明治安田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明治安田生命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. 明治安田生命グループの概要、評価の方針 p. 1

3. 明治安田生命グループ(連結)の経営状況と国内外の事業状況 p. 5
2022年度における明治安田生命のグループ全体保険料は3.67兆円(前年比+30.8%)の増収。主な増収要因； (i)スタンコープ社における増収(半期ベースで前年比+15.3%)、(ii)明治安田生命本体における外貨建一時払保険の販売量増加。
明治安田生命では連結決算に占める単体の構成比・寄与度が高い。

4. 明治安田生命(相互会社単体)の経営状況 p. 7
①.明治安田の2022年度における保険料等収入は、3兆2,036億円と前年比+31.1%の大幅増収。ただし、その多くは市況に起因した外貨建一時払保険の販売量増加であり、安定的な平準払保険は前期比-2.8%と減収であった。
②. 2022年度の明治安田生命単体での一般勘定資産運用収支は8,590億円から7,953億円へと▲637億円の減益。運用資産の含み益は、2022年度に5.7兆円から4.3兆円に約▲1.37兆円の減少(主に国内公社債と外国証券に起因)。
③. 明治安田生命の2022年度における経常収益は4兆8,034億円と前年比＋28.8%の増収、経常利益は2,830億円と前年比で＋14.0%の増益。必ずしも持続的な利益回復ではないが、4大民間生命の中では相対的にもっとも国内保険事業の頑健性が高いと評価。

5. 明治安田生命の連結/単体のソルベンシー・マージン比率、ESRの状況 p. 14
金融監督指標である国内基準SM比率は、2023年3月末において単体で981%、連結で1011%と十分に頑健な水準を維持。
2025年度以降に導入されるESRでも2023年3月末時点で205%と充分に健全な支払い能力を維持。
新規制への対応が進んだ状況もあり、明治安田生命では劣後債発行を2022年度下半期には実施していない。

6. 明治安田生命の信用格付け、債券の投資機会の考え方 p.16
明治安田生命は新規制への対応も完了しており、国内生保ではクレジット投資における安定性が、最も高いレベルにある。
発行体格付けでの信用評価は、国内格付機関がAA格相当の極めて高い評価。 海外格付機関との評価格差も小さい。
明治安田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、同社の国内4社の中でも相対的に安定したビジネスモデルを考えれば、投資対象として検討しやすい。

5バリューアセット株式会社
金融商品仲介業者 近畿財務局第437号

承認済 20230608
5valuasset compliance

5 バリューアセット アナリスト･レポート

明治安田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

明治安田生命保険相互会社(以下、明治安田)は、2023 年 5 月 23 日に、2023 年 3 月期本決算（案、速報値）を公表した。本レポートでは、同決算を受け同社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. 明治安田生命グループの概要、評価の方針

[ポイント]
- **明治安田は 2023 年 3 月期における連結年間保険料収入が 2.8 兆円、連結総資産が 48.8 兆円の巨大企業**
- **年換算保険料（2021 年度）の大きさでは 4 大民間生命の第 3 位に位置する**
- **発行体格付けは、国内格付機関で AA 格相当、海外格付機関で A＋格相当と高い信用力評価**

⑴ .明治安田生命の概要

明治安田は、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、相互会社形態の保険会社である。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おり、団体保険の強さにも特徴がある。海外保険事業にも、スタンコープ･ファイナンシャル･グループを通じて参入しているが、国内保険事業が保険料収入の約 9 割を占めており、国内民間 4 大生命保険会社の中での海外事業への取り組みは相対的に限定的だ。以下の図表 1 に、明治安田生命のグループ内主要子会社の資本構造を示した。

明治安田は 2023 年 3 月期における連結年間保険料収入が 2.8 兆円、連結総資産が 48.8 兆円の巨大企業

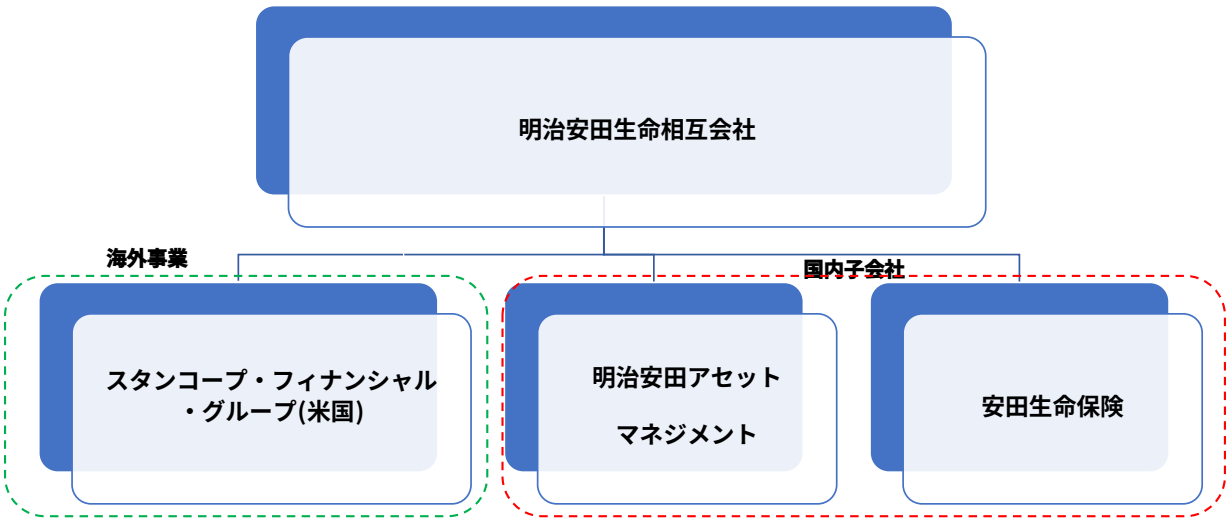
明治安田は 2023 年 3 月期の年間保険料収入が 2.8 兆円（連結、単体では 2.4 兆円）、総資産が 48.8 兆円（連結、単体では 44 兆円）の巨大企業である。年換算保険料（2021 年度）では 4 大生命の第 3 位に位置する。

年換算保険料（2021 年度）では 4 大生命の第 3 位に位置する

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、明治安田の連結が 1,010%、単体が 980.8%[1]と経営上の安定性は高く、また安定した水準を継続して維持している（200%を充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、前期末の水準も 205%とこれまでと同様に継続的に 200%を上回っている（100%を充分に超えていれば安定的）。

[1] 国内規制においてソルベンシー・マージン比率が 200%を下回ると監督官庁の管理下に置かれる。200%をより大きく上回っている会社は、より健全であるとみなされやすい。なお、監督指標は 2026 年度から経済価値ベースのソルベンシーマージン比率（ESR）に置き換わる予定だが、明治安田生命では 2023 年 4 月までに ESR に関する試算値を公表していない。

図表 1 明治安田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

明治安田の発行体格付けは、国内格付機関で AA 格相当、海外格付機関で A＋格相当と高い信用力評価

明治安田の信用発行体格付け(保険支払能力格付を含む)は国内格付機関のうち R&I では AA-、JCR では AA 格、ハイブリッド劣後債の債券格付けは R&I で A 格（円建永久債、）となっている。また、海外格付機関による発行体格付けは 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、新規制への対応を目的とした劣後債発行による規制資本の増強は 2022 年度前半には完了していると見られる。明治安田生命では、劣後債の調達にあたり円建てと米ドル建てを交互に出す傾向があったため、通貨別での年限の極端な偏りはない。米ドル建て債については一定量の流動性を市場で観測出来ており、取得できれば安定した投資機会となりやすい（ただし、安全性の高さを反映し信用スプレッドは抑制的な水準に留まる）。一方、円建て債は、新発段階で国内機関投資家により取得された玉は、その後も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、明治安田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債券に対する投資戦略を提案する。

⑵ .生命保険会社の事業モデルと信用評価上の着目点

[ポイント]
- **本レポートにおける生命保険会社の信用力を評価する上での主な2つの切り口;**
  - **i). 生命保険会社の損益構造と状況**
  - **ii). 生命保険会社の支払い余力と監督指標の状況**
  - ↓
  - **iii). 生命保険会社の劣後債のプライシングや投資評価**

ここでは生命保険会社の事業モデルの概要と、本レポートにおいて各生命保険会社の信用力を評価する上でのポイントについて概観する。主な評価の切り口は以下の2つであり、これを受けて、生命保険会社の劣後債のプライシングや投資評価を行うこととなる。

(i) 生命保険会社の損益構造と状況
(ii) 生命保険会社の支払い余力と監督指標の状況

(i). 生命保険会社の損益構造と状況

生命保険会社の事業構造を単純化して下記の図表 2 に示した。保険会社の損益は大きく、以下の3段階に区分できる。本レポートでは各分野の損益の傾向を確認し評価する。

図表 2 生命保険会社の事業構造と国内基準ソルベンシー･マージン比率の概要

経費の区分	内容	損益計算書	貸借対照表
基礎利益 (保険事業)	保険事業に関わる損益。標準的な保険契約では、契約者から定期的に受けとった保険料を金融資産として保有しつつ、将来に保険金支払い事象が生じ請求を受けた場合の保険金支払いや年金給付に備える。保険負債とマッチングして安定的に保有する金融資産の利息・配当収入なども含む。 （通常は、経常利益から下記２項目を差し引いて計算される。）	基礎利益（+保険収入） (-保険金支払) （±資産運用の利息 配当などの収支）	負債側： 保険債務、 準備金など 資産側： 運用資産など
キャピタル損益 (資産運用)	資産運用に関わる損益。資産運用の中でも有価証券の売却損益、為替損益等を含む。	キャピタル損益 （±）資産の売買損益、 信託運用損益、 為替損益等	
臨時損益 (その他)	上記 2 つに分類されない臨時損益。主に、想定外の準備金繰り入れや取り崩しなどを反映	臨時損益 （±）準備金繰り入れ/ 取り崩しなど	

出所： 5バリューアセットで作成

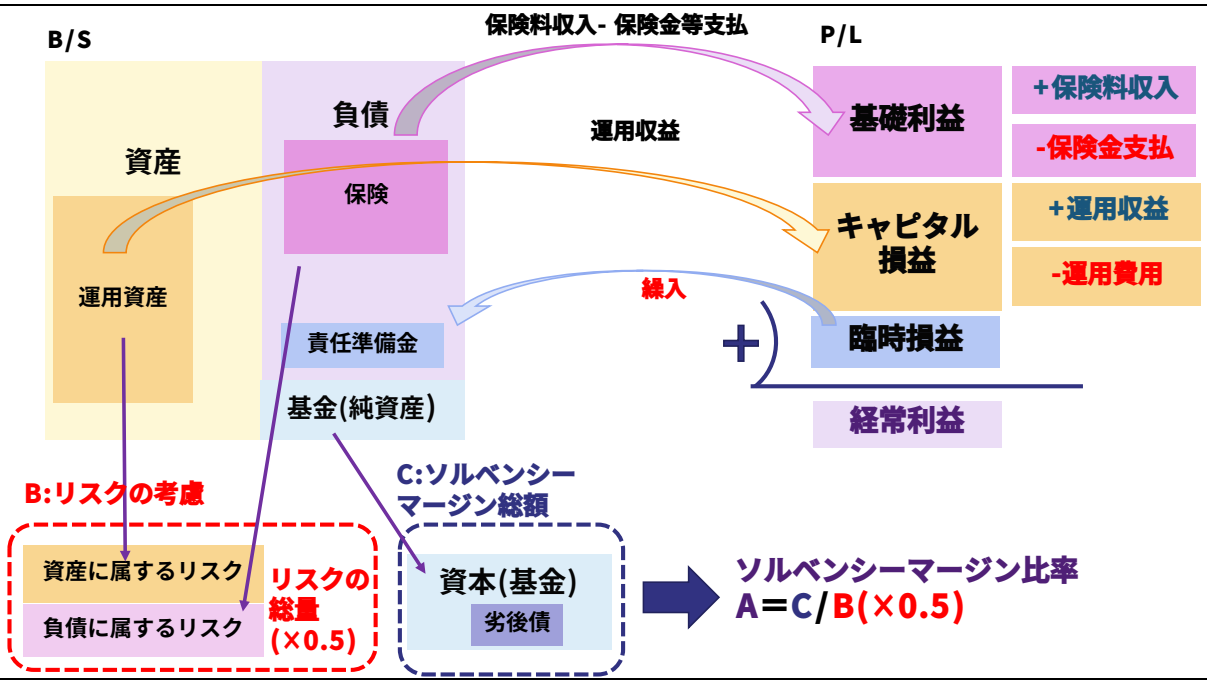
(ii). 生命保険会社の損益構造と状況

生命保険契約は、生命保険会社側から見れば、保険契約者との間で非常に長期間に渡る債務となる。契約者から長期に渡る保険料支払いを受け入れ、責任準備金として留保しつつ資産運用を重ねて支払い余力（ソルベンシー・マージン）を拡大し、保険請求時における支払いを適切に行うために備える必要がある。しかし、契約が非常に長期に渡るため、契約期間中に市場環境の変化に起因した予定利率[2]と市場における運用利回りのミスマッチや、長期の間で生じる生存率の変化など、様々な理由で準備金の過不足などが生じ得る。

こうした不確定な要素を「リスク」として織り込んでも、充分な支払い余力があるかどうかを、示す日本独自の金融監督指標を、「ソルベンシー・マージン比率（SM 比率）」と呼ぶ。SM 比率は、生命保険会社の資本（相互会社では基金）に代表される支払余力である「ソルベンシー・マージン」を、資産、負債に関わるさまざまな変動要因を加味した上で得られる「リスクの総量」で割り、これを2倍することで得られる（図表 3）。SM 比率が 200%を下回った場合には、支払い能力が不十分だとして監督官庁の公的管理下に置かれることになる。

なお、2025 年 4 月（2026 年 3 月期決算）からは、これまで用いられていた日本独自の保険監督制度から、国際的に共通な保険監督制度である ICS 2.0 に移行する。これに伴い、監督上の健全性指標も、簿価ベースの日本国内の独自基準である SM 比率に代わり、「経済価値ベースのソルベンシー比率（ESR）」に移行する。このため、ESR に関する開示状況についても確認し、100%を充分に上回っているかどうかを確認しておくことも必要となる。

図表 3　生命保険会社の事業構造と国内基準ソルベンシー・マージン比率の概要



出所：5バリューアセットで作成

[2] 「予定利率」とは、生命保険会社が生命保険の契約者から集めた生命保険料を積み立てている責任準備金を資産運用する際に、生命保険の契約者に約束する運用の利回りのことを指す。

3. 明治安田生命グループ（連結）の経営状況と国内外の事業状況

[ポイント]
- 2022 年度における明治安田生命のグループ全体保険料は 3.67 兆円(前年比+30.8%)の増収
- 主な増収要因；(i)スタンコープ社における増収（半期ベースで前年比+15.3%）、(ii)明治安田生命本体における外貨建一時払保険の販売量増加
- 明治安田生命では連結決算に占める単体の構成比・寄与度が高く、明治安田生命単体での経営状況の分析は重要

2022 年度における明治安田生命のグループ全体保険料は 3.67 兆円(前年比+30.8%)の増収

2022 年度下半期(10-3 月)における明治安田生命のグループ全体保険料（全保有契約）は 1.83 兆円(前年同期比+28.1%)の大幅な増収であり、2022 年度通期の保険料収入も 3.67 兆円(前年比+30.8%)の増収となった。増加の主な要因としては、スタンコープ社における増収（半期ベースで前年比+15.3%）の他、明治安田生命本体の外貨建一時払保険の販売量増加が挙げられる。外貨建一時払保険は金融商品に近い側面を持っており、海外の金利上昇に伴い利回りが増加したことが販売の増加につながったものと考えられる。ただし、次年度以降の販売が維持されるかどうかは市場環境に依存する。

主な増収要因；(i)スタンコープ社における増収（半期ベースで前年比+15.3%）、(ii)明治生命本体における外貨建一時払保険の販売量増加

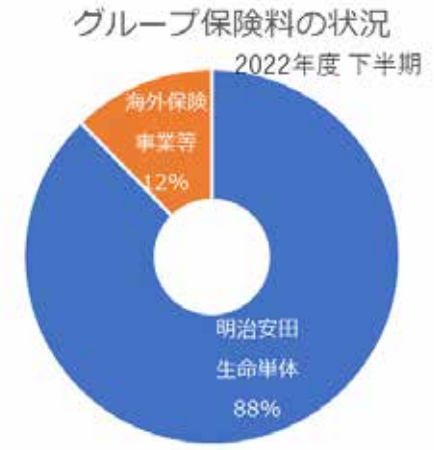
一方、グループ基礎利益は、2022 年度下半期において 1,806 億円と前年同期比で-27.0%の減益に、2022 年度通期でも 4,018 億円と前年比-11.1%の減益にとどまった。基礎利益の内訳では、単体の運用関係増益は通年で+293 億円の増益寄与であったが、保険事業における特殊要因（コロナ関連の支払い・外貨建保険の標準責任準備金の積立負担）等の影響で保険関係損益は-944 億円の減益寄与となった（特殊要因を除いたベースでは増益であった）。スタンコープ社は+134 億円の増益寄与であった。

なお、2022 年度に基礎利益の算出方法が改定されたことを受け、以下の図表 4 の基礎利益については、比較のため 2021 年度通期の値についても遡及修正して示している点に注意（同図表中に修正前・修正後を比較している）。

明治安田生命では連結決算に占める単体の構成比・寄与度が高く、明治生命単体での経営状況の分析は重要

このように、同業他社と比較しても海外事業への取り組がそれほど大きくない明治安田生命では、同社単体の損益がグループの保険料収入や基礎利益に占める構成比が高く、同社社債の信用力評価において単体ベースでの分析を行うことも、また重要であることが確認できる。

図表 4 明治安田生命グループのグループ保険料及び基礎利益の構成と推移



	グループ保険料収入						
(億円)	FY2019H2	FY2020H1	FY2020H2	FY2021H1	FY2021H2	FY2022H1	FY2022H2
明治安田生命単体	12,925	11,758	11,763	12,088	12,347	16,024	16,012
海外保険事業等	1,608	1,673	1,499	1,751	1,911	2,415	2,250
うちスタンコープ社	1,493	1,554	1,402	1,635	1,795	2,194	2,070
グループ保険料	14,534	13,431	13,262	13,839	14,259	18,439	18,263
(年次)			26,693		28,098		36,702

	グループ基礎利益						
(億円)	FY2019H2	FY2020H1	FY2020H2	FY2021H1	FY2021H2	FY2022H1	FY2022H2
明治安田生命単体	3,062	2,843	2,659	1,881	2,485	2,110	1,606
海外保険事業等	314	314	169	229	130	170	341
うちスタンコープ社	249	230	110	153	72	153	206
グループ基礎利益	3,232	3,129	2,664	2,044	2,474	2,212	1,806
(年次)			5,793		4,518		4,018

参考：基礎利益算出方法改正前後の金額の比較

(億円)	グループ基礎利益		単体基礎利益	
	改定前	改定後	改定前	改定後
FY2021H1	2,845	**2,044**	2,682	**1,881**
FY2021H2	3,326	**1,974**	3,337	**1,835**
改正差異	6,171	4,018	6,019	3,716

※2021 年度以降は改正された算出方法に基づき基礎利益を表示。修正内容については、本レポートの“Appendix 1. 基礎利益に関する計算方法の統一に関する変更について”を参照されたい。

出所：同社開示資料より、5バリューアセットで作成

4. 明治安田生命(相互会社単体)の経営状況

[ポイント]
- **明治安田の 2022 年度における保険料等収入は、3 兆 2,036 億円と前年比+31.1%の大幅増収。ただし、その多くは市況に起因した外貨建一時払保険の販売量増加であり、安定的な平準払保険は前期比-2.8%と減収であった。**
- **明治安田は民間大手 4 社の中では、2022 年度における新契約が伸びていた会社。それでも保有契約残高は減少傾向。**
- **保険事業に関わる基礎利益は過去 2 年で大きく低下。半期ベースで半減。三利源別に見ると、(i)コロナ影響による保険金支払増により危険差益が減少、(ii)金利差拡大に起因したヘッジコストの増加等による利差益が減少していた。**

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示し、これに沿って明治安田生命の財務状況などについて確認する。以下の図表 5 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。

(1) 保険事業に関する事業状況
(2) 資産運用に関する事業状況
(3) 合算した経常利益に関する状況

① 明治安田生命単体の保険事業の状況

(1). 保険料収入と新契約の状況

明治安田の 2022 年度における保険料等収入は、3 兆 2,036 億円と前年比+31.1%の大幅増収

ここでは、まず明治安田の年次決算を確認する。2022 年度における保険料等収入は、3 兆 2,036 億円（前年比+31.1%）の大幅増収であった。ただし、増収の主な要因は、海外金利の上昇や為替変動などに起因した外貨建一時払保険の販売量増加（営業職員チャネルで前期比+404%増、銀行窓販チャネルで前期比+141%増）が主因であり、より安定的な平準払保険（営業職員チャネル）は前期比-2.8%と減収に留まった。団体保険は前期比+1.5%、団体年金保険は前期比+3.5%とそれぞれ微増であった。

ただし、その多くは市況に起因した外貨建一時払保険の販売量増加

安定的な平準払保険は前期比-2.8%と減収

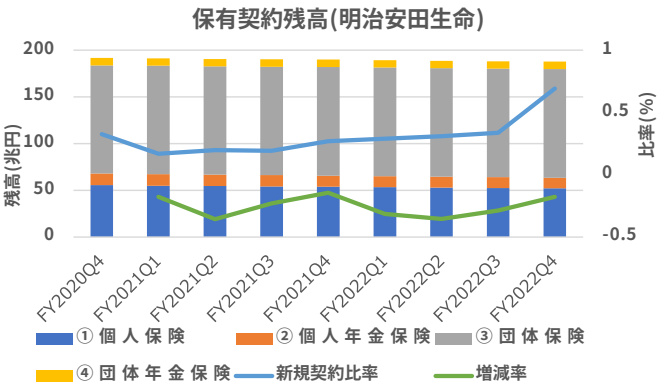
一方、四半期ベースでみると、2022 年度 Q4(1-3 月期)の年換算保険料は 2.17 兆円（前期比-0.13%）と、Q3(10-12 月)に続いて 2 四半期連続の減少となっていた（図表 5 左上図）。また、同四半期における新規契約も 352 億円（前期比-28.9%）の減収であり、一時払保険をドライバーとした新契約の伸びは市況の変化により、容易に増減していた状況が確認できる（図表 5 右上図）。ただし、明治安田は四大民間生保内で比較しても、同業他社が Q4 において減収に転ずる中、1 社だけほぼ同水準の保険料収入を維持しており、国内保険事業における同社の頑健性を示した結果となっていた（図表 5 左下図）。

明治安田は民間大手 4 社の中では 2022 年度において新契約が伸びていた会社。
それでも保有契約残高は減少傾向にある

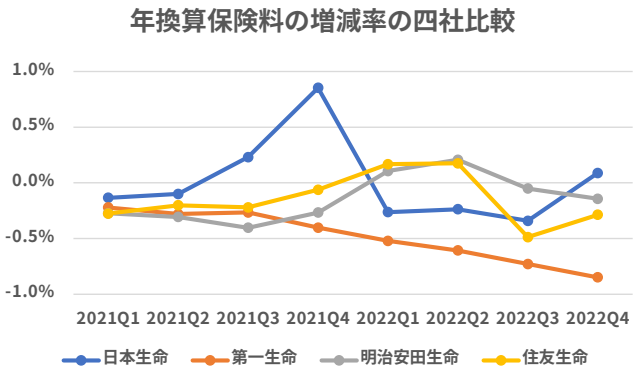
また、新規契約については、2022 年度 Q4 では減少傾向に転じたものの、四社の中では、相対的に高い成長率を示していた（図表 5 右下図）。ただし、解約なども加味した保有契約残高ベースでは、過去 2 年を通して減少傾向が続いている（図表 5 中図）。

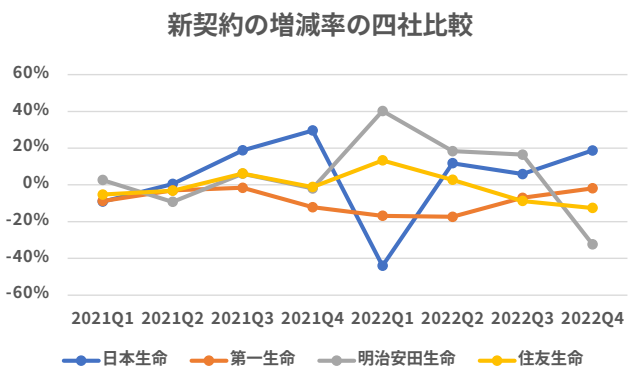
図表 5　保険料収入および新契約の推移

[明治安田生命分]



[4 社比較]





出所：明治安田生命開示資料より5バリューアセットで作成

保険事業に関わる基礎利益は過去 2 年で大きく低下。半期ベースで半減。

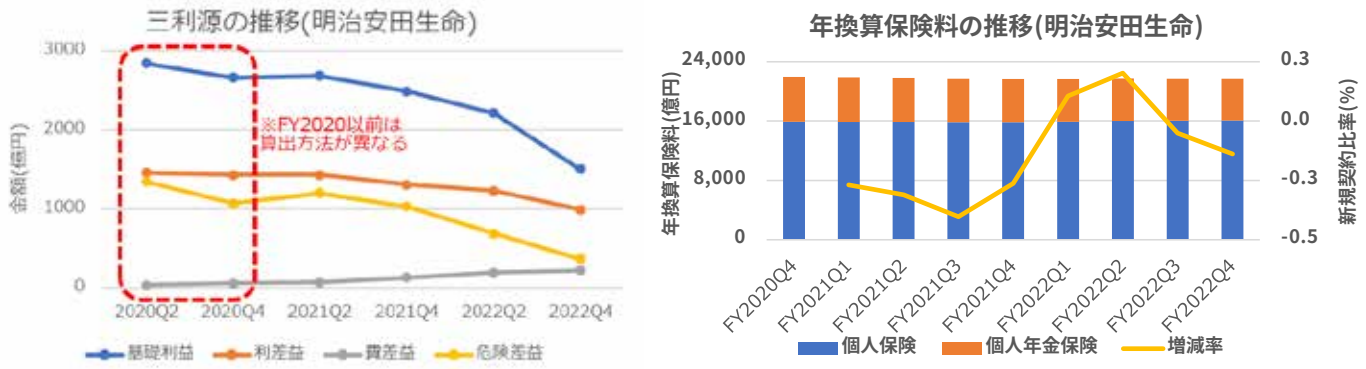
三利源別に見ると、(i)コロナ影響による保険金支払増により危険差益が減少、(ii)金利差拡大に起因したヘッジコストの増加等による利差益が減少していた

(2)基礎利益と三利源の傾向（四半期ベース）

保険事業における基礎利益は、過去2年にわたり減益傾向を続けており、半期ベースの基礎利益は 2020 年度下半期の水準に対し、2022 年度下半期には半分程度まで低下した（図表 6 左図）。

こうした減益要因を保険事業の三利源から見ると、2022 年度 Q4(1-3 月）における三利源のうち利差益と危険差益は、それぞれ 992 億円、398 億円と大きく下落した（前年同期は、それぞれ 1,434 億円、1,074 億円）。利差益の減少には金利差拡大に起因したヘッジコストの増加等が、危険差益の減少にはコロナウイルスの影響に伴う保険金の支払金増加などが、それぞれ影響していたと考えられる。結果として、基礎利益も大きく落ち込んでいた（図表 6）。

図表 6 三利源の推移



出所：明治安田生命開示資料より5バリューアセットで作成

②.明治安田生命の資産運用の状況

[ポイント]
- **明治安田生命の一般勘定における運用資産は、2023 年 3 月末時点で、43.7 兆円。他の 4 大民間生保と比較しても相対的に最も偏りが少なく分散されている傾向**
- **運用資産の含み益は、2022 年度に 5.7 兆円から 4.3 兆円に約▲1.37 兆円の減少。主に国内公社債と外国証券に起因。国内株の含み益は維持されている。**
- **2022 年度の明治生命単体での一般勘定資産運用収支は 8,590 億円から 7,953 億円へと▲637 億円の減益。**

明治安田生命の一般勘定における運用資産は、2023 年 3 月末時点で、43.7 兆円 他の 4 大民間生保と比較しても相対的に最も偏りが少なく分散されている傾向

運用資産の含み益は、2022 年度に 5.7 兆円から 4.3 兆円に約▲1.37 兆円の減少

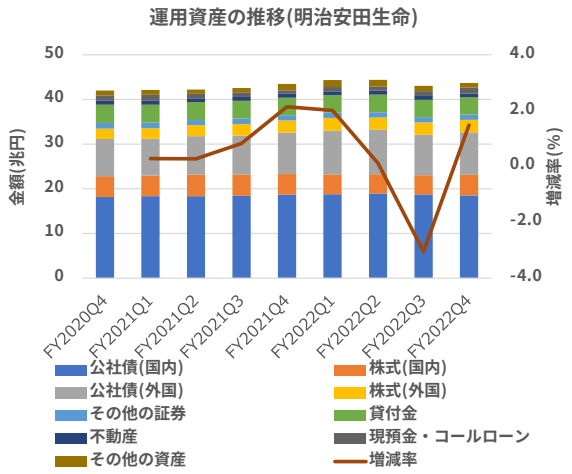
2022 年度の明治生命単体での一般勘定資産運用収支は 8,590 億円から 7,953 億円へと▲637 億円の減益

明治安田生命の一般勘定における運用資産は、2023 年 3 月末時点で、43.7 兆円であり、相場に連動し多少の増減はあったもの 2022 年度を通じておおむね 43 兆円台で推移していた。(図表 7 左上図)。2022 年度の運用利回りは、1.97%と、前 2 年までの 2.2～2.3%に比べ下落した(図表 7 右上図)。

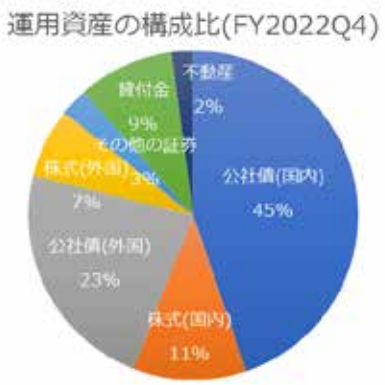
また、明治安田生命の運用資産は内訳として、他の 4 大民間生保と比較しても相対的に最も偏りが少なく分散されている傾向にある。外国株の保有比率は相対的に少ない(図表 7 左下図)。運用資産の含み益は、2022 年 3 月末の 5.7 兆円から 2023 年 3 月末の 4.3 兆円に 1 年で約▲1.37 兆円の減少となった。うち約▲0.87 兆円は国内公社債の時価下落に起因しており、国内公社債の含み益は 1.6 兆から 0.75 兆円に半減した。残る▲0.45 兆円は外国証券に起因した評価損であり、外国証券は 0.38 兆円の含み益から-0.07 兆円の含み損に転じた。一方、含み益全体の 4.3 兆円のうち、約 3 兆円を占める国内株式の評価額には、ほとんど変化はなかった(図表 7 右下図)。

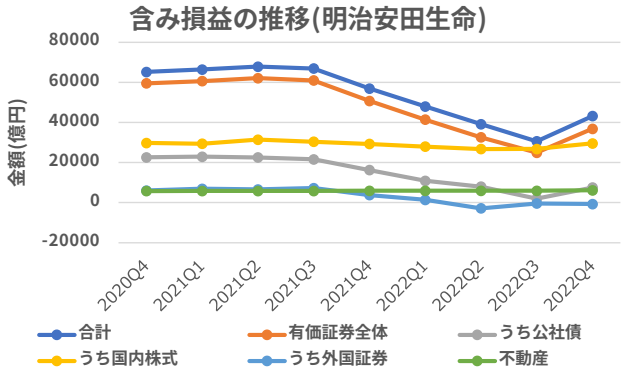
2022 年度の明治生命単体での資産運用収支(全社ベース)は、8,686 億円から 7,836 億円と▲ 849 億円の減益、うち一般勘定資産運用収支は 8,590 億円から 7,953 億円へと▲ 637 億円の減益であった。

図表 7 明治安田生命の資産運用状況



		資産運用利回り(%)			
区　分		2019年度	2020年度	2021年度	2022年度
現預金・コールローン		0.01	0.46	1.67	1.85
買入金銭債権		1.54	1.25	1.17	1.4
金銭の信託		0.23	1.34	1.79	1.55
有価証券		2.01	2.48	2.77	2.73
	うち公社債	1.63	1.36	1.59	1.41
	うち株式	2.89	8.08	12.43	11.25
	うち外国証券	2.57	3.61	3.17	3.49
	うち公社債	2.01	2.93	2.76	2.96
	うち株式等	5.04	6.34	4.6	5.32
貸付金		1.54	1.5	1.63	1.59
うち一般貸付		1.39	1.38	1.51	1.48
不動産		2.03	1.98	1.94	1.81
一般勘定 計		**1.78**	**2.28**	**2.21**	**1.97**
うち海外投融資		2.45	3.48	3.59	3.24





出所：明治安田生命開示資料より5バリューアセットで作成

③. 明治安田生命の経常利益の状況

[ポイント]
- **明治安田生命の 2022 年度における経常収益は 4 兆 8,034 億円と前年比＋28.8%の増収、経常利益は 2,830 億円と前年比で＋14.0%の増益**
- **明治安田の直近四半期における増益傾向は、一時要因も多く必ずしも持続的な利益回復を意味しているわけではない**
- **4 大民間生命の中では明治安田生命は 4 社平均を上回る増益を示すことが多く、相対的にもっとも国内保険事業の頑健性が高いと評価**

明治安田生命の 2022 年度における経常収益は 4 兆 8,034 億円と前年比＋28.8%の増収、経常利益は 2,830 億円と前年比で＋14.0%の増益

2022 年度における明治安田生命の経常収益は 4 兆 8,034 億円と前年比＋28.8%の増収であったが、経常費用も 4 兆 5,203 億円と前年比で＋29.9%の増加となった。この結果、経常利益は 2,830 億円と前年比で＋14.0%の増益となった。

明治安田の直近四半期における増益傾向は、一時要因も多く必ずしも持続的な利益回復を意味しているわけではない

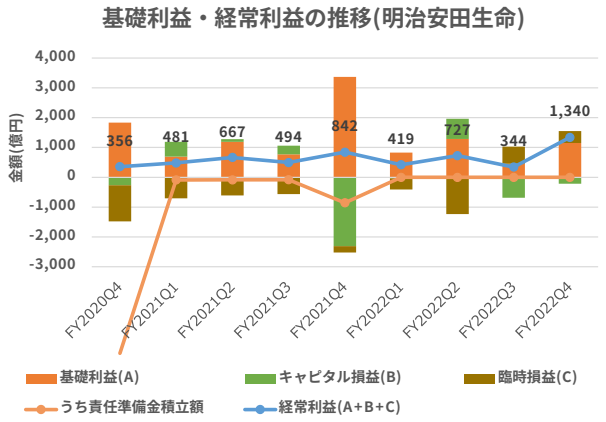
四半期別の推移を確認すると、2022 年度 Q4(1-3 月)における明治安田生命の経常利益は 1340 億円となり、市場価格の回復を受け大幅な増益となっていた。大幅な増益の背景には、基礎利益が相対的に高水準であったことに加え、臨時損益の黒字、キャピタル損益の赤字が少額に収まったことが重なったためと考えられる（図表 9）。しかし、前述のとおり基礎利益を押し上げた一時払保険は市況により必ずしも持続性があるとは限らず、キャピタル損益については、ボラタイルな市況に合わせて増減を繰り返している中、特に為替や金利などのヘッジに対応した金融派生商品の損益、およびその他項目の突発的な赤字･黒字が強く影響していた。よって、明治安田の直近四半期における増益傾向は、必ずしも持続的な利益回復を意味しているわけではない（図表 8 左図）。

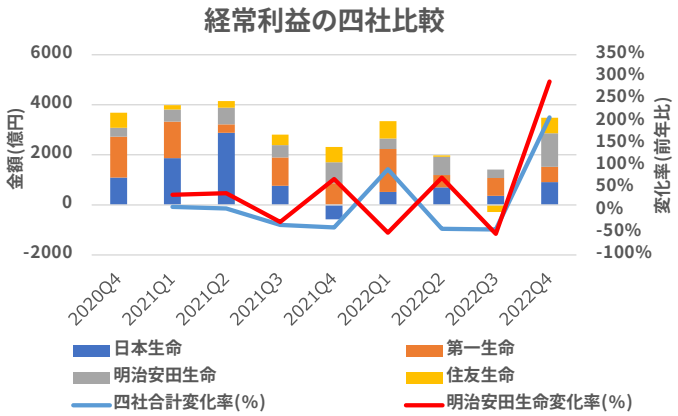
4 大民間生命の中では明治安田生命は 4 社平均を上回る増益を示すことが多く、相対的にもっとも国内保険事業の頑健性が高いと評価

一方で、4 大民間生命の中で国内保険事業を営む各グループの相互会社単体の経常増益率の相対的な傾向を比較すると、明治安田生命は 4 社平均を上回る増益を示すことが多く、足元の 2022 年度 Q4(1-3 月)でも最も高い前年比増益率を示していた。特に直近1年で 4 社平均が全体的に減益の傾向にある状況下でも、明治安田生命は一定の水準で経常黒字を維持し、赤字も記録していない。こうした点から、明治安田生命は、国内生命保険事業において相対的にもっとも国内保険事業の頑健性が高いと評価できる。（図表 8 右図）。

臨時損益については、2022 年度 Q2 以前は恒常的に赤字であったものの、直近 2 四半期は黒字を記録している。内訳をみると、2022 年度 Q2 以前の臨時費用の大半は準備金の積立･繰入により赤字を記録していたのに対し、直近2四半期では危険準備金の取り崩しが行われ黒字を記録していた。このことから、明治安田生命では 2025 年度に控えた新たな経済価値ベースの監督制度への対応（不足した責任準備金の積み増し）はほぼ完了しており、それ以外で出た超過収入は支払い余力の増加にそのまま寄与しやすくなっていると考えられる。

図表 8 経常利益の推移





出所：明治安田生命開示資料より5バリューアセットで作成

図表 9 四半期経常利益の明細推移

(単位:百万円)	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
基礎利益(A)	**183,398**	**69,401**	**118,785**	**77,236**	**336,569**	**82,746**	**128,333**	**45,566**	**114,978**
キャピタル損益(B)	**-26,963**	**49,595**	**9,105**	**28,642**	**-230,880**	**-3,539**	**68,118**	**-68,386**	**-21,299**
キャピタル収益	91,144	75,829	48,012	117,432	17,522	218,821	246,741	93,249	162,656
うち有価証券売却益	41,670	15,369	13,888	40,387	43,877	38,643	91,602	138,464	74,334
うち金融派生商品収益	44,445	0	12,855	35,289	84,906	127,248	28,794	-133,877	11,760
うちその他	5,029	60,460	21,269	41,756	-111,261	52,930	126,345	88,662	76,562
キャピタル費用	118,108	26,233	38,907	88,791	248,403	222,360	178,623	161,636	183,955
うち有価証券売却損	-23,494	5,790	-2,240	4,862	-2,596	4,903	898	-18	-1,247
うち金融派生商品費用	69,958	16,674	28,601	40,553	131,510	83,282	80,943	292,215	145,247
うち為替差損	-34,795	1,181	-1,181	0	0	0	0	0	0
うちその他	106,439	2,588	13,727	43,376	119,489	134,175	96,782	-130,561	39,955
臨時損益(C)	**-120,787**	**-70,855**	**-61,207**	**-56,518**	**-21,495**	**-37,259**	**-123,732**	**57,205**	**40,325**
臨時収益	347,063	106	54	-160	0	0	0	0	0
臨時費用	467,850	70,961	61,261	56,358	21,495	37,259	123,732	-57,205	-40,325
うち危険準備金繰入額	-121,991	62,204	52,822	45,296	-64,210	36,060	123,709	-57,226	-40,355
うち責任準備金積立額	590,241	8,757	8,439	8,127	85,491	0	0	0	0
経常利益(A+B+C)	**35,648**	**48,142**	**66,682**	**49,360**	**84,193**	**41,946**	**72,721**	**34,383**	**134,005**

出所：明治安田生命開示資料より5バリューアセットで作成

5　明治安田生命のソルベンシー比率、ESR の状況

[ポイント]

- **明治安田生命の 2023 年 3 月末における国内基準 SM 比率は、単体で 981%、連結で 1011%と十分に頑健な水準を維持**
- **2025 年度以降に導入される ESR でも 2023 年 3 月末時点で 205%と充分に健全な支払い能力を維持**
- **新規制への対応が進んだ状況もあり、明治安田生命では劣後債発行を 2022 年度下半期には実施していない**

明治安田生命の 2023 年 3 月末における国内基準 SM 比率は、単体で 981%、連結で 1011%と十分に頑健な水準を維持

2025 年度以降に導入される ESR でも 2023 年 3 月末時点で 205%と充分に健全な支払い能力を維持

新規制への対応が進んだ状況もあり、明治安田生命では劣後債発行を 2022 年度下半期には実施していない

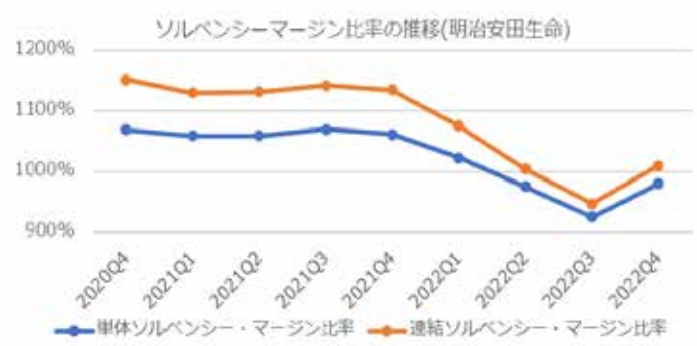
保険会社の監督上の健全性指標である国内基準ソルベンシー･マージン比率（以下 SM 比率）は、200%を充分に超えていれば、保険支払い能力は充分に安定しているとされる。第一生命の 2023 年 3 月末における単体 SM 比率は 981%、連結 SM 比率は 1011%と充分に頑健な水準を維持していた(図表 10　左上図)。民間 4 社の中でも 2 番目に位置し、日本生命よりわずかに低いが第一生命、住友生命を上回る水準を維持している（図表 10 右上図)。

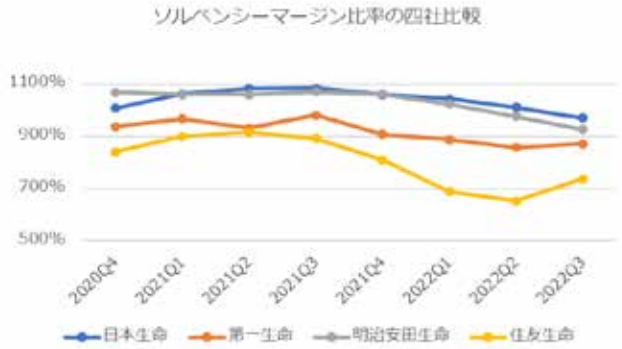
国内生命保険会社に関する金融監督上の規制比率は、これまで簿価ベースの会計を反映した国内基準 SM 比率であったが、2025 年 4 月以降は、国際的に共通の保険監督制度(ICS)の下で規定された経済価値ベースのソルベンシー比率（ESR）に置き換えられる。同指標は 100%を充分に上回っていれば、保険支払能力も十分に安定しているとされる。

明治安田生命が先行開示している ESR は、2023 年 3 月末時点で 205%と、前期末における 215%と比較すると減少したものの、経済価値ベースで見ても充分に健全な支払い能力を維持している(図表 10 左下図)。

こうした新規制への対応が進んだ状況もあり、明治安田生命では劣後債発行によるソルベンシー･マージン（支払能力）総額における劣後債（表中（A）の「負債性資本調達手段等」）による補完の上積みを 2022 年度下半期には実施していない(図表 11)。このことは、借り換え目的以外での明治安田生命による劣後起債のペースが落ち、投資機会が減る可能性を示唆している。ただし、このことは同時に同社の健全性を示している、とも考えられる

図表 10 ソルベンシー・マージン比率及び ESR の推移





出所：明治安田生命開示資料より5バリューアセットで作成

図表 11 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）	8,822,197	8,915,314	9,240,387	9,233,265	8,895,615	8,597,587	8,279,257	7,949,931	8,567,520
資本金等	1,307,339	1,298,446	1,207,091	1,197,767	1,238,245	1,234,287	1,209,083	1,201,147	1,149,273
価格変動準備金	850,080	854,490	859,132	863,873	869,373	874,455	879,854	884,611	1,072,330
危険準備金	440,579	502,783	555,605	600,902	536,692	572,752	696,461	639,235	598,880
（その他有価証券評価差額金（税効果控除前）・繰延ヘッジ 損益（税効果控除前））×90%(マイナスの場合	3,584,043	3,634,145	3,790,940	3,765,492	3,367,548	3,058,923	2,565,324	2,328,770	2,885,610
全期チルメル式責任準備金相当額超過額	1,411,778	1,400,244	1,402,691	1,385,537	1,440,977	1,416,983	1,408,838	1,381,373	1,349,528
負債性資本調達手段等	640,735	640,735	840,735	840,735	840,735	840,735	912,335	912,335	912,335
リスク合計額(B)	1,650,390	1,682,815	1,744,163	1,725,848	1,675,760	1,680,387	1,696,873	1,717,929	1,746,907
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	201,652	202,510	203,107	203,575	203,956	203,887	205,434	205,189	204,992
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	1,601,679	1,633,588	1,694,086	1,675,937	1,626,414	1,630,994	1,647,060	1,667,892	1,696,537
経営管理リスク相当額 R4	36,066	36,721	37,943	37,590	36,607	36,697	37,049	37,461	38,030
ソルベンシー・マージン比率	1069%	1060%	1060%	1070%	1062%	1023%	976%	926%	981%

出所：明治安田生命開示資料より5バリューアセットで作成

6. 明治安田生命の信用格付け、債券の投資機会の考え方

[ポイント]
- **明治安田生命は新規制への対応も完了しており、国内生保ではクレジット投資における安定性が、最も高いレベルにある。**
- **発行体格付けでの信用評価は、国内格付機関が AA 格相当の極めて高い評価。海外格付機関との評価格差も小さい**
- **明治安田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、同社の国内 4 社の中でも相対的に安定したビジネスモデルを考えれば、投資対象として検討しやすい。**

明治安田生命は新規制への対応も完了しており、国内生保ではクレジット投資における安定性が、最も高いレベル

発行体格付けでの信用評価は、国内格付機関が AA 格相当の極めて高い評価
海外格付機関との評価格差も小さい

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。

明治安田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、同社の国内 4 社の中でも相対的に安定したビジネスモデルを考えれば、投資対象として検討しやすい

① クレジット評価の概観

国内事業の比率が高く、人口減の日本で成長性が高いわけではないが、4 社の中で最も国内保険料収入を安定維持しており、国内の新規契約も相対的に堅調。運用資産のリスクも抑制しておりビジネスモデルは安定。国内基準のソルベンシー・マージン比率は日本生命に次いで高い。すでに新規制（ICS）対応も順調に進展。相対的に安定したクレジット投資対象と考えられる。

② 信用格付けの状況

ここでは、まず国内生命保険会社における信用格付けの状況と、明治安田生命に対する相対的な評価について確認する。以下の図表 12 には、国内生命保険会社の発行体格付（保険支払能力格付）、および円建て、米ドル建てのハイブリッド債の債券格付けを比較した。同図表が示す通り、国内格付機関（JCR、R&I）からは日本生命に次ぐ、2 番手グループの格付評価を受けており、発行体格付で AA 格、ハイブリッド劣後債格付けで A 格と高い格付けを取得している。海外格付機関（S&P）からも、日本生命と同水準のハイブリッド劣後債格付けである A-格と、高い信用格付を取得している（図表 12）。

③ クレジット相場と投資機会

明治安田生命による円建て・ドル建てのハイブリッド劣後債の残高は相対的に多い。流動性面を考慮したドル建て債の投資機会は、日本生命と並んで国内生保では多い方だと考えられる。流通市場で拾えれば、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なりにくい。

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。明治安田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、同社の国内 4 社の中でも相対的に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 13-18）。

以上

図 12 明治安田生命発行体格付/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

国内生保 発行体格付け（S&P）

AA	A			BBB		
AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-
	日本生命 明治安田 住友生命 かんぽ生命	富国生命				

[債券格付け]

国内生保　円建てハイブリッド債格付け（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債格付け（R&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債格付け（S&P）

AA	A			BBB		
AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-
			日本生命 第一生命 明治安田	富国生命		

出所：Bloomberg データより 5 バリューアセットで作成

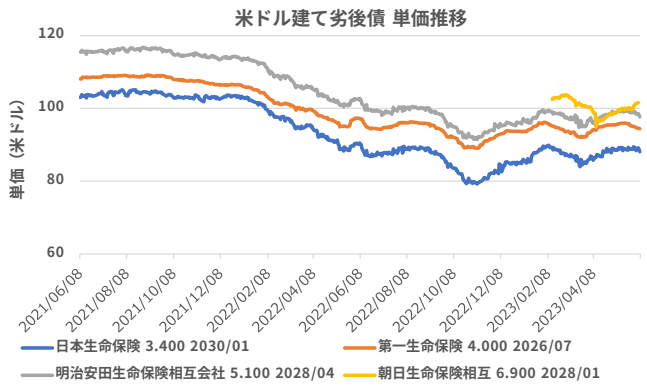
図 13 明治安田生命との同業他社との米ドル建て利回り・スプレッド比較

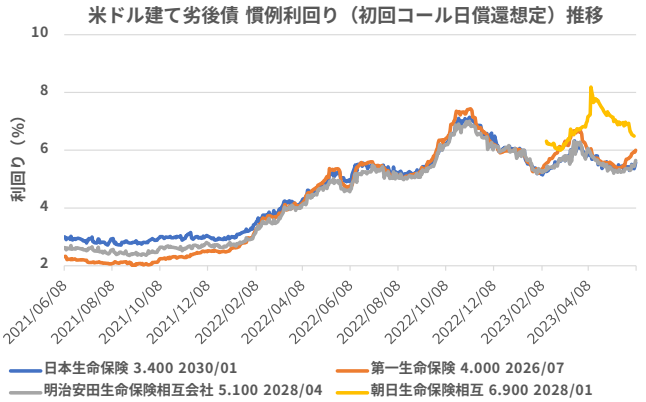
発行体 債券ISINコード	日本生命保険 USJ54675AZ63	第一生命保険 USJ09748AD66	明治安田生命保険相互会社 USJ41838AK95	朝日生命保険相互 XS2538738175
クーポン（利率)、(%)	3.4	4	5.1	6.9
発行日	2020/01/23	2016/07/20	2018/04/26	2023/01/26
初回コール日	2030/01/23	2026/07/24	2028/04/26	2028/01/26
満期日	永久債	永久債	永久債	永久債
残高(百万米ドル)	1,150	2,500	1,000	375
通貨	USD	USD	USD	USD
最小取引通貨単位	200,000	200,000	200,000	200,000
S&P	A+		A+	NR
JCR	AA+	AA-	AA	A-
R&I				
S&P	A-	A-	A-	
JCR				
R&I				
債券価格	88.09	94.38	97.68	102.00
慣例利回り(%)	5.574	5.999	5.65	6.392
OAS:オプション調整後スプレッド(bps)	161.5	190.5	148.9	245.8
債券価格	88.53	95.67	99.08	101.35
慣例利回り(%)	5.466	5.49	5.313	6.56
OAS:オプション調整後スプレッド(bps)	186.4	181.0	184.9	311.4
債券価格	▲ 0.439	▲ 1.295	▲ 1.406	+0.650
慣例利回り(%)	+0.108	+0.509	+0.337	▲ 0.168
OAS:オプション調整後スプレッド(bps)	▲ 24.942	+9.407	▲ 35.934	▲ 65.555

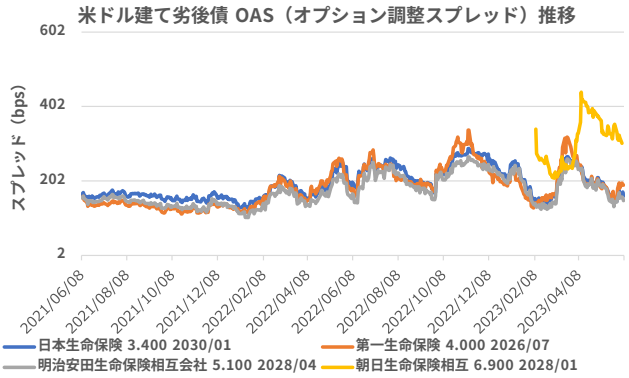
(注). 債券の市場価格、格付けは 2023/6/7 時点。

出所：Bloomberg データより 5 バリューアセットで作成

図 14 明治安田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







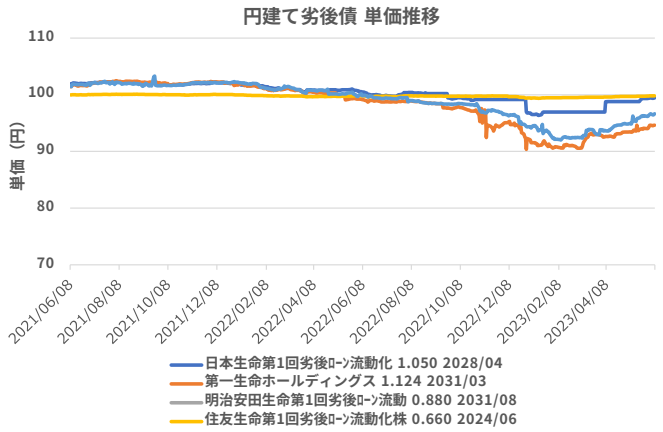
出所：Bloomberg データより 5 バリューアセットで作成

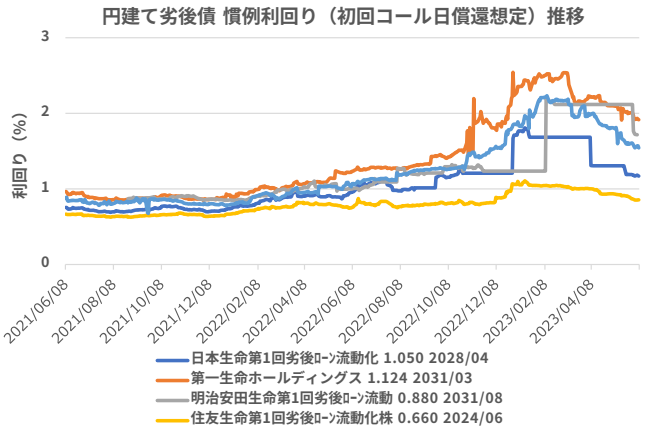
図 15 明治安田生命と同業他社との円建て劣後債の利回り・スプレッド比較

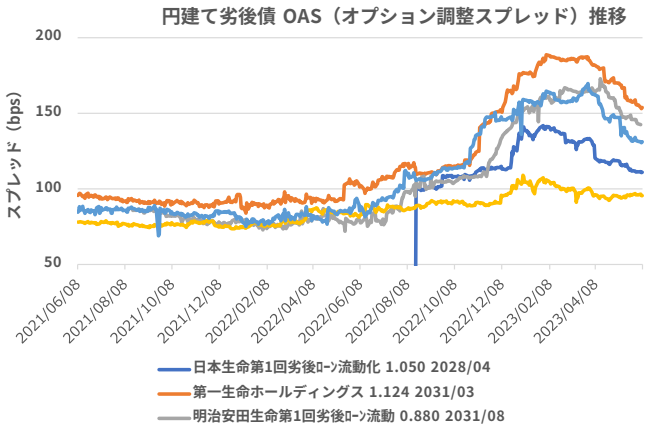
発行体 債券ISINコード	日本生命第1回劣後ﾛｰﾝ流動化 JP372365AJ41	第一生命ホールディングス JP347648AM39	明治安田生命第1回劣後ﾛｰﾝ流動 JP391819AM89	住友生命第1回劣後ﾛｰﾝ流動化株 JP340601AK64	かんぽ生命保険 JP323325AM14
クーポン（利率)、(%)	1.05	1.124	0.88	0.66	1.05
発行日	2018/04/27	2021/03/17	2021/08/02	2019/06/26	2021/01/28
初回コール日	2028/04/27	2031/03/17	2031/08/02	2024/06/26	2031/01/28
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
S&P	A+		A+	A+	A+
JCR	AA+	AA-	AA	AA	AA
R&I					
S&P					
JCR		A			A+
R&I	A+		A	A	
債券価格	99.45	94.63	1.62	99.80	96.63
慣例利回り(%)	1.17	1.917	1.62	0.855	1.542
OAS:オプション調整後スプレッド(bps)	111.0	153.8	132.1	95.5	131.1
債券価格	98.78	93.39	1.76	99.70	94.84
慣例利回り(%)	1.307	2.106	1.764	0.929	1.812
OAS:オプション調整後スプレッド(bps)	117.9	169.0	144.1	94.9	147.2
債券価格	+0.661	+1.246	▲ 0.144	+0.098	+1.794
慣例利回り(%)	▲ 0.137	▲ 0.189	▲ 0.144	▲ 0.074	▲ 0.270
OAS:オプション調整後スプレッド(bps)	▲ 6.925	▲ 15.241	▲ 12.010	+0.605	▲ 16.102

出所：Bloomberg データより5バリューアセットで作成

図 16 明治安田生命と同業他社の円建て劣後債の単価・利回り・スプレッド比較







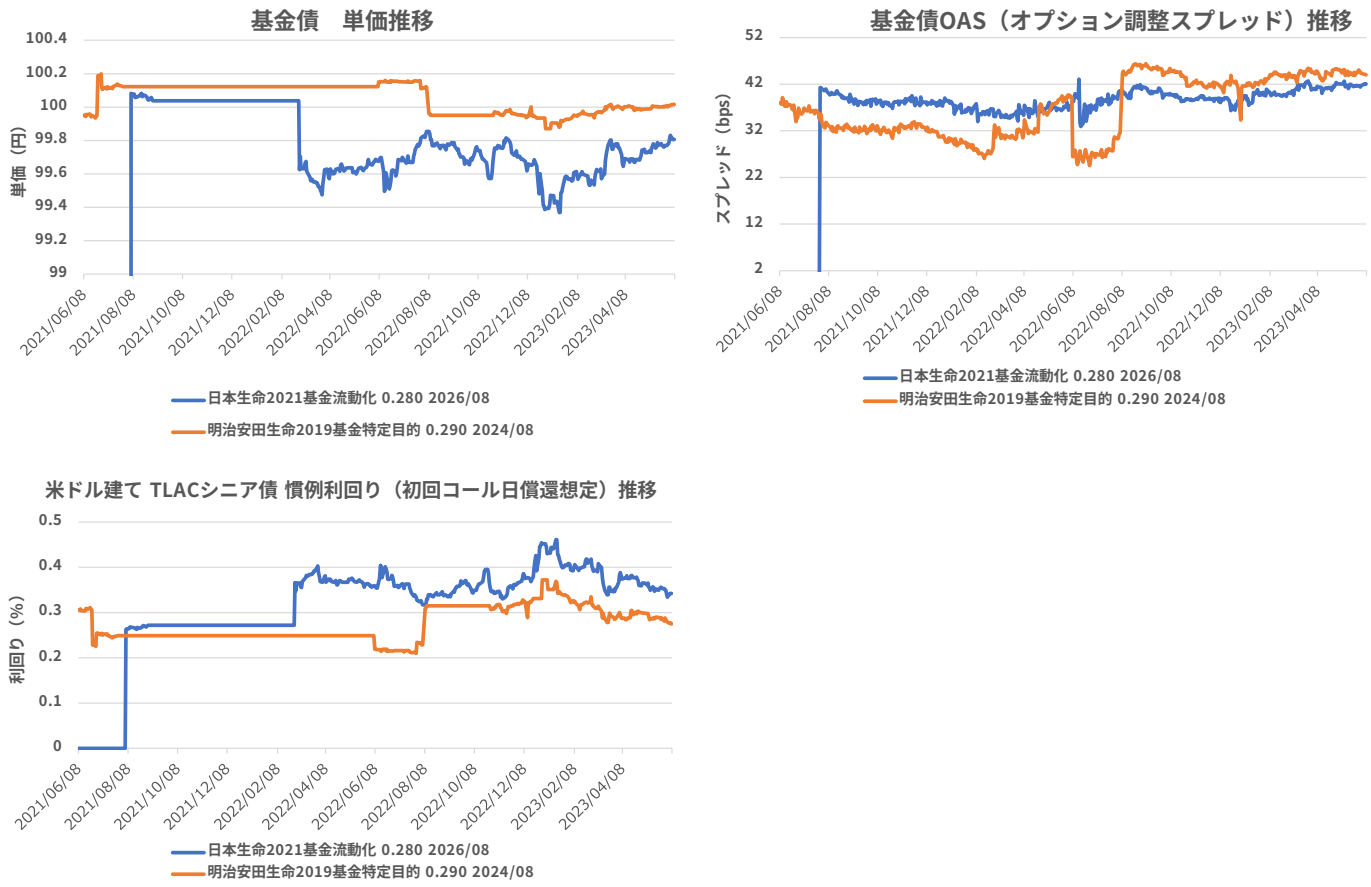
出所：Bloomberg データより 5 バリューアセットで作成

図 17 明治安田生命と同業他社との円建て基金債の利回り･スプレッド比較

	発行体 債券ISINコード	日本生命2021基金流動化 JP372382AM86	明治安田生命2019基金特定目的 JP391818AK82
	クーポン（利率)、(%)	0.28	0.29
	発行日	2021/08/03	2019/08/02
	満期日	2026/08/03	2024/08/02
	バーゼルIII 資本区分	-	-
	残高(百万米ドル)	50,000	50,000
	通貨	JPY	JPY
	最小取引通貨単位	10,000,000	10,000,000
発行体格付	S&P	A+	A+
	JCR	AA+	AA
	R&I		
債券格付	S&P		
	JCR	AA	AA-
	R&I	AA-	A+
直近	債券価格	99.81	100.02
2023/06/07	慣例利回り(%)	0.342	0.275
①	OAS:オプション調整後スプレッド(bps)	42.1	44.0
1ヶ月前	債券価格	99.69	99.99
2023/04/21	慣例利回り(%)	0.377	0.295
②	OAS:オプション調整後スプレッド(bps)	41.3	44.3
	債券価格	+0.120	+0.024
価格変化	慣例利回り(%)	▲ 0.035	▲ 0.020
②→①	OAS:オプション調整後スプレッド(bps)	+0.819	▲ 0.309

出所：Bloomberg データより5バリューアセットで作成

図 18 明治安田生命と同業他社の円建て基金債の単価･利回り･スプレッド比較



出所：Bloomberg データより 5 バリューアセットで作成

Appendix 1. 基礎利益に関する計算方法の統一に関する変更について

金融庁では、これまで各社の間で取り扱いに部分的に差異があった基礎利益の計算方法について、各社間の取り扱いに一貫性を持たせる観点から計算方法を統一し、改正後の表記を 2022 年度（2023/3 月期）から反映することを求めている。

主な変更項目は下記の通り。

追加図表 1 金融庁の監督による基礎利益算出基準の変更（2022 年度より適用）

改正項目		改正の方向性
為替に係るヘッジコスト		基礎利益の算定に含める
投資信託の解約損益		基礎利益の算定から除外
有価証券償還損益のうち為替変動部分		
再保険に関する損益	既契約の出再に伴う損益(*1)	
	基礎利益以外の損益と対応する再保険に関する損益(*2)	

(*1)既契約の出再は、過去に計上した責任準備金の取り崩しが発生する出再を指し、既契約の出再に伴う損益は、既契約の出再時に発生する責任準備金戻入額と再保険会社に支払う再保険料等を指す。

(*2) 例えば MVA(Market Value Adjustment：市場価格調整)に係る解約返戻金額変動の影響額を緩和するために生じる再保険収入が該当する。

出所：”2021 年 保険モニタリングレポート”、2021/9、金融庁より 5 バリューアセットで作成

年換算保険料（保有契約）

保険会社	単位	2021年度	2020年度	2019年度	2021/2019
日本	億円	37,700	37,382	37,618	100.2%
かんぽ	億円	28,862	31,972	35,566	81.2%
住友	億円	22,693	22,866	23,025	98.6%
明治安田	億円	21,679	21,952	22,267	97.4%
第一	億円	20,527	20,769	21,104	97.3%
アフラック	百万円	1,358,064	1,384,909	1,406,618	96.5%
メットライフ	百万円	1,151,659	1,101,955	1,073,487	107.3%
ソニー	百万円	1,054,010	953,206	922,781	114.2%
ジブラルタ	百万円	907,912	883,336	876,185	103.6%
第一フロンティア	百万円	898,391	861,007	807,859	111.2%
東京海上日動あんしん	億円	8,108	8,199	8,372	96.8%
プルデンシャル	百万円	807,656	755,711	728,399	110.9%
大同	百万円	798,946	797,856	806,576	99.1%
三井住友海上プライマリー	百万円	675,959	633,595	597,914	113.1%
アクサ	百万円	663,636	625,174	601,716	110.3%
太陽	百万円	580,056	589,705	600,434	96.6%
マニュライフ	百万円	554,000	594,070	595,760	93.0%
大樹	億円	5,118	5,147	5,142	99.5%
朝日	億円	5,072	5,212	5,307	95.6%
エヌエヌ	百万円	449,982	470,083	495,566	90.8%
三井住友海上あいおい	百万円	443,858	447,953	448,116	99.0%
SOMPOひまわり	百万円	382,652	381,260	379,315	100.9%
オリックス	百万円	375,666	366,309	345,947	108.6%
富国	億円	3,731	3,785	3,851	96.9%
ニッセイ・ウェルス	億円	2,720	2,473	2,445	111.2%
PGF	百万円	257,146	241,189	230,735	111.4%
FWD	百万円	186,305	183,483	175,392	106.2%
フコクしんらい	百万円	175,641	170,304	164,477	106.8%
T&Dフィナンシャル	百万円	164,172	147,844	131,680	124.7%
ネオファースト	百万円	139,028	140,571	139,518	99.6%
メディケア	百万円	71,386	55,183	41,501	172.0%
チューリッヒ	百万円	48,098	48,139	44,648	107.7%
楽天	百万円	32,190	31,287	30,392	105.9%
クレディ・アグリコル	百万円	24,963	23,042	18,810	132.7%
ライフネット	百万円	21,359	18,580	15,404	138.7%
はなさく	百万円	15,560	8,566	3,793	410.2%
みどり	百万円	11,706	10,533	9,380	124.8%
アクサダイレクト	百万円	8,499	7,267	6,126	138.7%
イオン・アリアンツ	百万円	8,201	8,889	12,783	64.2%
SBI	百万円	7,272	6,919	6,516	111.6%
なないろ	百万円	3,710	—	—	—
カーディフ	百万円	369	391	413	89.3%

資料：各生命保険会社の決算資料

生命保険会社 42 社の業績ランキング【2021 年度・最新】 [生命保険] All About

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。

〇登録の意義について
登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②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、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④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。

■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。)
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)

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(https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx)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。

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いません。
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。

■S&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&P グローバル・レーティング(以下「S＆P」と称します。)
グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：S&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)

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&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(https://www.spglobal.com/ratings/jp/index)の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」(https://www.spglobal.com/ratings/jp/regulatory/content/unregistered)に掲載されております。

信用格付の前提、意義及び限界について
S&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。
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。
S&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にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&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、デューデリジェ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。

■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。)
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)

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(https://www.fitchratings.com/ja)の「フィッチの格付業務」欄の「規制関連」(https://www.fitchratings.com/ja/regulatory)の「信用格付の前提、意義及び限界」に掲載されております。

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。
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。
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。

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ご留意ください。

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に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バリューアセット株式会社**
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

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