

貯蓄性の商品等に対する再保険の活用事例について<<AFIR 関連研究会>>

ミュンヘン再保 畑 加寿也

【司会】 時間となりましたので、セッションC、AFIR関連研究会の「貯蓄性商品等に対する再保険の活用事例について」を開始したいと思います。発表者は、ミュンヘン再保の畑さんです。それでは、よろしくお願いします。

【畑】 おはようございます。すみません。まずタイトルが、事前にお送りしたものと違うのですが、貯蓄性の商品の概観と、それから、運用を皆さんはこのような形でされるのかということと、日本の例ではないのですが、海外の例の中で、日本でもできると思っている内容のご紹介をさせていただければと思います。

目次



▪ 1. AFIRについて	P.4
▪ 2. 日本の(窓販)貯蓄性マーケット概観	P.6
▪ 3. 保険会社にとっての現状と課題	P.10
▪ 4. 再保険の活用例	P.15
▪ 5. “再保険”となるための要件	P.19
▪ 6. 再保険に関するFAQ	P.23
▪ 7. (付録)直近のサープラスリリーフ再保険規制変更点	P.27

2

できればインタラクティブにしたいので、ご質問があれば、ぜひ言っていただければと思います。始めに、AFIRを代表して発表させていただきますので、AFIRのご説明と、皆さんご存じのことだと思っておりますが、直近5年、10年の貯蓄性マーケットがほぼ窓販とすれば、そちらを簡単にご案内させていただきます。3番で、特にここで言うことは、少し言い方が難しいのですが、円は無理なので、ほぼ外貨に集中していますが、外貨の貯蓄性商品の販売が急増してきたことによって、どのようになっているかという課題を3番にまとめています。その中で、そのような課題に対するソリューションというわけではないのですが、「こういうものもありますよ」と。5番、6番は、日本は再保険のルールがほぼないので、会計士さんと話をさせていただくと、そのようなときはUS-GAAPとIFRSを見るのだということで、海外では、再保険になるための要件はどのようになっているのか。そして、よくあるご質問をまとめています。

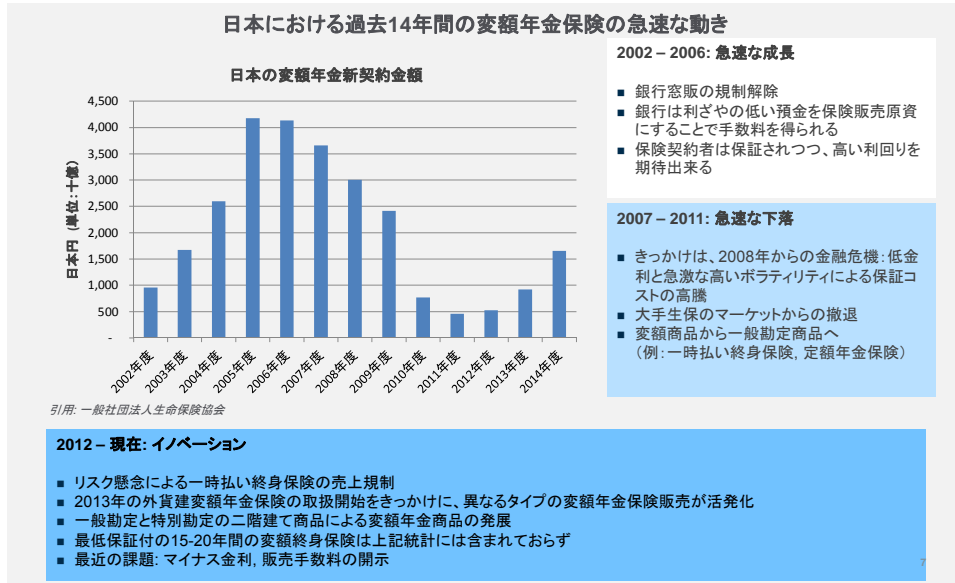
- AFIRは、Actuarial Approach for Financial Risks の略です。
- 日本アクチュアリー会のAFIR関連研究会は国際アクチュアリー会 (IAA) の部会AFIR/ERM sectionに対応する日本アクチュアリー会の調査研究組織であり、資産運用に関するアクチュアリアルな問題を広く探求することを目的としています。
- 現在、9名の研究会メンバーがおります。研究会の活動は、年5回程度集まり、AFIR/ERM sectionが毎年1回行っている国際会議での一つ前の会議での論文(30論文程度)の輪読です。2016年度は、2015年シドニー国際会議の論文を輪読しています。
- 研究会メンバーの研鑽のため、今回のように日本アクチュアリー会年次大会で発表した内容を改良し、翌年の国際会議(毎年1回開催)にて発表することにしております。20年以上の歴史のある国際会議ですが、日本から論文を継続して提出し発表しております。
- 今年2016年はエジンバラ国際会議が去る6月にすでに開催されました。2017年は8月にパナマ国際会議が開催される予定です。

5

AFIRは、Actuarial Approach for Financial Risks の略で、間違っていたら修正をいただきたいのですが、IAAの部会に所属してしまっていて、資産運用に関する保険数理の問題を広く、深く探求していきましょうと。ASTINというものもあるのですが、恐らく、どちらかという損保マターの方を担当しているのかなと思っております。日本は現在9名メンバーがおりまして、毎年の国際会議の論文を輪読させていただいたり、直近ずっとだと思いますが、日本からも毎年派遣して発表したりということを見せていただいております。ルールというわけではないと思っているのですが、慣例として、こちらの様な形で、年次大会で発表させていただいたものを、翌年のAFIRで、来年はパナマで発表させていただくようになっています。

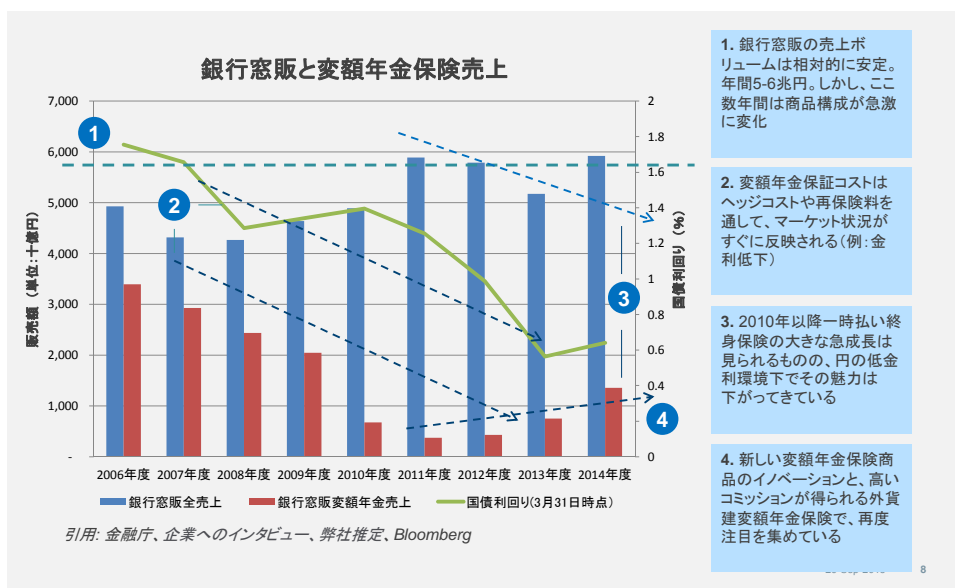
そのときは、もう少し日本の紹介に重点を置いたプレゼンにする予定で考えております。

では、日本の貯蓄性マーケット。そのような経緯もあるので、少し日本のこともまとめているのですが、これは、変額年金の売り上げでございます。生命保険協会の統計から持ってきました。ご案内のとおり、窓販が10年少し前に解禁されてから、販売会社にコミッションを払うという仕組みで、外資系を中心に2004年、5年、6年ぐらいでかなり伸びました。そして、金融危機が来て低金利でぐっと下がって、アベノミクスで、金利はあまり上がっていないのですが、為替がうんぬんということで外貨が売れ始めてきて、直近の2~3年、2015年度が入っていませんが、これよりもう少し高いところにあるはずなので、だいぶ回復してきております。



一番下に濃い青で囲っていますが、「イノベーション」と書いています。直近は、円建ての一時払い終身が売れていたのですが、円の低金利で全然販売し難い状況になっていますので、外貨の方がメインになってきております。その中で、いわゆる2階建て商品というものがたくさん出てきておりまして、2階建ての中でもレッドオーシャン状態になってきている形なのかなと思っております。そして、ご記憶に新しいですが、先月からコミッションを、特定保険商品というのですか、外貨や変額商品に関しては開示するようになってきて、かなり状況が変わっております。

窓販での販売ボリュームは安定的ですが、売れ筋商品構成は大きく変化してきました



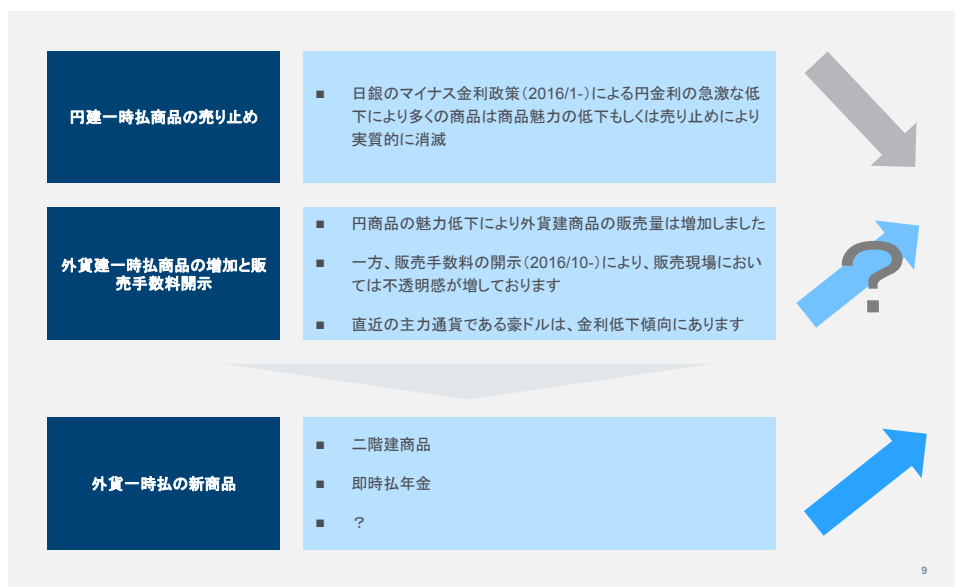
次に変額だけなのですが、情報が完全にあるわけではないので、大まかに推定も入っています。窓販全体なので、一時払いの貯蓄性のマーケットがほとんどここに集約されていると思いますが、それを10年間まと

めたグラフでございます。赤の所が変額年金の売上を表しており、前ページのものと同じで、がくっと下がってきて、直近で少し上がってきております。

そして、コメントの1番。合計ですと、大体6兆円ぐらいで一定程度に販売量が、これは新契約ボリュームですが、安定して推移しています。変額は途中で下がってきているということで、残りを補うような形で、定額年金や一時払い終身、外貨の定額終身、定額年金。ほとんど終身ですね。そのようなものが補う形でありまして、人口動態的なところもあるでしょうし、銀行さんがコミッション役務収益を上げたいところもあると思うのですが、総額自体は、非常に安定的に推移しているということが事実のようです。2～3年ごとに、3～4年ですか、大きなサイクルがあつて、恐らく5年前は、窓販で、ましてや地銀で売っても外貨の変額を誰が買うのかと皆さんおっしゃっていたのですが、今はそれしか売れていないという状況かと思っております。

直近1年間で非常に大きなレジーム変化があり、マーケットは影響を受けています

Munich RE 




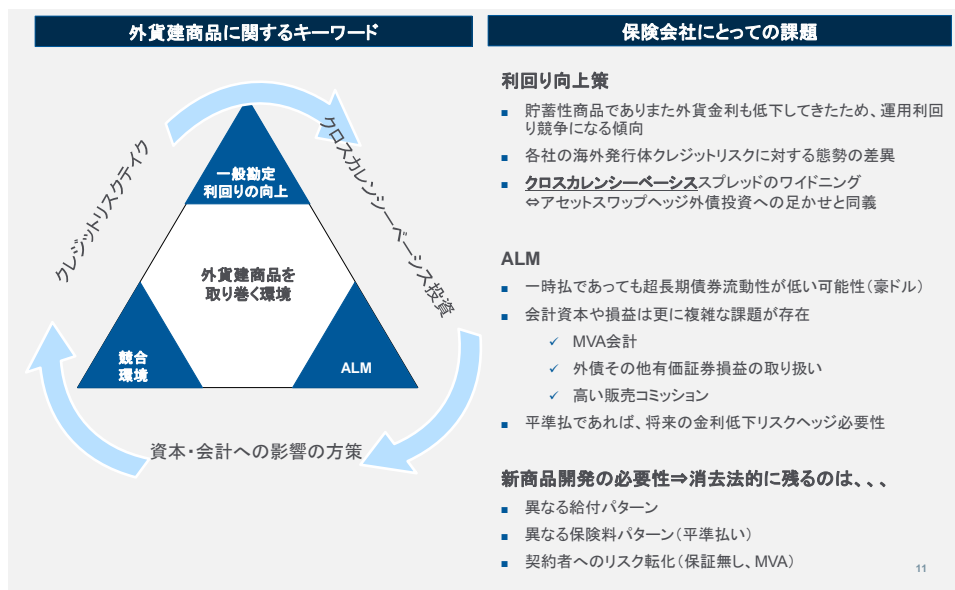
それから、超直近、この1～2年に関して言えば、円建てのものは、いろいろなご意見があると思いますけれども、非常に厳しくて、正直に言って保険会社さんは、「もう売りたいくない」と思われているのかなとも思っております。これは、残念ながら消滅していくと思っております。通常のスキームであれば、外貨のところは増加してきておりますし、増加傾向にもあるのですが、コミッションの開示というものがあつて、直近の動向は不勉強で認識しておりませんが、少なくともどんどん上がっていくということは、状況を考えると、若干難しい可能性もあるのではないのでしょうか。

一方で、ここに書いてございませんが、私はドイツの会社に所属しておりますので、ドイツでも10年ぐらい、段階的になのですが、コミッションの開示というものが、代理店チャンネル、営業職員チャンネルもだったと思いますが、タイド・エージェント（専属募集人）でも開示されています。そちらの場合は、もちろん慎重に開示していったということもありまして、結果論としては、あまり売り上げには影響はありませんでした。外部環境というか、市場環境ももちろん影響しますので、一概には言えないのですが、ですから、コミッションは今後も上がってくるのかもしれませんが、クエスチョン・マークは、恐らくつくのかなと。

このような中で新商品を皆様は開発されていると思うのですが、方向性がなかなか難しく、売れはする

と思うのですけれども、豪ドルもどうなるか分かりませんし、米ドルは、トランプになって、金利がいつ上がるのかということもございますので、非常に不透明なところがあります。直近は、変わった形の2階建て商品。死亡保障が円で付いたものや、その他、恐らく今後も出てくるのだと思いますが、2階建てが主流になる形で、2階建ての新しいものを開発していきましょうということで出てきております。また、即時払い年金のようなものもたくさん売れていると聞いておりますし、この流れか、この流れ以外かは分かりませんが、新しい商品は出さざるをえない状況かと思っております。いずれにしても、ほぼ全て外貨になるであろうと。ユーロは恐らく無理でしょうから、米ドル、豪ドル。

外貨商品の急激な販売量の増加により様々な課題が発生
Munich RE 



直近、この3年ぐらいで外貨がどんどん積み上がってきて、私の勝手な理解で、どのような状況に保険会社様があって、どのようなことが課題としてよく挙がるのかというものをまとめております。分かりづらくて恐縮なのですが、幾つか左側に、文章ばかりだと分かりづらいので、三角形にしてみました。左下から、競合環境があります。皆さんが参入してきて、金融商品に特許は認められませんので、似たような商品も出てくるし、どんどん競合環境が厳しくなってきます。基本は貯蓄性商品ですから、運用利回り勝負になることは避けられないので、外貨で定額、もしくは2階建てであれば、一般勘定利回りを向上させていかなければならない。

その中で、「多くの」と言ってもいいのかもしれませんが、幾つかの会社様が、後でお話ししますが、クロスカレンシー・ベースを使った、アービトラージではないと思うのですが、日本の投資家にとってみればアービトラージと考えられるかもしれない投資をされております。ただ、その中で、ALMと書きました。叱られるかもしれませんが、ALMといったときに、経済価値ALMもあります。ここで申し上げているものは、どちらかという会計や資本、ソルベンシー。そういったところへの会計ALMへの影響が、いろいろな状況はあると思いますが、かなり出てきている。もちろん、今はまだ平準払いが大きくは売れておりませんが、平準払いであれば、いわゆる逆さやのリスク、将来の金利が下がっていくリスクも負うことになるので、これは経済価値ベースのALMの問題だということ、問題点がたくさん出てきております。

幾つか少しだけ深掘りさせていただきますが、一般的に外貨の運用を頑張ってしまうというときに、やり方が、二つあると思っております。例えば、ここにもいらっしゃると思うのですが、外資系の、特に米系の

生保様であれば、米国はクレジット・マーケットが非常に分厚くて、年限もそれなりにありますので、クレジット投資をそもそも取る会社のカルチャーだというと、クレジットリスクを取って運用利回りを向上していこうという方向性の方々が、外資系を中心にいるかと思っております。

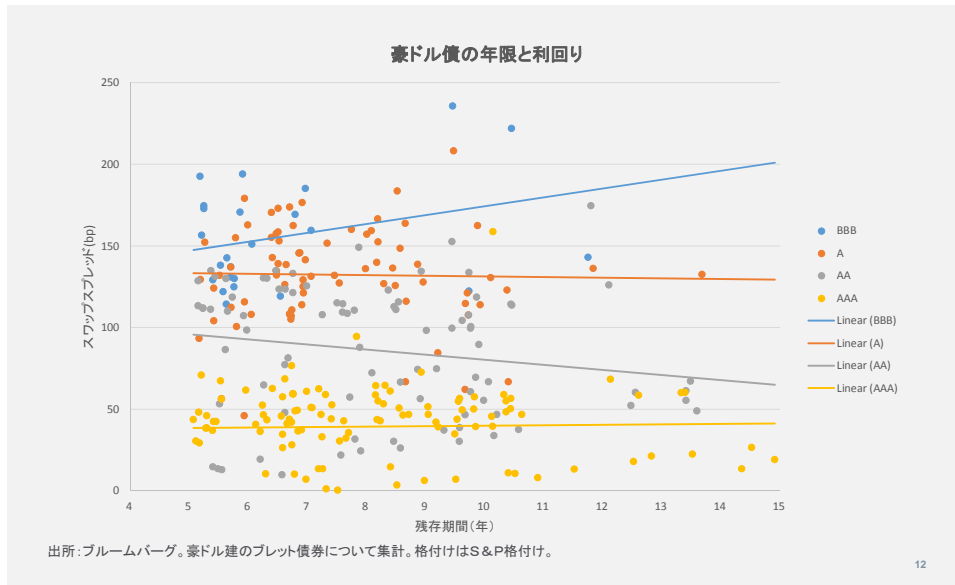
一方で日本の方々は、グローバルな発行体。世界銀行のような、格付けが非常に高く、たまたま豪ドルで発行する、米ドルで発行するというようなものであれば、クレジットは格付けが高いので見られると思うのですが、クレジットリスクをきちんと見て、リスクを取ってという体制にあるということはまれだと思っておりますので、一つの方策として、日本の国債のクレジットリスクは、A-ですかね。A相当なので、そこを豪ドルに変換することで、スプレッドを取りに行く。日本の国債は、外国人からしてみれば違うかもしれませんが、基本的にはリスクフリーで取られる体制で、そもそもそれにリスクがあれば、今のインフォースはどうなのかという話になるので、リスクはゼロと見るのが通常は可能だと思っております。その中でスプレッドがあるので、利回りが非常に高いところで取れるということをされている会社さん。これは後でご案内します。そのような二つのルートで、利回りの向上をされているのではないかとと思っております。

いろいろとする中で、ALM上の問題が幾つか出てきました。右の真ん中のところですけども、特に豪ドルですが、それほど債券が出ておりません。あったとしても、ANZなど、豪州の銀行が出す、もしくはグローバルな銀行が出すもの。恐らく投資銀行等は、日本の生保が「豪ドルで出してくれれば、どんどん買いますから」と言っても、発行するときからたくさん投資家がついているものもありますが、基本的には流動性はあまりないです。豪ドルは国債も10年強までしかありません。ですから、非常に難しいところで戦うことを余儀なくされている状況です。

会計の方は、個別事例なので詳しくは述べませんが、外貨の定額であれば、MVA、マーケット・バリュー・アジャストメントがほぼ付いておりまして、責任準備金の取り扱いが非常に複雑。シンプルではあるのですが、非常にコンサバといいますか、「あした全員が死んだら」というぐらいのコンサバなリザーブになっておりますし、かつ、それが金利と為替でぶれるケースもありますので、会計に非常にボリュームがたまってくると、問題になる。前から問題視はされていたと思うのですが、直近でボリュームが上がってきたので、問題視されている会社さんが多くなってきています。

そして、外債はその他有価証券に分類されます。これは、該当する会社さんは全てではないのですが、外債で購入されると、ヘッジ外債も含めて、PLヒットしない方がいいわけですので、外債はPLヒットしない、為替の部分はPLヒットしないということが、IFRSで言うとそもそもその他包括利益のところにヒットします。そのような取り扱いをされている会社さんもたくさんいると思うのですが、負債は常にPLヒットしますので、円安になると、大変なPLと資本のマイナスになるという問題も出てくる場合がございます。それから、高いコミッションなので、サープラス・リリーフなども重要といいますか、検討するような形になってきています。

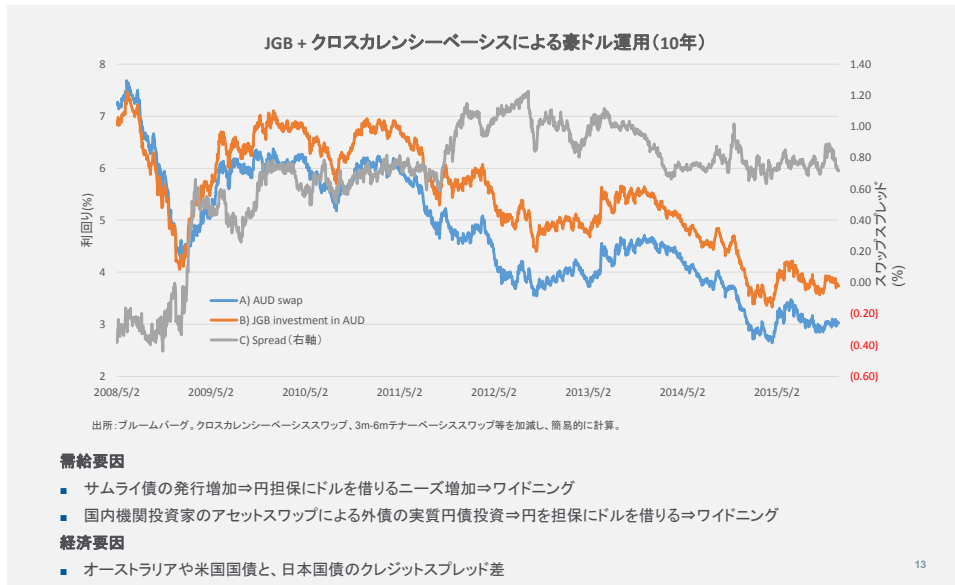
豪ドル債は運用スペースが限られており、高い利回りを出すためにはリスクテイクを行う必要があります



これは、先ほど口頭で申し上げたものを図示しただけなのですが、全てブルームバーグで取ってきた公募の、私募も入っていますね。豪ドル建ての債券をブルームバーグに入っているものを全てプロットしまして、X軸が残存年限。当初年限ではなくて、残存年限。今、投資するとしたら何年債が買えるか。Y軸が、豪ドルのスワップ・レートからのスプレッドをプロットしています。ベースス・スプレッド、ベースス・ポイントのスプレッドを出しています。

BBBでは、この青い線。エクセルで適当に線形回帰しただけなので、いま一つフィットしていませんが、一番利回りが高くて、それでも、大体スワップ・レート+150 ベーススぐらいです。Aでは130 ベーススぐらいというもので、AAAでは、いろいろな発行体があります。スワップ・スプレッドがマイナスなので、国債は入っていないかもしれないですね。黄色の所で、スプレッドはそれほど乗らないもので、右側に行くと、明らかにほとんど投資の玉がない。この丸一つ一つが流通量を表していないので、分かりづらいです。そのようにするともっと分かりやすいと思いますが、10年超のところは、全然ございません。

JGBのクレジットリスクで豪ドル転することで、100ベース
前後のスワップスプレッドを得ることが可能です



だからというわけでもないのですが、先ほど申し上げた、外資系ではなくて、日本国債はリスクが低いと思って投資できる方々の中で、クロスカレンシー・ベース運用、JGBを買います。10年後に100円戻ってきます。クーポンは1ベースなどマイナスではないですが、エコノミー上はマイナスのクーポンで買います。これを、そのクーポンと元本を為替マーケットに持って行って、JGBはデフォルトしないという前提だと、固定クーポン、元本が来ますので、これをスワップすると、豪ドルにスワップできる。米ドルに行って、豪ドルに行けるのですが、そうすると、でき上がりがあたかも豪ドル国債のようなエコノミーになった利回りが、このオレンジ色のものですね。すみません、一部英語で。JGB investment in AUD となっていて、直近ですと4%ぐらいで回ります。直近といっても半年ぐらい前までしかないですが、4%ぐらいまで回ります。

一方で、豪ドルのスワップ・レートは3%ぐらいなので、左軸ですね。その差分をねずみ色にして、これがスプレッド、右軸で大体80ベースぐらいですね、直近では。ですから、ここも見ていただくと、国債はS&PでAだと思しますので、このオレンジの所なのですけれども、平均よりももしかしたら少しスプレッドが下がるかもしれませんが、大まかにLIBOR+80ベースぐらいです。かつ、どこのものなのかというA格付けよりは、日本国債のAの方がリスクを皆さん取りやすいと思しますので、それほどクレジット・モニタリングをしなくてもというか、ほぼしなくてもこの利回りを取れるということで、ソフトバンク債でもいいのですけれども、JGBを豪ドルにするというものを、かなり皆さん使われてきているように思っております。

これのいいところは、良くも悪くもなのですが、結構スプレッドを稼げるということと、国債は10年強までしかないのですけれども、スワップの方であれば、30年というところかなり流動性は落ちてしまいますが、20年ぐらいであれば、納得のビッド・オファーの取引コストで取引可能でございますので、MVAの算定期間を15年などにされている会社さんもいらっしゃると思いますが、もし20年にしたかったとしても、それなりの運用をこれによってデュレーション・マッチングをすることができます。負債のデュレーションに合わせることで、国債を使わなくてもできるというものでございます。

では、なぜこのようなスプレッドがあるのか。2008年のリーマン・ショックの少し前までは、日本のスワ

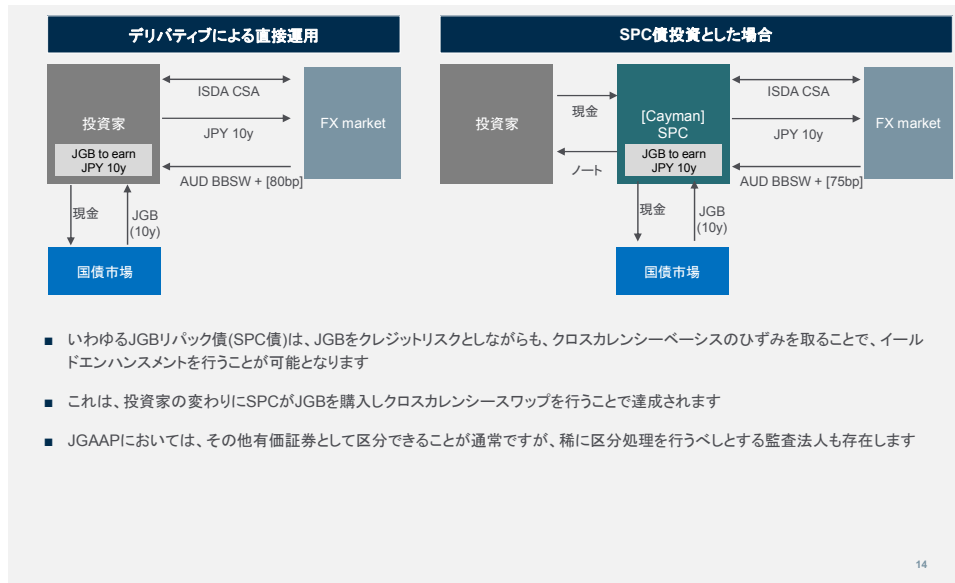
ップ金利、日本の円LIBORフラット、スワップフラットというものは、そのような取引はもちろんあったのですが、ドルに変換したときはドルのスワップ金利だろうと。リスクフリー・レートとリスクフリー・レートなのだから、一緒に決まっているだろうという考え方だったのですが、金融危機以降は、私も専門家ではないのであれですけども、そもそもスワップ金利はリスクフリーではないというところも当然ありますし、今、リスクフリー・レートという、少なくともデリバティブの世界では、オーバーナイト金利です。もしくは、そのスワップであるオーバーナイト・インタレスト・スワップ、OISというものが、リスクフリーとして2008年の金融危機以降は考えられていますので、いわゆるLiborスワップ金利はリスクフリーではないということで、マーケットにある種のひずみが出てきてしまっております。

Googleを調べていただければいろいろなレポートが出てきますが、後づけのような気もしますが、間違ったことは言っていないのかなど。幾つかありまして、需給要因。例えば、日本は金利が安いので、「調達しておきます」と。海外の発行体が、主に金融機関だと思いますが、海外発行体が円で発行する公募の債券のことをサムライ債と言います。ただ、彼らは円は要らないので、円の投資家を万が一のときに確保しておきたいということで、円の投資家は円で買いますから、わざわざ円で発行しているだけなので、そこは裏で円でお金をもらって、円のクーポンを払います、日本の投資家に。その裏ではドルに変換しております。それは、書いてみれば明らかで、円を担保にドルを借りているというニーズなので、ドルを借りるということは、ドルのLIBOR金利プラスアルファを払うということですから、ドルのニーズが増加します。これは、このスプレッドが、先ほどの80ベーシスと申し上げていたところがワイドニングする方向。3~4年ぐらい前は、「円の金利がこんなに安くて、こんなに調達できるのか」ということでサムライ債が非常に増えておりましたが、もしかしたら、これが一つの需給要因なのかなど。

また、これは皆様にも大きな関係があると思うのですが、ヘッジ外債ですね。二つの種類がございまして、もちろん円の投資にするのですが、短期の為替でロールして、ドルの金利が上がっていくリスクはあるけれども、そうなれば売却等すればいいという前提で、短期の金利の変動リスクを取りながら米国国債に投資する方法と、完全にドルのエコノミーを、ドルのクーポン固定で1%来るものと、10年後に100ドル返ってくるものと、そのような固定のものを全て円にする方法（いわゆるアセットスワップ）があります。ですから、ドルのクレジットで、あたかもJGB投資にする。先ほどの逆ですね。それをするということが、当然、国内の機関投資家様はニーズがございまして、負債が円ですから。そのようなことをされていることが、たくさんあるのではないかと。そうすると、当然それはワイドニングで、クロスカレンシー・ベーシス取引をすればするほど需給的にはタイトニングしていくのですけれども、対抗する他の需給も相応にマーケットではございます。ですから、金融危機以降、ずっと100ベーシスぐらいで推移している。

それから、日本国債はAですけども、オーストラリア・米国債は、需給というよりはファンダメンタル的なものですが、格付け、CDSは違いますので、ここに投資したときには円で。JGBイクイバレントに投資したときは、豪ドル国債よりも当然スプレッドは乗っていないければということで、並べてみると、CDSの差。JGBのスプレッドとACGB、豪ドル国債のスプレッドの差を、クロスカレンシー・ベーシスのスプレッドと並べると、大体同じような動きはするのです。後づけ感は否めないですが、そのような形で、これがゼロに戻ることはないだろうと普通の人は思われているというものです。

デリバティブもしくはSPC債を使用してクロスカレンシー投資を行うことが可能です



これは、皆さんがどのように投資されているのかなのですが、もちろん再保険を使うという方法もあるのですが、一般的には、デリバティブを直接行う左側の方法と、債券仕立てですね。ケイマン等でSPC、Special Purpose Companyを作っていただいて、そこが債券を発行して行う方法と、二つございます。どちらも同じですね。投資家の方がそのままJGBを買って、クロスカレンシー・ベース取引をマーケットで行う場合。これは担保のやり取りが必須ですから、デイリー・マージンで毎日値洗いして、担保のやり取りが必須にはなりませんし、そのうち、このクロスカレンシー・ベースはクリアリングの対象にはまだありませんが、ここもクリアリングの対象になりますので、恐らく5年後には証拠金を出してという、取引上に証拠金を出すような形になると思いますが、そのような形でやる方法。こちらの方が、恐らく安いと思います。

なぜかという、SPCを作るためにもお金がかかります。リーガル・アカウンティング、トラスティーなど、もろもろの費用が当然かかりますので、右側は、SPCがあなたの代わりにデリバティブをやってくれる、JGBを買ってくれるというところですが、多少コストはかかります。その代わりに会計上の、先ほどから申し上げております、左だとデリバティブがそのままPLヒットですので、このベースが80ですけれども、これが100ベースに行けば、20ベースをワイドニングして、クレジット・スプレッドのワイドニングと同じですから、10年であれば2%時価がやられます。それが毎期のPLにヒットするという形の運用にならざるをえないので、PLへの影響はデリバティブの方が、ケースによりますが、大きいかもしれません。SPC債投資の場合は、違う例も散見されますが、通常はその他有価証券でいけますので、PLヒットはしないという違いがあります。

いずれにしても、このような手法を使って、主に豪ドルだと思いますが、年限がない債券、流動性がない債券。クレジットは見られないけれども、負債で10年、15年といっているの、運用しなければいけないというものをクリアしているというところですね。

そして、若干話が変わってしまうのですが、貯蓄性商品に再保険を使う事例が、海外、特にアメリカというよりは欧州なのですが、弊社の本社の方で幾つかさせていただいてまして、どのようなものが事例なのか。特に再保険ですと、デリバティブと同じようなことを達成できるのですが、会計上のメリット

が多く取れるケースがたくさんあるということで、一つ、シンプルな事例をご紹介させていただきたいと思っています。

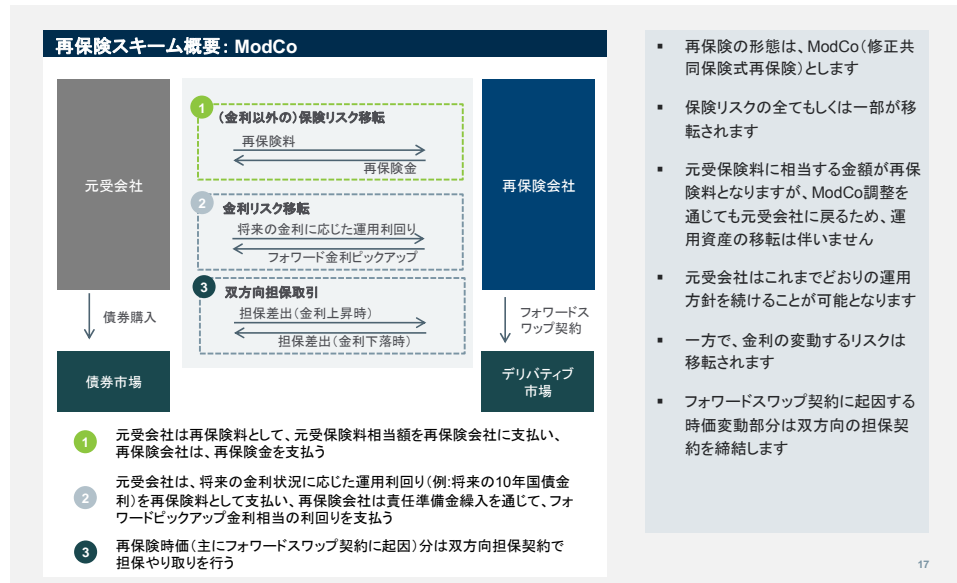
円金利フォワードスワップ金利カーブ



フォワード金利。皆さんもエンベディッド・バリューを計算するときに、運用の前提は、JGBないしはスワップ、どちらもあると思うのですが、フォワード金利で運用がされますね。直近は10年であればマイナスで運用だけでも、10年後には金利が非常に上がっているという前提でエンベディッド・バリューを計算されていると思いますが、過去、そのようになったことは一度もなく、先月時点での円の金利でも、これはスワップ金利ですが、プラス7ベーシスで、5年後、これが44ベーシスまで上がるということ、マーケットが織り込んでいます。スティープなので、これもいろいろな経済理論や需給理論はあると思うのですが、通常、先進国においては、イールド・カーブはフラットよりはスティープになって、斜めに上がっております。そうすると、自然な帰結として、十分流動性があるマーケットであれば、今、5年後の10年金利を買っておくと、今は7ベーシスなのだけでも、44ベーシスでヘッジすることができます。

私がヘッジファンドであれば、金利が44ベーシスより上がれば「負けました」、44ベーシス下がれば「勝ちました」という投機取引なのですが、私が生命保険会社であれば、負債側で通常は予定利率で保証していますので、これはヘッジ取引になりますので、有配当保険であれば違う論点が出てきますけれども、金利が上がっても特に問題はない。下がるのがリスクです。エンベディッド・バリューで計算する新契約価値は完全にリスクなしで押さえてしまいたいということが、誰でもできます。デリバティブ・マーケットに行っていれば、円の金利であれば普通は流動性がありますので、できます。

ただ、ヘッジ会計は、基本的にこれは使いづらい、使えないと思っておりますので、再保険の取引を使ってということで、ご案内のとおり欧州の金利が、この2~3年で信じられないぐらい、日本よりも急ペースでいきなり下がりました。かつ、普通はエコノミストと話す、金利が上がるというビューの方々はいらっしゃいませんので、これは押さえてしまいたい。欧州は金利が十分スティープですので、今入ってくる保険料は7ベーシスしか付かないのだけでも、5年後に入ってくる保険料を今、押さえてしまって、44ベーシスで回すことを確約してしまうという取引を、どのような形でもいいのですが、例えばModCo、modified coinsuranceのベースで行うということをお願いしております。



非常にシンプルで、どのような形ですかといいますと、ここに1、2、3とございますが、再保険なので、次のセクションで簡単にご案内させていただきますが、リーガル上再保険だということと、会計上再保険だということ、少しレイヤーが違います。海外は明確に定義がなされているのですが、リーガル上再保険ということは、ある種簡単です。語弊がありますが、「再保険取引」と書けばいいというぐらい簡単です。ただし、会計上再保険となるためには、少なくとも保険リスクの移転がなされていなければだめで、全てではないのですが、大層の保険リスク。保険リスクの定義が国によっていろいろと違うのですが、通常は危険差のリスクです。死差、危険差のリスクの移転になっています。ですから、そこをきちんと移転します。

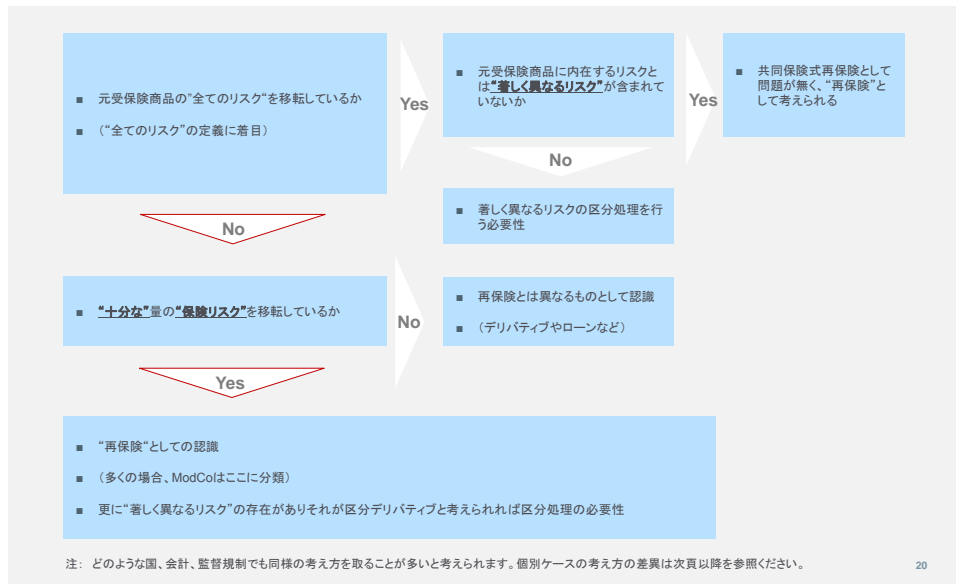
2番は金利リスクなので、運用リスク、利差益の部分のリスクも移転します。どのように移転するかというと、元々負債側にあるリスク。つまり、将来保険料が入ってきたときに、10年債が何パーセントで回るかわからないというリスクがあるわけですから、それに対応する形で、保険料が入ってきたときの金利。例えば、10年スワップ金利を払う、ModCo金利で払うという形に定義しておけば、金利が上がったときは想定よりたくさん払わなければだめだけれども、下がったときは、低い保険料。ModCo金利を再保険上で払えば、あとは再保険会社が全て、少なくとも利差に関するところはしてくれるという意味で、フォワード金利のヘッジができていながら、再保険で自然になされるというものです。

3番は、なけばいいのですけれども、弊社も裏ではブローカー・マーケットでデリバティブ取引を行いますので、資本で吸収するのではなくてヘッジします。そこで担保取引がマストになっておりますので、再保険といえども、このような類いものは、時価が上がる・下がるに応じてお互いに担保をやり取りするという、一部のアジアの国はまだこのようなものが発達していませんが、日本でも変額年金は普通ですので、大体これがスタンダードになりつつあります。

これは主に欧州ですが、諸外国でこの取引をさせていただいて、いろいろな理由があると思うのですが、恐らくソルベンシーIIが非常に大きな理由だと思っています。金利が下がることが明確にリスク化されていて、金利が上がることもあまり期待できない中で、デリバティブでやってもいいのだけれども、欧州は小さい会社さんも非常に多いので、デリバティブなどはしたことがない。再保険はしたことがあるという会社さんであれば、経験の問題。それから、もっと大きいものはヘッジ会計のところで、IFRSでもUS-

GAAPでもほとんど同じような要件を満たさなければならないのですが、日本のヘッジ会計の方がハードルが高いように比較すると見えますが、そのようなところで再保険を欧州ではさせていただいております。これは金利で申し上げたのですが、先ほどのクロスカレンシーのものを入れてもいいですし、普通の為替のリスクが商品に似ているリスクであれば、適用しやすいです。

再保険性の考え方の原則



最後に、このようなピッチを普段はさせていただいているのですが、これをご案内すると、「デリバティブを入れた再保険が、何でP Lヒットしなくていいんですか」と至るところからご質問が来るので、フローチャートを作っています。20 ページのチャートは、どこから来たものでもないのですが、いろいろな国の規制の最大公約数を取って、考え方はこうだと。会計士さんもこのような形で考えられるのだとは思いますが、どこの規制というわけでもないです。次のページでは、IFRSではどのように考えるかというチャートを作っていますので、後程説明いたします。

まず左上で、全てのリスクを移転しているか。全てのリスクを1対1で移転していれば、それはただの共同保険式再保険なので、何の問題もなく再保険です。全てのリスクを移転していて、かつ、異なるリスクが含まれていない。つまり包含関係的にイコールなので、これは共同保険式再保険です。これも、厳密に100対100でなくても、定義は少し裁量というか、完全に一緒でなくてもいいのです。例えば費差のリスクなどは、通常は移転することは不可能なので、どんどん元請け様の方で費を使われれば、それほどリスクは取れない。そのようなところは、もちろん全てのリスクの全てには入らないので、余地はあるのですけれども、右の方に行くと共同保険式になる。

そして、全てのリスクでなくても再保険になります。ノーであれば、十分な量の保険リスクを移転しているか。「十分な」というところが、日本では定義はないのです。定性的に、どこにも「十分な」とは書いていないけれども、海外事例を見て「十分な」と思っておくというところなんです。そして、保険リスクを移転する。保険リスクにもいろいろとありまして、大体は死差なのですけれども、解約リスクのみで保険リスクとなるところもあれば、ソルベンシーII等は金利リスクだけでも保険リスクとなりますし、いろいろな規制と会計で異なるのですが、基本的には十分な保険リスク。

それが通れば、基本的に再保険になります。これは全てのリスクが移転していないので、コインシュアラ

ンスではなくてModCoになりまして、次のページで簡単にご説明しますが、それでも、著しく異なるリスクは入っているけれども、十分なリスクを移転している。変なリスクも移転している可能性はありますので、もしそれが、IFRSであればIFRSで定義するエンベディッド・デリバティブに該当するのであれば、それをPLヒットの扱いをしなければならないというロジックが存在しております。

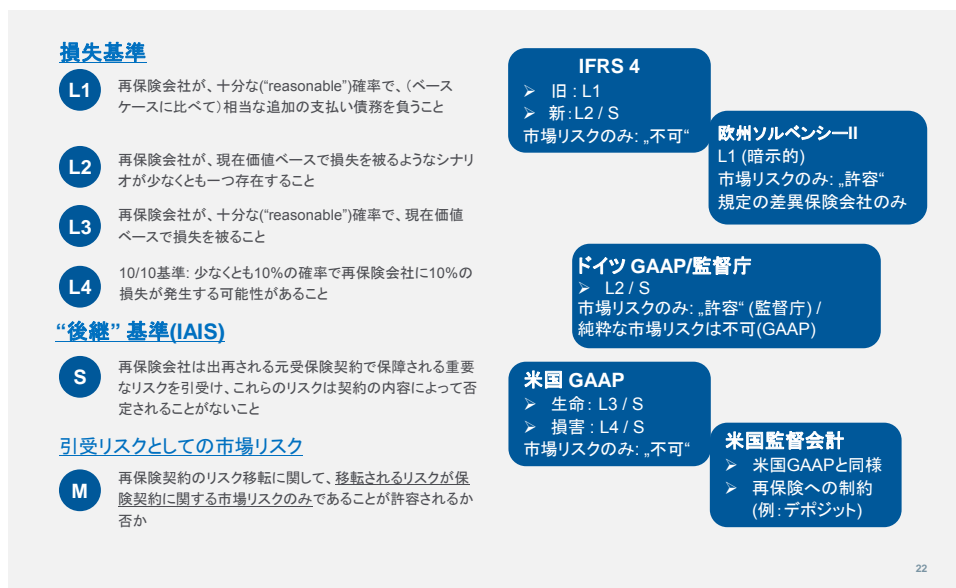
英語のままです恐縮なのですが、基本的にこれは、IFRSのワーディングの文章を持っています。全て条文の根拠もあるのでありますが、ここは割愛しておりますが、リーガル上再保険契約を作ります。これは、IFRSでは再保険なのか、それとも金融商品なのか、ファイナンシャル・インストルメントなのかという、まず分類をします。その中で再保険となったとしても、ここは比較的簡単なのですが、再保険をしたときにキャッシュないし資産のやり取りがあるもの、ないものもあるのですが、ないものであってもその部分がノーショナルとして定義されますので、そのノーショナルの部分を、アンバンドリング、分離する必要があるのかということがまず来ます。

通常ではこれはノーなので、その残ったところにデリバティブ・コンポーネントがあるかということをやって、エンベディッド・デリバティブが入っている中でこの選択肢があって、入っているけれども、クロスリー・リレイテッドであれば別に何の問題もない。平準払いの保険商品はデリバティブが入っていませんけれども、区分処理しないということと同じです。完全に一体化していれば、分ける必要はございません。

それから、エンベディッド・デリバティブが入っているときに幾つかのテストをしまして、テストが通ればクロスリー・リレイテッドなので、PLヒットしなくていい。テストを通らなければ、PLヒットをするようにしてください。会計の条文にフローチャートがあるわけではないのですが、読めば明らかにフローチャートがあるような形になっています。実際には、正直に申し上げて、ノット・クロスリー・リレイテッドのPL処理をする取引というものは、例があまりあるわけではありません。「だったら、やめよう」となりますので。ただ、このようなロジックで分類されています。

再保険とは何か？ - 様々な規制下における異なる基準

Munich RE 



22 ページは、先ほどの十分な保険リスクを移転しているか。損失基準、ロス・クライテリアというのは、十分性の定義を定めています。L1、L2、L3、L4と幾つか書いてございますが、L1がワーディング的には軽い。L4が一番重い。「テン・テン・クライテリア」などといいますが、少なくとも10%の確率で、

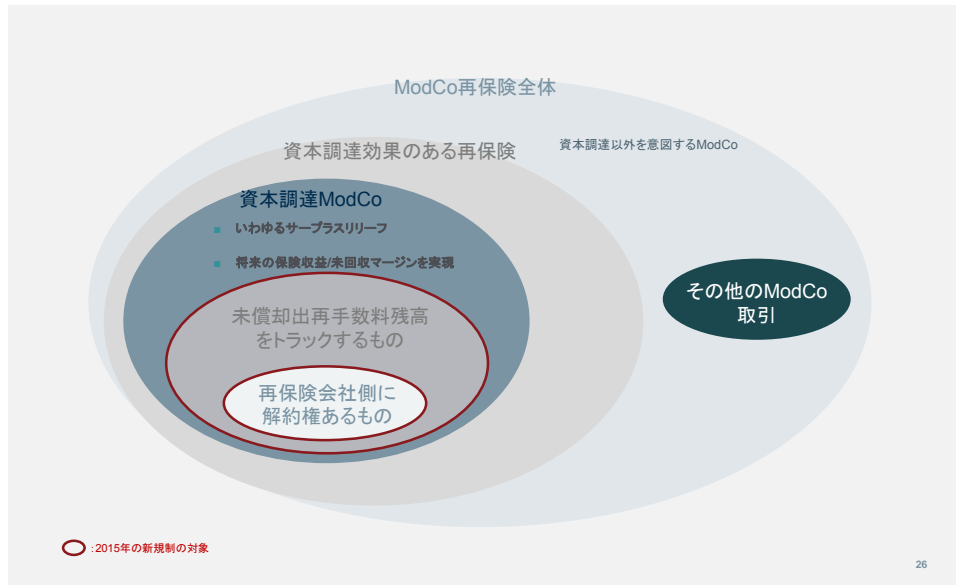
10%のロスが発生する可能性があること。生保でこのようなものはありえないと思いますが、USの損保の再保険に定義されています。再保険だけではなく、元請けもですかね。USで損害保険として認定されるためのリスク移転の度合いなので、生保に関しては、L1からL3のところですか。L1、L2、L3も全て数字がないので、会計士さんの裁量によるところが非常に大きいのですが、そのような具合になっております。

大体のリスクは危険差リスクですが、例えば市場リスクのみの移転というものは、デリバティブにならざるをえないのか、再保険として可能なのかということは、US-GAAPであれば不可ですし、ソルベンシーIIは大丈夫ですし、ドイツのローカルGAAPはだめですが、監督当局はOKですね。幾つかいろいろなものがあるというものです。よく分からないのですが、恐らくJGAAPも、そのうちどこかに収れんしていく、もしくは指針を作っていくのだと思うのですが、今のところはできていません。

海外の事例はこのようなもので、海外もこのようなご質問が来るようなのですけれども、FAQを作らせていただいています、一番多いものがこれですね。「デリバティブを直接した方がいいでしょう」と。そのとおりというケースもあるのですけれども、デリバティブのPLヒットを気にされるのであれば、それを回避するものはヘッジ会計か再保険という意味で、往々にして再保険の方が達成しやすいです。先ほどのフローチャート・チェックをすればですね。そこが、一番の再保険のメリットにはなっています。一方でデリバティブであれば、全てのリスクを移転する必要はないですし、気にしているリスクだけの移転でも何の問題もないですし、好まれるか、好まれないかは分かりませんが、レバレッジをかけて投機ポジションを取ること、内規などが許せば問題なくできるというところですか。幾つかメリデメはあるのですが。

そして、「再保険は、デリバティブより高いのでは」。「そうですね」というところもあるのですが、再保険会社も、デリバティブを行う際には、元請け、保険会社様がISDAを結んでデリバティブ契約を3社として、コンペティションをさせて、一番安いところであるというようなプロセスを当然取りますので、デリバティブのコストはほとんど一緒になるかと思います。もしかしたら安いかもしれないというぐらいのレベルです。一方で保険リスクは、危険差のリスクは移転しなければなりませんので、それは高くなります。間違いないです。それを再保険配当で戻すこともできますので、100%リスクもリターンも移転する必要はないということかと思えます。

そして、システミック、分散不可能なリスク。解約リスクも入るかもしれませんが、費差益のリスクは正にそうですし、そのようなものは入れませんので、ウィン・ウィンになるような形で通常はストラクチャリングするのかなど。



最後に、ご紹介した再保険は全てModCoで行うことを前提にしているのですが、日本でModCoというと、ほぼサープラス・リリーフしかやらされてきておりません。ですから、サープラス・リリーフを資本調達するような再保険、修正共同保険式再保険が頭に入ってくるのが当然ではあるのですが、金融庁の方で、昨年パブコメで出ているもの。今年から施行されているものですね。そのようなものに関しては、リスク移転が不十分なので、PLは通してもいいけれども、ソルベンシーからは除外してくださいということが昨年できております。ModCoは、コインシュアランスの中でリスク移転を限定的にしたもの全体になりますので、必ずしも資本調達すること＝ModCoではございませんので、ここはかなり明確に違うと思っています。レピュテーション・リスク等も気にされる方がいるのかもしれませんが、海外では、ModCo＝サープラス・リリーフではありませんでしたし、だいぶ変わってきていると思っております。

ただ、先ほど、JGAAPの方も指針を作っていく方がいいのだと思うと申し上げたのですが、このようなものを作っていく際に、一方でサープラス・リリーフの死差リスクが非常に限定的なので、あれも再保険になっていたというロジックにすると、個人的には、どれだけ小さなリスク移転であれ再保険になってしまうので、前例主義の会計的には指針は非常に作りづらい。よって、個別性が高くなっているのかなとは正直に言って思っております。そのようなところで、もしご質問があればと思うのですが。

司会 何かご質問はございませんでしょうか。よろしいですか。では、以上をもちまして、セッションC、AFIR関連研究会の「貯蓄性商品等に対する再保険の活用事例について」ということで、ミュンヘン再保の畑さんにご講演いただきました。いま一度、畑さんに大きな拍手をお願いいたします。