

マイナス金利と保険会社経営

オーガナイザー：キャピタスコンサルティング 植村 信保

パネリスト： 明治大学 松山 直樹

J P モルガン証券 辻野 菜摘

スイス再保険 渡辺 有史

植村 時間になりましたので、パネルディスカッション「マイナス金利と保険会社経営」を始めさせていただきます。

今日のオーガナイザーを務めさせていただきます、キャピタスコンサルティングの植村と申します。よろしく願いいたします。

最初に、パネリストとしてご登壇いただくお三方を、ご紹介させていただきます。あいうえお順で、レディーファーストということもあり、真ん中に座っていらっしゃるJPモルガン証券株式調査部の辻野さんです。次に、一番私の方に近い方が、明治大学総合数理学部で、元明治安田生命でアクチュアリーの方の松山さんです。それから、一番入り口の方に近いところにお座りになっている方が、スイス再保険日本支店で、やはりアクチュアリーの渡辺さんです。

本セッションですけれども、マイナス金利下における保険会社の現状と今後の方向性ということで、マイナス金利やイールドカーブのフラットニング化という話なので、どちらかという生命保険事業中心の話になっていくとは思いますが、保険セクターのトップアナリストであり、緻密な分析に定評のある辻野さん、大手生保のアクチュアリーとして保険会社のALMを推進した経験があり、現在は学会で保険数理研究の第一線を走っている松山さん、グローバルな再保険会社に所属されていて、国内のみならず、海外事例の豊富な知見を持つ渡辺さんをお迎えして、ディスカッションを行っていきたいと思います。

お気づきのとおり、パネリストには元受会社のプレーヤーはいらっしゃらないのです。いろいろ検討しましたが、あまりに異例な経営環境の中で、無理矢理、保険会社の方を引っ張ってくるよりも、今日ご登壇いただいているような外部の有識者の方から、忌憚のないコメントを皆さんにお伝えする方がいいのではないかとということで、このような形になりました。

最初に、アクチュアリー会のALM研究会における論点整理をお伝えするというので、松山さんからプレゼンテーションをお願いしています。なお、3人の方々に最初にお話をいただいて、それからディスカッションに入っていくという形で進めていきたいと思っています。では、松山さん、よろしく願いいたします。

マイナス金利とALM
ALM研究会における論点整理
(明治大学 松山)

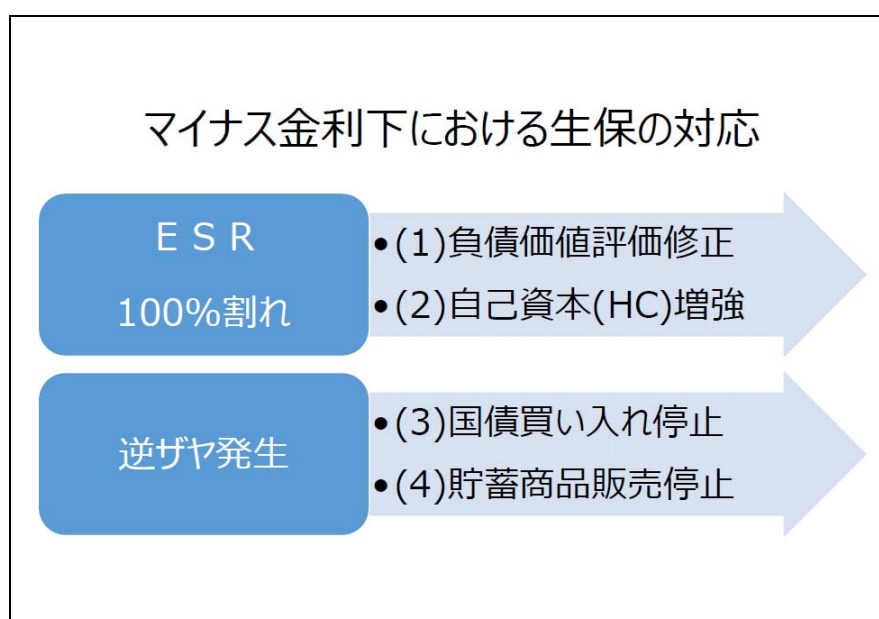
松山 ただいまご紹介にあずかりました、明治大学の松山でございます。元明治安田生命ということで、「出向が長くなりましたね」と言われるのですが、明治大学と明治安田生命は資本関係はございませんので、私は何ら明治安田生命と関係ないコメントを述べさせていただきたいと思います。

まず、ALM研究会ということで、この名前をあまりご存じない方もいらっしゃると思うのですが、現在はERM委員会の下にある研究会でございます。実は、ERM委員会より古いのですが、ALM研究会ではALMのいろいろなドキュメントの翻訳やディスカッション、あるいは、CERAの研修のいろいろな題材を作ることに協力しております。

なぜ、このようなところにしゃしゃり出てきたかと申しますと、ある人から、「マイナス金利でALMはどうなるの。この局面でALM研究会が何もしないとしたら、おまえら、ただ飯食らいだろう」と言われまして、少しは何かしなければいけないということで、大会委員会の方にご相談したら、「じゃあ、植村さんのところで一緒にやってください」という形で入れていただいたという、そのようなことでございます。

論点整理ということで、どのような点が問題になってくるかということ整理しただけですので、「こうすべきだ」というようなことを申し上げられるような内容にはなっていませんし、まだ議論の途中でもあるものでございます。ただ、皆様方も普段からいろいろ悩んでおられることだと思いますので、われわれの議論の一端を紹介することも無駄でないと思って、お話をさせていただきたいと思います。

ここで、取り上げてくる保険会社というのは、基本的に生命保険会社を考えております。まずマイナス金利において「大変だ、大変だ」ということなのですが、何が大変かということで、大体二つぐらい大きなイベントが起こっているわけです。



一つは、ESR、経済的なソルベンシー・レシオが100%割れていると。最近はこのようなものを開示されている会社もいますので、ESR100%割れ。これは、直ちに何らかの行政のリアクションが起こるものでもないのですが、一つの指標ということで出ているものでございます。

それから、もう一つは、これはまだ一部の会社に過ぎないのですが、かつては業界を覆った大問題であった逆ザヤということです。この逆ザヤの発生というのが、これから増えていくのではないかとということが言われております。

その中で、どのような対応をしていこうかと考えるときに、ALMの観点からは、大体四つぐらいの大きな論点があると。一つは、ESR100%割れしてしまったので、負債の価値評価を何らかの形で見直していくべきではないかという議論です。それからもう一つは、資本の部、それを増強していくべきではないかという議論。ここにHCと書いておりますけれども、このHCはHybrid Capitalの略称で、いわゆる劣後債務です。基金なども入ると思いますけれども、そのようなものになります。逆ザヤに関しては、一つは、マイナス金利になったら、国債の買い入れを停止すべきではないかという議論。それから、貯蓄商品の販売を停止すべきではないかという議論。この四つぐらいがあります。これを、大きな四つの論点と捉えて議論をしてみたいと思います。

(1)負債価値評価修正		
(1.1)イールド UFR補外	(1.2)金利ゼロ支え	(1.3)内在オプションの 計算前提の検証
<ul style="list-style-type: none"> ● ○ : ICS/SⅡ 規制と整合 ● ○ : EVで許容 ● × : LLPが恣意的(市場と不整合) ● × : 非市場整合的(ハッジ不可) 	<ul style="list-style-type: none"> ● ○ : 予定利率と整合 ● △ : 効果限定的 ● × : ICS/SⅡ 規制不整合 ● × : 非市場整合的 (ハッジ不可) 	<ul style="list-style-type: none"> ● ○ : より実態に接近する可能性 ● × : MCEV原則不整合

まず、最初の負債価値評価修正ということで、どのような修正方法が考えられるか。当たり前のことと言われてしまいそうなのですが、一つは、イールドカーブ、UFRで補外すると。割引の金利、イールドカーブを補外するという議論。それから、イールドカーブのマイナス金利の部分をゼロで支えようという議論。それから、これはあまりメジャーではないかもしれませんが、配当や解約などの内在オプションを、負債の経済価値評価をしている場合には、その部分の計算前提を見直す余地はないかといったような議論が考えられます。

ここで、○×△が出ていますけれども、この○は、これがいい、×は、これが悪いと言っているわけではなくて、これは、このイールドカーブのUFR補外を支持するとすれば、どのような立場、どのような視点だろうかという形で整理してあります。ですから、×であれば、これを、イールドカーブのUFR補外に反対する人はこのような意見を言うことがあるだろうということです。△は、ニュートラルな意見を持つとすればこのような意見を持つだろうと、このような視点を持つだろうということです。

まず順番に、イールドカーブのUFR補外ということなのですが、これ自体は国際的な規制でも認められているものなのでいいではないかと、それと整合しているのではないかという議論です。それから、エンベディット・バリューの世界では、明確に基準には書いてはいないのかもしれませんが、実際には、エンベディット・バリューでUFR補外をしたイールドカーブを使うことについては特に許容されていると。そのような開示をされている会社もあると聞いています。

上の二つがイールドカーブのUFR補外を支持する視点です。×の方、これに反対する視点としてはL

LPが恣意的であると。流動性が確認できる一番後ろの点ということですね。それ自体が、かなり恣意的に決まっているということがありますので、市場と不整合だという意見があります。実際に、国債政策が変更されて、発行政策が変更されて、40年債、50年債、60年債と出てくれば、いったん置いていたLLPがナンセンスなものになってしまうわけです。

それから、もう一つは、UFR補外というやり方自体がかなりアプリアリな方法で、マーケットで通常使われているイールドカーブの補外の方法とは大きく違っています。従って、「ヘッジ不可」と書きましたけれども、もちろん直接のヘッジ手段が市場にはないのですが、投資銀行等に依頼すれば、何らかの形でヘッジ手段というものは提供してもらえる可能性はあるわけです。ただ、このUFR補外してしまったイールドカーブに対しては、そのようなものは難しくなるだろうということで、非市場整合的と書いてあります。

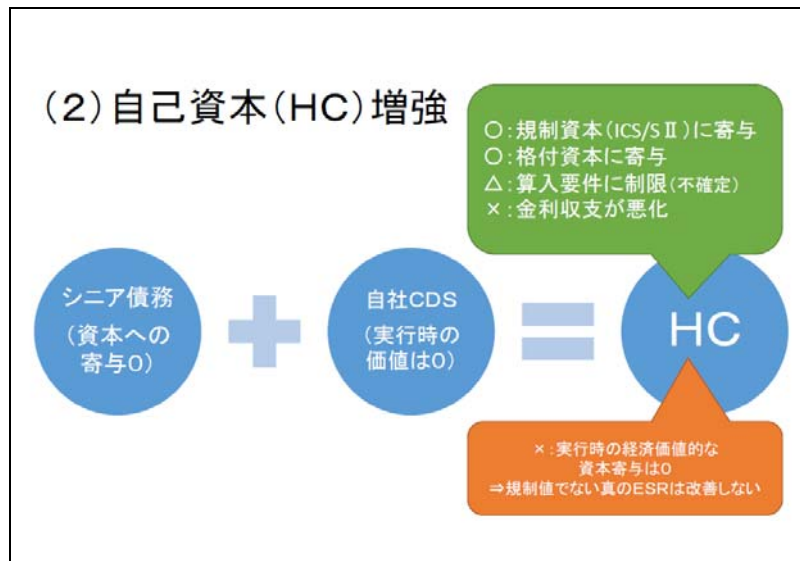
では、次に、金利のゼロ支えを導入すべきかという議論です。これを支持する意見としては、負債の経済価値評価の一方で、保険料や責任準備金を計算するのに使っている予定利率と整合的であろうと。これはマイナスにならないので、ゼロ支えすべきであろうという議論が考えられます。あとは、短いところに限られるので、やってもやらなくても効果は変わらないのではないかという意見もあります。これは、その会社の持っているキャッシュフローの状況によって、かなり違って来る可能性があります。

それから、反対する意見としては、規制にこのようなゼロ支えを入れているものがないので、そことの不整合。将来このような規制が入ってきても、多分これは採用されないだろうから不整合だと、やめておいた方がいいという意見。それから当然、これはマーケットに実際にあるものを変えてしまうので、ヘッジできないということですね。

内在オプションの方は、これはもう少しデリケートで難しい問題がいろいろあるのですけれども、実際には、例えば配当のオプションを負債の価値として評価している場合には、日本の保険の配当というものは、実はある種の劣後条件付きの債務ですので、その部分を勘案すると、単にキャッシュフローのリスク調整後現在価値ではないのではないかという議論。

それから、解約の場合も、インプライド・ボラティリティを用いるということが多いのですが、インプライド・ボラティリティ自体は、マーケットのプロの参加者の、ある種のセンチメントを反映した指標であると考えれば、一般的な保険契約者にとっての価値とは少し違って来るだろう。つまり、プロのトレーダーにそのオプションを渡した場合の価値と、それからアマチュアの、それも金融にあまり詳しくない人がそのオプションを持っているときの価値は違うだろう。それはインプライド・ボラティリティという意味でも違うだろうという議論があり得ます。

また、実際に解約が金利感応的かどうか。すべて金利感応的かどうかというものも議論がありまして、以前、私どもの学生と一緒にやった研究では、金利に感応する部分もちろんあるのですけれども、失業率に大きくディペンドしているというような結果も得られています。失業率にディペンドするというのは、ある種、合理的な行動だと考えられるのですけれども、失業率自体は金利と逆を行きますので、つまり、逆方向に働く成分を持っているダイナミクスもありうるかもしれないということです。それは、そのようなことを勘案すれば、より実態に接近するという意味で、ここを見直すことが可能かもしれない。小さく見直すことが可能かもしれない。それで、MCEV原則と不整合であるということが、ここの反対意見になろうかと思えます。



2番目の論点は、自己資本の増強ということなのですが、これはいろいろと議論の分かれるところではありますが、ハイブリット・キャピタル自体を経済価値的に分解してみるとどうなるか。一つは、シニア債務、最上級債務ですね。これは当然、資本への寄与はゼロです。加えて、プロテクションのための自分の会社のCDSを買うということになります。これらの経済価値は、実行時はゼロなのです。こちらは資本寄与ゼロですし、CDSの価値は実行時はゼロですので。つまり、ハイブリッド・キャピタルの増強自体は、ダイレクトには、ここに書いてあるのですが、実行時の経済価値的な資本寄与はゼロです。ただ、もちろん規制資本にカウントされていたり、あるいは、格付会社が認めてくれたりすることはあります。ただ、これはいずれも算入要件に制限がかなり付いていまして、これ自体が結構流動的で不確定なものになっています。

ですから、このような規制資本や格付資本にカウントできるよという意味で、これを推奨するという考え方もあれば、ここが不安定だから今はやめておいた方がいいという意見もあるかもしれないし、あとは、金利収支が悪化するという点は非常によろしくないことかと思えます。

注意していただきたいことは、規制値ではない真の経済価値というところで言うと、このハイブリット・キャピタルの増強は貢献できないということになります。

(3) 国債買い入れ停止

- ○: (対Cashで)逆ザヤ拡大防止と整合的
- ○: 金利の下限の見通しと整合的(下限≒現金保管コスト?)
- ×: 経済価値ベースの金利リスク拡大

(4) 貯蓄商品販売停止

- ○: 逆ザヤ拡大防止と整合的
- ○: 経済価値低下防止と整合的
- ×: クロスセルを目的とした営業職員チャネルのドア・オープナー需要

あとは、3番の論点です。国債の買い入れ停止ということ。これを支持する意見としては、逆ザヤ拡大防止と整合的だろうということです。対キャッシュでという意味ですけれども。それから、金利の下限の見通しと整合的である。下限に近いのだと見ている場合はですね。下限とは何かということはあるのですけれども、一つは現金の保管コストであるという見方があります。金庫を借りて、そこにしておくという、そのようなコストです。

あと、下限の見通しというのは、もう一つ時間的な要素もありまして、このマイナス金利というものを当局はどれくらいの期間、維持できるのか。それは、銀行を痛めずに、金融システムを痛めずにどれだけできるのかということは、限度があるという議論があります。

この国債買い入れ停止というものに対して、「いや、それはまずいよ」という人がいるとすれば、その人が主張することは、やはり経済価値ベースの金利リスクは拡大するということです。経済価値で見た場合の金利リスクは、国債といたしますか、フィックスド・インカム全般ですけれども、このようなものを運用資産に入れないと拡大してしまいます。

貯蓄商品の販売停止に関しては、逆ザヤ拡大防止と整合的である。経済価値の低下防止と整合的である。この辺は、現行会計でも経済価値でも、両方とも支持する意見なのですけれども、多分、大手生保だと、営業職員のクロスセルを目的とした、ドアオープナーとしての貯蓄商品の販売停止は困るねという意見が、出てくる可能性はあります。

最後に、私たちはこの場でどうすべきかという判断を示すことはできないのですけれども、自分たちがどの立場に寄っているかによって、今、挙げた論点というものに対して、どのような対応をとることが自分たちの立場に整合的かという議論は可能であろうと思っています。

戦略的整合性

	経済価値を 目的と制約条件に導入	経済価値を 制約条件のみに導入	経済価値を将来の 規制の制約条件に想定
(1.1)UFR補外導入	消極	消極	積極
(1.2)金利ゼロ支え	消極	消極	消極
(1.3)OPモデル前提見直し	積極	積極	消極
(2)自己資本(HC)調達	消極	消極	中立～積極
(3)国債買い入れ停止	消極	消極	積極
(4)貯蓄商品販売停止	積極	積極	中立～積極

一つは、経済価値を目的と制約条件に導入している立場。制約条件というのはリスクのリミットです。それから、目的というのは、まさに経済価値を増やすことを経営目標に入れているということです。だから、リスクアペタイトと経済価値が完全にリンクしている状態です。

次は経済価値を制約条件、リミットの方にだけ入れている状態です。これが多分、今、大勢だと思えますけれども、経済価値は見ている、計算しているけれども、将来の規制の制約条件だと思って入れているので、現在の行動の制約条件ではなければ、現在の行動の目的でもないと考えている場合です。それぞれにおいて、このような形でいろいろな違いが出てきます。両者は少し違うのかなと思って、われわれも議論をしたのですが、いろいろ議論していくと、あまりこれは変わらない。やはり、この制約条件で入っているところが、とても大きいのかなと思っています。

ただ、この消極・積極というものが、どれぐらいの幅を示すものなのかということは、もっと細かい条件にもよりますし、必ずしもここに書いてあるような類型に当てはまらないという、そのような企業があるかもしれません。なので、大事なことは、それぞれのいろいろな方策に対して、いろいろなポジティブな視点、ネガティブな視点があると思うので、それをチェリー・ピッキングするのではなくて、そもそも根本的に何をやりたかったのか、そもそもALMやERMの目的は何だったのかということと、整合的に判断をしていかれるということが、この戦略的整合性という意味で重要なことではないかと思っています。

少し雑ばくな説明で恐縮ですが、われわれALM研究会でやった論点整理について、ご報告させていただきました。

植村 どうもありがとうございました。二つほど確認をさせていただきます。まず、「マイナス金利下における生保の対応」というスライドの2ページ目のところで、「今、起きていること」というので、「ESR100%割れ」というもの、これは分かるのですが、「逆ザヤ発生」とここでおっしゃっているのは、例えば、決算のときに公表されている逆ザヤ額、公表している多くの会社が順ザヤとなっているものが、逆ザヤになりますよという意味なのか、それとも、例えば、何かの商品を提供するときに、この商品で予定利率が固定されていて、それに対して運用するものがないと、はじめから逆ザヤだというようなことをおっしゃ

っているのか、これはどちらの話ですか。

松山 部分でもあり、全体でもあるということなのですが、会社全体レベルとして逆ザヤになったような状況を想定しています。当然それは、そのような部分も、部分的な逆ザヤもあるので、全体が逆ザヤになるわけですが、E S R100%割れはかなり一般的かもしれませんが、こちらの方はまだ一般的ではないです。ただ、新聞を読む限り、そのような状態になったということを報告されている会社もいらっしゃるようですので、そのようなものがこれから増えてくるかなというように見て整理しています。

植村 ありがとうございます。

もう一つは、最後に、「戦略的整合性」という形のスライドをご説明いただいたのですが、一番左の「経済価値を目的と制約条件に導入」というものと、その次の「経済価値を制約条件のみに導入」というので、結果的に書いている消極や積極というものは一緒なわけですが、左側は「リスクアペタイトと経済価値が完全にリンクしていて、そちらでやっていますよ」という話で、真ん中は「リスクリミットのみ、経済価値でやっていますよ」というお話をされていたと思うのですが、その違いとは、例えば何が違うのですか。

松山 左側であれば、例えば、経営上の目標を、例えば、先ほど利差益や、あるいは、逆ザヤ額など、そのような形で、現行会計の指標を収益目標に掲げながら、経済価値でも一応ブレーキがかかるようにしてあるというようなイメージを持っています。真ん中は、現行会計は現行会計で何らかの制約条件として考えているのでしょうけれども、やはり経済価値を大きくしていく、安定的に増やすということを目的にしているという状態を考えています。

植村 では、経営の軸足として、一番左側が経済価値ベースですね。

松山 こちらはそうですね。

植村 真ん中は、ハイブリットのような感じになっていると。

松山 そうです。業界の平均的実態は、真ん中か、右側かのような感じがしないでもないですね。左側のような会社が具体的に思い浮かぶかという点、現時点ではあまり。真ん中と右側は、具体的な名前は避けられますけれども、このようなことを標ぼうしておられる会社もいますし、あるいは、ほとんどの会社はやはりこちらの立場をとっておられるのかなと思っています。

植村 ありがとうございます。ALM研究会での議論のご紹介ということで、松山さんの個人的なコメントは、恐らくこの後でいろいろとお話をいただけると思います。

では、続きまして、株式アナリストの目線ということで、辻野さんの方から10分ぐらい、プレゼンテーションをお願いしたいと思います。

日本アクチュアリー会年次大会 パネルディスカッション「マイナス金利と保険会社経営」

～株式アナリストも経済価値ベース指標を重視している～

JPモルガン証券株式会社
株式調査部
マネジングディレクター
辻野 菜摘 CFA^{AC}
電話: 03-6736-8618
FAX: 03-6736-8695
natsumu.tsujino@jpmorgan.com

アナリストによる保証および米国外のアナリストのディスクロージャーを含む重要なディスクロージャーに関しては本リサーチ末尾をご覧ください。J.P.モルガンは本リサーチでカバーした会社と取引関係にある、もしくは今後取引をする意図があります。従って、投資家は本レポートの客観性に影響を与え得る利害関係が存在する可能性をご理解ください。投資家は、本レポートが、投資判断の材料の一つにすぎないことをご理解ください。

辻野 はい。初めまして。J Pモルガン証券の辻野と申します。株式調査部で保険セクターを担当しております。本日はこのような機会をいただき、感謝申し上げます。

私の方からは、簡単に株のアナリストとして生保の見方をお話しさせていただきたいと思います。まず、スライド1をご覧ください。

株式アナリストも、経済価値ベースの指標を重視している

現状

- EV、経済価値ベース資本は、会社の時価ベースの本源的な価値である
- 長期間の保険を提供している以上、市場リスクの影響は免れず、市場整合的手法での価値を見とく必要がある
- M&Aで一株あたりEVが下がった(EPSは上がった)ことに不満を持った投資家は欧米にもいた
 - 一方、EPSが上昇し株主還元が増えたので、株式市場を理解した経営をしていると評価した投資家もいた
- 株式会社の生保のほとんどは財務会計利益を重視し、これに基づいて株主還元を決定するため、財務会計利益も指標として重視はするが、
- 経済価値ベースで資本が極端に過剰になれば、財務会計利益ベースの株主還元にも影響が出るリスクがある

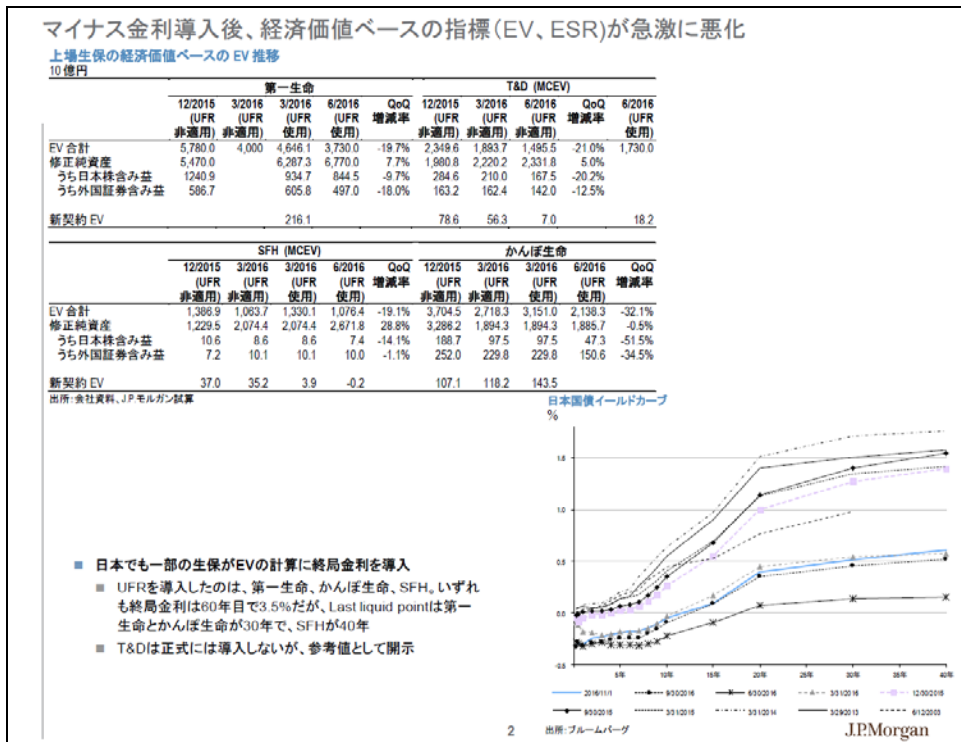
最近の投資家の変化

- マイナス金利導入前の金利水準では、EV重視、財務会計利益重視の流れができてきた
- マイナス金利導入後の急激なEVとESR(経済価値ベースソルベンシー比率)の悪化により、これらの指標も再度注目ようになった
- 海外投資家も重視。日本での事業が大きい米国生保のESRについても海外投資家が注目
 - 経済価値ベースの数値は、極端な金融政策によって一時的に歪められており、超長期の事業を行う生保を見る上では、むしろ役に立たないし、無視してもよいのではないかと投資家も存在

「株式市場は、経済価値ベースの指標EVを見ていない」というように、マイナス金利導入前から言われていました。個人的には、経済価値ベースの指標は重要と考えていますし、そのように見ている投資家は、実は最近増える傾向にあったと理解しています。最初の二つのブレットのような理解を、皆さん、しているようです。

実際、とある生保が海外生保を買収したとき、一株当たり、EVが下がりました。これに対してネガティブな反応をした投資家が欧米にもいました。もちろんJ-GAAPのEPSが上がり、株主還元が増えたということで、そのあと、その会社については機関投資家の評価は上がりました。

経済価値ベースの指標が重要であるというように考えている理由として、最後の方にも書きましたけれども、資本が極端に過小になった場合に、財務会計ベースの株主還元にも影響が出るリスクがあるということで、そのように私は考えております。実際、マイナス金利導入後、金利がとても下がりましたので、経済価値ベースのソルベンシー比率への投資家からの問い合わせは、とても増えております。



スライド2をごらんください。もうご存じのとおりですけれども、EVは12月末から3月末に急減しました。そして、多くの生保がUFRを導入し、今ここにある4生保の中で、UFRを使用しない、EVをEVレポートに使っていらっしゃるのT&Dのみになっております。損保系ではまだUFRを使用していない会社もあります。

ESRも急低下した。EV同様ESRのボラティリティは高く、手法の差によっても大きく異なる

- ソニー生命のESRのボラティリティはMCEVのボラティリティを上回っている
- 金利低下により、解約リスク(解約されないリスク)が増し、保険リスクが増加すると同時に、EVが低下(非フィナンシャルリスクに係る費用が増加)し、ESRの分母と分子両方を悪化させた

上場生保の ESR
10億円

	第一生命			T&O (MCEV)				SPH (MCEV)				かんぽ生命		
	9/2015 (UFR 非適用)	3/2016 (UFR 使用)	8/10/16 (UFR 使用)	12/2015 (UFR 非適用)	3/2016 (UFR 非適用)	6/2016 (UFR 非適用)	9/2016 (UFR 使用)	12/2015 (UFR 非適用)	3/2016 (UFR 非適用)	6/2016 (UFR 使用)	7/2016 (UFR 使用)	9/2015 (UFR 非適用)	3/2016 (UFR 使用)	6/2016 (UFR 使用)
経済価値ベースの純資産(A)	5,200.0	4,600.0		2,138.9	1,669.1	1,248.1	1,730	1,386.9	1,063.7	1,366.5	1,140	3,560	3,150	2,138
経済価値ベースのリスク量(B)	3,700.0	4,700.0		1,019.8	1,029.3	963.3		799.9	1,019.2	972.4	1,141.8	1,036	2,010	1,880
ESR(A/B)	137%	98%	95%程度	210%	162%	130%	162%	173%	104%	141%	95%	110%	177%	167%

出所: 会社資料、J.P.モルガン試算
注: 経済価値ベースのリスク量の測定においては、全社1年 VaR99.5%水準を使用。SPHは欧州ソルベンシーIIの標準的手法を使用し、他は内部モデルを使用。

ソニー生命: 経済価値ベースのリスク量
10億円

	13/3	14/3	14/9	15/3	15/6	15/9	15/12	16/3	16/9	16/6
MCEV	1,065	1,221	1,313	1,323	1,389	1,388	1,387	1,064	1,367	1,086
経済価値ベースのリスク量	661.3	664	704	746	761	757	800	1,019	972	1,142
保険リスク	605.6	655	673	724	733	753	783	1,098	989	1,228
市場関連リスク	289.9	240	279	287	300	285	301	256	324	296
うち金利リスク	234.2	181	207	219	228	220	232	184	255	218
オペレーショナルリスク	26.0	26	26	26	26	26	27	31	31	32
カウンターパーティリスク	2.3	1	1	2	2	3	3	2	2	2
分散効果	-262.5	-258	-276	-293	-300	-300	-313	-368	-374	-415
MCEVベースのソルベンシー比率	161.0%	183.9%	186.8%	177.5%	182.4%	181.0%	173.4%	104.4%	140.5%	95.1%

出所: 会社資料
注: 経済価値ベースのリスク量の測定においては、1年 VaR99.5%水準とし、EUソルベンシーII (QIS5)の標準モデルを参考にした内部モデルを採用。

AFLACでは8月末のESRはUFR3.5%
使用で140-160%と試算と説明(9
月12日付IRミーティング)

J.P.Morgan

スライド3ですが、ESRも急低下いたしました。EVのみでも計算方法にはばらつきがありますけれども、ESRでは分母のリスク量の計算にも、各社、差が出るので、ますます比較はしにくくなっております。

その中で、EVの減少を大きく上回るペースでESRが減少して市場を驚かせたところが、このソニー生命です。リスク量の計算上、超低金利下では金利リスクが増える傾向にあることに加えまして、計算方法によっては、金利低下により解約率の変動に伴うリスクが増加するので、分母の増加と分子の減少で、ESRの変動が増幅されてしまうということが起きました。

なぜここまでEV・ESRが下がるのか

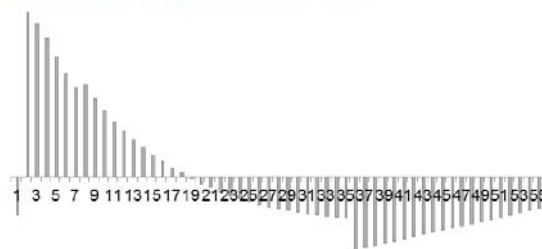
資産と負債のデュレーションのミスマッチ

- 長期の円資産が限定的で十分に手当てできない

商品ミックスの問題

- 日本の生保は、負債の期間が長すぎる
 - アウトフローは30年以降から本格化して、20年以上継続する商品
- 負債の期間が長ければ、1)資産とのマッチングはし難くなる上、2)キャッシュインフローとアウトフローのタイミングのずれが拡大する(保険料払込は現役期間)

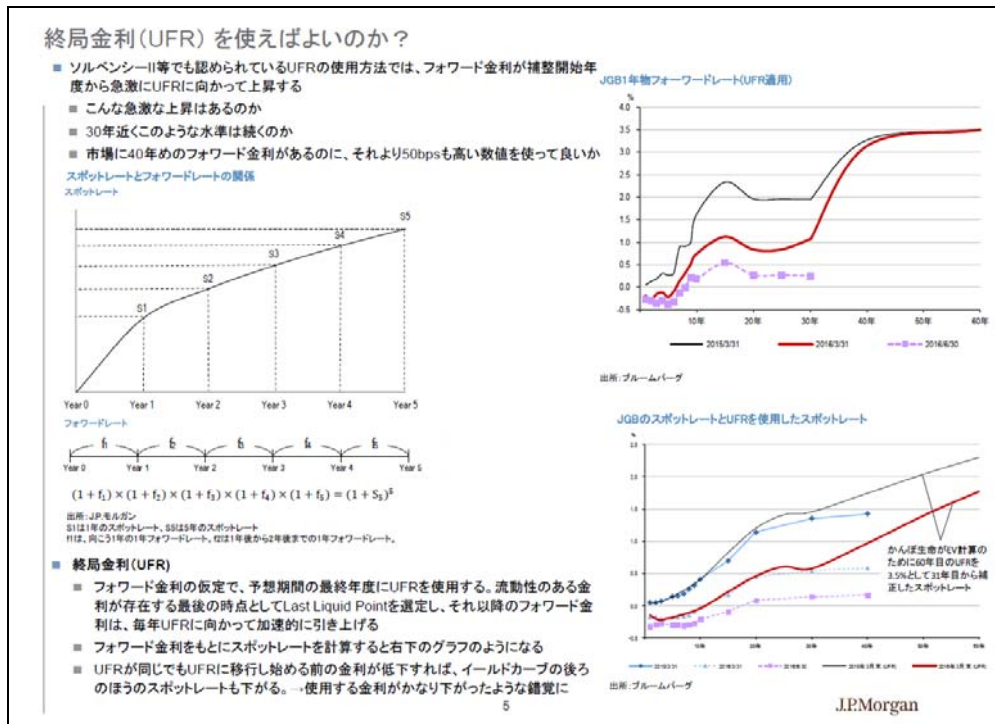
30歳加入65歳払込満了85歳保険満了の定期保険のネットキャッシュフロー



出所: J.P.モルガン

J.P.Morgan

スライド4です。釈迦に説法になってしまいますけれども、なぜこのようにEV・ESRが減少したのかということですが、資産と負債のデュレーション・ミスマッチがあることに加えて、負債が長すぎる可能性があるかと理解しております。この図の例は、少し極端なものを作ってみましたので、これほど後ろの方に、ネットアウトフローのキャッシュアウトフローが続いていくということで、長期金利が低下した場合、市場が存在する時点以降、日本では40年以降ですけれども、フォワード金利をどう仮定するかで、非常に大きな影響があるということになっております。



スライド5です。この右側の上下に、UFRを使用した場合のフォワード金利の仮定と、それを使って各年のスポットレートを計算した場合のイールドカーブを掲載しています。その中で、もちろん急にフォワードレートが上昇して、長期に継続する仮定をしてよいのかという問題があります。

その中で、右下の図を見てください。黒い線が15年3月末の市場のイールドカーブを使って、そこにUFRを使用していった場合。16年3月が赤です。後ろの方のフォワード金利の仮定はほとんど変わっていないのですが、手前の方のフォワード金利が低下したために、何となくイールドカーブが下がっていますということで、安心感を持ってしまった投資家があります。錯覚ですね。というようなこともあり、UFRについてはいろいろ議論していく必要があるのだろうと理解しております。

日本の生保のUFRの適用方法は欧州と比較して本当に保守的なのか？

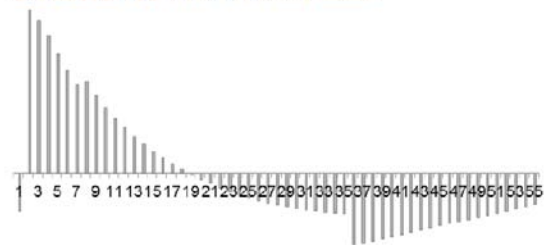
単純に考えると、欧州各社のEVよりも日本の生保各社のEVのほうが保守的といえる

- 欧州では、流動性プレミアム・マッチングプレミアムを使用
- 欧州では2011年からUFRを導入。Last liquid pointは2011年は30年を使用する会社が多かったが、2012年からは20年が主流に。UFRは60年目に設定するのがほとんどである点は日本と同じ

実際には、保守的だと安心してもらえないかもしれない

- 日本のようにキャッシュインフローが手前20年にあり、アウトフローが30年以上先に多くある場合、キャッシュインフローの現在価値がマイナス金利の恩恵を受ける
- 一方、30年以降からUFRに補正開始してもアウトフローの現在価値は十分減少する。
- 手前から補正を開始しすぎると、インフローの現在価値が減ってしまう一方、アウトフローの現在価値は、あまり変わらない
- 欧州生保でEVの低下がそれほど大きくない理由
 - 資産と負債のデュレーションミスマッチが小さい
 - 負債のデュレーションが日本よりも短い
 - 生保以外の事業(損保、再保)の比率が高い

30歳加入65歳払込満了65歳保険満了の定期保険のネットキャッシュフロー



出所: J.P.モルガン

日欧とも金利リスク量の計算方法については保守的でない可能性

- 現在プラスの金利である年限については、ソニー生命とT&Dでは、金利はマイナスにならないという仮定を置いている。ソルベンシーIIでも同様の手法が認められている(現在プラスの金利はマイナスにならない)

6

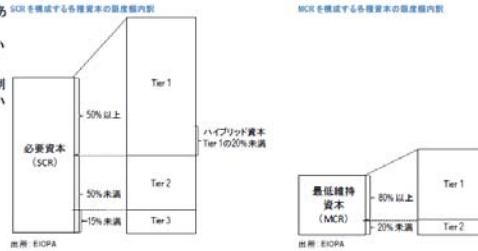
J.P.Morgan

スライド6です。欧州生保では、UFRを21年目から補正開始するのが普通でありまして、日本は31や41年です。これで日本の方が保守的だと。私など、投資家に安心していただくために、そのように説明はしているのですが、それでも、「待てよ」と。少し批判的に考えてみると、ネットインフローの期間は手前の方であり、ネットアウトフローは後ろなので、実は21年目ぐらいから、新契約のみを取って、21年目ぐらいから早めにUFRを使ってしまうと、もしかしたら、経済価値が少なくなってしまう可能性もないとは言えない。実際にそこまで厳密な計算はしておりませんが、新契約の価格設定などに、楽観的にUFRを使わないようにしていった方がよいのではないかと見ております。

少し厳しいことをESRの見方で言ってしまいましたけれども、日本の生保におきましては、まだまだハイブリットの調達余地というものがあるので、その点は安心感があると思っております。

日本の生保はハイブリッド資本の調達余地は高い

- 第一生命の永久劣後の残高は、7月の調達2,600億円を含めても、7,300億円強
- SCR(リスク量)が4.7兆円として、永久劣後は、SCRの15%であり、欧州のソルベンシーIIのルールでは、50%まで劣後でまかなってよい(ただし、Tier 2は利払キャンセル事項等が付いている必要)
- 第一生命の永久劣後も、早期是正措置の場合には利払の強制繰延となり、相応のイベントがあれば、任意繰延も許容されている
- T&Dの劣後残高は500億円だが、ESRIには加味していない(期限付きのため)
- SFHとかんぽ生命は劣後はゼロ



7

JPMorgan

ソルベンシー比率規制の見直しが後倒しになり、業界の危機感が薄れてしまっていないか

- 日銀の新レジームは、国債買入を減らしても金利を低め誘導できるようにするもの
 - 安定的に2%のインフレ率が達成されるまで低金利誘導が継続すれば、「ESRの低下は一時的なもの」「財務会計利益はすぐには減らない」では済まされなくなる。
 - ポジティブ面は、超長期金利が6月末水準まで下がる可能性は減ったと見られる点
 - 生保各社も同様の認識とみられ、9月21日以降は、外債を減らして金利が高めのうちに超長期国債を買うことでデレージの短期化を防止に行った模様ではある
- JGAAPの利益は金利が急低下してもすぐには下がらないので、価格改定がゆっくりしか進んでいない
 - 2017年4月から、平準払い商品の標準利率も引き下げられるため、生保各社では2017年4月からの予定利率の引下げを検討しているが、経済価値ベースでは新契約の利益率がすでに大幅下がっているのに、値上げの実施までに1年以上かかるということには疑問
 - そもそも標準利率は経済価値に影響ない。経済価値が下がった段階で、標準利率の変更如何にかかわらず、より広い範囲の商品の利率を引き上げるべき
 - 規制上のESRIにUFRを使用することは許容できるが、負債の期間が長い場合こそ、新契約の価格設定には、UFRを使わないフォワード金利の水準を重視すべき
 - 標準利率をめぐる「ここがおかしい」話: 制度面ではマイナスの標準利率が可能になる一方、多くの生保はマイナスの予定利率での価格設定はありえないと言っている。定期の純粋な保障性商品なら、マイナスの予定利率で価格を設定しても、商品価値は見出されるはず
- 低金利の長期化が見込まれる中で、生保各社が出来ること
 - 販売する商品の期間の短期化
 - 低金利下では、これは契約者のためにもなる。期間が長ければよいというわけではない
 - 保険料率を従来よりも機動的に変更する
 - 代理店手数料率や営業職員の報酬体系を経済価値にあわせて修整する必要

8

JPMorgan

次、8ページです。株のアナリストなので、最近の金融政策等を絡めてどう見ているのかということなのですが、その足元、海外の金利が上がっているということをもとに、生保株が本当に暴騰しているのですが、それはさておけば、9月21日の包括的検証後の見直しで、私の理解としては、日銀が一番重視していることは、国債買入を減らしても金利を低めに誘導できるようにしておきたいということで、超低金利の長期化というリスクがより高まったのではないかと感じており、実際に生保業界でもそのような問題意識があったかのごとく、しばらく外債を売って超長期債を買い、恐らくどんどん放っておくとデレージが短くなってしまいう円債のポートを、長期化しにいったのかなと見えるような動きもありました。

もっとも、生保各社さんの下期の運用方針というものが記者会見等々で表明されましたけれども、ヘッジ外債への積み増しや、未ヘッジ外債への積み増しなどを計画されている方が多く、少しリスクテイクを

増やす状況にはなっています。金融庁が健全なリスクテイクを推奨しているようでありますので、そのようなことなのかと思っておりますので、ちょっと注意して見て行きたいなどは思っております。

このような低金利の長期化リスクがある中では、一連のゆっくりとした価格改定の流れには、少し不満を持って見ております。一時払い商品の売り止めや値上げは早かったのですけれども、平準払いの保障性商品の値上げは秋になってばらばら出ていますけれども、来年の4月の標準利率改定まで、先延ばしと言うと変ですけれども、待っていらっしゃる方々が多いのかなとは見ています。

願わくは、できることをもっと早く進めていった方がいいのではないかと考えています。例えば、商品の短期化、保険料率の機動的な変更体制の構築、代理店手数料や営業職員の報酬体系の一層の経済価値的尺度の反映等です。もちろんこのようなことをするには大きな変換が必要で、「社内体制や、これまでのやり方から大きく変更しなくてはいけないので、難しいのだ」という声はたくさんあることは分かるのですけれども、変わっていったらいいなと考えております。

私からは以上です。ご清聴ありがとうございました。

植村 どうもありがとうございました。一つだけ、関連してのご質問ですが、投資家の皆さん、特に生命保険会社に関心があるような投資家の皆さん、一口で投資家と言ってもいろいろな方がいらっしゃると思うのですけれども、保険会社に限らず、どの事業会社に対しての話でも、ショートターミズムと申しますか、「短期売買でしか見てくれないという方が圧倒的なんですよ」などというようなお話もありますし、アナリストのお仕事も、そのような短期的視点の方々に対して働きかけなければ、などという世界があるようなことも聞くのですけれども、辻野さんのような、かなり本質に迫るような分析というものを、投資家でも聞いてくださる方は、そこそこいらっしゃるものなのでしょうか。

すみません。何か、ぶしつけなご質問で申し訳ないのですけれども。

辻野 いらっしゃいます。そして、このような経済価値の話をする、実はショートターミズムの方々、もうどのようにして市場と連動して経済価値が動いているのかということに着目して、結構、売買を激しくやるチャンスと考えていらっしゃる方もいます。そして、実は、生保セクターというものは、金融セクターではかなり、金融以外も含めてボラティリティの高いセクターにはなっています。そのショートターミズムの方々も、「ちょっと昨今のボラティリティの高さは行きすぎだな」という感じになっているところでは。

ロングタームの方々はいろいろいらっしゃいまして、「こういうふうな見方もちゃんと教えてくれるということは非常に助かるよ」というようには言ってもらっていますし、「ESRって重要だよ。こういう環境では、増資のリスクっていうこともちゃんと見ていかないといけないから」と。

ただ、困っていることは、彼らにとっても、ロングタームといっても、3年以上は見られないのだという人が多いです。中には「うちの会社、10年持つてるよ」という人もいますけれども。損保株を20年以上持っている人もいます。だけれども、3年。だったら、先ほど、キャッシュフローを書きましたけれども、あのようなビジネスをやっている生保というのは、株式市場に適さないというように言い切ってしまう方もいます。

植村 ありがとうございました。最後、なかなか厳しいですね。

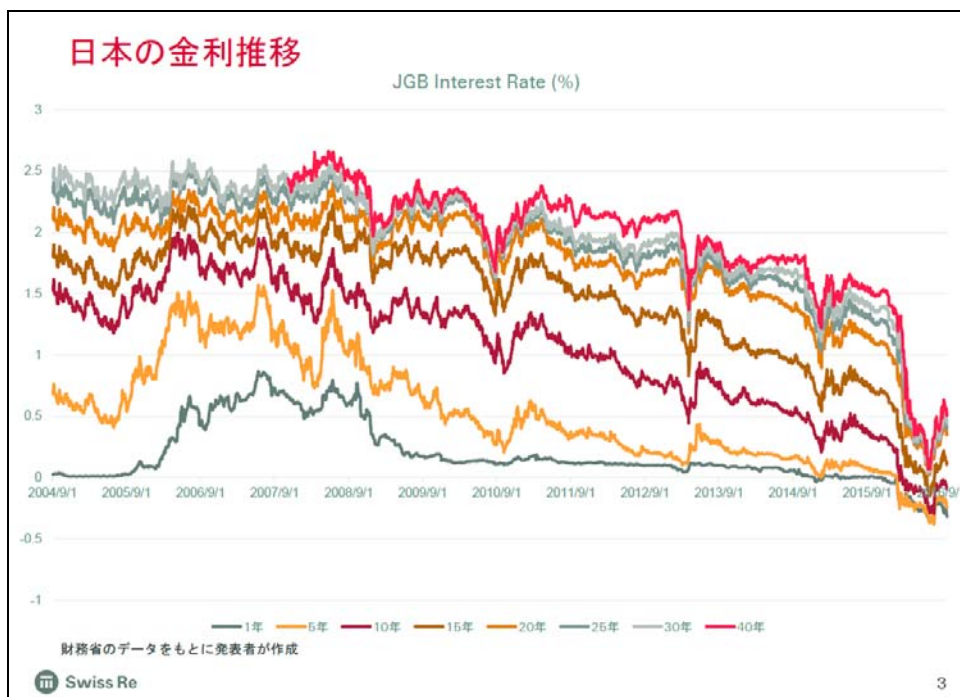
それでは、3番目ということで、お待たせいたしました。渡辺さんから、主に「欧州における保険会社

の状況について」をテーマに、プレゼンテーションをお願いしたいと思います。



渡辺 はい。ありがとうございます。ご紹介いただきました、スイス再保険の渡辺と申します。よろしくお願ひします。

本日、私がお話しする内容は、スイス再保険の見解というわけではなくて、私の個人的な見解でございますので、その点について予めご承知おきいただければと思っております。



まずは、現状認識でございますが、こちらは、日本の国債の金利を、10年から40年までのものを12年分並べたものになります。もう皆さん、ご存じと思いますが、今年に入りまして急激に金利が低下してお

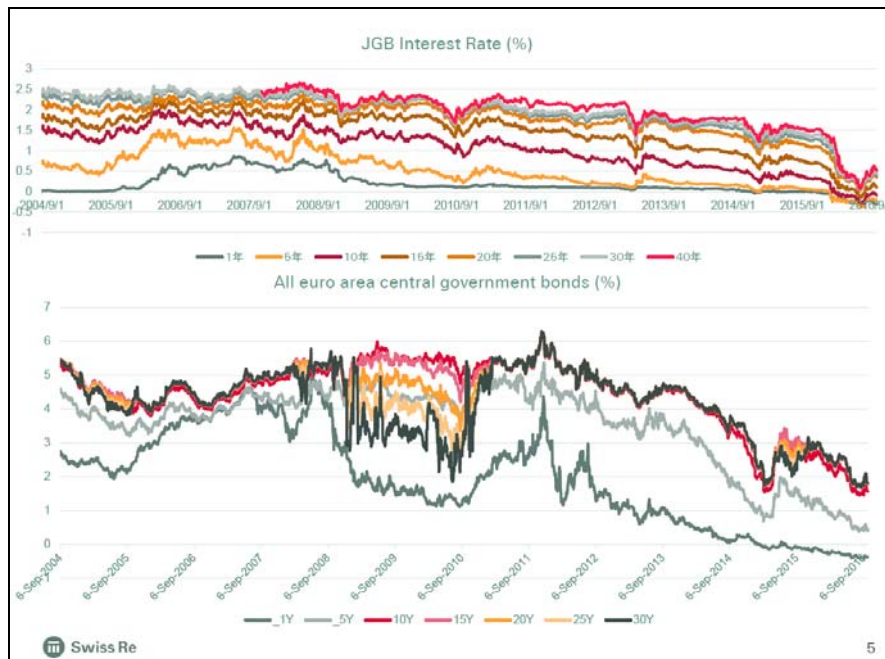
り、特に、短期のものだけではなく、長期のものも大幅に下落し、いわゆるフラットニングということが起きている状況が見て取れます。



これに対しまして、ヨーロッパの状況はどうかというものを、同じ期間で同じように、短期から長期までのヨーロッパの国債を12年分並べたものになります。ここで、特徴的な推移が三つほど見られるのですが、まず、2008年の後半から2年間ぐらいにかけて、逆イールドというものが起こっております。これは、2008年の後半にリーマンショックがございまして、債券市場が混乱いたしました。そのあと引き続き、ギリシャ危機が起これまして、混乱が引き続いたというところになります。いったんは落ち着いたのですが、2011年の後半に、スペインとイタリアの国債の暴落ということがございまして、こちらで金利が急騰しております。

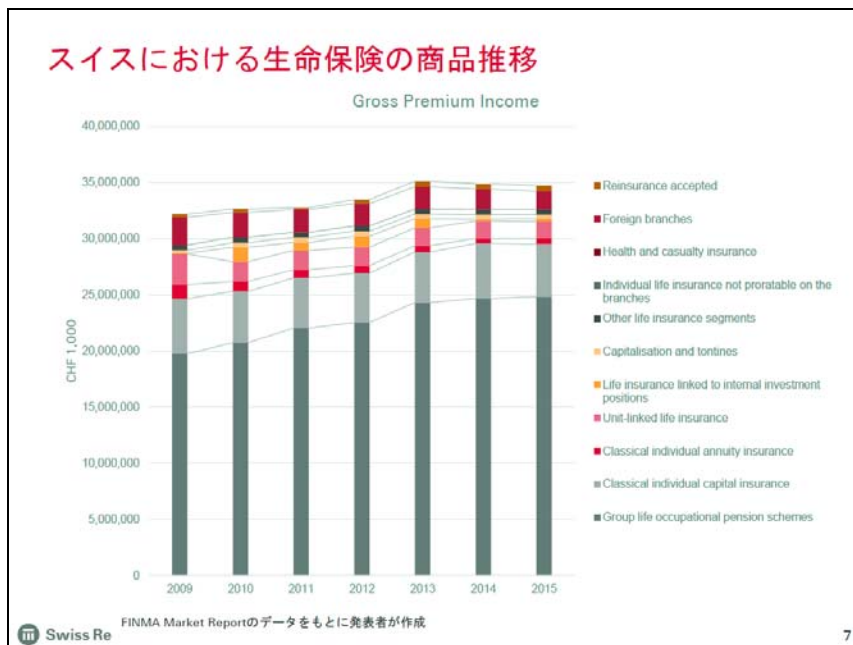
そのあと落ち着くのですが、欧州でマイナス金利といわれているものは、政策金利がマイナスになっているわけですが、スイス、スウェーデン、デンマーク、それから欧州中央銀行、この四つで政策金利が現在マイナスになっています。最初にマイナス金利を導入したのがスウェーデンでございまして、こちらが2009年になります。ただ、インパクトはそれほど大きくはなかったのですが、この三つ目の丸で囲んである2014年のところですが、これは欧州中央銀行がマイナス金利を導入したところになります。ここを境に、大幅に金利が低下していくというような局面が生じています。

これをご覧いただけますと、マイナスになっているものは1年の国債だけで、それから、5年の国債でもプラスになっており、10年の国債で2%から1.5%程度となっており、日本の状況とはちょっと違うなと見られると思いますが、これは欧州全体の話ですので、特定の国、例えば、ドイツやスイスなどという国では、日本と同じようにマイナスの金利の国債の状況となっております。



次のグラフは、先ほどの二つのグラフを並べただけなのですが、縮尺の1%の幅を同じぐらいにして見やすくしております。これで見ますと、やはりヨーロッパから見ると、日本の金利は長期にわたってずっと低迷していると。特にここ1、2年ぐらいひどいねというのが、ヨーロッパから見た日本の金利の状況になっています。


日本の場合は、円資産の国債というのは、もちろん日本の国債しかないわけですが、ヨーロッパの場合はいろいろな国の国債がございますので、日本とは少し状況が違ってきます。もちろん金利の高い国債というものはそれなりのリスクがありますので、コントロールする必要はあるのですが、日本とは少し状況が違って、選択肢がやや広いということも特徴かと思えます。



それでは、個別の国についてどのような状況かということをお話いたします。まず、スイスにおける商品の状況です。こちらは、低金利下ということもあって、商品構成が大きく変わっているのではないかと思って調べたのですが、結果といたしましては、思っていたほど、それほど大きく変わっているわけではございませんでした。この商品、これは収入保険料ベースで書いたグラフでございますが、一番大きな占率を占める、Group life occupational pension schemes というものは、政府が行っている年金のスキームの一部を受託して運用しているものでございますので、こちらを除いたとしても、特に個人保険や個人年金のところで、大きな商品占率の変更は見られませんでした。

SST (Swiss Solvency Test)

- スイスの保険会社に対して2011年に本格適用
- プリンシプル・ベース
- トータル・バランスシート・アプローチ
- 市場整合的手法
- 内部モデルの使用
- 99% 期待ショートフォール
- 当局介入レベル 100% / 80% / 33%
- 低金利に対応し、2012年から3年間Temporary Adjustmentを導入
 - イールドカーブにカウンターパーティー・クレジット・リスクを考慮
 - 当局介入レベルを低下

 Swiss Re 8

続きまして、規制の状況はどうなっているかということをご紹介したいのですが、S S T、Swiss Solvency Test というものがスイスで行われています。これはソルベンシーⅡに類似したもののなのですが、2011年にスイスの保険会社に対して本格適用をしております。ソルベンシーⅡと同様、プリンシプル・ベース、トータル・バランスシート・アプローチ、市場整合的な手法で行われています。こちらは、原則、内部モデルという形になっております。

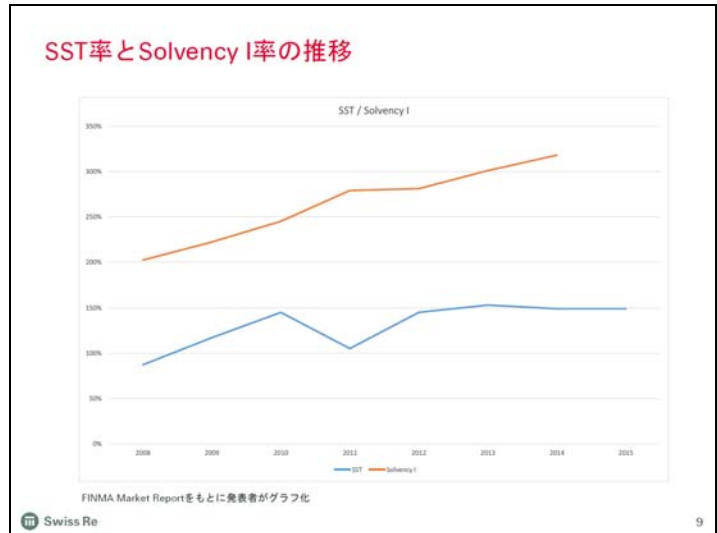
次の点が大きく違うところですが、99%期待ショートフォールで計算します。ソルベンシーⅡの方は、99.5%のバリュアット・リスクで、こちらはテールV a Rというものですので、そのところが若干違うというところです。

当局介入レベルが、これで計算された結果でもって100%を下回った場合は、契約者配当、株主配当などの制限が加えられます。80%を下回ると新契約の制限、33%を下回ると免許の取消しなどの対応がとられます。

2012年から3年間にわたって、Temporary Adjustment というものが導入されています。こちらは、低金利に対応して臨時に導入されたものでございまして、イールドカーブにカウンターパーティクレジットリスクを考慮して、若干高めのものを使用するなど、当局介入レベルを低下させるなどというような臨時的な措置をとっております。こちらは、当初のアナウンスどおり、2015年末に適用を停止しております。

そのときに、スイスの規制当局のF I N M Aというところからアナウンスが出ておりますが、当初、一時的と思われていた低金利の状況が、3年たっても継続的に続いていることから、もう一時的とは言えなくなったということで、このようなテンポラリーな措置はやめますと。やめますといいですか、当初から

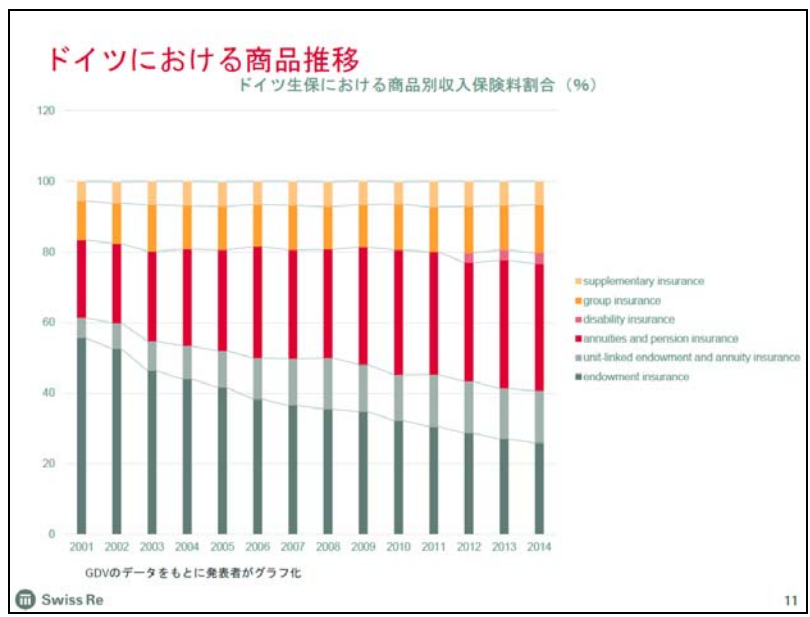
3年の予定だったのですけれども、当初のとおりやめますと。それから、これがなくても、SSTが大きく下がることはないというような見解も出ていて、この3年間の間に、各社がリスクの削減、資本の強化に努めた結果であるというように、FINMAからはコメントされています。



このグラフが、SSTと、それからSST導入前に行われていたソルベンシーIの率を示しています。先ほど2011年から導入と申し上げましたが、2011年にSSTが大きく低下しており、これはスイスの生保全体の数字になりますけれども、100%ぎりぎりの数字になっています。

このときのFINMAのコメントとしては、2011年は低金利の影響を受けてSSTが大きく減少していることに対して、ソルベンシーIの方は高くなっているということで、SSTの方は健全性の結果を大きく反映したものになっているが、ソルベンシーIの方は適切に反映していないということで、SSTの方が健全性を適切に表しているものだとコメントされています。


こちらがスイスの状況でございまして、続きまして、ドイツにおける状況でございまして。



同じように、商品の推移を収入保険料ベースで表しています。こちらは、一番下のグレーの線が養老保険になるのですが、ドイツは伝統的に養老保険が主流で売られていたのですが、やはりこの低金利の状況を反映して、ここ数年で養老保険の収入保険料ベースで大きく占率が落ちていきます。変わりに増えているのが、下から2番目のユニットリンクという、日本でいうと特別勘定のようなものですが、こちらの保険や、その上の赤い線で示したアニュイティ・アンド・ペンションということで、こちらも予定利率がゼロであったり、あるいは、保証利率がなかったりというようなものが、売られていると聞いています。

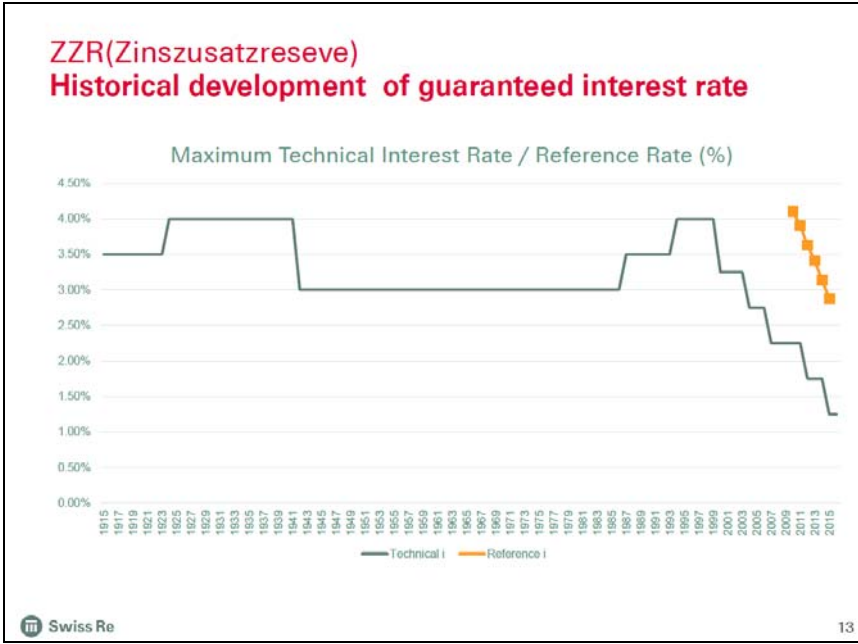
ZZR(Zinszusatzreserve)

- 追加責任準備金制度
- ドイツの生命保険会社に対して2010年に導入
- 保証利率が参照利率を超えた契約に対してZZRが要求される
- 参照金利は10年スワップ(AAA)の10年平均で計算される
- ZZRは15年間の予定利率を参照利率に変更して計算された責任準備金までに必要な額として計算される
- 業界全体で2015年末までに320億ユーロを積立

 Swiss Re 12

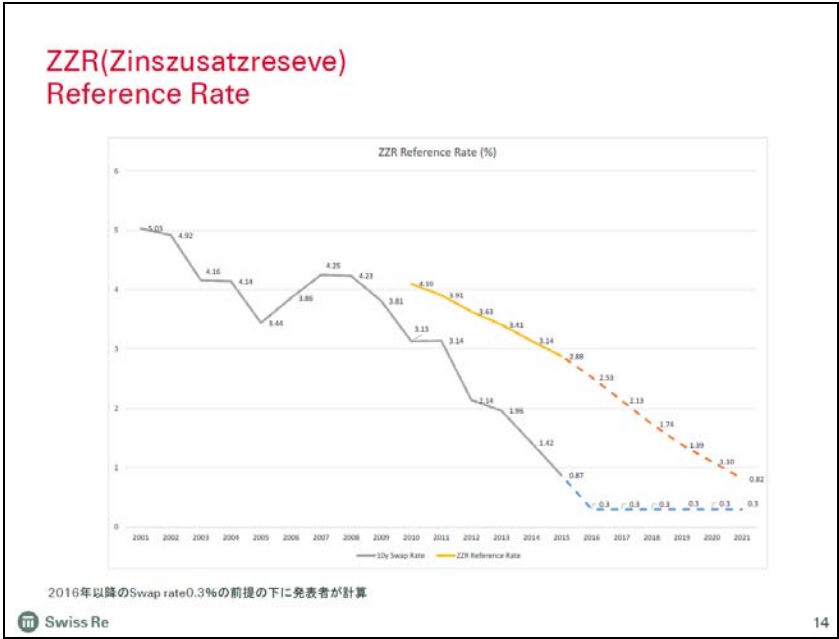
ドイツの状況、これは責任準備金の計算の仕方で、エコノミックな話ではないのですが、ZZR、ドイツ語で、Zinszusatzreserve という追加責任準備金制度が導入されています。こちらは、2010年にドイツの生命保険会社を導入されたもので、保証利率が参照利率を超えた契約に対して、ZZR追加責任準備金が要求されるということです。

これはどのようなことかといいますと、次のページでご説明いたしますが、こちらのグレーの線がMaximum Technical Interest Rateということで、責任準備金の評価をする利率になっています。100年分示していますが、日本の標準利率のようなものだと思っていただければ結構かと思います。これに対しまして、ZZRのリファレンス・レートがオレンジの線で書いてありますが、直近2015年度末においては、2.88%のリファレンス・レートが使われています。



これはどのようなことかといいますと、1940年代以降から Technical Interest Rate は3%を適用していますけれども、この3%で今まで計算していた責任準備金をすべて2.88%に置き換えて計算し、その差額を追加責任準備金として積むということになりますので、昨年1年間では、結構大きなインパクトがあったと聞いています。生保全体で100億ユーロの積み立てが、昨年必要であったということだそうです。

一つ前のページに戻るのですが、この参照金利というのは、またあとで説明しますが、10年スワップの10年平均で計算されています。ZZRは、将来の全期間を計算するわけではなくて、将来の15年分の予定利率だけを参照利率に変えたものとして計算されます。業界全体では、2015年度末までで320億ユーロの積み立てがございました。これは、規模間で言いますと、ドイツの生保の収入保険料は年間で900億ユーロぐらいですので、そこそこ、相当大きな負担になっているのかなというところでございます。



最後のページになりますが、こちらが、Z Z Rの参照利率、リファレンス・レートを計算しているものになります。先ほど2.88%と申しましたものが、オレンジの線の2015年のところになりますが、これが、過去10年間のグレーの方の線ですね。スワップレートを基に計算されています。現在のスワップレート0.3%ぐらいですので、これがこのまま続きますと、今の2.88%からどんどん低下していくということになり、毎年、毎年、追加責任準備金の積み立てが必要になってくるということになります。最終的には、1,000億ユーロぐらい必要なのではないかとされています。

私からの説明は以上になります。ありがとうございました。

植村 ありがとうございます。どうぞ、お席にお戻りください。

ここから先はパネルディスカッションということで、残りの時間、4時15分まで使わせていただきたいと思います。大きく、質問といいますか、ディスカッションをさせていただくテーマとして、三つ考えています。

一つは、今日のテーマでもあります、日本の保険会社、特に生保事業をやっているところ、これは損保グループも含めてということになりますけれども、こちらの経営の現状を、皆さん方がそもそもどうご覧になっているのかというお話。

それから、二つ目の話としては、先ほど松山さんから辻野さんからお話がありましたが、経済価値ベースの指標、これはソルベンシーIIやS S Tの規制比率もそうですね。この経済価値ベースの指標をどう捉えたらいいのかというテーマ。

それから三つ目としては、このような経営環境の中で、保険会社の経営者、あるいはアクチュアリーは、一体何をしたらいいのだろうか、どうあるべきなのだろうか。

そのような三つのテーマで進めさせていただこうと思っております。では、最初のテーマで、日本の保険会社経営の現状をどうごらんになっているのかということなのですけれども、まず辻野さんに伺いましょうか。プレゼンテーションでもお話がありました、「EVやESRが急激に悪化」などというお話があったわけなのですけれども、実際、株式アナリストなので上場保険会社を中心になるとは思いますが、今のような経営内容だにご覧になっているのでしょうか。

辻野 各社、割と悩んでいらっしゃるのかなという印象では見ておまして、経済価値の指標は重要であるというように、社内で主張していらっしゃる方もたくさんいる一方で、それをやると、今のイーロードカーブはゆがんでいるのだから、長期な戦略は間違ってしまうと言っている人もいます。また、営業が非常に力を持っている会社ですと、そのような経済価値に急激に移行すると、自分たちの収入が非常に減る可能性もあるので、そのようなところに抵抗しているようでもありますし、そのような中で、いろいろ皆さん、バランスを取ろうとしているというような印象を受けております。

植村 例えば、ESRを公表されている会社で、数字がとてども下がりましたと。それを割と額面どおり受け止めて、まあ、どのレベルに下がっているかにもよるのでしょうけれども、リスクテイクからリスクを抑える方向に変わったのか、それとも、ESRは下がったのだけれども、指標は指標で参考として見ているのだから、あまり経営行動は変わっていないのか。中間決算の発表がこれからという厳しい状況で申し訳ないのですけれども、このあたりの感触はいかがですか。

辻野 そのような意味では、まだ行動は変わっていないと見ています。それで、とりあえずハイブリッドは調達するなど、そのようなことはして、大きく変えては、まだいない。マイナス金利はまだ一時的なのではないか、様子を見ようという状況に見受けられます。

植村 ありがとうございます。

では、同じ質問を渡辺さんに、日本の保険会社の経営の現状をどのようにごらんになっているのか、コメントいただけますでしょうか。

渡辺 はい。再保険会社という立場から見ますと、日本の会社さんは、随分低金利で苦勞されているということは見て取れます。ただ、皆さんが皆さん、同じように苦勞されているかといいますと、やはり保有している商品や販売しているチャンネルなど、資本の形態も違いますし、特に会社が重視しているK P Iというものは結構会社さんによって違ってきますので、問題として見ているポイントは微妙に違うのかなと思っています。

特に、例えば、財務会計上のインパクトは、金利低下だけではなくて、金利上昇の方のリスクも見ないといけないというのが結構難しいところで、これは、相撲に例えますと、土俵際まで低金利で押し込まれているような状況で、必死に土俵際で踏ん張っているような状況だと思うのです。それで、このままこの状況が続くと、もう体力がなくなって押し出されてしまうと。一方で、金利が急に上がってしまうと、前にばたきと倒れてしまうというような状況だと思うのです。

では、そのためにはどうすればいいかという、皮下脂肪をたくさん蓄えて、どんどん太ればいいという。そうすれば、前にも後ろにも大丈夫とは言えるのですけれども、そうすると、今度、奥さんが「見た目が格好悪いので、やせなさい」などというように言われて、資本家から言われて、食事を制限されたり、小遣いを下げられたり、挙句の果てに、へそくりを取り上げられたりというような状況で、なかなかハンドリングが難しいのだらうと思います。

少し話がそれましたけれども、再保険で何かできるかといいますと、再保険も魔法のつえではないので、それでもってマイナス金利に対応できるというわけではないのですが、先ほども申しましたとおり、個別の会社さんによって問題が微妙に違いますし、個別の問題それぞれに対して、この問題についてはこのようなアプローチ、この問題についてはこのようなソリューションというようなものは提供できることもございますので、当社にというわけではないのですが、再保険会社、どこの会社でも何かしらのメニューを用意していると思いますので、一度ご相談されてはどうかと。ちょっと宣伝になってしまいましたが、そのように思います。

植村 ありがとうございます。ちなみに、「会社によって重視しているK P Iが違う」というお話がありましたけれども、ある程度分類できたりするようなものでしょうか。このようなK P Iを重視している会社があるとか、あるいは別のものがあったりしますか。

渡辺 個別の話題になってしまうのであまり言及できないのですが、やはりエコノミックなものが中心のものと、割と従来的な指標を重視している会社さんと、大きく分けると二通りに分かれると思います。

植村 なるほど。そのような観点ですね。ありがとうございます。

さて、松山さん、お待たせしました。個人的な見解を、多分お話しされたいと思いますので。

松山 いやいや。

植村 先ほどはALM研究会としてのご意見という、論点整理ですけれども、個人としては、例えば、今の保険会社、日本のですね、現状をどのようにごらんになっていらっしゃるのでしょうか。

松山 多分、このあとに植村さんが振られるであろう、経済価値ベースの話と関係してくると思うのですが、いろいろな人と議論していると、やはり経済価値をベースにしたリスク管理や経営などというものが、トーンダウンしている印象というものは受けますね、いろいろな形で。それは、どうしようもなくなってしまったので見ないようにしようというようなマインドが働いているのかもしれないし。

一方で、先ほどハイブリット・キャピタルには調達余力があるということだったのですけれども、ハイブリット・キャピタルは、結構いろいろな会社が取られています、投資サイドで、爪に火をともしようにして、ないスプレットを取りに行っている傍らで、死ぬほどたくさんスプレットを払って、ハイブリット・キャピタルを調達しているなど、何か、同じ経済主体がやっていることとは思えないほど、私にとっては不思議な印象を受けるのです。

ハイブリット・キャピタル自体の効果は、このような純粋な経済価値においては、全くキャピタルにコントリビューションしないので、ある意味、格付や規制などという中で、擬制的に表現されているものにすぎないと考えています。つまり、人工的なものです。

それに意味がないということはないのです。なぜかということ、そのような手段でも講じない限りは、実を言うと、経済価値の危機からのマネジメントはうまくいかないのです。つまり、経済価値で、例えばESRがマイナスになってしまって、そのような、他に手段を認めないと、もうそのマイナスの状態からは脱することとはできないのです。だから、規制など、そのような強制ルールを入れようと思えば、どうしてもそこに、経済価値ではない、ある種の価値を、非経済的な価値を入れていかざるを得なくて、それが元本に比例して、規制資本や格付け資本にぶち込むことのできるハイブリット・キャピタルだと思うのですが、それが、自主的な、要は、内部管理的なリスク管理の手段として使っていくことに意味があるのかどうかというのは、個人的に、気にはなっています。もったいない感じがしています。

植村 ありがとうございます。若干関連して、辻野さんにまた伺いたいのですが、投資家は今の局面で、いくつかの保険会社が増資してしまうのではないかと、そのような懸念を持って保険会社を見ている状況なののでしょうか。それとも、あまり気にしていない感じなののでしょうか。

辻野 はい。結論的には、皆さん、分かっていたので、今それを気にしている人はいないと思います。ただ、5月に、非常に低いESRがどんどん公表されてしまったときには、相当いろいろな質問は受けました。

植村 ありがとうございます。ちなみに、もう一つ、これは辻野さんのプレゼンの中にもあった話ですが、日本銀行のマイナス金利政策が1月末から始まったということで、このようなパネルディスカッ

ションにつながったのだと思うのですけれども、その後9月に、金融政策のレジームが変わりました。10年国債のところは何となく固定化されているから、6月あたりとは違い、超長期金利はもう下がらないのではないかと。だから、安心しましたという声と、いやいや、そうはいつでも、やはり日銀はインフレ率2%にこだわっているのだから、6月のような金利水準ではないにしても、3月ぐらいから続いている低金利状況が、これでかなり長くなってしまったと見ていらっしゃる方が多いのか。

辻野さんご自身は、ここでは後者のことをおっしゃっているのですけれども、実際、お会いする、例えば、保険会社の方など、ないしは、アナリストや投資家の見方は、両方あると思うのですけれども、主にどちらが多いという感触ですか。

辻野 そうですね。両方考えている人も多くいると思います。なので、あのレジームであれば、しかも6月の状況から超長期は随分上がった状態で9月21日を迎えており、そのイールドカーブを日銀が容認しているわけですよ。ですので、その超長期のところはもうそれほど変わらないのではないかという意味では、10年国債もそうだけれども、それほどもう下がらないのだなということについては、多くの人が受け入れてはいると。

では、そこから上がるというほうにベットしていくのか、そうはいつでも、このレジームは、2%というターゲットがいつまでたってもできないので、今の状態を何年も引っ張るために作ったのであれば、超長期はそれほど上がらないのであれば、生保セクターは持ってもしかたがないと結論をしている人もいます。なので、皆さん、下がらないとは思っているけれども、だから、急に生保セクターへの投資という方向には、つながっていない人もいるということです。

ただし、ここ数日になって、そのような方が焦ってしまってニュートラルに戻すという動きもあり、暴騰しているということですね。

植村 ありがとうございます。なかなか、ここ数日の動きまで含めると難しいですね。

今の一連のお話で、松山さんや渡辺さん、コメントやご意見などはありますか。よろしいですか。

では、今と関連するのですけれども、「経済価値ベースの指標をどう捉えたらいいか」というテーマで、お話をしたいと思います。先ほどALM研究会での議論をご紹介いただきましたし、松山さんからプラスアルファでお話をいただきましたけれども、UFR、終局金利ですね。これは松山さんと辻野さんからはUFRについてコメントをいただいています。もし、渡辺さん、コメントがあれば。特にいいですか。分かりました。

では、松山さんのお話は研究会としての見解でしたけれども、松山さんご自身は、このUFRが、皆さんに使われているということ、どのようにご覧になっていますか。

松山 経済価値に類するものはたくさんあると思うのです。エンベディッド・バリューもそうですし、当局のフィールドテストなど、いろいろなものがあるのです。ただ、そのようなものは、多分、単一性というものは絶対なくて、いろいろなバリエーションがあるものだと思うのです。

それで、この経済価値的なものの議論で危険なことは、One size fits all といえますか、すべてに使えるようなものが一つ存在しているという幻想を持ってしまうことだと思うのです。エンベディッド・バリューはエンベディッド・バリュー原則に従って出せばいいし、フィールドテストはフィールドテストのルールに従って出せばいい。UFRもフィールドテストでは使えと言っているものは使えばいいわけです。

ただ、その経済価値というものが、積極的なリスク管理の道具として使おうとしているものであれば、そこには入れるべきではないと思います。

なぜかという、経済価値とは、実は、単に計っているだけでは何の意味もないといえますか、どうしようもないのです。「増えた、減った」と言っているだけでは、リスクに押しつぶされてしまう。だから、経済価値評価は何のためにやるかという、なぜリスク管理上計測するのかという、それを見ながら、能動的にリスクをコントロールしようと思ったときに、初めてリスク管理上の意味を持つてくるのです。その目的に使おうとしているのであれば、UFRは入れるべきではないと。これは個人的に思います。それは、リスクの制御手段と評価が合わないからです。制御目的に使わないのであれば、何でもお好きになさってください。ただ、制御目的に使いたいのであれば、そのようなことはすべきではありません。

だから、結論的には、まずいろいろな経済価値があるのだということをお認めくださいということ。そのような中で、一番、目的にあった行動、やろうとしていることに、フィットした経済価値を使ってくださいというのが、私の申し上げたいことです。

植村 なるほど。とすると、先ほど松山さんの、ALM研究会のプレゼンテーションの最後の戦略的整合性の表、皆さん、お手元にある方は見ていただきたいのですが、一番右側の「経済価値を将来の規制の制約条件に想定」というような方が、結構多いというお話がありましたけれども、そのような方々の場合には、それは一体何なのだろうと、そのようなことになるのですか。

松山 多分、積極的な経済価値の制御手段は持ちえないケースだと思います。つまり、規制上の経済価値というものは、ある種、人工的なものですので、完全に市場整合的なものではないので、それは制御の目的にはなり得ないと思います。

植村 ありがとうございます。

このあたりの、経済価値ベースの指標との付き合い方という点で、辻野さんは、プレゼンテーションにもいろいろありましたけれども、繰り返しになってしまってもかまいませんので、少しコメントをいただけますか。

辻野 すみません。文脈で、どこに焦点を絞っていいか分からなくなってしまったのですけれども。

植村 経済価値ベースの指標を、どのように使っていた方がいいとご覧になっているのか。ないしは、今の活用状況をどう見ているかということでもかまいませんけれども。プレゼンテーションは、どちらかという、今、このような使われ方をしていますね」というお話でしたけれども、もし辻野さんご自身が、「このように会社が使っていることがいいではないか」、もしくは、公表しているものをご覧になって、「こんなふうに使っていると期待しているのだけれども、どうも違いそうだね」でも結構ですけれども、どのような感じで捉えてらっしゃるのかを伺わせていただきたいと思います。

辻野 はい。まず、規制上、日本ではまだ導入されていませんけれども、規制上の経済価値に、例えば、UFRが導入され、そのようなものをベースに使っていくということは、私も別にいいのではないかと考えています。ですけれども、例えば、新契約のプライシングをするとき、あとは、松山さんもおっしゃ

っていたように、リスク管理のときなど、そのようなところにやはり、そうでないものというものを意識的に入れていかないといけないだろうと思っています。それは個人的な考え方ですけれども。

植村 確かに、私も I Rなどを伺っていて、E S RにはU F Rを使って計算していて、資本十分性、ないしは資本効率性はそちらで見ますと。一方で、商品の収益性管理など内部管理のものは、U F Rを使わず、従来やっていたものを使っていらっしゃる。そのような会社もあるようですし、どちらも同じ目線という会社もありますし、対応が分かれている感じはいたします。

辻野さんがおっしゃられたように、目的とツールが合っていないと、そもそも経済価値ベースの指標とは何だったのだろうか、という感じは、私自身もしてしまいますね。

海外では、S S TやソルベンシーⅡなどというものが、日本の規制の前に入っている。そのようなお話を渡辺さんからご紹介をいただいたわけですが、当地では割とスムーズに導入されているものなのでしょうか。それとも、例えばソルベンシーⅡの世界では、いろいろな政策的措置もとられているからスムーズだという話もあるのかもしれませんが、何かコメントはございますでしょうか。

渡辺 はい。スムーズがどうかというところで言いますと、現時点まではスムーズに来ているかと思うのですが、先ほど、S S TがソルベンシーⅡとは少し違うというようなことを申し上げたのですが、当然、スイスもE Uの加盟国ではないのですが、E Uのそばにいます。ソルベンシーⅡではなくてS S Tを使用しております。

先ほど松山さんが、経済価値ベースは、一つの指標ではなくて、いろいろなものがあるとおっしゃれましたが、まさにそうで、保険会社である以上、やはり規制上どのようなものが使われているかということとは意識せざるを得ないと思います。ですから、E Uの国であればソルベンシーⅡ、スイスであればS S Tを使うというようなことになるので、日本もいずれ、経済価値ベースの規制が導入されることになると思いますので、やはり、それがどうなるかということ、日本の保険会社では見ていかなければいけないと思います。

もう1点加えたいことは、以前であれば、それはもう少しグローバルに、どこかに収束していくのかなというように個人的には思っていたのですが、最近少し考えが変わりまして、今年になりまして、イギリスのE U離脱や、アメリカもトランプ大統領の誕生などがございますけれども、どちらかというところ、グローバルリズムよりも、ローカルの方に、何と申しますか、世界の潮流が傾いている中で、会計の世界というものは、以前は国際会計基準や、何年までに導入などと言われていたことが遅れ遅れになっている状況で、かつ、いろいろな国がいろいろなことを主張し始めているという中で、将来的にも、もしかするとグローバルに、きちんと一つものになるわけではなくて、各国、各国、その国の売っている商品や商習慣などに応じて、それぞれの指標が導入されていくのかなと思っていますので、日本の保険会社であれば、どうしても日本の経済価値ベースの指標がどのようなものになるかということは、意識しなければいけないかと思っています。

植村 ありがとうございます。どなたかコメントはありますか。いいですか。

では、日本の動向ということで、日本の当局という金融庁ですね。本事務年度の金融行政方針に、「経済価値ベースのソルベンシーの検討」という言葉がなくなりました。あと、皆さんご覧になったでしょうか。I C S、I A I Sがコムプレームの枠組みの中で、国際的なリスクベースの資本規制を作っ

ていこうとして議論を進めているわけですが、その第二次市中協議に対して金融庁がコメントをしていて、「ICSがさまざまな意図せざる影響をもたらす可能性」「長期的に見ると収益を低下させ、かえって健全性を損なうことになりかねない」「長期投資家としての役割を果たせなくなる。役割の中には、価格下落局面での市場への流動性供給なども果たしてきた」などと書いてあって、どうしてしまったのだろう、などと最初に私が言っただけではないのかもしれないのですが、松山さん、このあたり、金融庁の姿勢がかなりトーンダウンしていると思いませんか。

松山 金融庁の中の人間ではないので分かりませんが、はたから見ている限りでは、明らかにトーンダウンしていると思います。それは、もしかしたら、何か、かつての護送船団行政のときのような保険会社の役割を、期待し始めているのかなというような印象も受けます。つまり、何か、マーケットの、資本市場の発展に寄与すべきのような、そのようなトーンも見え隠れしているのでは、少し不安です。

植村 それでも、経済価値ベースの指標で見えていくという意味は、マイナス金利政策後のイールドカーブがフラットニングしている中でも、それはあるということによろしいですね。

松山 先ほどからの繰り返しになりますが、制御することができるのは、純市場整合的に計算された経済価値だけなのです。それ以外は制御不能なものなので、だから、何か制御していこう、つまり、保険会社自身が、自分の運命をある程度は自分でコントロールしていこうと思うのであれば、それを放棄することはあり得ないと思います。仮に金融庁が反対側を向いたにしても、ICSが反対側に向いたにしても、リスクを制御していこうという意思を持つのであれば、続けるべきだと僕は思います。

植村 ありがとうございます。

だんだんお時間も押してまいりましたので、三つ目の、このような、何と言ったらいいのでしょうか、外部環境がいろいろな方向に向かってしまっているような中で、保険会社の経営者、あるいは、アクチュアリーが、何をしていくべきなのかという話に移りたいと思います。

先ほど、やや脱線的なところになるかもしれませんが、渡辺さんからドイツのZZRのお話がありましたね。あれも、経済価値ベースではなく現行会計ベースの規制で、追加責任準備金を積んでいくという、日本にも似たような制度はありますけれども、ドイツの場合、どんどん参照レートが下がっていったら、経営としてかなり大変そうな気もするのですが、日本と対比して何か言えること、参考になることはあるのでしょうか。

渡辺 そうですね。負担が大きいことは確かなのですが、ただ、先ほども説明しましたとおり、リファレンス・レートというものは10年間の平均で計算されますので、ある程度予測が可能な数字になっております。ですので、例えば、今後10年間、会社の事業計画を立てるに当たって、どれだけ積み立てが必要かということも、そこに組み入れることができますので、そのような意味ではハンドリングしやすいのかな。

それに対して、日本は将来収支分析もごさいますが、将来収支分析は3月の金利で評価してしまうようなところがありますので、突然、不足責任準備金が、そのときのピンポイントの金利で発生してしまう。もちろん計画的に積み立てるといった手段もあるのですが、経営に対するインパクトといえますか、ショックというものはやはり大きいので、そのような意味では、ドイツの方がハンドリングとして

はしやすいのかなと見ております。

植村 なるほど。日本の方が、難しいと言えれば難しいだろうと。

あと、商品の話もご紹介いただきましたね。ドイツはこの10年タームで見ると、相当商品のポートフォリオを変えてきていると。実際なぜ彼らはそのようなことができているのでしょうか。特にこの個人年金のところは中身も変わっているというお話でしたね。

渡辺 はい。

植村 予定利率がない、あと、多分インデックス連動など、そのような話なのでしょうね。お客さんのニーズもあるのでしょうけれども、それにしても、うまくこのように変えることができているのは、何か理由があるのでしょうか。

渡辺 いや、ちょっとそれは分からない。結果としてできているというようなこと。逆に、なぜ日本ができないのだろうというようなところは、少し思いますけれども。

植村 なるほど。ありがとうございます。

辻野さんのプレゼンでも、商品についてといったところで、いくつか不安といいますか、ご不満といいますか、そのようなお話があったと思います。今の日本の生保にとって、ここは釈然としないというお話をされていたのだと思うのですが、もう一度分かりやすくお話しいただいてもよろしいですか。

辻野 はい。経済価値ベースというものが、多分、十分に浸透していないので、恐らく新契約、現在売っている契約の経済価値ベースのプロフィットビリティが、ほぼマイナスに近くなったり、マイナスになった場合の保険料率の改定が遅かったりというような印象を受けています。

もう一つは、なぜ、このような状況に陥ったのだろうと考えたときに、日本の生保は非常に長い商品を売ってきたということがありまして、デュレーションのもっと短い商品を売るところに、より今後、変えていく必要があるかと思っています。

植村 ありがとうございます。

松山さん、例えばマーケットのニーズとして、日本は超長期の保障なのだと。だから、それは提供し続けなければいけないのだと。この場合、マーケットというのは保険マーケットですね。そのようなことを、よく大手の生保の方などから伺うわけなのですからけれども、実際そのようなものなのですか。

松山 いや、それは、私の口からは何とも申し上げられないですけれども、でも、更新型の保険などが増えていますので、その意味では、長期に提供しながらも、基礎利率の保証というものは、ぶつぶつに切れているというようなものが増えてきているのではないかと思いますけれども。

植村 あと、海外のお話を少し、スイスとドイツについて触れさせていただきましたけれども、このような局面で、例えば、過去に学べるようなことはあるのでしょうか。また、松山さんで申し訳ないですけれ

ども。

松山 そうですね、やはり、逆ザヤを経験して、その中でたくさんの保険会社が潰れていったということを見ている世代が、少なくなってきたと思うのです。ですから、私や私に近い年配の方は、そのときの危機感というものを、ぜひ周りに伝えていただきたいなと思います。このままだと、ちょっと「茹でガエル」で、茹で上がってしまって終わりというようになることも困るので、やはり見てきた人がきちんと伝えないと、このような危機管理というものはうまくいかないのだろうと思います。

植村 同じ質問を渡辺さんにしてもよろしいですか。

渡辺 はい。そのような意味では、今、日本の生保では、やはり終身保障というものが、死亡保険でも医療保険でも当たり前のように販売されていますけれども、やはり、時期として、少し経営としてドラスティックに変えていかないといけない時期にきているのではないかというように、個人的には思います。金利の局面だけではなくて、給付に関しても、結局、その終身であることが足かせになって、いろいろな商品が出せなくなっているということを感じています。

これが、短期の商品を、短期にする代わりに、より革新的なものを出すことによって、急激な医療技術の変化や、医療制度の変化などというようなものに耐えられることになるかと。ただ、これが、マイナス金利に対して特効薬にももちろんなるわけではない、保有契約もがらりと変わるわけではないのですけれども、今、既存の保険会社さんがこのようなことをやらないと、他の業態から参入して、今のビジネスを持っていかれてしまうというようなことも考えられますので、そのように経営を変革していかないといけない時期なのかなと考えています。

植村 なるほど。例えば、他の業態から入ってきてくることも十分考えられる。確かに、インシュアテックという時代でもありますね。

このあたり、何かコメントのある方はいらっしゃいますか。よろしいですか。

あと、せっかくアクチュアリー会の年次大会ということですから、このような局面で、アクチュアリーは、単にアクチュアリーと言うのも漠然としていますけれども、何が期待されているのでしょうか。まずは、アクチュアリーではない辻野さんから、コメントをいただいてよろしいでしょうか。

辻野 はい。皆さん、より経済価値ベース寄りの考え方というものを重視していただければ、と思っています。割と業界関係者と話すことが多く、私の口からこのようなことを言うのも何なのですけれども、アクチュアリーという方々、本当にいろいろな方がいらっしゃって、トラディショナルな方と、経済価値的な考え方を非常にどんどん吸収していらっしゃる方と、いろいろいるのだよということをよく言われまして、そのようなところは、経済価値の流れというところに乗って行っていただきたいと思っているということが一つ。

それと、これはまた、保険会社の方とよくお話をすることもありますが、会社によると思いますし、どのような部署にいらっしゃるかにもよるのでしょうかけれども、何と申しますか、強い意見を持っていても、何となくそれが言いにくい方々もいらっしゃるようなのです。でも、皆さん方が保険会社の中で、このようなクオンティタティブな観点から、厳しい状況で生き抜くためにどうあるべきかというこ

とを、しっかりご発言していただければいいなと考えております。

植村 ありがとうございます。残り時間がわずかになってしまったので、せっかくですので一言ずつ、アクチュアリーの方々からも伺いましょう。渡辺さん、お願いいたします。本当に時間が少しだけで申し訳ないのですけれども。

渡辺 はい。先ほどは、松山さんから、ゆでがえるというように言われましたけれども、私もかつて破綻した会社に勤めていた経験がございますので、そのとき、今、思い返してみると、もっと何かできなかったのかということをお考えいただけますので、保険会社としては、最終的に、お客さんに保障を提供することが保険会社の仕事ですので、そこのところだけは、何ですか、守れるような会社の経営をしていただきたいと思います。

植村 ありがとうございます。松山さんは、ゆでがえるの他に、何か言い残したことはありますか。

松山 いや、私は、正直言うと、この局面で、現役でアクチュアリーをやっておられる皆さんがうらやましいと思います。危機的な状況でありますけれども、多分、自分がやっていたらアドレナリンが出まくって、きっと毎日生き生きとしているだろうなという気がします。ぜひ、かつての逆ザヤのかたきを取るつもりで、このマイナス金利の場面で、日本のアクチュアリーが世界のフロントランナーであると、日本の力を示していただきたいと思います。

植村 ありがとうございます。最後に力強い発言があり、大変参考になったのではないかと思います。

お時間の都合もありまして、皆様方から質問などを受けることができずに申し訳ございませんでした。これで本日のパネルディスカッション、「マイナス金利と保険会社経営」を終わらせていただきます。最後に3人のパネリストの方に、盛大な拍手をよろしく申し上げます。どうもありがとうございました。