の価格が上昇したこともプラス寄与しました。

需給面では、CAT債市場が夏場の閑散期入りしたことから新発案件も殆どありませんでした。各社 CAT債・保険リンク証券ファンドへの資金流入と CAT債への強い投資需要は 8 月頃まで継続したものの、9 月に入ると 10 月以降の新発債供給増を睨んだ買い控えの動きや、米ドル高に伴う通貨ヘッジポジション（通貨先渡取引等）の決済資金手当てを目的とするCAT債売りなどがみられ、投資需要は一服しました。

## 6. 伝統的資産との相関

伝統的資産との相関が低く、分散投資効果が期待できます。一方で、日本株式、外国株式、外国債券間の相関は高まっています。

## 7. 今後の見通し（Fermat社）

今後年内に発行予定の新発債が55億ドル超と予想されるのに対し、投資家側は年初来既にCAT債へ多くの資金を振り向けているため投資需要がややスローになる可能性があり、これを受けて現状の広いスプレッドは当面維持される（もしくは若干拡大する可能性もある）と予想しています。

ポートフォリオの予測損失率は増加しておらず、リスク/リターンの見合いからFermatは現在の投資環境を過去10年程度の間で最も良好な、追加および新規投資の好機と捉えており、当ファンドの2023年暦年のリターンを14~16%※と予測しています。（※米ドル機関投資家クラス、報酬控除後、大型災害が発生しないことが前提）

## ILS(保険リンク証券)ファンド・マネジャー運用資産額ランキング表

Fermat Capital Managementは、Catbond運用に特化した世界有数の運用会社です。

2023年9月末のFermat社運用残高:約1兆3,803億円

	運用会社	設立年	推定運用資産額		時点	2018年末からの運用資産増減額 (億ドル)
			(億ドル)	(億円)		
1	Fermat Capital Management, LLC	2001	93	13,803	2023年9月	30
2	LGT ILS Partners Ltd.	2012	75	11,192	2021年12月	24
3	RenaissanceRe Capital Partners	1993	69	10,222	2023年9月	20
4	Nephila Capital	1997	68	10,147	2023年7月	-47
5	Leadenhall Capital Partners LLP	2008	49	7,312	2023年7月	0
6	Twelve Capital AG	2010	45	6,715	2023年6月	13
7	Schroder Investment Management	2008	44	6,566	2023年3月	27
8	Swiss Re	2007	43	6,417	2023年6月	N/A
9	Elementum Advisors, LLC	2011	40	5,969	2023年6月	10
10	Aeolus Capital Management Ltd	2011	39	5,820	2023年7月	-1

(出所) Artemisの資料データをもとに弊社作成

1ドル=149.225円換算

注意:上記表は保険関連商品全体の運用資産残高であり、Catbondのみに特化したランキングではありません。

当資料は弊社が信頼できると判断した情報に基づき作成していますが、内容や解釈の正確性あるいは完全性についてはこれを保証するものではなく、また当資料中に示したコメント等は作成日現在の弊社の見解であり、事前の連絡なしに変更することがあります。

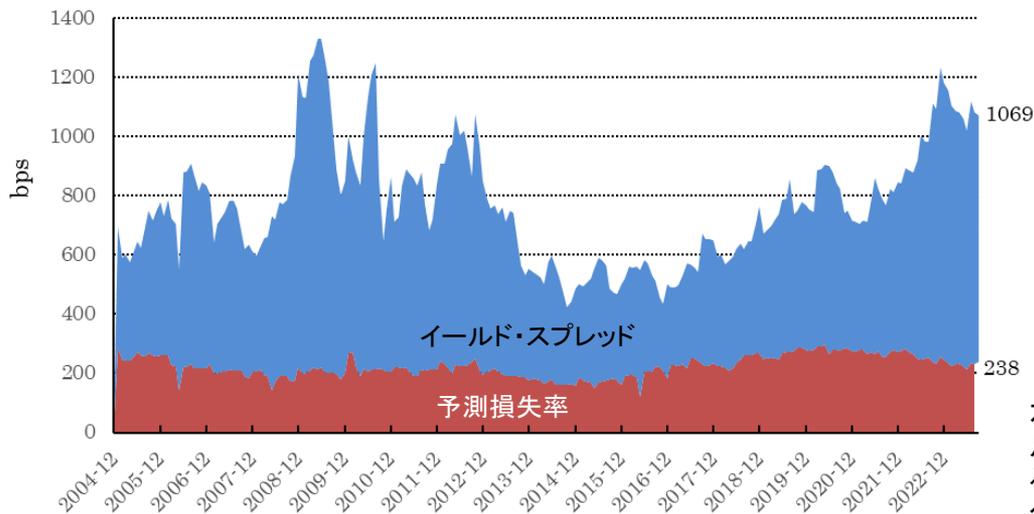
# ポートフォリオの概要(ご参考)

## ポートフォリオ特性(2023年9月末時点)

### ポートフォリオ特性

ポートフォリオ利回り(直利)(%) (注1)	参照レート(注6) +9.03
ポートフォリオ利回り(終利)(%) (注2)	参照レート(注6) +10.69
ポートフォリオ予測損失率(%) (注3)	2.38
現金保有比率(%)	2.51
加重平均償還期限(年)	1.66
銘柄数	299
パブリックCatbond/保険会社債務/プライベートILSの投資比率(%) (注4)	77%/2%/22% (注7)
100年最大災害損失率(%) (注5)	16.9 (FLW) (注8)

ポートフォリオ予測損失率及びイールド・スプレッド



(出所: GAM社資料をもとに弊社作成)

ベストミックス・インベストメント株式会社

(注)

1 ポートフォリオの直接利回り(運用報酬およびシェアクラス毎の費用控除前のグロス・ベース。ただし、銀行当座借越に伴う支払金利は控除後): クーポンおよび担保収入(Catボンドの投資スキームに組み込まれている担保証券からの利息収入)をベースにした利息収入のみで算出したポートフォリオの直接利回り。

2 ポートフォリオの最終利回り(運用報酬およびシェアクラス毎の費用控除前のグロス・ベース。ただし、銀行当座借越に伴う支払金利は控除後): クーポン収入および(投資先債券の)満期時償還差損益に基づくポートフォリオの最終利回り。

3 **ポートフォリオ予測損失率: 第三者機関の災害モデルによって定義されたポートフォリオに対して予想される年間損失の平均**

4 証券法規則144Aに基づく私募Catボンドを「パブリックCatボンド」として定め、それ以外の証券(ILW(インダストリー・ロス・ワランティ)などを含む)を「プライベートILS」と分類する。

これらと保険会社債務のポートフォリオ・アロケーションの内訳。当ファンドは主にパブリックCatボンドに投資するが、その時々で投資機会がある場合には魅力的な条件にあるILS等の他形態にも投資を行う可能性がある。

5 **100年最大災害損失率: 100年に一度、または1%の確率で発生するペリルにおいて予想される最大損失**

6 参照レート: 関連する参照レートは証券によって異なるものの、米国トレジャリーMMレートまたは3/6カ月LIBOR/EURIBORをベースとすることが多い。

7 構成比は小数点以下第1位を四捨五入しているため、合計が100%にならないことがあります。

8 フロリダ・ハリケーン

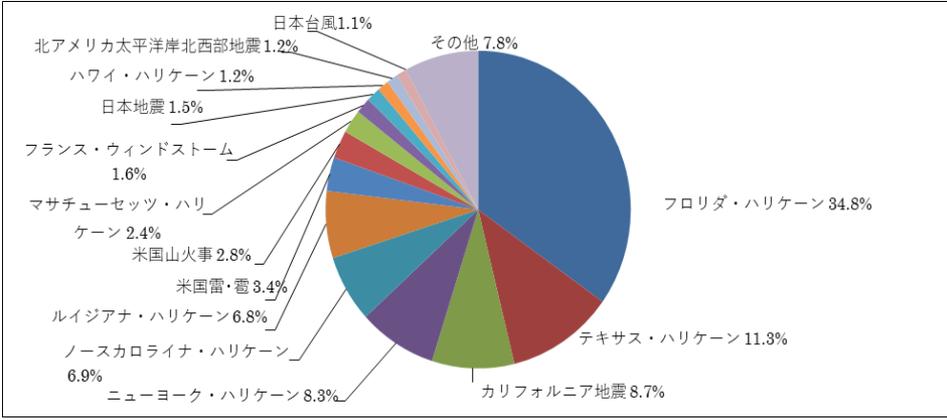
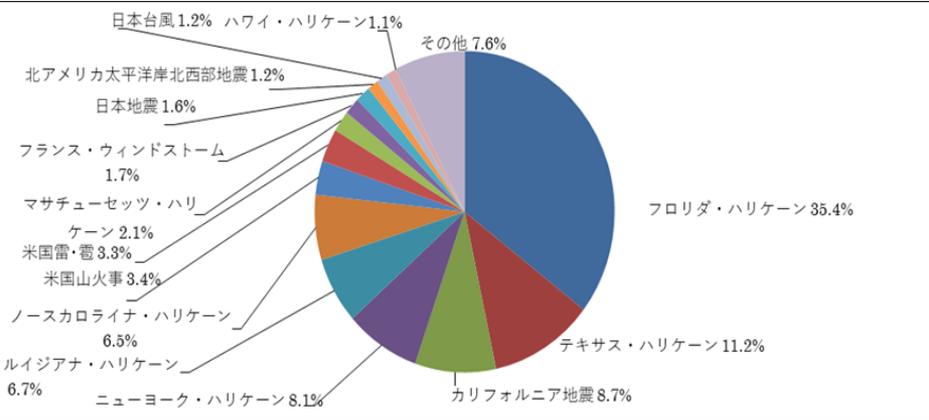
左記のグラフは2004年12月1日以降のポートフォリオの予測損失とイールド・スプレッド(=ポートフォリオ利回り(終利)・参照レート)を示している。

分析結果はシェアクラスにおける報酬及び費用控除前。データは2011年3月7日までのFCM Cat Fund Limited とその後全てのシェアクラスが投資先にしているGAM FCM Cat Bond Inc.に基づく。

# 予測損失に対する危機別寄与度(2023年9月末現在)

2023年6月末時点

2023年9月末時点



(注) ポートフォリオ予測損失率: 第三者機関の災害モデルによって定義されたポートフォリオに対して予想される年間損失の平均

## <第2四半期(2023年7月~9月)における危機(想定自然災害)別寄与度増加上位および減少上位表>

増加上位危機	比率(6月末)	比率(9月末)	差異
ノースカロライナ・ハリケーン	6.5%	6.9%	0.3%
マサチューセッツ・ハリケーン	2.1%	2.4%	0.3%
ニューヨーク・ハリケーン	8.1%	8.3%	0.2%

減少上位危機	比率(6月末)	比率(9月末)	差異
フロリダ・ハリケーン	35.4%	34.8%	-0.6%
米国山火事	3.4%	2.8%	-0.6%
日本地震	1.6%	1.5%	-0.2%

・当四半期は、昨年のハリケーン「イアン」を受けて、米国ハリケーンをカバーするCatボンドの発行ニーズが高まりリスク対比期待リターンが更に優位となったことを反映し、米国ハリケーン・リスクに対する配分が増加、反面北米や日本地震と米国山火事に対する配分が減額された。

(注) 予測損失に対する危機別寄与度とは、ポートフォリオの予測損失率の内訳を危機別に分解した構成比率。

## GAM FCM Cat Bond ファンド運用実績(2023年9月末現在)

月次運用パフォーマンス(GAM FCM Cat Bond Inc. Open Class - 円建てクラス 設定:2012年4月)(運用報酬控除後)

円建てクラスの実績のパフォーマンスは2012年4月以降で、2012年3月以前は、ドル建てクラスのパフォーマンスを基に円ヘッジベースを弊社で計算。

	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	通期
2023年度	0.85%	0.67%	0.34%	1.66%	0.88%	1.13%							5.64%
2022年度	0.01%	0.07%	-0.12%	0.27%	0.75%	-9.78%	0.74%	1.36%	0.50%	1.04%	0.78%	1.26%	-3.60%
2021年度	0.44%	0.51%	0.05%	0.64%	-0.05%	0.50%	0.90%	0.43%	0.21%	0.24%	-0.02%	0.21%	4.12%
2020年度	0.16%	0.17%	0.82%	1.01%	0.93%	1.15%	0.25%	0.03%	-0.08%	0.23%	-1.38%	1.26%	4.62%
2019年度	-0.34%	-0.78%	0.50%	0.81%	-0.26%	2.45%	0.87%	-0.13%	0.00%	0.22%	-0.06%	-1.32%	1.93%
2018年度	0.28%	0.29%	-0.17%	0.54%	0.05%	0.18%	-0.23%	-0.85%	-0.35%	0.38%	0.21%	-0.20%	0.12%
2017年度	0.10%	0.09%	0.28%	0.48%	-0.07%	-5.62%	1.40%	0.83%	0.53%	0.83%	-0.73%	0.11%	-1.95%
2016年度	0.18%	0.36%	0.22%	0.40%	0.69%	0.66%	0.48%	-0.02%	-0.03%	0.17%	0.04%	0.00%	3.19%
2015年度	-0.02%	-0.15%	-0.17%	0.48%	0.73%	0.98%	0.27%	0.07%	-0.06%	0.02%	0.20%	0.34%	2.72%
2014年度	0.29%	-0.17%	0.21%	0.35%	0.78%	1.14%	0.61%	-0.06%	0.01%	0.16%	0.03%	-0.10%	3.31%
2013年度	1.03%	0.37%	0.08%	0.53%	0.97%	1.39%	0.85%	0.46%	0.27%	0.42%	0.37%	0.45%	7.43%
2012年度	0.25%	0.82%	1.52%	0.67%	1.39%	1.91%	-1.27%	1.00%	1.81%	0.84%	1.11%	0.90%	11.48%
2011年度	0.09%	0.24%	0.86%	1.28%	0.93%	2.69%	1.51%	0.33%	0.08%	-0.06%	0.12%	0.25%	8.61%

月次運用パフォーマンス(GAM FCM Cat Bond Inc. Open Class - ドル建てクラス 設定:2012年2月)(運用報酬控除後)

	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	通期
2023年度	1.15%	1.02%	0.78%	1.98%	1.32%	1.51%							8.00%
2022年度	0.01%	0.16%	-0.04%	0.44%	0.97%	-9.01%	0.96%	1.90%	1.00%	1.43%	1.10%	1.78%	0.20%
2021年度	0.47%	0.53%	0.07%	0.68%	-0.03%	0.50%	0.87%	0.47%	0.28%	0.26%	-0.02%	0.23%	4.41%
2020年度	0.36%	0.21%	0.85%	1.07%	0.97%	1.20%	0.29%	0.07%	0.00%	0.27%	-1.32%	1.25%	5.32%
2019年度	-0.04%	-0.51%	0.74%	0.98%	0.01%	2.44%	1.08%	0.03%	0.29%	0.39%	0.09%	-1.14%	4.42%
2018年度	0.42%	0.50%	0.05%	0.68%	0.28%	0.35%	0.01%	-0.50%	0.00%	0.56%	0.42%	0.03%	2.83%
2017年度	0.21%	0.21%	0.42%	0.63%	0.09%	-5.35%	1.54%	1.00%	0.69%	0.93%	-0.51%	0.34%	0.03%
2016年度	0.33%	0.42%	0.45%	0.52%	0.84%	0.81%	0.49%	0.25%	0.13%	0.36%	0.17%	0.15%	5.02%
2015年度	0.04%	-0.10%	-0.12%	0.49%	0.79%	1.07%	0.30%	0.09%	0.07%	0.09%	0.29%	0.43%	3.47%
2014年度	0.32%	-0.14%	0.24%	0.36%	0.79%	1.10%	0.61%	-0.08%	0.06%	0.22%	0.05%	-0.06%	3.50%
2013年度	1.07%	0.41%	0.11%	0.55%	1.01%	1.39%	0.90%	0.46%	0.26%	0.45%	0.41%	0.45%	7.74%
2012年度	0.30%	0.90%	1.59%	0.74%	1.46%	1.91%	-1.19%	1.02%	1.75%	0.81%	1.11%	0.92%	11.88%
2011年度	0.09%	0.25%	0.87%	1.28%	0.93%	2.70%	1.52%	0.35%	0.09%	-0.05%	0.13%	0.26%	8.71%

## GAM FCM Cat Bond ファンド運用実績

### 月次運用パフォーマンス(GAM FCM Cat Bond Inc. Open Class - 円建てクラス 設定:2012年4月)(運用報酬控除後)

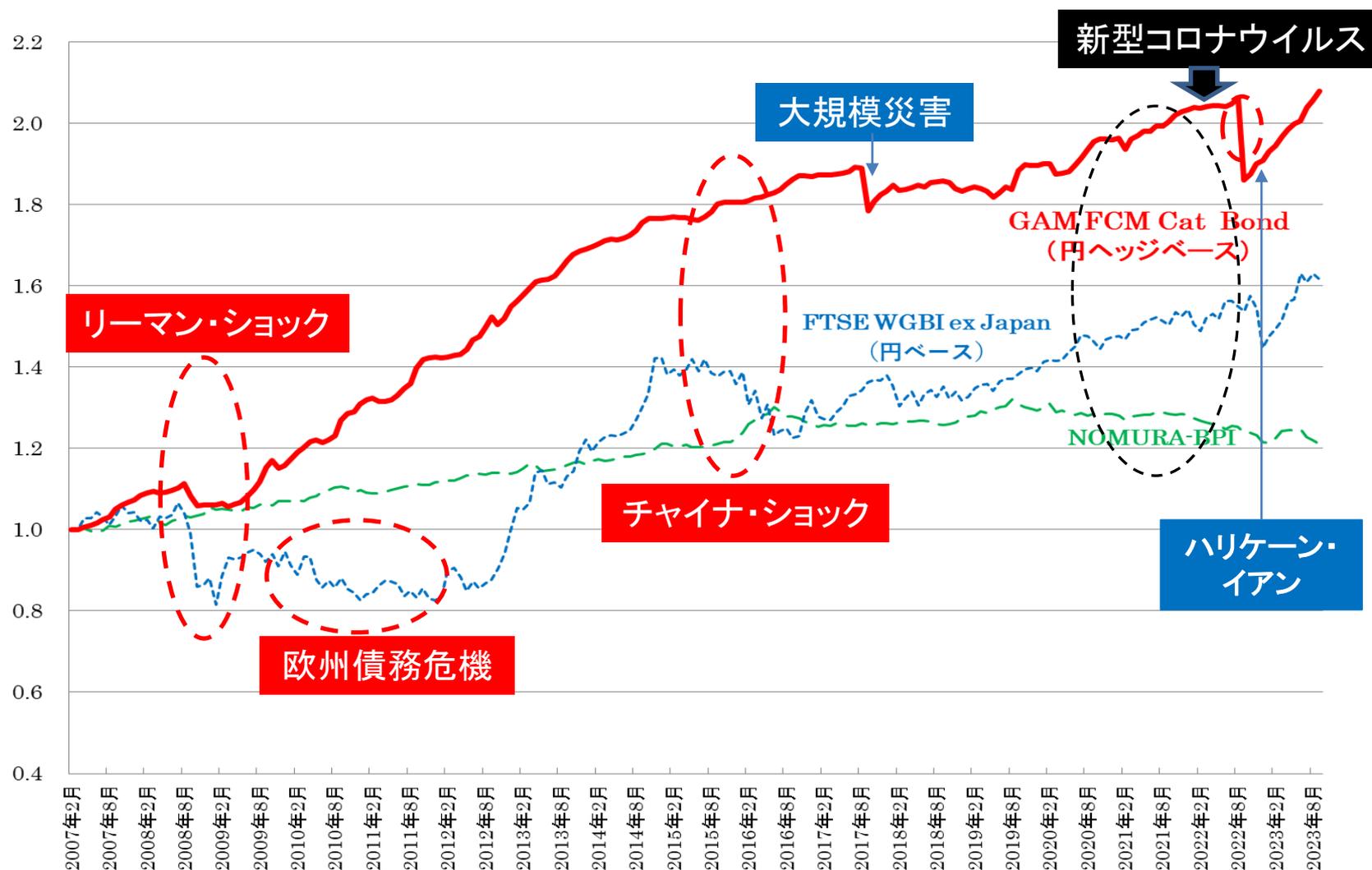
円建てクラスの実績のパフォーマンスは2012年4月以降で、2012年3月以前は、ドル建てクラスのパフォーマンスを基に円ヘッジベースを弊社で計算。

	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	通期
2010年度	1.27%	0.26%	-0.51%	0.51%	0.91%	3.12%	1.39%	0.31%	1.48%	0.70%	0.31%	-0.61%	9.47%
2009年度	0.66%	0.42%	1.20%	1.56%	1.74%	3.20%	1.60%	-1.77%	0.66%	1.43%	1.49%	0.80%	13.70%
2008年度	-0.48%	0.21%	0.45%	0.51%	0.95%	-2.79%	-2.01%	0.04%	0.12%	-0.10%	0.43%	-0.77%	-3.46%
2007年度	0.46%	0.58%	0.60%	0.70%	0.76%	1.73%	0.98%	0.71%	0.53%	0.87%	0.62%	0.44%	9.36%
2006年度	0.28%	-0.33%	-0.73%	0.56%	0.73%	1.06%	1.27%	0.52%	0.89%	1.81%	1.69%	0.69%	8.77%

### 月次運用パフォーマンス(GAM FCM Cat Bond Inc. Open Class - ドル建てクラス 設定:2012年2月)(運用報酬控除後)

	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	通期
2010年度	1.28%	0.27%	-0.49%	0.52%	0.92%	3.13%	1.40%	0.32%	1.50%	0.71%	0.32%	-0.61%	9.62%
2009年度	0.67%	0.43%	1.20%	1.57%	1.74%	3.20%	1.60%	-1.76%	0.66%	1.43%	1.50%	0.81%	13.79%
2008年度	-0.30%	0.35%	0.60%	0.66%	1.10%	-2.54%	-1.87%	0.13%	0.10%	-0.10%	0.43%	-0.76%	-2.25%
2007年度	0.85%	0.97%	0.99%	1.09%	1.17%	2.09%	1.32%	1.07%	0.86%	1.08%	0.81%	0.61%	13.68%
2006年度	0.70%	0.08%	-0.30%	0.98%	1.15%	1.47%	1.69%	0.93%	1.29%	2.22%	2.07%	1.08%	14.19%

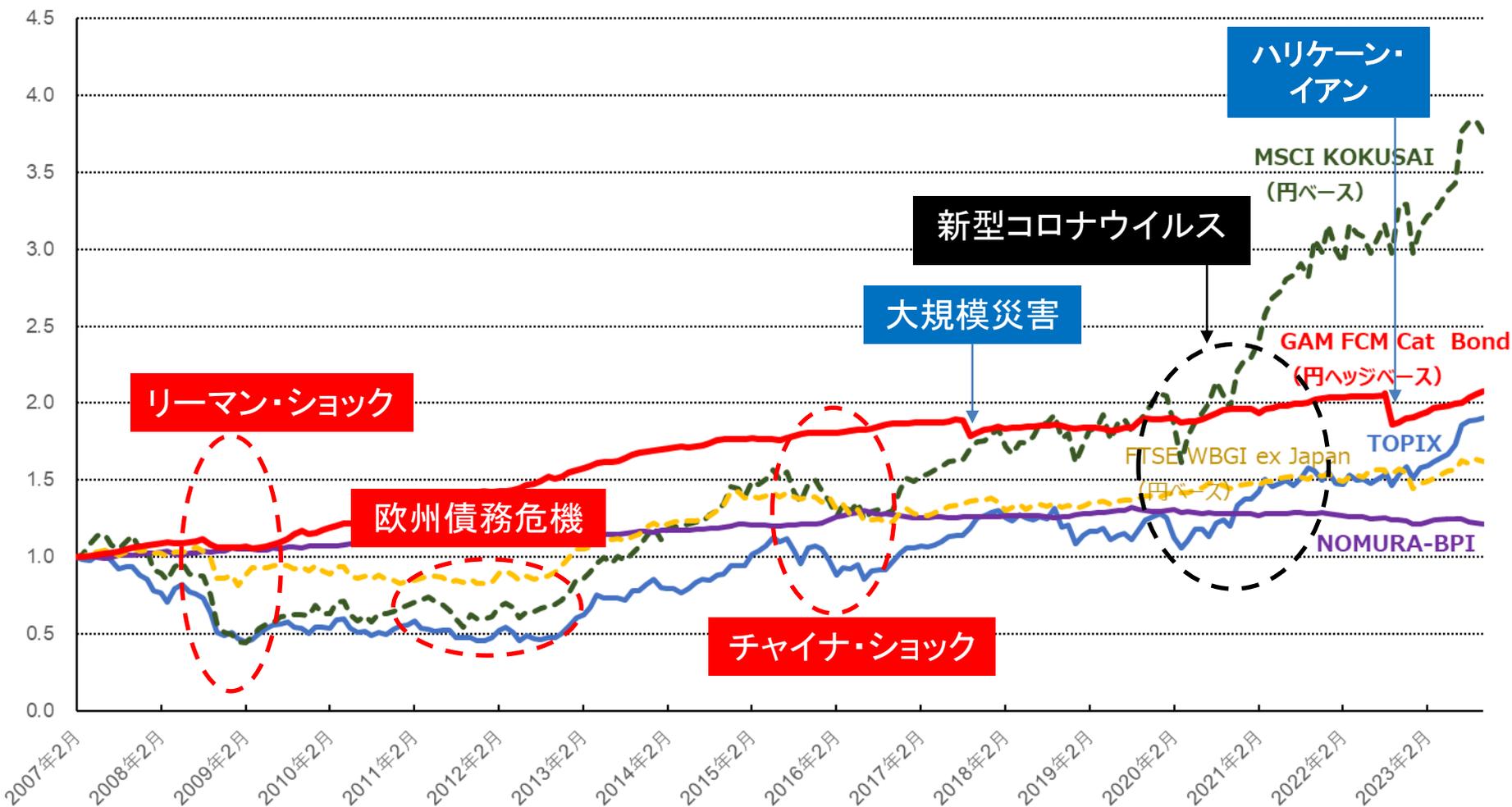
運用実績 累積指数(過去16年:2007年2月末～2023年9月末)  
 ～長期投資でも内外債券の運用実績と比べ良好な運用実績です～



出所: GAM社資料をもとに弊社作成

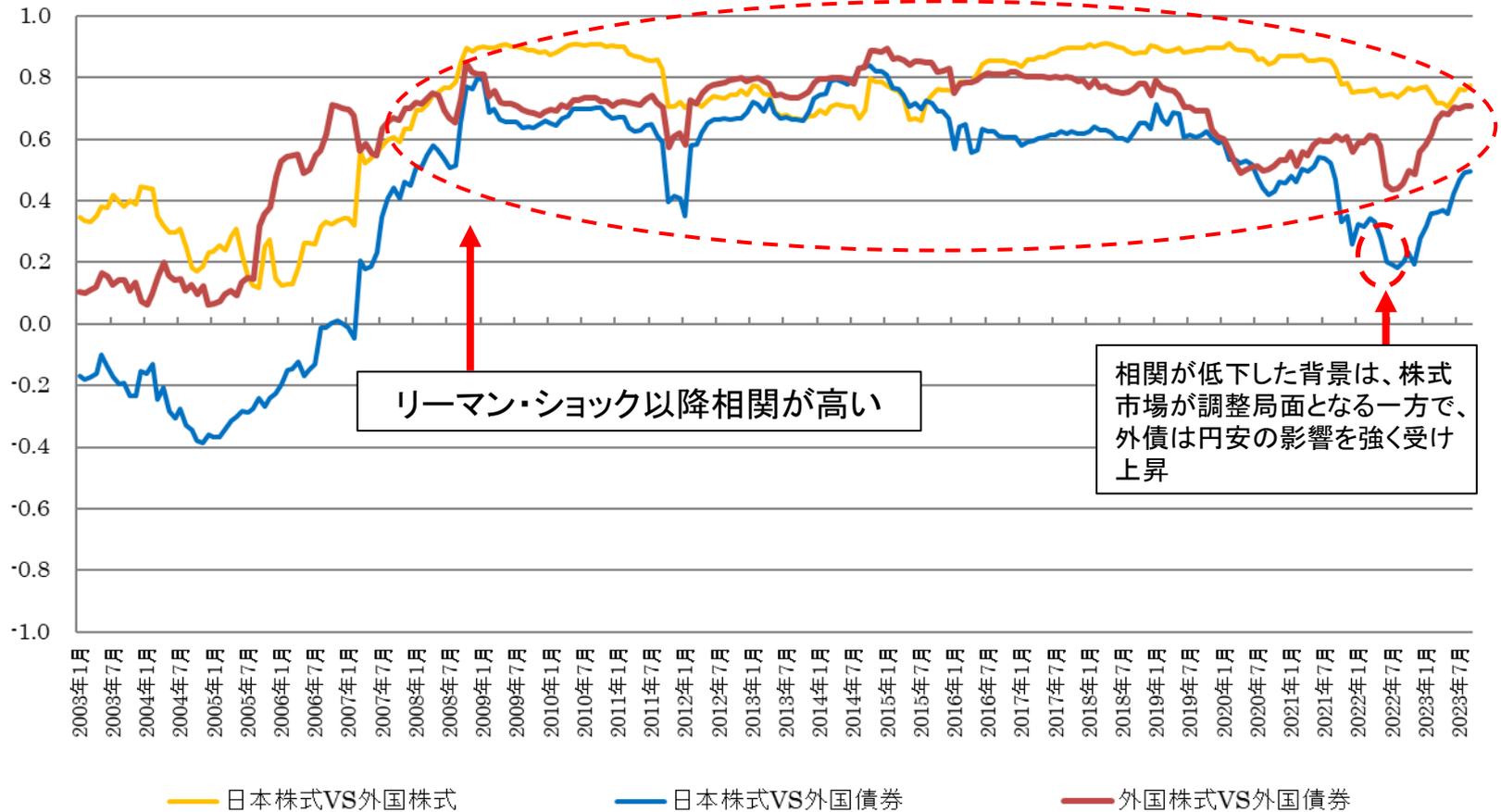
運用実績 累積指数(過去16年:2007年2月末~2023年9月末)  
 ~長期投資でも内外株式の運用実績と比べ安定した運用実績です~

運用実績 累積指数 (2007年2月末~2023年9月末)



# 日本株式、外国株式と外国債券との相関係数 過去3年ローリング(2003年1月末～2023年9月末)

相関係数(過去3年)推移(2003年1月末～2023年9月末)



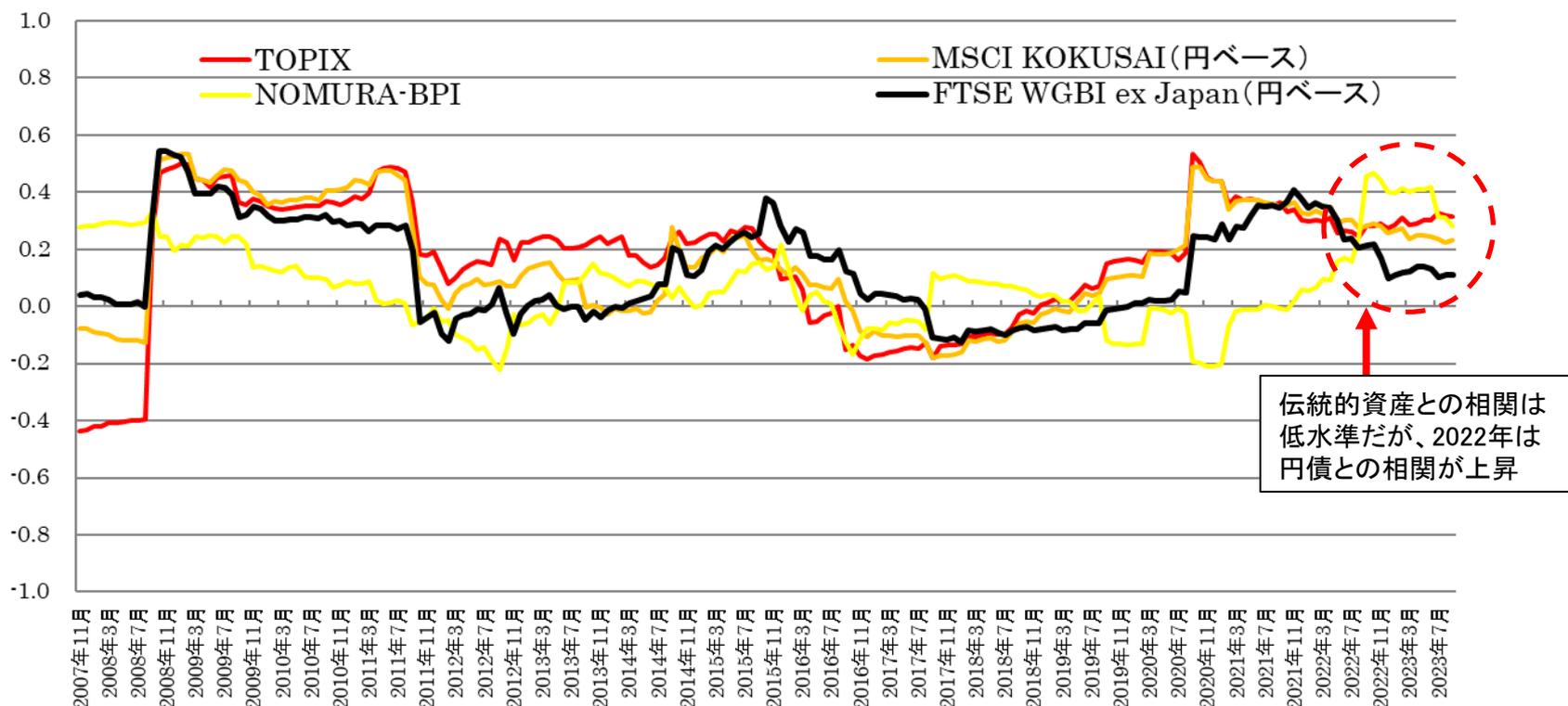
\* 日本株式：TOPIX 外国株式：MSCI-KOKUSAI 外国債券：FTSE WGBI ex Japan

3年間の範囲を1ヵ月ずつ移動。当資料中の各指標はあくまで過去の実績であり、将来の値を保証するものではありません。

# GAM FCM Cat Bond の伝統的資産との相関係数 過去3年ローリング(2007年11月末～2023年9月末)

## ・伝統的資産と相関が低い

GAM FCM Cat Bond(円ヘッジ)の相関係数(過去3年ローリング\*)推移

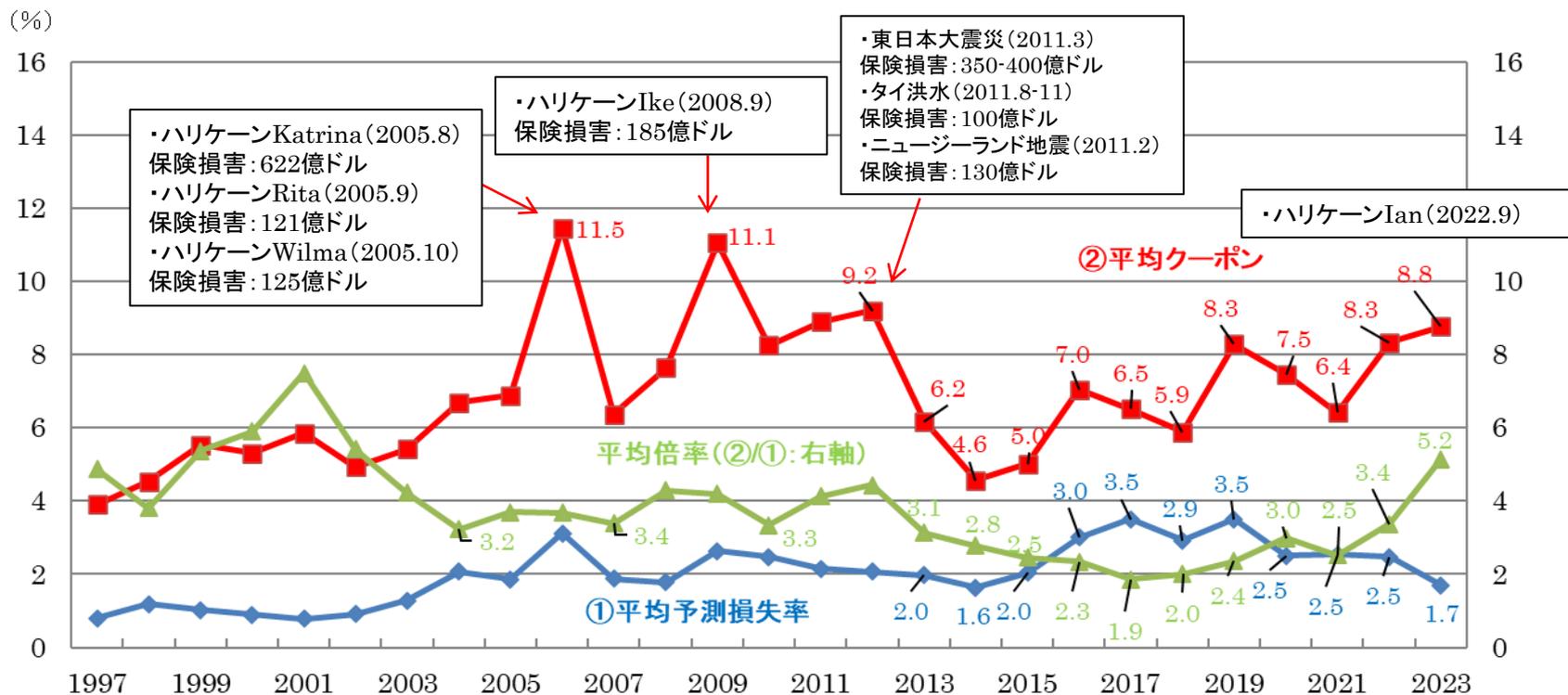


伝統的資産との相関は低水準だが、2022年は円債との相関が上昇

3年間の範囲を1ヵ月ずつ移動。当資料中の各指標はあくまで過去の実績であり、将来の値を保証するものではありません。

(出所) GAM社資料・データをもとに弊社作成

# 年次別Catボンド新規発行の平均予測損失率、平均クーポンおよび平均倍率(1997年～2023年)



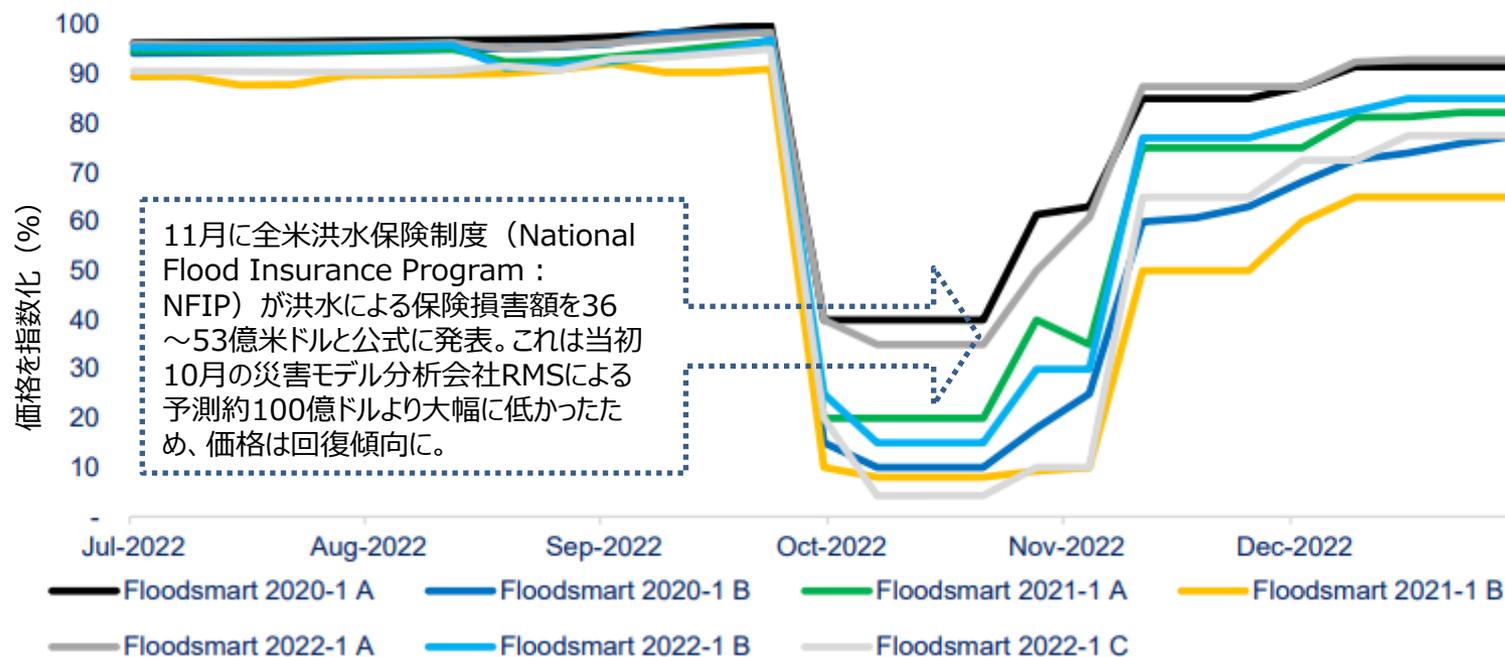
(出所) 1997年～2015年: Artemis の資料・データをもとに弊社作成

2016年～2023年9月末現在: Aon Benfield Securities, Inc., Artemisの資料・データをもとに弊社作成

- ・2023年の平均予測損失率は2.47%(2022年)から1.70%へ低下。
- ・2023年の平均クーポンは8.3%(2022年)から8.8%へ上昇。
- ・2023年の平均倍率(②平均クーポン/①平均予測損失率)は3.4倍(2022年)から5.2倍へ上昇。

当資料中の各指標はあくまで過去の実績であり、将来の値を保証するものではありません。

## 2022年イアンの影響を受けた洪水関連Catボンドの価格動向（2022年7月～12月）



スポンサー	発行者	クラス	金額 (mil)	クーポン
FEMA / NFIP via Hannover Re	FloodSmart Re Ltd. (Series 2020-1)	Class A	\$300	11.00%
	FloodSmart Re Ltd. (Series 2020-1)	Class B	\$100	14.50%
	FloodSmart Re Ltd. (Series 2021-1)	Class A	\$450	13.00%
	FloodSmart Re Ltd. (Series 2021-1)	Class B	\$125	16.75%
	FloodSmart Re Ltd. (Series 2022-1)	Class A	\$325	11.25%
	FloodSmart Re Ltd. (Series 2022-1)	Class B	\$100	13.75%
	FloodSmart Re Ltd. (Series 2022-1)	Class C	\$25	17.75%

※上記銘柄は3年満期で毎年2月に発行されている。（出所） Twelve Capital社資料をもとに弊社作成。（2022年12月末現在）  
 上記はあくまで過去の実績であり、将来の値を保証するものではありません。

# インデックスについて

## 1. NOMURA-BPI

NOMURA-BPI総合の知的財産権とその他一切の権利は野村証券株式会社に帰属しています。また、同社は当該指数の正確性、完全性、信頼性、有用性を保証するものではありません。

## 2. FTSE WGBI ex Japan

FTSE WGBI ex Japanは、FTSE Fixed Income LLCにより算出および公表されている債券インデックスです。FTSE Fixed Income LLCは指数の正確性もしくは信頼性について保証するものではありません。

## 3. MSCI-KOKUSAI

MSCI KOKUSAIはMSCIが独占的に所有しています。MSCIは指数に関する情報の正確性または完全性を保証するものではありません。

4. Swiss Re Global Cat Bond IndexやSwiss Re BB Rated Cat Bond IndexはSwiss Reが独占的に所有しています。Swiss Reは指数に関する情報の正確性または完全性を保証するものではありません。

## ご留意いただきたい事項

- 当資料は、機関投資家への情報提供が目的ですが、弊社が運用を行う投資一任契約の勧誘を行う場合があります。弊社が情報提供する運用戦略には様々な経済指標や市場動向によって投資元本を毀損するリスクがあります。
- 当資料は弊社が信頼できると判断した情報に基づき作成していますが、内容や解釈の正確性あるいは完全性についてはこれを保証するものではなく、また当資料中に示したコメント等は作成日現在の弊社の見解であり、事前の連絡なしに変更することがあります。資料中の運用実績はあくまで過去の実績であり、将来のパフォーマンスを保証するものではありません。
- 運用報酬は、運用戦略、成功報酬の採否、契約資産残高などにより変動しますので表示はできません。詳しくは、弊社担当者までお問い合わせください。また契約締結前交付書面に記載されております投資一任報酬体系でご確認頂くことが可能です。
- 弊社は投資一任業務以外に金商法第35条第1項に規定する付随業務(セミナー等を通じたマーケティング)を登録しており、別途コンサルティング契約を締結し報酬を得ている会社があります。
- 当資料を無断で複製、引用、転載または転送などを行わないようお願いいたします。

<お問い合わせやご質問等につきましては、下記までお気軽にお尋ねくださいますようお願いいたします>

運用部: 谷澤、田辺

電話: (03)6869-7770

Email: [bestmix-op@bestmixinvestment.com](mailto:bestmix-op@bestmixinvestment.com)

〒105-0004 東京都港区新橋4-9-1 新橋プラザビル1008号

ベストミックス・インベストメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2612号

加入協会: 一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号012-02564