

## 第一生命のクレジット評価と社債投資の考え方

チーフ・インベストメント・ストラテジスト

上田 祐介

### [本レポートのサマリー]

- 1. 本レポートの目的** p.1  
本レポートでは、2023年3月期本決算を受けた第一生命 HD 及びグループ傘下の第一生命等の業績の傾向とクレジット投資における投資評価の考え方を示す。
- 2. 第一生命グループの概要** p. 1
- 3. 第一生命 HD の経営状況と、国内外の事業状況** p. 3  
HD 全体での保険料収入は 4.5 兆円となり増収傾向。海外事業が3割を占める。グループ全体での純利益は直近1年で大幅な下落。海外事業と第一フロンティア生命のグループ連結利益に占める構成比は保険料収入構成比に比べかなり小さい。
- 4. 第一生命(相互会社単体)の経営状況** p. 5
  - 第一生命の保険事業の状況  
既存契約残高も減少している。基礎利益も前年比で減少。国内4大民間生保中で直近2年間、保険料の減少幅が最も大きく、状況もあまり改善していない
  - 第一生命の資産運用の状況  
保険契約残の減少に伴い、運用資産残高も FY2022 Q1 以降、減少傾向を継続。第一生命単体の事業に外貨建ての窓販商品の運用資産などを含まないこともあり、同社の運用資産に占める国内債券の比率は最も高い。このため、第一生命の単体運用利回りは、同業他社にくらべ安定性的に推移。
  - 第一生命の経常利益の状況  
経常利益の低下傾向の主たる要因は、保険事業を反映した基礎利益の減少。その背景は、コロナ要因も含む、保険金等支払額の増加に伴う基礎費用の増加。
- 5. 第一生命の連結/単体のソルベンシーマージン比率、ESR の状況** p. 11  
金融監督指標である国内ソルベンシーマージン比率は、2021Q3以降、下落基調。含み益の低下も影響。ただし、870%を超えており、日本生命・明治安田よりは劣るが、同社の保険支払い能力は十分に健全な水準。  
2025年4月以降に適用される新たな監督指標である ESR では、2022Q1 と比較すると減少するも、2021年と比較すると高い水準。
- 6. 第一生命の信用格付けと、スプレッドに債券の利回りと投資機会の考え方** p.13  
信用格付け(第一生命ベース)は、国内格付機関で AA 格レベル、外資系格付機関で A+格レベル、劣後債格付けは外資系で A-レベル、と高い水準。  
クレジット投資における安定性は、大手4社中で上位2社(日本、明治安田)に次ぐ順位と想定。  
流通市場における新たな社債投資の可能性は米ドル建て債に限られやすい。  
第一生命の米ドル建て債は 5.7%程度の利回りを維持しており、同社の安定したビジネスモデルを考えれば、投資対象としての組み入れを検討しやすい。

## 5バリューアセット アナリスト・レポート

## 第一生命のクレジット評価と社債投資の考え方

5バリューアセット チーフ・インベストメント・ストラテジスト 上田 祐介

## 1. 本レポートの目的

第一生命ホールディングス(以下、第一生命 HD)は、2023年5月15日に2023年3月期本決算を公表した。本レポートでは、同決算を受け同社及びグループ傘下の第一生命相互会社(以下、第一生命)などの業績の傾向とクレジット投資における投資評価の考え方を示す。

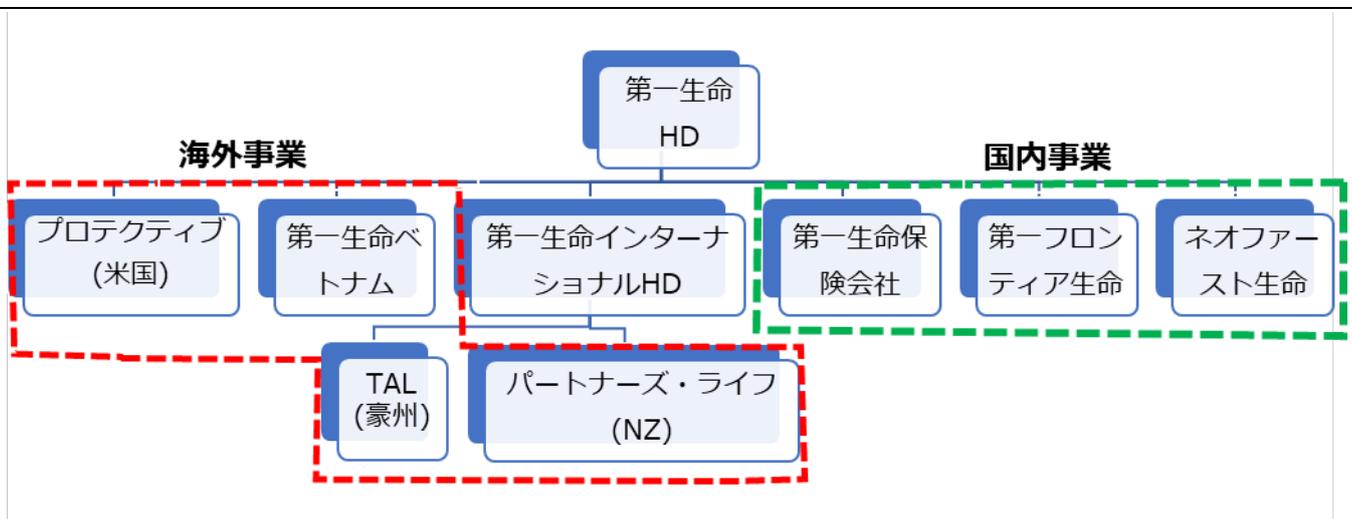
## 2. 第一生命グループの概要

[ポイント]

- グループ全体での保険料は4.5兆円となり、増加傾向。内訳に海外事業が3割
- 一方、グループ全体での収益は直近1年で大幅な下落。
- 背景には、第一フロンティア、及びプロテクティブ(米国)の大幅な減益
- グループ収益に占める、海外事業の構成比は小さい

第一生命 HD は、国内の純民間4大生命(日本、第一、明治安田、住友)の1社であり、4社の中では唯一の株式公開企業である。株主からの成長への期待もあり、4社の中で最も海外事業展開を進めている会社でもある。半面で、国内保険事業については、財務面や利益率面での不安は極めて低く安定しているものの、国内保険事業の収益規模は低下傾向が目立っている。以下の図表1には、第一生命 HD 傘下のグループ内主要保険会社の資本構造を示した。国内民間4大生命保険会社の中で、最も海外事業に積極的に取り組んでいるのが第一生命である。年換算保険料(2021年度)では4大生命の第4位に位置する。

図表1 第一生命グループの主な保険会社の構成図



出所： 同社開示資料より、5バリューアセットで作成

2023年3月末における国内基準のソルベンシーマージン比率は、第一生命HDのグループ連結ベースで704%、第一生命単体ベースで865.4%と極めて安定した水準を維持している(200%を十分に超えていれば安定的)。また、同社グループでは、2025年4月以降に新たに適用される国際的に共通の新たな保険規制(ICS)に対応した経済価値ベースのソルベンシー比率(ESR)についても、定期的に試算値を公表しており、その水準も継続的に200%を上回っている(100%を十分に超えていれば安定的)。

第一生命HDの信用発行体格付けは国内格付機関(JCR)でAA-格、ハイブリッド債の債券格付けでA格(円建永久債、JCR)となっている。また、子会社の第一生命相互会社の発行体格付けは、国内格付機関でAA格レベル<sup>1</sup>(R&I;AA-, JCR:AA)、外資系格付機関でA+格レベル(ムーディーズ;A1、S&P;A+、フィッチ;A+)を維持し、いずれも見通しは安定的とされている。米ドル建て永久劣後債はA-格レベル(A3/A-/A)の格付けが付与されている。

なお同社グループ企業による円建て・ドル建てのハイブリッド劣後債の残高は多いが、同社では劣後債発行による規制資本の増強手段を、以前の米ドル建て起債(第一生命発行)から、円建て起債(第一生命HD発行)へと軸足を移している。このため、流動性面を考慮したドル建て債の投資機会は、日本生命や明治安田生命などに比べると相対的には十分とは言えない。ただし流通市場で拾えれば、他の主要子会社であるプロテクトティブ債も含め、良好な投資機会である可能性がある。一方、円建て債は、継続的に発行されているものの新発段階で国内機関投資家により取得された玉は流通市場に出回りにくく、相対的に個人投資家の投資機会とはなりにくい。

本レポートでは、第一生命の経営状況を確認し、社債相場の現状を踏まえた同社グループ企業の発行する債券に対する投資評価を行う。

<sup>1</sup> R&Iは保険支払い能力格付け

## 3. 第一生命 HD の経営状況と、国内外の事業状況

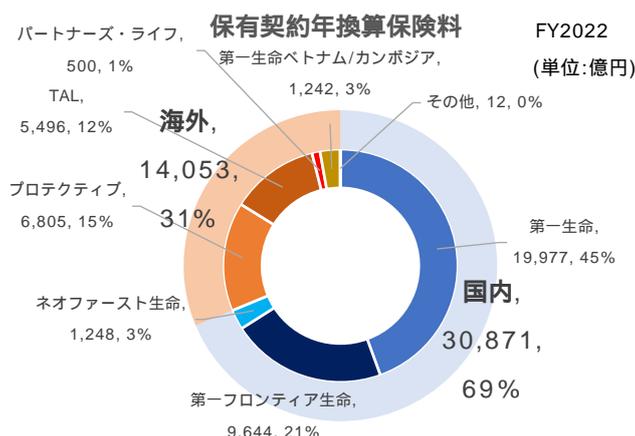
## [ポイント]

- グループ全体での保険料収入は 4.5 兆円となり増収傾向。海外事業が 3 割を占める
- 一方、グループ全体での純利益は直近 1 年で大幅な下落。
- 背景には、第一フロンティア、及びプロテクティブ(米国)の大幅な減益。
- 海外事業のグループ連結利益に占める構成比は保険料収入構成比に比べかなり小さい。

FY2022 における第一生命 HD の保険料収入は 4.5 兆円、大幅な増収傾向

FY2022 における第一生命 HD の保険料収入(全保有契約)は 4.5 兆円と、過去 2 年を通じて大幅な増収を継続していた。ただし、国内 3 社の保険料収入はほぼ横ばいで、増収のほとんどは海外事業の伸びによるものであった。また、全保険料収入の内訳として見ても、海外事業が 3 割を占めていた(図表 2)。

図表 2 第一生命 HD の保険料収入の構造



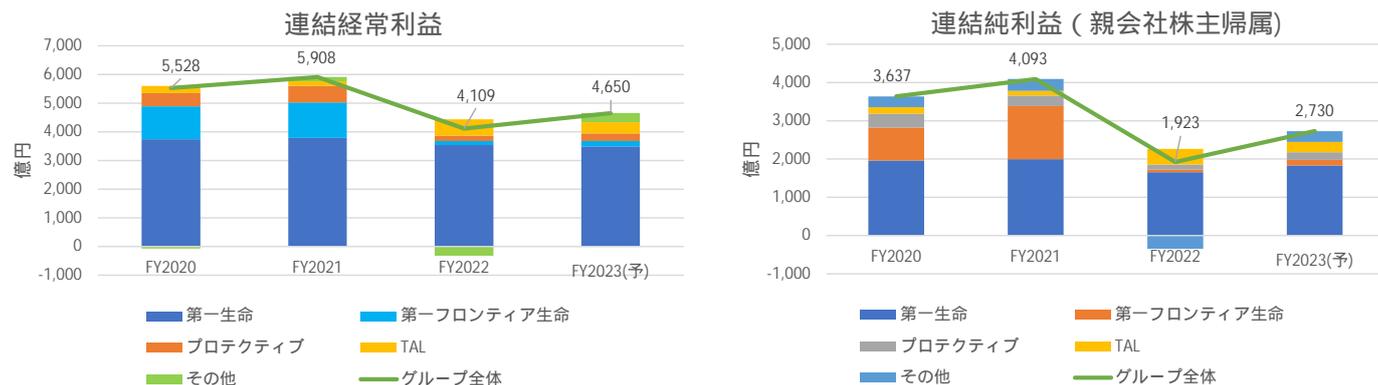
(単位: 億円)	保有契約年換算保険料			新契約年換算保険料		
	FY2020	FY2021	FY2022	FY2020	FY2021	FY2022
<b>国内 3 社</b>	<b>30,785</b>	<b>30,901</b>	<b>30,871</b>	<b>1,512</b>	<b>2,067</b>	<b>2,790</b>
DL 第一生命	20,769	20,527	19,977	616	745	462
DFL 第一フロンティア生命	8,610	8,983	9,644	775	1,179	2,207
NFL ネオファースト生命	1,405	1,390	1,248	120	142	120
<b>海外 6 社</b>	<b>9,760</b>	<b>11,441</b>	<b>14,053</b>	<b>775</b>	<b>1,063</b>	<b>1,130</b>
PLC プロテクティブ [米国]	5,187	5,979	6,805	411	632	646
TAL TAL [豪州]	3,840	4,497	5,496	129	139	99
PNZ パートナーズ・ライフ [ニュージーランド]			500			7
DLVN 第一生命ベトナム [ベトナム]	731	961	1,242	232	288	369
DLKH 第一生命カンボジア [カンボジア]	1	3	9	2	2	8
DLMM 第一生命ミャンマー [ミャンマー]						
<b>グループ合計</b>	<b>40,546</b>	<b>42,343</b>	<b>44,924</b>	<b>2,288</b>	<b>3,131</b>	<b>3,920</b>

出所: 同社開示資料より、5バリュアセットで作成

保険料増収に寄与した海外事業だが、経常利益への寄与度は小さく、利益への構成比は第一生命本体が圧倒的に大きい

その一方で、連結経常利益、及び連結純利益は4109億円、1923億円となり、直近1年で大幅な減益となった。この背景には、第一フロンティア生命、プロテクティブ(米国)の大幅な減益が挙げられる。ただしTAL(豪州)は好調であり増益となっていた。また収入の構成比とは異なり、連結収益の構成比では第一生命本体の割合が圧倒的に大きく、海外事業の収益性は第一生命本体よりも低い状況が確認できる(図表3)。

図表3 第一生命 HD の連結経常利益、純利益の推移



出所: 同社開示資料より、5バリュースセットで作成

第一生命グループの、クレジット面での評価には利益の多くを占める第一生命単体の評価が必要

上記のように、第一生命単体では、保険料収入こそグループ全体の半分程度しか占めていないものの、利益面においてはグループ全体で大きなウェイトを占めており、第一生命HDとその子会社のクレジット分析を行う上でも、第一生命単体の事業状況を精査することは重要だと考える。

第一生命単体の事業状況、財務状況を確認

#### 4. 第一生命(相互会社単体)の経営状況

ここでは、国内生命保険会社の収益・利益や財務上の評価に関する方向性をしめし、これに沿って第一生命の財務状況などについて確認する。以下の図表には生命保険会社の事業・財務構造を概観した。同図表に即して、本資料では各生命保険会社の経営状況を以下の手順で概観する。

- 保険事業に関する事業状況
- 資産運用に関する事業状況
- 経営の安定性に関する状況(ソルベンシー規制、ESR)
- 信用格付けと、スプレッドに債券の利回りに関する状況

##### ・ 第一生命の保険事業の状況

###### [ポイント]

- FY2020 Q4以降、保有契約分の年換算保険料の対前年比減少率は、絶対水準は小さいものの、加速度的にそのペースを増している。
- 新規契約についても、FY2020 Q4以降単調に減少を続けている。減少ペースは直近半年で幾分緩和されているが、同業他社比では弱い。
- この結果、既存契約残高も減少している。基礎利益も前年比で減少。
- 国内4大民間生保の中で、直近2年間、保険料の減少幅が最も大きく、状況もあまり改善していない。

保険事業：  
第一生命では、FY2020 Q4以降、保有契約分の年換算保険料が対前年比で減少率を継続、

新規契約の獲得金額も同業他社に比べて低水準

この結果、既存契約残高も減少。基礎利益も前年比で減少

FY2022 Q4における第一生命の年換算保険料は1兆9,977億円、増減率は前期比で-0.84%となり、FY2020 Q4以降減少が継続し、またそのペースも加速している。ただし内訳として主に減少しているのは個人保険分の保険料であり、個人年金保険については横ばいに推移していた(図表4左上図)。

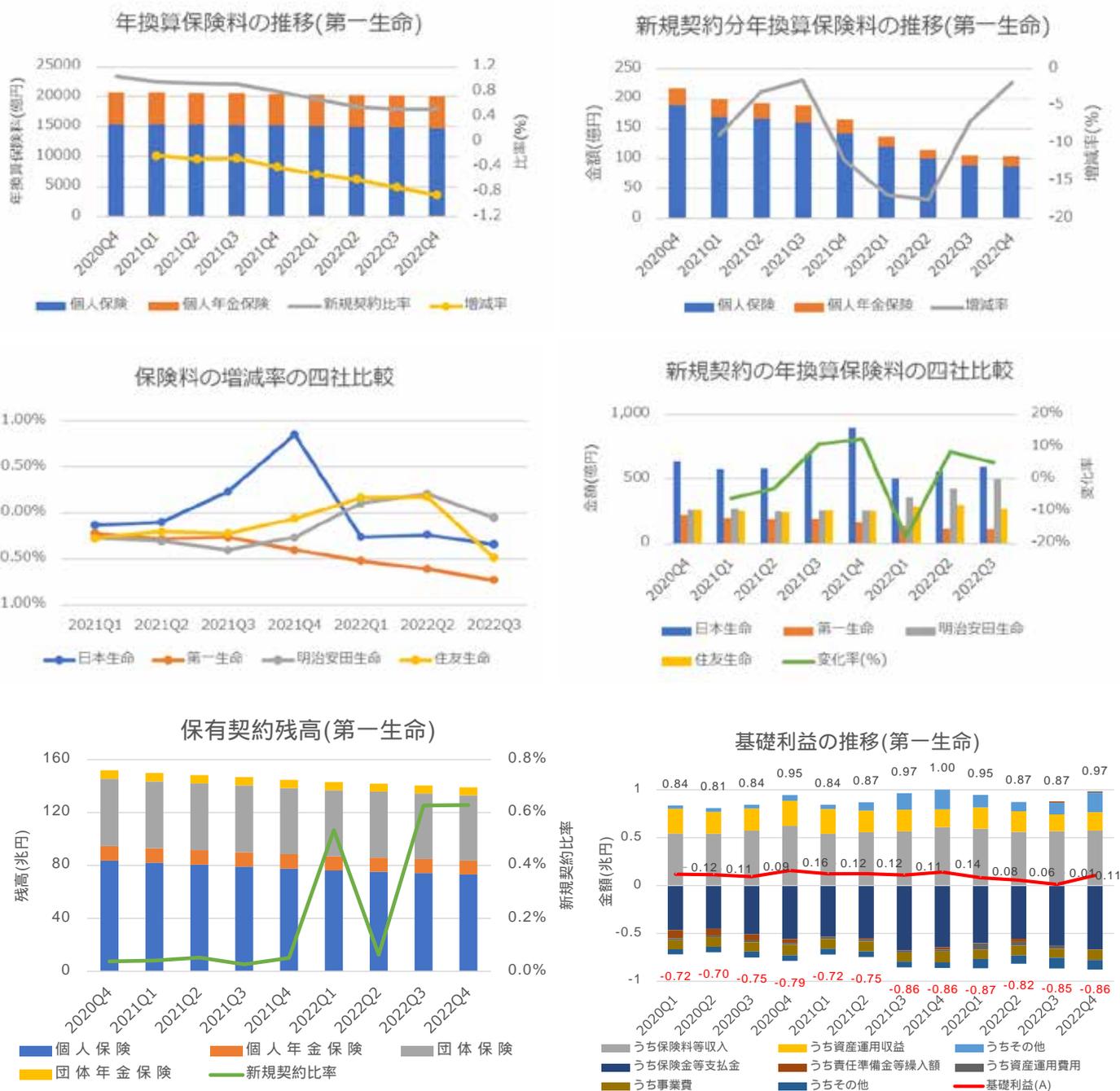
FY2022 Q4における新規契約分年換算保険料は104億円となり、保有契約分の保険料同様にFY2020 Q4以降、減少を続けている。ただし直近2四半期では減少ペースは落ちてきており、状況に多少の改善がみられる。(図表4右上図)

他の国内四大生保と比較すると、いずれもFY2022 Q4では年換算保険料は減少となっており、業界全体として高齢化の進む国内市場は成長面で限界を迎えている。それでも、直近2四半期において他の3社では保険料や新規契約にある程度改善がみられるのに対し、第一生命は直近2年間において保険料、新規契約共に単調に減少し、かつ保険料の減少率も加速しており、4社内で国内事業の縮小傾向が最も顕著であった(図表4中図)。

一方で、海外からの保険料収入の構成比は4大生命の中でも最も高く、前述のように第一生命グループ全体での保険料は増加していることから、停滞する国内市場から成長の著しい海外市場への事業転換がもっとも進んでいる生保、といえる。

また、上記の国内新規契約の縮小は、既存の契約残高の減少につながっており(図表4下段左)、後述する国内保険事業での運用資産残高の減少とも連動している。この結果、基礎利益も、FY2021からFY2022にかけて減少している(図表4下段右)。

図表4 保険料収入および新契約の推移



出所：第一生命開示資料より5バリュースセットで作成

### ・ 第一生命の資産運用の状況

#### [ポイント]

- 保険契約残の減少に伴い、運用資産残高も FY2022 Q1 以降、減少傾向を継続
- 第一生命単体の事業に外貨建ての窓販商品の運用資産などを含まないこともあり、同社の運用資産に占める国内債券の比率は最も高い。
- こうした状況を反映し、第一生命の単体運用利回りは、同業他社にくらべ安定的に推移。

#### 資産運用：

第一生命は、外貨建ての窓販などは別法人で提供

国内の年金・保険などの契約負債に対応しているため、4社の中でも国内債券の運用比率が高い

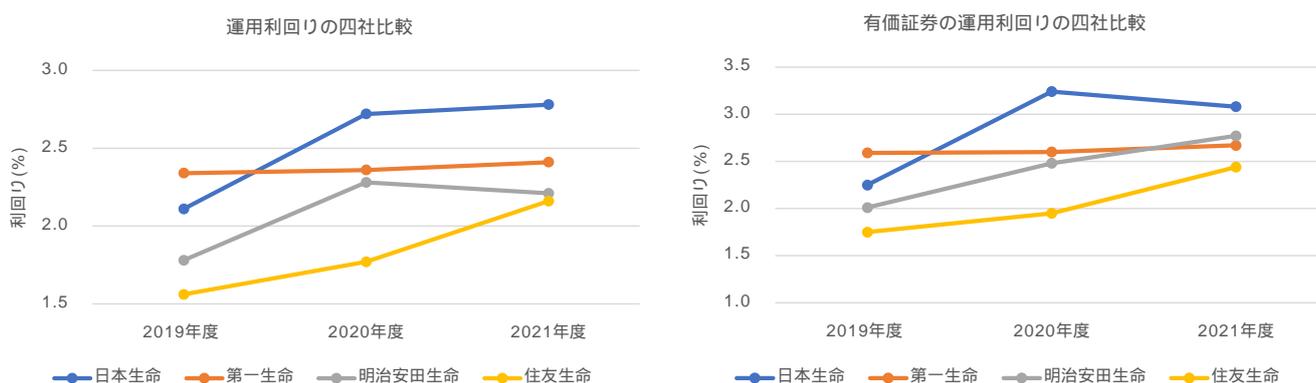
この結果、同業他社に比べでも、運用利回りは相対的に安定的に推移

ここでは、第一生命の資産運用状況について確認する。FY2022 Q4における運用資産は30.9兆円であり、FY2021Q3以降減少傾向にある。この背景として最も大きいのは保険契約残高の減少(解約、保険金支払い等)に対応した売却による残高の減少であるが、加えて株式・債券など時価のある金融商品の価格下落なども考えられる。

また他の四大生保と比較した場合、第一生命(単体)では運用資産の資産別構成比に占める国内公社債のウェイトが相対的に高い(図表6)。この背景には、外貨建ての窓販商品なども本体で運用している他の保険会社と、第一フロンティア生命に切り出して分離運用している第一生命グループとの企業構造の違いが反映されているものと考えられる。

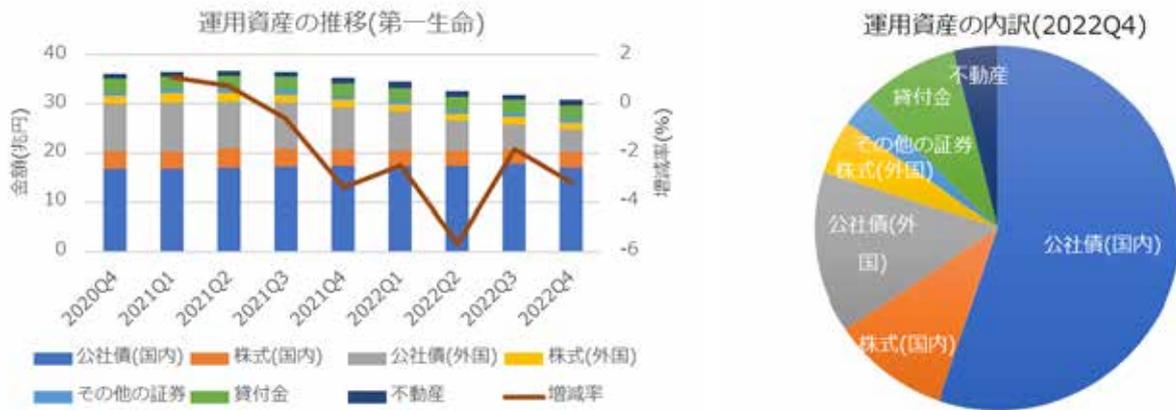
次に資産運用利回りの状況を確認する。為替や株式相場などの影響を受けやすい同業他社に比べ、国内保険とのALM対応が主体の生命の運用利回りは相対的に安定している(図表5)。

図表5 第一生命と4社の資産運用利回り比較(2021年度まで)



出所：第一生命開示資料より5バリュースセットで作成

図表6 第一生命の資産運用状況



区 分	資産クラス別 運用利回り(年次、%)			
	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度
現預金・コ-ルロ-ン	0.00	0.03	0.05	-0.05
買入金銭債権	1.51	1.58	0.88	2.38
金銭の信託	-6.18	16.56	7.93	-0.55
有価証券	2.59	2.60	2.67	2.62
うち公社債	2.31	2.07	2.01	2.42
うち株式	6.41	10.66	15.29	15.25
うち外国証券	2.46	2.19	2.02	0.95
うち公社債	2.28	1.51	1.03	-1.03
うち株式等	4.15	7.59	7.95	10.24
貸付金	1.71	1.50	1.36	1.44
うち一般貸付	1.28	1.16	1.00	1.13
不動産	4.57	4.59	4.08	2.86
一般勘定計	2.34	2.36	2.41	2.31
うち海外投融資	2.32	2.18	2.00	0.79

出所：第一生命開示資料より5バリュースセットで作成

・ 第一生命の経常利益の状況

[ポイント]

- 第一生命の経常利益は低下傾向。主たる要因は、保険事業を反映した基礎利益の減少。
- その背景は、コロナ要因も含む、保険金等支払額の増加に伴う基礎費用の増加
- 基礎利益の改善には、国内保険における新契約を増やすような営業戦略への一層の注力が必要

第一生命の経常利益は低下傾向。主たる要因は、保険事業を反映した基礎利益の減少。

その背景は、コロナ要因も含む、保険金等支払額の増加に伴う基礎費用の増加

第一生命の基礎利益が大きく改善していくには、国内の第一・第三分野の保険における新契約を増やすような営業戦略への一層の注力が必要

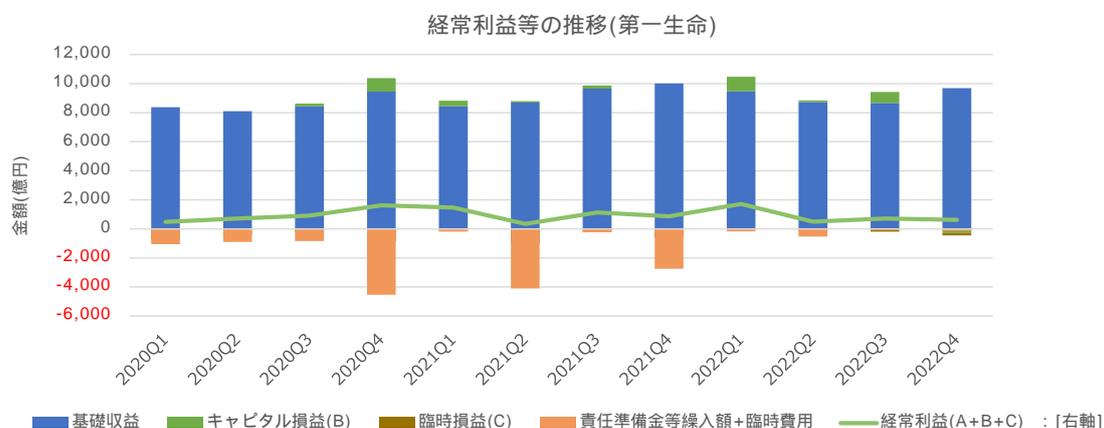
保険会社の経常利益は、基礎利益(保険)とキャピタル損益(運用の一部)を合算し、その他の収益(準備金積立など)を合算した利益総額である。

第一生命の経常利益の推移を、以下の図表7、図表8に示した。FY2022における経常利益は、前年度のFY2021に比べると、大きく減少していた。キャピタル損益はそこまで大きく減少していないことから、大幅な経常減益の主な要因は、特にFY2021 Q4以降に顕在化した基礎利益の減少にある。

内訳をみると、主に保険料収入を反映した基礎収益は、減少傾向にはあるもののそこまで大きく落ち込んではいない。ただし、FY2022 Q2だけは資産運用収益が大きく落ち込んでいた。一方、基礎費用の内訳をみると、FY2021 Q3からFY2022 Q4にかけて、保険金等支払額が、それまでの期に比べ大幅に増えている。複数の要因が混ざってはいるが、コロナ影響での死亡保険金の支払い増なども一定程度は含まれており、こうした死亡保険金などの支払い増が、過去6四半期程度の第一生命の経常利益を圧迫していた(図表8)。

保険金の支払い増は、既存契約の高齢化によっても生ずる。よって、こうした基礎費用の増加をカバーするには、新たな保険料収入による基礎収益の底上げが必要だ。だが、前述のとおり、国内保険事業の新規契約は伸び悩んでおり、第一生命の基礎利益が大きく改善していくには、国内の第一・第三分野の保険における新契約を増やすような営業戦略への一層の注力が必要となる。

図表7 経常利益の推移



出所: 第一生命開示資料より5バリューストックで作成

図表8 四半期経常利益の明細推移

(単位:百万円)	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
<b>基礎利益(A)</b>	<b>121,595</b>	<b>123,452</b>	<b>110,038</b>	<b>141,322</b>	<b>82,424</b>	<b>55,843</b>	<b>12,697</b>	<b>106,179</b>
基礎収益	843,548	870,070	965,541	1,002,007	947,916	873,327	866,814	969,122
うち保険料等収入	541,574	556,754	566,907	610,899	594,193	561,820	567,587	573,292
うち資産運用収益	257,753	225,904	226,530	184,996	221,931	214,279	175,035	193,589
うちその他	44,221	87,412	172,104	206,112	131,792	97,228	124,192	202,241
基礎費用	721,952	746,619	855,502	860,685	865,491	817,485	854,117	862,942
うち保険金等支払金	535,120	553,637	679,074	644,895	600,660	555,808	624,405	670,505
うち責任準備金等繰入額	3,325	13,253	3,417	24,864	2,628	33,709	-11,889	-1,542
うち資産運用費用	21,767	18,928	16,713	20,343	69,019	40,198	37,476	-13,305
うち事業費	100,389	102,886	95,239	111,723	94,383	101,204	92,689	107,182
うちその他	61,351	57,915	61,059	58,860	98,801	86,566	111,436	100,102
<b>キャピタル損益(B)</b>	<b>39,368</b>	<b>9,975</b>	<b>22,670</b>	<b>-3,474</b>	<b>99,900</b>	<b>11,279</b>	<b>76,600</b>	<b>-27,625</b>
キャピタル収益	115,244	53,852	79,078	103,727	210,516	134,065	203,654	148,168
うち有価証券売却益	114,750	52,715	79,719	103,922	163,340	108,592	128,012	151,734
うち金融派生商品収益	0	0	0	0	8,262	1,428	28,418	-38,108
うちその他	494	1,137	-641	-195	38,914	24,045	47,224	34,542
キャピタル費用	75,876	43,876	56,408	107,202	110,616	122,786	127,053	175,793
うち有価証券売却損	50,144	25,556	39,092	106,805	105,535	107,993	82,568	137,298
うち金融派生商品費用	15,053	8,794	11,448	3,332	0	0	0	16,971
うち為替差損	8,421	9,607	2,212	-9,745	0	12,206	46,649	23,256
うちその他	2,258	-81	3,656	6,810	5,081	2,587	-2,164	-1,732
<b>臨時損益(C)</b>	<b>-14,843</b>	<b>-99,642</b>	<b>-19,848</b>	<b>-51,694</b>	<b>-10,161</b>	<b>-18,041</b>	<b>-18,505</b>	<b>-17,062</b>
臨時収益	61	296,729	-43	197,815	5,213	682	-113	-820
うちその他臨時収益	12	296,746	14	197,790	5,189	-227	0	0
臨時費用	14,904	396,371	19,806	249,508	15,375	18,723	18,391	16,243
<b>経常利益(A+B+C)</b>	<b>146,120</b>	<b>33,785</b>	<b>112,860</b>	<b>86,155</b>	<b>172,162</b>	<b>49,081</b>	<b>70,794</b>	<b>61,492</b>

出所：第一生命開示資料より5バリュースセットで作成

### 5. 第一生命の連結/単体のソルベンシーマージン比率、ESR の状況

[ポイント]

- 金融監督指標である国内ソルベンシーマージン比率は、2021Q3以降、下落基調。含み益の低下も影響。ただし、870%を超えており、日本生命・明治安田よりは劣るが、同社の保険支払い能力は十分に健全な水準。
- 2025年4月以降に適用される新たな監督指標であるESRでは、2022Q1と比較すると減少するも、2021年と比較すると高い水準

国内基準 SM 比率：  
870%を超えており、日本生命・明治安田よりは劣るが、十分に健全な水準  
ただし、含み益の低下に伴い、若干の低下傾向にある

国際基準 ESR：  
200%台を維持しており、過年度に比べると高い水準

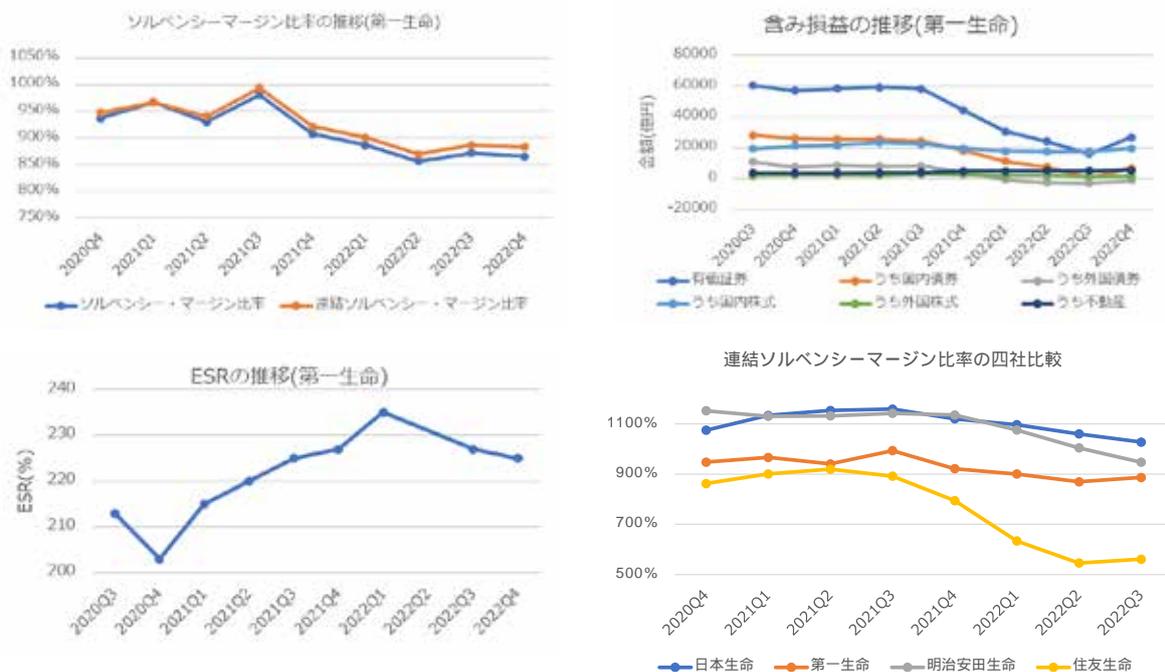
いずれの指標からも、健全な保険会社

保険会社の監督上の健全性指標である国内基準ソルベンシーマージン比率(以下 SM 比率)は、200%を十分に超えていれば、保険支払い能力は十分に安定しているとされる。第一生命の FY2022 Q3 における単体 SM 比率は 872%、連結 SM 比率は 887%であり、両者ともに FY2021 Q3 以降は継続して下落傾向にあったが、全体水準で見れば十分に健全なレベルにある(図表 9 左上)。SM 比率減少の背景には株式・債券価格の下落やそれに伴う有価証券の含み益の減少が考えられる(図表 9 右上)。また、連結 SM 比率では、日本生命・明治安田よりは劣るが、住友生命よりは高い水準にある(図表 9 右下)。

国内生命保険会社に関する金融監督上の規制比率は、これまで簿価ベースの会計を反映した国内基準 SM 比率であったが、2025年4月以降は、国際的に共通の保険監督制度(ICS)の下で規定された、経済価値ベースのソルベンシー比率(ESR)に置き換えられる。同指標は100%を十分に上回ってれば、保険支払能力も十分に安定しているとされる。

第一生命の ESR は、227%と期初の FY 2022Q1 と比較すると減少したものの、前年までの水準と比較するとより高い水準にあり、健全な支払い能力を維持している(図表 9 左下)。

図表 9 ソルベンシーマージン比率、及び ESR の推移



出所：第一生命開示資料より5バリュアセットで作成

ソルベンシーマージンの内訳を確認してみると、FY2022 Q4におけるソルベンシーマージン総額、及びリスク合計額はそれぞれ5兆5,222億円、1兆2,761億円となっており、FY2021 Q3以降、両者共に減少傾向にある(図表10)。にもかかわらずソルベンシーマージン比率が低下している背景には、ソルベンシーマージン総額が、リスク合計額を上回るペースで減少していることが見受けられる。この背景には、(i)経済価値ベース指標に対応した準備金の繰り入れ、(ii) (i)とも連動している可能性があるが運用資産の含み益の減少、(iii)新規契約の減少に伴う既契約からの相対的な保険金支払いの増加、等が影響している可能性がある。

図表10 ソルベンシーマージン、SM比率の構成と推移

(百万円)	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
ソルベンシー・マージン総額(A)	6,990,487	7,177,264	7,365,661	7,607,489	6,483,789	6,037,056	5,792,350	5,647,810	5,522,299
資本金等	468,500	556,595	561,142	626,126	430,227	530,354	528,264	562,087	346,450
価格変動準備金	233,453	237,953	242,453	246,953	250,453	254,703	258,953	263,203	263,453
危険準備金	599,893	599,893	599,893	599,893	599,893	600,593	599,893	599,893	599,893
(その他有価証券評価差額金等)×0.9 *他の調整済	3,154,539	3,314,578	3,385,254	3,367,839	2,642,604	1,952,924	1,703,770	1,543,607	1,888,773
全期チルメル式責任準備金相当額超過額 *調整済	1,339,030	1,430,155	1,441,028	1,510,689	1,310,123	1,413,903	1,414,066	1,450,843	1,240,572
負債性資本調達手段等	866,877	866,877	759,315	839,315	839,315	839,315	839,315	759,315	759,315
リスク合計額(B)	1,491,653	1,484,661	1,583,511	1,551,151	1,429,122	1,361,712	1,351,975	1,295,527	1,276,100
保険リスク相当額+第三分野保険の保険リスク相当額 R1+R8	233,721	230,406	230,557	228,398	226,973	225,294	223,598	219,869	216,914
予定利率リスク相当額+資産運用リスク相当額+最低保証リスク相当額 R2+R3+R7	1,439,337	1,432,987	1,531,016	1,499,299	1,378,451	1,311,764	1,302,400	1,246,955	1,228,188
経営管理リスク相当額 R4	33,461	33,267	35,231	34,554	32,108	30,741	30,519	29,336	28,902
ソルベンシー・マージン比率	937%	967%	930%	981%	907%	887%	857%	872%	865%

出所：第一生命開示資料より5バリュアセットで作成

## 6. 第一生命の信用格付けと、スプレッドに債券の利回りと投資機会の考え方

### [ポイント]

- クレジット投資における安定性は、大手4社中で上位2社(日本、明治安田)に次ぐ順位と想定。
- 信用格付け(第一生命ベース)は、国内格付機関で AA 格レベル、外資系格付機関で A+格レベル、劣後債格付けは外資系で A-レベル、と高い水準。相対評価では、JCR からは4大民間生命の中で相対的に低めの格付け評価。
- 流通市場における新たな社債投資の可能性は米ドル建て債に限られやすい。第一生命の米ドル建て債は 5.7%程度の利回りを維持しており、同社の安定したビジネスモデルを考えれば、投資対象としての組み入れを検討しやすい。

### クレジット評価の概観

クレジット投資における安定性は、上位2社(日本、明治安田)に次ぐ順位

国内事業の保険料収入は、4社の中で最も大きく落ち込む。契約残高の落ち込みも大きい。海外事業の保険料収入の構成比は大きいですが、基礎利益に占める寄与度は第一生命本体より劣る。運用資産に占める国内債比率が大きく、運用収益は他社よりも安定。連結ソルベンシーマージン比率は、上位2社(日本生命、明治安田)より劣る。弊社ではクレジット投資における安定性も、上記2社に次ぐ順位と考える。

### 信用格付けの状況

第一生命 HD 第一生命の発行体格付けは、JCRで AA-格、劣後債で A 格。  
第一生命の発行体格付けは、国内格付機関で AA 格レベル、外資系格付機関で A+格レベル。劣後債格付けは外資系で A-レベル。  
第一生命は JCR からは4大民間生命の中で低めの格付け評価

第一生命 HD の発行体格付け(シニア債務は保険となるため保険格付けを含む)は、国内格付機関(JCR; 日本格付研究所)で AA- 格、ハイブリッド劣後債の債券格付けで A 格(円建永久債、JCR)となっている。

また、子会社の第一生命相互会社の発行体格付けは、国内格付機関で AA 格レベル(R&I(格付投資情報センター); AA-, JCR: AA)、外資系格付機関で A+格レベル(ムーディーズ; A1, S&P(スタンダード&プアーズ); A+, フィッチ; A+)を維持し、いずれも見通しは安定的とされている。米ドル建て永久劣後債(A3/A-/A)を付与されている。

同業他社との比較では、JCR の発行体格付評価において第一生命は4大民間生命の中で低めの格付け評価がなされている。S&P の格付評価では、同レベルの信用評価がなされている。(図表 11)

図表 11 第一生命 HD/第一生命発行体格付/社債格付の同業他社との比較

## [発行体格付け]

## 国内生保 発行体格付け (JCR)

AA			A		
AA+	AA	AA-	A+	A	A-
日本生命	明治安田 住友生命 かんぽ生命 富国生命	第一生命 第一生命HD			朝日生命

## [債券格付け]

## 国内生保 円建てハイブリッド価格付け (JCR)

AA-	A			BBB		
AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-
	かんぽ生命	第一生命 第一生命HD				

## 国内生保 円建てハイブリッド価格付け (R&amp;I)

AA-	A			BBB		
AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-
	日本生命	明治安田 住友生命				

## 国内生保 ドル建てハイブリッド価格付け (S&amp;P)

AA-	A			BBB		
AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-
			日本生命 第一生命 明治安田 プロテクティブ	富国生命		

出所：第一生命開示資料より5バリュアセットで作成

## クレジット相場と投資機会

流通市場における新たな社債投資の可能性は米ドル建て債に限られやすい。

第一生命の米ドル建て債は5.7%程度の利回りを維持しており、同社の安定したビジネスモデルを考えれば、投資対象としての組み入れを検討しやすい

なお同社グループ企業による円建て・ドル建てのハイブリッド劣後債の残高は多いが、同社では劣後債発行による規制資本の増強手段を、以前の米ドル建て起債(第一生命発行)から、円建て起債(第一生命HD発行)へと軸足を移している。このため、流動性面を考慮したドル建て債の投資機会は、日本生命や明治安田生命などに比べると相対的には十分とは言えない。ただし流通市場で拾えれば、他の主要子会社であるプロテクトティブ債も含め、良好な投資機会である可能性がある。一方、円建て債は、継続的に発行されているものの新発段階で国内機関投資家により取得された玉は流通市場に出回りにくく、相対的に個人投資家の投資機会となはりにくい。

以下に、参考までに米ドル建てハイブリッド劣後債、円建てハイブリッド劣後債の市場価格の推移を示した。第一生命の米ドル建て債は5.7%程度の利回りを維持しており、同社の安定したビジネスモデルを考えれば、投資対象としての組み入れを検討しやすいものと考えられる(図表12-15)。

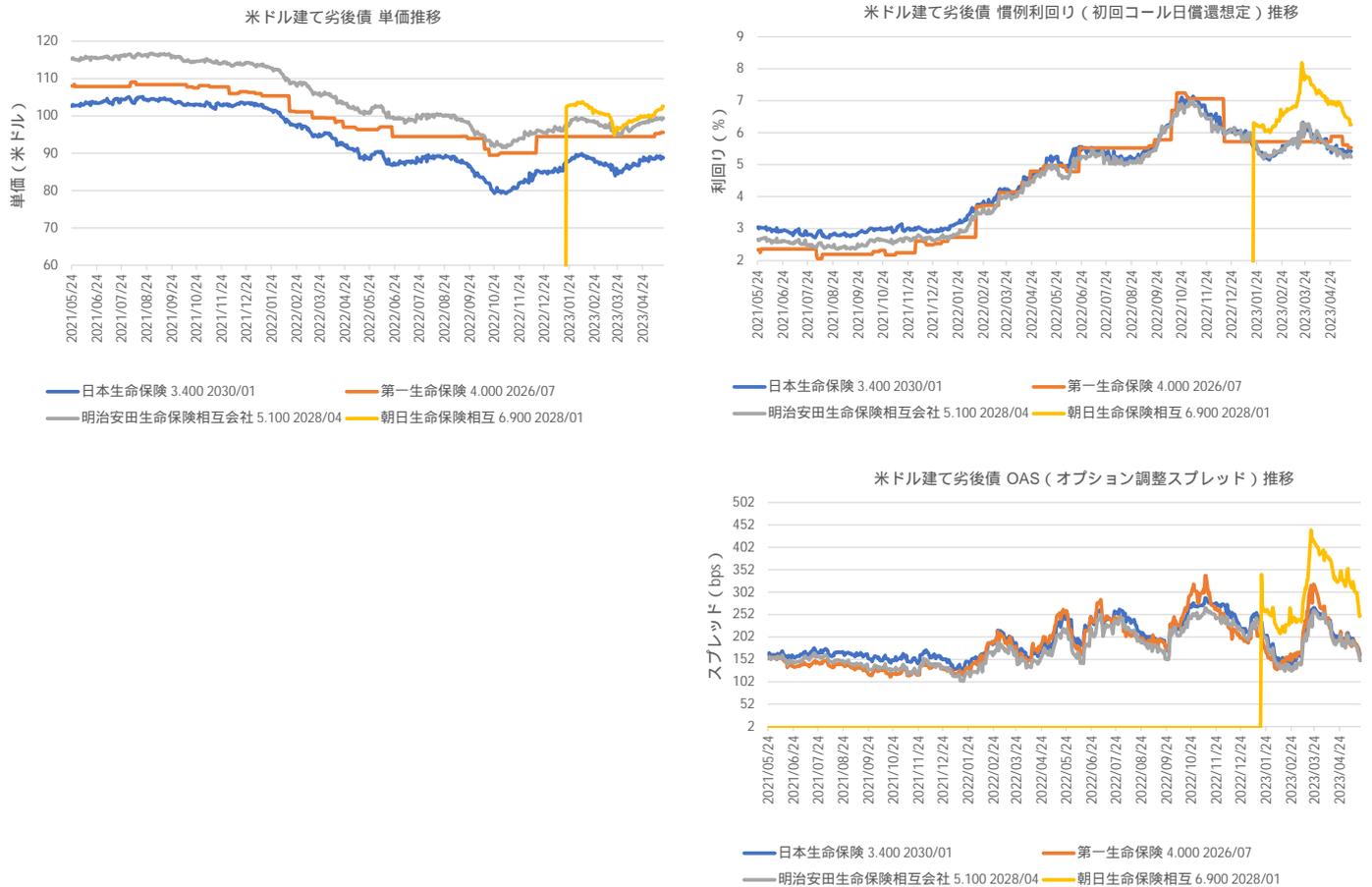
以上

図表 12 第一生命との同業他社との米ドル建て利回り・スプレッド比較

発行体		日本生命保険	第一生命保険	明治安田生命保険相互会社	朝日生命保険相互
債券ISINコード		USJ54675AZ63	USJ09748AD66	USJ41838AK95	XS2538738175
クーポン(利率、%)		3.4	4	5.1	6.9
発行日		2020/01/23	2016/07/20	2018/04/26	2023/01/26
初回コール日		2030/01/23	2026/07/24	2028/04/26	2028/01/26
満期日		永久債	永久債	永久債	永久債
残高(百万米ドル)		1,150	2,500	1,000	375
通貨		USD	USD	USD	USD
最小取引通貨単位		200,000	200,000	200,000	200,000
発行体格付	S&P	A+		A+	NR
	JCR	AA+	AA-	AA	A-
	R&I				
債券格付	S&P	A-	A-	A-	
	JCR				
	R&I				
直近 2023/05/19	債券価格	88.77	95.59	99.40	102.61
	慣例利回り(%)	5.429	5.536	5.238	6.244
	OAS:オプション調整後スプレッド(bps)	161.2	162.2	149.3	249.7
1ヶ月前 2023/04/20	債券価格	88.32	94.49	98.08	99.38
	慣例利回り(%)	5.494	5.715	5.545	7.053
	OAS:オプション調整後スプレッド(bps)	204.2	192.2	193.6	327.2
価格変化	債券価格	+0.450	+1.095	+1.327	+3.238
	慣例利回り(%)	0.065	0.179	0.307	0.809
	OAS:オプション調整後スプレッド(bps)	42.971	30.019	44.297	77.441

出所: Bloomberg データより5バリュアセットで作成

図表 13 第一生命との同業他社の米ドル建て劣後債の単価・利回り・スプレッド推移



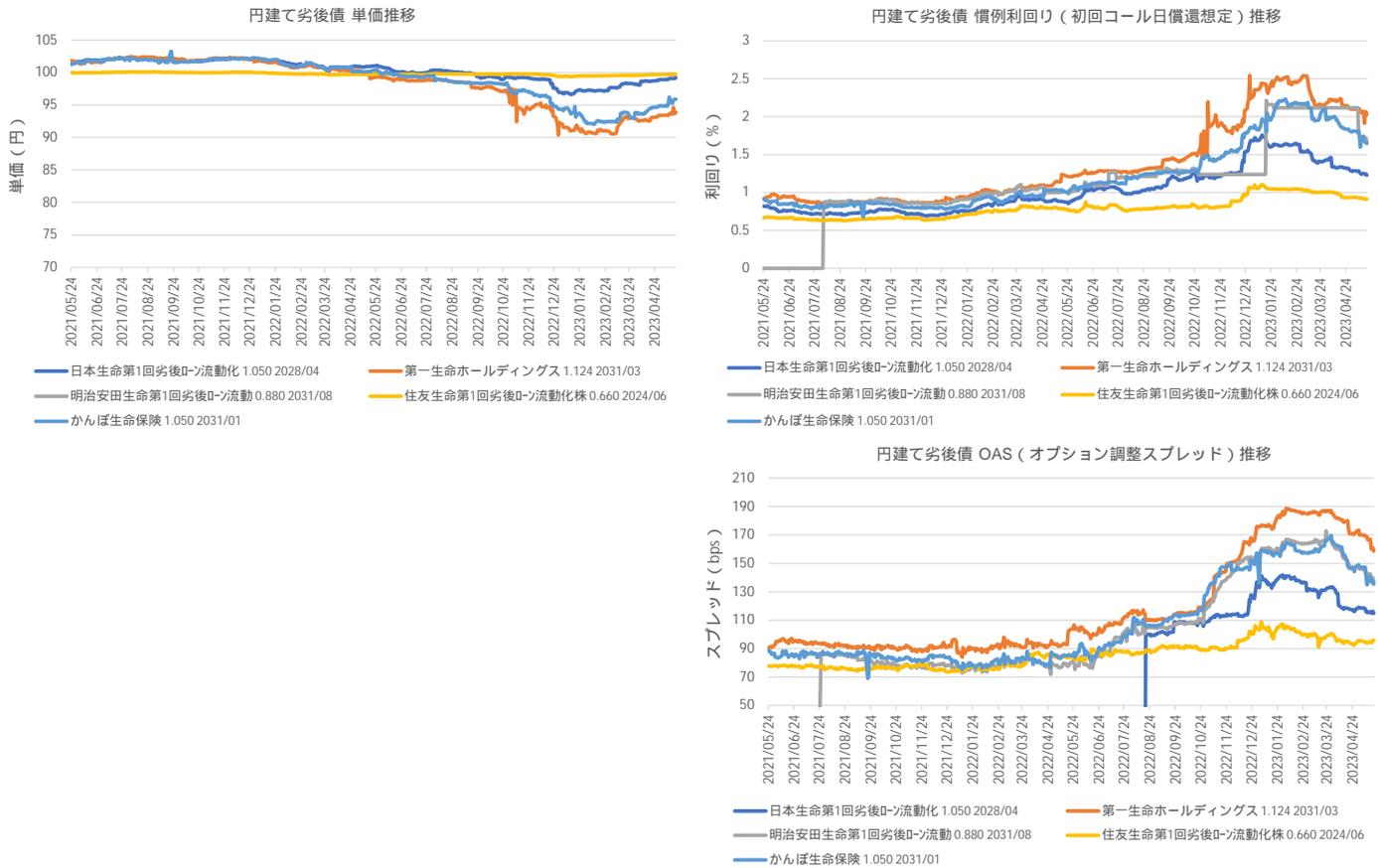
出所: Bloomberg データより5バリュースセットで作成

図表 14 第一生命 HD と同業他社との日本円建て利回り・スプレッド比較

発行体		日本生命第1回劣後 ローン流動化	第一生命ホールディ ングス	明治安田生命第1回 劣後ローン流動	住友生命第1回劣後 ローン流動化株	かんぽ生命保険
債券ISINコード		JP372365AJ41	JP347648AM39	JP391819AM89	JP340601AK64	JP323325AM14
クーポン(利率)、(%)		1.05	1.124	0.88	0.66	1.05
発行日		2018/04/27	2021/03/17	2021/08/02	2019/06/26	2021/01/28
初回コール日		2028/04/27	2031/03/17	2031/08/02	2024/06/26	2031/01/28
満期日		2048/04/27	I/A Field Not Applicat	2051/08/02	2079/06/26	2051/01/28
残高(百万米ドル)		100,000	80,000	200,000	50,000	200,000
通貨		JPY	JPY	JPY	JPY	JPY
最小取引通貨単位		10,000,000	100,000,000	10,000,000	10,000,000	100,000,000
発行体格付	S&P	A+		A+	A+	A+
	JCR	AA+	AA-	AA	AA	AA
	R&I					
債券格付	S&P					
	JCR		A			A+
	R&I	A+		A	A	
直近 2023/05/19	債券価格	99.17	93.91	1.65	99.72	95.92
	慣例利回り(%)	1.227	2.026	1.649	0.914	1.647
	OAS:オプション調整後スプレッド(bps)	114.7	158.6	136.4	96.0	135.4
1ヶ月前 2023/04/20	債券価格	98.67	93.03	2.12	99.68	94.52
	慣例利回り(%)	1.333	2.156	2.117	0.935	1.857
	OAS:オプション調整後スプレッド(bps)	117.7	170.8	147.4	94.1	146.4
価格変化	債券価格	+0.502	+0.877	0.468	+0.044	+1.399
	慣例利回り(%)	0.106	0.130	0.468	0.021	0.210
	OAS:オプション調整後スプレッド(bps)	2.993	12.225	10.996	+1.959	11.039

出所: Bloomberg データより5バリュアセットで作成

図表 15 第一生命 HD と同業他社の日本円建て劣後債の単価・利回り・スプレッド比較



出所: Bloomberg データより5バリュアセットで作成

## 無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。

これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等をお客様に告げなければならないこととされております。

○登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、誠実義務、利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

<p>ムーディーズ・インベスターズ・サービスについて 格付会社グループの呼称等について 格付会社グループの呼称：ムーディーズ・インベスターズ・サービス(以下「ムーディーズ」と称します。)</p> <p>グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第2号)</p> <p>信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ(ムーディーズ日本語ホームページ(<a href="https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx">https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx</a>))の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページにある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。</p> <p>信用格付の前提、意義及び限界について ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。</p>	<p>S&amp;P グローバル・レーティングについて 格付会社グループの呼称等について 格付会社グループの呼称：S&amp;P グローバル・レーティング(以下「S&amp;P」と称します。)</p> <p>グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：S&amp;P グローバル・レーティング株式会社(金融庁長官(格付)第5号)</p> <p>信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について S&amp;P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ(<a href="https://www.spglobal.com/ratings/jp/index">https://www.spglobal.com/ratings/jp/index</a>)の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付情報」(<a href="https://www.spglobal.com/ratings/jp/regulatory/content/unregistered">https://www.spglobal.com/ratings/jp/regulatory/content/unregistered</a>)に掲載されております。</p> <p>信用格付の前提、意義及び限界について S&amp;P グローバル・レーティングの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものではなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。</p> <p>信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。</p> <p>S&amp;P グローバル・レーティングは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合のみ信用格付を付与します。しかしながら、S&amp;P グローバル・レーティングは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デュデリジエンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。</p>	<p>フィッチ・レーティングスについて 格付会社の呼称について 格付会社グループの呼称：フィッチ・レーティングス(以下「フィッチ」と称します。)</p> <p>グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第7号)</p> <p>信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ(<a href="https://www.fitchratings.com/ja">https://www.fitchratings.com/ja</a>)の「フィッチの格付業務」欄の「規制関連」(<a href="https://www.fitchratings.com/ja/regulatory">https://www.fitchratings.com/ja/regulatory</a>)の「信用格付の前提、意義及び限界」に掲載されております。</p> <p>信用格付の前提、意義及び限界について フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。</p> <p>フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。</p> <p>信用格付の前提、意義及び限界の詳細にわたる説明についてはフィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他の形態の意見に関する定義」をご参照ください。</p>
---	--	---

この情報は、2022年8月10日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記格付会社のホームページをご覧ください。

## Disclaimer

本資料は、5VA が本資料を受領されるお客様への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券又は金融商品の売買の推奨・取引・勧誘・申込みを目的としたものではありません。

### 開示事項

本資料の作成及び配布は5バリューアセット株式会社（以下、5VA）が行っております。

5VA では調査部門の活動（リサーチレポート作成、リサーチ情報の伝達を含む）に関する適切な基本方針と手順等、組織上管理上の制度について、日本証券業協会によるアナリスト・レポートに関する自主規制に準拠した内部ルールと管理プロセスを整備しています。

5VA はリサーチ部門・他部門間の活動及び/又は情報の伝達、並びにリサーチレポート作成に関する適切な基本方針と手順等、組織上管理上の制度について、日本証券業協会によるアナリスト・レポートに関する自主規制に準拠した内部ルールと管理プロセスを整備しています。

5VA では、所属するアナリスト及びその家族が、当該アナリストの担当カバレッジに属するいずれの企業の株式も保有することを禁じられています。また、本リサーチレポートが公開される前後3か月間に、本リサーチに関連する金融商品を個人的に取引することも禁じています。

### アナリストによる証明

本レポート表紙に記載されたアナリスト（以下、同アナリスト）は、本レポートに記載した見通し・評価・分析等の内容が、分析対象銘柄の発行企業及びその証券に対する同アナリスト個人の見解に一致していることを証明いたします。また、本レポート内で特定の判断もしくは見解を表明する見返りとして、いかなる報酬も一切受領しておらず、受領する予定もないことを合わせて証明いたします。

### 免責事項

本資料内で5VA が言及した全ての記述は、公的に入手可能な情報のみに基づいたものです。本資料の作成者は、インサイダー情報の入手・使用を禁じられています。

本資料に含まれる情報は、弊社が正確かつ信頼できると考える情報に基づき、正確性と信頼性を担保することを目標として作成していますが、その正確性、信頼性を客観的に検証しておりません。本資料内で5VA 以外の外部サイトのインターネット・アドレスを参照していることがございますが、リンク先の内容・正確性について5VA は一切責任を負いません。本資料はお客様が必要とする全ての情報を網羅することを意図したものではありません。

5VA は本資料に掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる保証も表明しておりません。また、5VA は、本資料の論旨と一致しない他の資料を発行している場合があり、又は今後発行する場合があります。

本資料に示したすべての内容は、本資料発行時点において5VA が入手可能な範囲で最新の評価や判断を示しておりますが、本資料に含まれる情報は金融市場や経済環境の変化等のために最新の内容ではない可能性があることをご認識ください。5VA では、本資料内に示した見解は予告なしに変更することがあります。また、5VA は本資料内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。

本資料で直接的又は間接的に言及・例示・評価・推奨している有価証券や金融商品は、市場価格の変動や発行体の財務状況の変化、経済環境の変化や経営判断、同証券や発行体に関わる外部評価の変化、金利や為替などの市況変動などの影響など、様々な要因により投資元本を割り込むリスクがあります。

本資料の作成にあたり、5VA では本資料を受領される個々のお客様の財務状況、ニーズもしくは投資目的を考慮しておりません。このため、本資料で言及されている有価証券や金融商品、市場見通し、投資戦略などは全てのお客様にとって適切なものであるとは限りません。お客様の投資に当たっては、ご自身の判断により投資評価や投資戦略を評価し、本資料に記載されている有価証券又は金融商品に関して投資・取引を行う際には、専門家やファイナンシャル・アドバイザーにご相談ください。

お客様による最終的な投資判断は必ずお客様自身によりなされなければならず、投資によって生じたいかなる結果につきましても、一切の責任はお客様にあります。5VA は、本資料を直接的にまたは間接的に入手したお客様が、本資料を参照した結果として生じたいかなる事象(直接・間接の損失、逸失利益及び損害、その他の状況) についても一切の法的責任を負いません。

本資料は、お客様に対し税金・法律・投資上のアドバイスとして提供する目的で作成されたものではありません。法律・制度・税金・会計等につきましては、お客様ご自身の責任と判断で専門家にご相談ください。

本資料に過去の投資パフォーマンスや過去データに基づく分析が示されていたとしても、これらは将来の投資パフォーマンスを確定的に予測したり、保証するものではありません。特に記載のない限り、本資料に含まれる将来予想は、アナリストが適切と判断した材料に基づく本資料公表時点におけるアナリストの予想であり、実現値とは異なることがあり得ます。5VA では、将来の投資パフォーマンスやリスクについての参考情報や見通しを示すことがありますが、いかなる観点でも、これを保証するものではありません。

本資料の作成アナリストによる投資・保有禁止に関わらず、5VA 及び社員は、本資料で言及された有価証券等や関連するエクスポージャーを、自己の勘定もしくは他人の勘定で取引もしくは保有する可能性があります。また、本資料で示された投資判断に反する取引を行うことがあります。本資料のご活用にあたりましては、お客様と5VA 並びにその社員との間で、利益相反が起こりうることに留意ください。

本資料は、日本国内に限定して配付致します。間接的に海外で入手されるような事態が生じた場合があったとしても、5VA では諸外国の法制度や規制に対応する責任を負いません。

Copyright 5VA Co., Ltd. All rights reserved.

本資料は5VAの著作物であり、著作権法により保護されております。

5VAの書面による事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部を変更、複製・再配布し、もしくは直接的又は間接的に第三者に交付することはできません。

〒100-0005 東京都千代田区丸の内1丁目4-1

丸の内永楽ビルディング 20階

5バリューアセット株式会社 調査部

(金融商品仲介業者 近畿財務局第437号)

この書面は金融商品仲介業者（以下、弊社）が所属金融商品取引業者等の委託を受けて行う金融商品仲介業に関し、広告又は広告類似配布物をお客様にお渡しする場合と一緒にお渡しする書面です。お取引前に下記内容をご理解くださいますよう、お願い申し上げます。

広告等補完書面（金融商品取引法 66 条の 10（広告等の規制）に基づく表示）

金融商品仲介業者の商号 **5 バリューストック株式会社**

登録番号：~~近畿財務局長（金仲）第 437 号~~

**楽天証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 195 号**

加入する協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、日本商品先物取引協会、  
一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

**東海東京証券株式会社 金融商品取引業者 東海財務局長（金商）第 140 号**

加入する協会：日本証券業協会一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融  
商品取引業協会、一般社団法人日本 STO 協会

**マネックス証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 165 号**

加入する協会：日本証券業協会一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人金融  
先物取引業協会、一般社団法人日本暗号資産取引業協会、一般社団法人  
投資顧問業協会

【手数料等について】

商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等（例えば、国内の金融商品取引所に上場する株式（売買単位未満株式を除く。）の場合は約定代金に対して所属金融商品取引業者等ごとに異なる割合の売買委託手数料、投資信託の場合は所属金融商品取引業者等および銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費等）をご負担いただく場合があります（手数料等の具体的上限額および計算方法の概要は所属金融商品取引業者等ごとに異なるため本書面では表示することができません。）。債券を募集、売出し等又は相対取引により購入する場合は、購入対価のみお支払いいただきます（購入対価に別途、経過利息をお支払いいただく場合があります。）。また、外貨建ての商品の場合、円貨と外貨を交換、または異なる外貨間での交換をする際には外国為替市場の動向に応じて所属金融商品取引業者等ごとに決定した為替レートによるものとします。

【リスクについて】

各商品等には株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の価格の変動等および有価証券の発行者等の信用状況（財務・経営状況含む。）の悪化等それらに関する外部評価の変化等を直接の原因として損失が生ずるおそれ（元本欠損リスク）、または元本を超過する損失を生ずるおそれ（元本超過損リスク）があります。

なお、信用取引またはデリバティブ取引等（以下「デリバティブ取引等」といいます。）を行う場合は、デリバティブ取引等の額が当該デリバティブ取引等についてお客様の差入れた委託保証金または証拠金の額（以下「委託保証金等の額」といいます。）を上回る場合があると共に、対象となる有価証券の価格または指標等の変動により損失の額がお客様の差入れた委託保証金等の額を上回るおそれ（元本超過損リスク）があります。

上記の手数料等およびリスク等は、お客様が金融商品取引契約を結ぶ所属金融商品取引業者等（上記記載）の取扱商品毎に異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客様向け資料等をよくお読みください。

(202204\_159) (2016年5月) 0390900204