

## 日本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日本生命の連結・単体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. 日本生命グループの概要、評価の方針

p. 1

#### 3. 日本生命 (連結) の経営状況と国内外の事業状況

p. 5

日本生命連結での保険料等収入は 6.4 兆円となり増収傾向。ただし、増分の多くは一時払商品に起因。2022 年度における連結基礎利益は 4,794 億円 (前年比-43.7%) と大幅な減益。当期純余剰 (利益) も 1,182 億円 (前年比-65.9%) に留まった

#### 4. 日本生命 (相互会社単体) の経営状況

p. 7

##### ①. 日本生命の保険事業の状況

単体保険料等収入は前年比+7.9%の増収だが、単体基礎利益は 4,988 億円 (前期比-35.7%) と大幅減益。危険差益 (死差益) が前年比-44%、利差益が前年比-32.5% と落ち込んだことが影響。他の国内四大生保より、国内事業が相対的に好調。

##### ②. 日本生命の資産運用の状況

日本生命の運用資産は国内外の株式への投資比率が相対的に高いことが特徴の一つ。2022 年度の運用利回りは 2.08%まで低下 (前年は 2.78%)。多くのセクターで運用利回りは低下しており、特に外債においてはマイナスに転じていた。

##### ③. 日本生命の経常利益の状況

経常利益は 2,479 億円と前年比で-49.7%の大幅減益。主たる要因は、コロナ要因も含む基礎利益の減少と臨時損益 (責任準備金繰入額) の増加。

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

p. 13

金融監督指標である国内ソルベンシー・マージン比率は、連結で 1078%、単体で 1020%と極めて安定した水準を維持。民間大手生保 4 社の中で最も高い水準。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、2022 年度の決算時に初めて 224% (2023 年 3 月末時点)。この数値も同業他社の中でも最も高い水準。

#### 6. 日本生命の信用格付け、債券の投資機会の考え方

p.16

信用格付け (日本生命ベース) 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。日本生命の米ドル建て債は 5.3%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 バリュースセット アナリスト・レポート

## 日本生命のクレジット評価と社債投資の考え方

5 バリュースセット 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

日本生命保険相互会社（以下、日本生命）は、2023 年 5 月 25 日に 2023 年 3 月期本決算(案)を公表した。本レポートでは、同決算を受け同社及び日本生命単体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. 日本生命グループの概要、評価の方針

## [ポイント]

- 日本生命は、国内の民間 4 大生命（日本、第一、明治安田、住友）の 1 社であり、長年にわたり業界首位の保有契約高を誇る相互会社。グループ連結での保険料は 6.7 兆円と増加傾向。大手 4 社のうちの同業他社よりはるかに高い水準。
- 一方、グループ全体での連結基礎利益は 4,794 億円と前年比-43.7%の大幅減益。
- グループ収益に占める、海外事業の構成比は小さい
- 保険金支払い能力の指標であるソルベンシー・マージン比率は、連結ベースで 1078%、日本生命単体ベースで 1020%と、極めて安定した水準を維持。国内大手 4 社中でも最も質が高い水準。発行体格付けも国内格付機関で AA 格ゾーンと高い水準

## (1) 日本生命の概要

日本生命は、国内の民間 4 大生命（日本、第一、明治安田、住友）の 1 社であり、長年にわたり業界首位の保有契約高を誇る相互会社である。国内事業は収益面についても盤石である一方、同業他社と比較して相対的に海外事業の比率は小さく、買収を含む国内事業の成長を重視してきた。以下の図表 1 には、日本生命傘下のグループ内主要保険会社の資本構造を示した。国内事業は日本生命に続いて、大樹生命、ニッセイ・ウェルス生命の割合が高く、主な海外事業は MLC（豪州）である。

図表 1 日本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 バリュースセットで作成

**2023 年度における日本生命の連結での保険料は 6.7 兆円 (前年比+18.3%) となり増収傾向。大手 4 社のうちの同業他社比を大きく上回る水準。**

**一方、連結基礎利益は 4,794 億円と前年比-43.7%の大幅減益。**

**保険金支払い能力の指標である国内基準のソルベンシー・マージン比率は、連結ベースで 1078%、日本生命単体ベースで 1020%と、極めて安定した水準を維持。国内大手 4 社中でも最も質が高い水準**

**日本生命の信用発行体格付け (保険支払能力格付) は国内格付機関で AA 格ゾーン (R&I;AA 格、JCR;AA+格) で、外資系格付機関で A+格レベルと高い水準**

2022 年度における日本生命の連結での保険料は 6.7 兆円 (前年比+18.3%) となり増収傾向。大手 4 社のうちの同業他社比を大きく上回る水準。うちグループ子会社分は約3割。一方、連結基礎利益は 4,794 億円と前年比-43.7%の大幅減益。基礎利益に占める日本生命本体の基礎利益は 4,988 億円とその構成比は 104%を占め、ニッセイ・ウェルス生命やはななく生命等の子会社の赤字が連結基礎利益を圧縮させていた。

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、日本生命のグループ連結ベースで 1078%、日本生命単体ベースで 1020%と極めて安定した水準を維持しており、国内大手4社で最も質が高い水準 (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、ついに 2022 年度決算より試算値が公表されたが、244%と四社の中で最も高水準な値となった。(参考として 100%を超えれば安定的と言われており、2022 年度 Q4 では、明治安田生命:205%、住友生命:210%、第一生命:225%)。

日本生命の発行体格付け (保険支払能力格付) は国内格付機関で AA 格ゾーン (R&I;AA 格、JCR;AA+格)<sup>1</sup>、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+) と高い格付けを維持している。格付見通しについては、R&I 以外の各社では見通しを安定的としている。R&I は見通しをポジティブとしている。

日本生命グループの発行する社債は全て劣後債であり、米ドル建て債は日本生命相互会社本体が公募債として起債している。円建ての公募債は特別目的会社である日本生命劣後ローン流動化株式会社を各回号毎に設立して起債している。ハイブリッド債の債券格付けで A+格 (円建永久債、R&I) となっている<sup>2</sup>。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。

日本生命では円建て・ドル建て共にハイブリッド劣後債の残高は多く、また米ドル建て、円建て共に毎年継続して起債を行っている。このため、国内生保発行のハイブリッド劣後債の中では最も流動性が高いネームとなっている。ドル建て公募債については比較的流動性があり、一定の投資機会が存在しており、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はなりにくい。

本レポートでは、日本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

<sup>2</sup> この他、円建て債では流動化株式会社を用いた公募基金債の残高が残っているが、現行国内基準に対応した基金債は、2025 年 4 月以降はソルベンシー・マージンをなす資本金商品として認定されないため、今後新規の起債が行われる可能性はほぼない。また、日本生命本体により発行された円建ての劣後債は私募債であり、流通市場での入手は困難である。

## (2) 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



**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<br>(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。<br>(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)<br>(-保険金支払)<br>(±資産運用の利息<br>配当などの収支) | 負債側：<br>保険債務、<br>準備金など<br><br>資産側：<br>運用資産など |
| キャピタル損益<br>(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<br>(±) 資産の売買損益、<br>信託運用損益、<br>為替損益等       |                                              |
| 臨時損益<br>(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<br>(±) 準備金繰り入れ/<br>取り崩しなど                    |                                              |

出所：5バリューアセットで作成



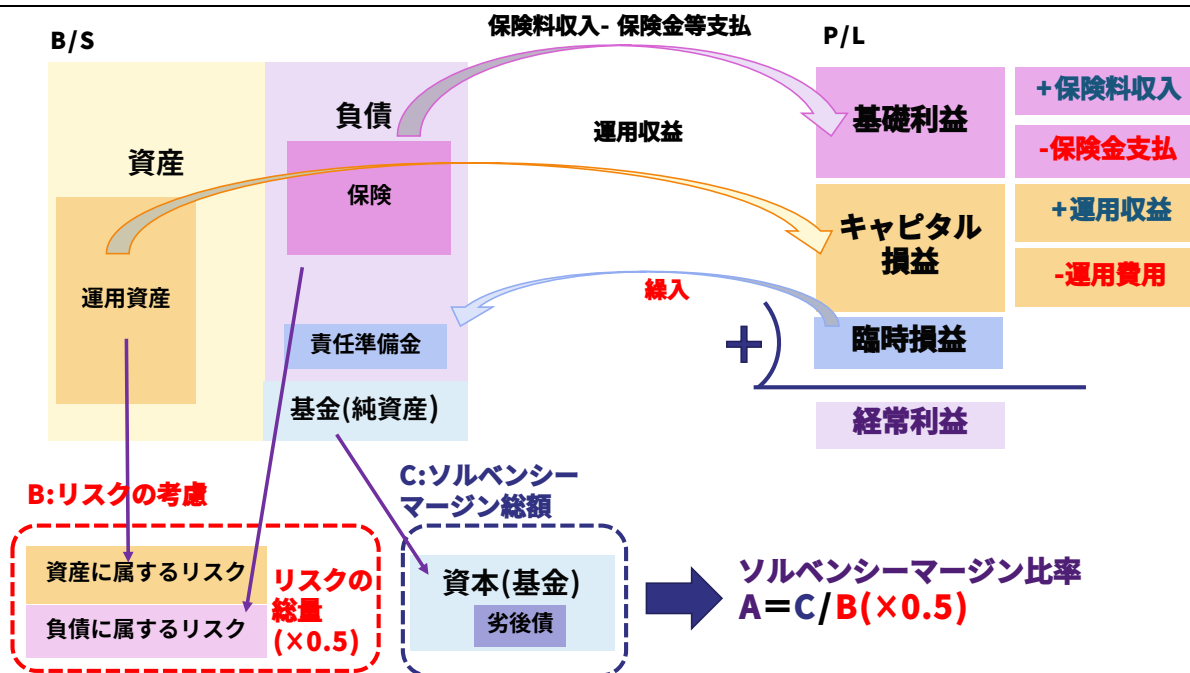
## (ii). 生命保険会社の支払い余力と監督指標の状況

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<sup>3</sup>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、十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%を十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



<sup>3</sup> 「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. 日本生命の経営状況(連結)の経営状況と、国内外の事業状況

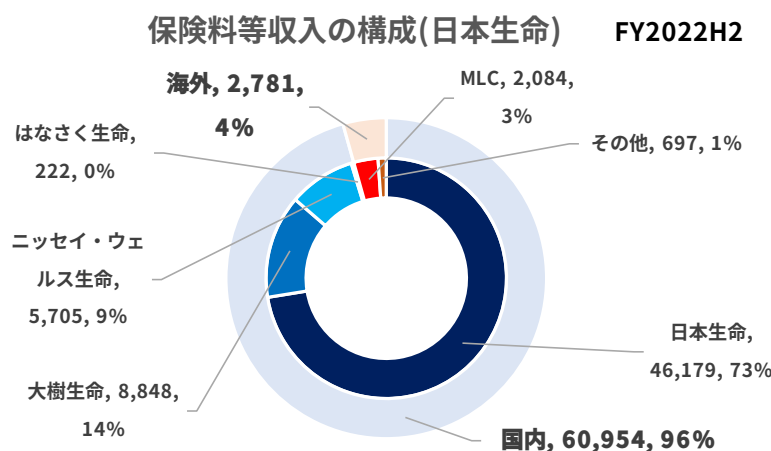
#### [ポイント]

- 日本生命連結での保険料等収入は 6.4 兆円となり増収傾向。ただし、増分の多くは国内銀行販売チャネル(前年比+79.9%)を介した一時払商品に起因。安定的な平準払保険を多く含む営業職員チャネルは前年比+7.8%。
- 海外事業の構成比は大手 4 社で最も小さい。
- 一方、2022 年度における連結基礎利益は 4,794 億円(前年比-43.7%)と大幅な減益。特に国内の保険子会社の赤字が影響。
- 日本生命連結での当期純余剰(利益)は 1,182 億円(前年比-65.9%)に留まった

2022 年度における日本生命の連結保険料収入(全保有契約)は 6.4 兆円と大幅な増収を継続。主に国内事業における一時払商品の販売増に起因

2022 年度における日本生命の連結保険料収入(全保有契約)は 6.4 兆円と、過去2年を通じて大幅な増収を継続しており、日本生命本体から子会社まで全てのセクターで増収の傾向がみられた。また、全保険料収入の内訳をみると、海外事業(主に MLC)の割合は 4%にとどまり、国内事業が大半を占めた。増収分の多くは、外貨建及び円建ての一時払商品の販売増が寄与しており、日本生命(+3,100 億円)・大樹生命(+3,862 億円)・ニッセイ・ウェルス生命(+2,204 億円)と各社ともに大幅な保険料の増収となった(図表 4)。

図表 4 日本生命の保険料収入の構造



保険料等収入  
(単位: 億円)

|             | FY2020 H1 | FY2020 H2 | FY2021 H1 | FY2021 H2 | FY2022 H1 | FY2022 H2 |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 国内 4 社      | 24,113    | 25,840    | 26,163    | 25,540    | 28,529    | 32,425    |
| 日本生命        | 20,523    | 22,123    | 21,455    | 21,624    | 22,171    | 24,008    |
| 大樹生命        | 2,297     | 2,115     | 2,839     | 2,147     | 4,136     | 4,712     |
| ニッセイ・ウェルス生命 | 1,293     | 1,534     | 1,811     | 1,690     | 2,124     | 3,581     |
| はなさく生命      | 0         | 68        | 58        | 79        | 98        | 124       |
| 海外 1 社      | 785       | 816       | 882       | 930       | 973       | 1,111     |
| MLC         | 785       | 816       | 882       | 930       | 973       | 1,111     |
| グループ合計      | 25,112    | 26,789    | 27,217    | 26,643    | 29,686    | 34,049    |

出所: 同社開示資料より、5バリュースセットで作成

ただし、日本生命連結の 2022 年度における国内保険料等収入は 6.12 兆円(前年比 +18.5%)と伸びていたが、増分の多くは銀行販売チャネル(前年比+79.9%)で、安定的な平準払保険を多く含む営業職員チャネルは前年比+7.8%に留まった。この結果、補償額等でみた保有契約残高も 171.4 兆円(前年比-2.1%)と減少していた。

一方で、2022 年度における連結基礎利益は 4,794 億円(前年比 -43.7%)と大幅な減益

この結果、2022 年度における連結基礎利益は 4,794 億円(前年比-43.7%)と大幅な減益となった。背景には新型コロナウイルスの支払金やヘッジコストの増加等の影響による収益率の悪化が挙げられる。加えて、2022 年度より基礎利益の算出方法が改定されており、2022 年度上半期の減益に一部影響した点に留意する必要がある。

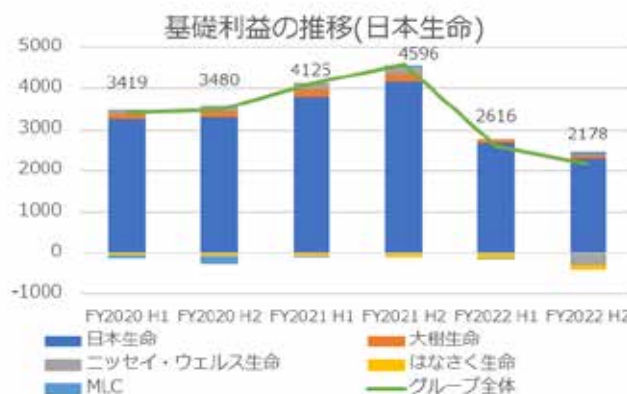
日本生命本体以外の国内保険子会社の利益水準は低いか赤字であり、これら子会社の経営効率は相対的に不十分

また保険料収入の構成比とは異なり、連結基礎利益の構成比では日本生命本体の割合が圧倒的に大きい。子会社については、MLC(豪州)は全体に占める割合は小さいものの好調であり増益となっていたが、他の国内保険子会社(大樹、ニッセイ・ウェルス、はなさく)の利益水準は低いか赤字であり、これら子会社の経営効率は相対的に不十分であることが確認できる(図表 5)。

日本生命連結での当期純余剰(利益)は 1,182 億円(前年比-65.9%)に留まった

これらの結果、日本生命連結での経常利益は 1,432 億円(前年比-73.4%)、当期純余剰(利益)は 1,182 億円(前年比-65.9%)に留まった。

図表 5 日本生命の連結基礎利益の推移



| (単位：億円)     | FY2020 H1 | FY2020 H2 | FY2021 H1 | FY2021 H2 | FY2022 H1 | FY2022 H2 |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 国内 4 社      | 3,421     | 3,496     | 4,068     | 4,437     | 2,629     | 1,992     |
| 日本生命        | 3,265     | 3,300     | 3,804     | 4,162     | 2,674     | 2,314     |
| 大樹生命        | 116       | 148       | 182       | 200       | 86        | 87        |
| ニッセイ・ウェルス生命 | 107       | 140       | 166       | 180       | (12)      | (282)     |
| はなさく生命      | (67)      | (92)      | (84)      | (105)     | (119)     | (127)     |
| 海外 1 社      | (63)      | (180)     | (3)       | 26        | (1)       | 69        |
| MLC         | (63)      | (180)     | (3)       | 26        | (1)       | 69        |
| グループ合計      | 3,419     | 3,480     | 4,125     | 4,596     | 2,616     | 2,178     |

※FY2022より改定後の算出方法で基礎利益を算出

出所： 同社開示資料より、5バリュースセットで作成

#### 4. 日本生命 (相互会社単体) の経営状況

前述のように、日本生命単体では、保険料収入こそグループ全体 (連結) の 70%程度を占めているが、利益面においてはグループ全体の大半を占めており、日本生命とその子会社のクレジット分析を行う上でも、日本生命単体の事業状況を精査することは重要だと考える。

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、これに沿って日本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。

- 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 . 日本生命の保険事業の状況

###### [ポイント]

- 日本生命の 2022 年度における日本生命の保険料等収入は、4 兆 6,479 億円(前年比+7.9%)と増収。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。単体基礎利益は 4,988 億円 (前期比-35.7%) と大幅減益。
- 三利源でみれば危険差益 (死差益) がコロナ要因で 2,191 億円 (前年比-44%)、利差益がヘッジコスト等により 2,344 億円 (前年比-32.5%) と落ち込んだことが影響
- 他の国内四大生保と比較すると、4 社の中でも国内事業が相対的に好調。

###### 保険事業:

日本生命の保険料等収入は、4 兆 6,479 億円(前年比+7.9%)と増収だが、単体基礎利益は 4,988 億円 (前期比-35.7%) と大幅減益

他の国内四大生保と比較すると、4 社の中でも国内事業が相対的に好調

ここでは、まず日本生命(単体)の年次決算を確認する。日本生命の 2022 年度における保険料等収入は、4 兆 6,479 億円(前年比+7.9%)と増収であった。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が主因であり、かならずしも持続的な増収とは言えない部分もある。一方、単体基礎利益は 4,988 億円 (前期比-35.7%) と大幅減益となっていた。三利源でみれば、危険差益 (死差益) が 2,191 億円 (前年比-44%)、利差益が 2,344 億円 (前年比-32.5%) と大きく落ち込んだことが影響した。

次に、四半期の傾向を確認する。2022 年度 Q4 における日本生命の年換算保険料は 2.6 兆円、増減率は前期比で 0.09%とほぼ横ばいであり、過去 2 年間の平均水準でみても、ほぼ平均水準で推移した (図表 6 左上図)。新契約については Q4 における新規契約分年換算保険料は 703 億円 (前期比+18.7%) の大幅な増加となったが、これは一時払商品の影響もある。ただし直近 2 年間の平均に近い水準でもあることから、子会社とは異なり日本生命本体の新契約獲得能力は、安定的であるとも考えられる (図表 6 右上図)。

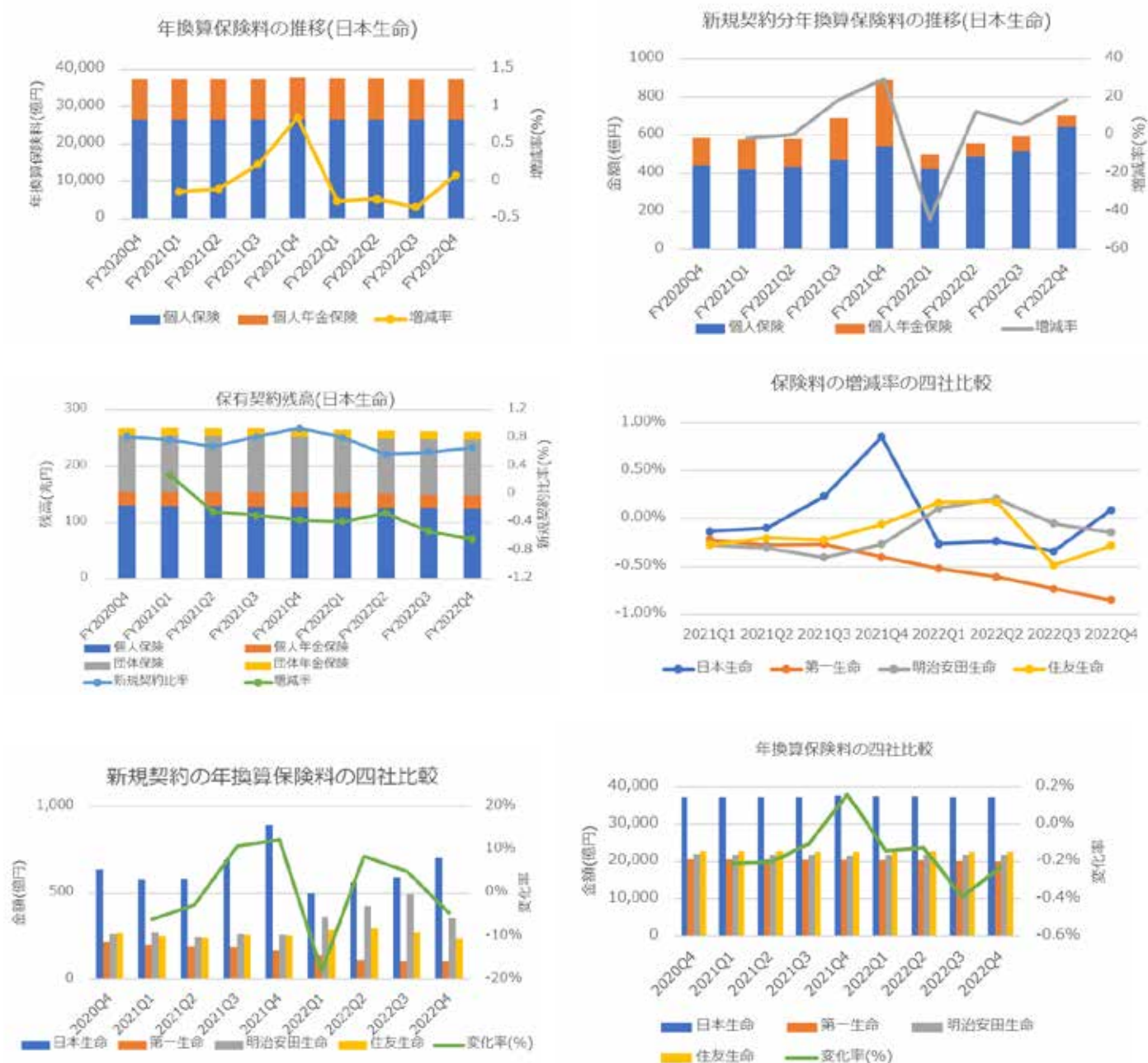
2022 年度 Q4 における保有契約残高は 260.7 兆円と、7 四半期連続で減少が続いており、新規契約が保険金支払いや解約などを加味した保有契約残高を維持するには十分でない状況が確認できる (図表 6 中左図)。



他の国内四大生保と比較すると、他の 3 社は 2022 年度 Q4 において、保有契約、新規契約どちらの年換算保険料も減少する中、日本生命のみ増加に転じており、4 社の中でも国内事業が相対的に好調であったことがわかる。(図表 6 下左図、下右図)。

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低い日本生命は、同時に国内市場では最も強い事業モデルを有する生保だと言える。

図表 6 保険料収入および新契約の推移



出所：日本生命開示資料より5バリューアセットで作成

## ②. 日本生命の資産運用の状況

## [ポイント]

- 日本生命の一般勘定運用資産残高は約 72 兆円と 3 四半期ぶりの増加
- 日本生命の運用資産は様々なセクターに分散しているが、四大民間生命の中では、国内外の株式への投資比率が相対的に高いことが特徴の一つ。
- 日本生命の 2022 年度の運用利回りは 2.08%まで低下（前年は 2.78%）。海外株式を除く、多くのセクターで運用利回りは低下しており、特に外債においてはマイナスに転じていた。

## 資産運用：

**日本生命の一般勘定運用資産は約 72 兆円。**

**他の四社と比較すると、国内外の株式への投資比率が相対的に高いことが特徴の一つ**

**日本生命の 2022 年度の運用利回りは 2.08%まで低下（前年は 2.78%）**

**海外株式を除く、多くのセクターで運用利回りは低下しており、特に外債においてはマイナスに転じていた**

ここでは、日本生命単体の資産運用状況について確認する。日本生命の 2022 年度 Q4 末における一般勘定運用資産は約 72 兆円であり、2021 年度 Q4 以降 3 四半期ぶりの増加に転じた。2022 年度における運用資産の利回りは 2.08%、有価証券の運用利回りは 2.33%となり、それぞれ 2021 年度の 2.78%、3.08%と比較して大幅な下落となった(図表 7 右上図、図表 8 下表)。ただし、日本生命の運用利回りは特に簿価の低い国内株式などの影響もあり、第一生命以外の同業他社（明治安田、住友生命）よりも高い時期が多かった（図表 7）。

日本生命の 2022 年度末の運用資産に関する資産別構成比をみると、国内公社債の割合が 42%を占める一歩、国内外の株式、外債、貸付金もそれぞれ 10%以上を占めており、様々なセクターに分散した投資が行われている。他の四社と比較すると、国内公社債の比率を拡大してきたものの、その構成比は他社よりも相対的に低く、一方で国内外の株式への投資比率が相対的に高いことも日本生命（単体）の運用の特徴の一つとなっている（図表 8 右上図）。

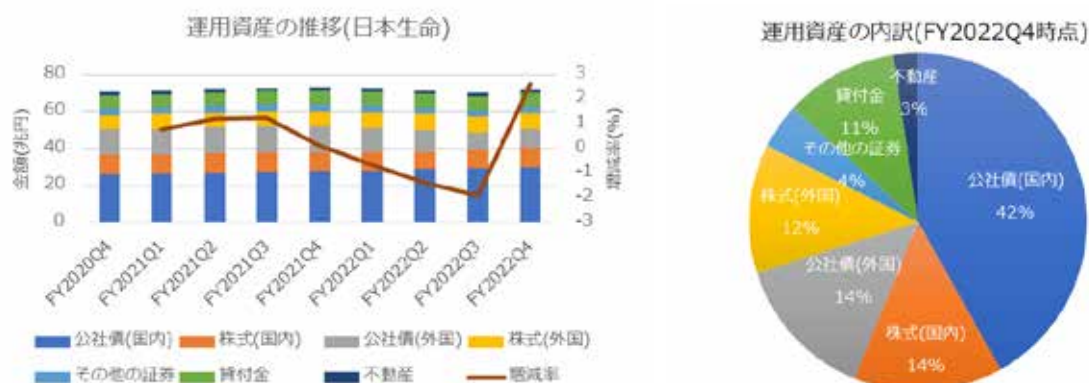
なお、日本生命の 2022 年度の資産別の運用利回りは、海外株式を除くと多くのセクターで低下しており、特に外債においてはマイナスとなった。この要因として海外のインフレ対策で実際された金融政策の正常化に伴う株式・債券の価格下落や円安に伴う為替ヘッジコストの増大などが挙げられる。また利回りが急減した外債が運用資産の 14%を占めていたことが、運用利回り全体の急落に大きく寄与したと考えられる。

図表7 日本生命と4社の資産運用利回り比較 (FY2019 から 2022 年度まで)



出所: 日本生命開示資料より5バリュースセットで作成

図表8 日本生命の資産運用状況



| 資産別運用利回り(%) |        |         |        |        |
|-------------|--------|---------|--------|--------|
| 区 分         | FY2019 | FY2020  | FY2021 | FY2022 |
| 現預金・コールローン  | 0.03   | 0.24    | -0.03  | 0.12   |
| 買入金銭債権      | 1.77   | 1.84    | 1.83   | 1.38   |
| 金銭の信託       | 84.23  | -251.94 | -1.94  |        |
| 有価証券        | 2.25   | 3.24    | 3.08   | 2.33   |
| うち公社債       | 1.68   | 1.98    | 1.27   | 1.23   |
| うち株式        | 2.73   | 4.72    | 12.49  | 11.74  |
| うち外国証券      | 2.98   | 4.91    | 3.67   | 2.35   |
| うち公社債       | 2.5    | 4.13    | 2.65   | -0.25  |
| うち株式等       | 4.03   | 6.39    | 5.43   | 5.94   |
| 貸付金         | 1.51   | 1.31    | 1.39   | 1.24   |
| うち一般貸付      | 1.26   | 1.11    | 1.18   | 1.04   |
| 不動産         | 2.78   | 2.76    | 2.45   | 2.48   |
| 一般勘定計       | 2.11   | 2.72    | 2.78   | 2.08   |
| うち海外投融資     | 2.82   | 4.6     | 3.47   | 2.19   |

出所: 日本生命開示資料より5バリュースセットで作成

## ③. 日本生命の経常利益の状況

## [ポイント]

- 日本生命の経常利益は 2,479 億円と前年比で-49.7%の大幅減益。主たる要因は、コロナ要因も含む基礎利益の減少と臨時損益の増加。
- 高額の臨時費用計上には時価会計ベースの新監督基準 (ICS) への移行に対する対応による責任準備金繰入額 が大きく寄与

**日本生命の経常利益は 2,479 億円と前年比で -49.7 % の大幅減益。主たる要因は、コロナ要因も含む基礎利益の減少と臨時損益の増加。**

**高額の臨時費用計上には時価会計ベースの新監督基準 (ICS) への移行に対する対応による責任準備金繰入額 が大きく寄与**

2022 年度における日本生命(単体)の経常収益は 7 兆 3,610 億円と前年比+12.5%の増収であったが、経常費用も 7 兆 1,131 億円と前年比で+17.6%の増加となった。この結果、経常利益は 2,479 億円と前年比で-49.7%の大幅減益となった。

次に、日本生命の経常利益と内訳に関する四半期推移を、以下の図表 9、図表 10 に示した。2022 年度 Q4 における経常利益は 906 億円と2四半期連続の増益となっており。年次とは異なる傾向を示していた。四半期の内訳を見ると、基礎利益は 2022 年度 Q1 以降に大きく水準を落としていた一方、臨時損費用は多額を計上した 2021 年度 Q4 以降も高めの水準を継続しており、これらの要因により経常減益の水準が大幅に切り下がった状況が続いていたと考えられる。なお、高額の臨時費用計上には責任準備金繰入額<sup>4</sup>が大きく寄与しており、時価会計ベースの新監督基準 (ICS) への移行に対する対応が、多くの臨時費用計上につながったものと考えられる。

<sup>4</sup> 保険業法施行規則第 69 条第5項に基づく



図表 9 経常利益の推移



出所：日本生命開示資料より5バリュースセットで作成

図表 10 四半期経常利益の明細推移

| (単位:百万円)    | FY2020Q4 | FY2021Q1 | FY2021Q2 | FY2021Q3 | FY2021Q4 | FY2022Q1 | FY2022Q2 | FY2022Q3 | FY2022Q4 |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 基礎利益(A)     | 227,174  | 136,218  | 229,720  | 150,795  | 279,921  | 149,245  | 118,247  | 56,432   | 174,904  |
| キャピタル損益(B)  | 356,132  | 274,569  | 91,447   | -43,260  | -25,397  | -30,789  | 68,294   | 51,602   | 9,711    |
| キャピタル収益     | 407,998  | 304,304  | 110,881  | 30,544   | 100,821  | 284,442  | 339,576  | 320,404  | 296,088  |
| うち有価証券売却益   | 345,935  | 287,633  | 109,556  | 11,887   | 56,177   | 189,699  | 165,309  | 243,939  | 206,641  |
| うち為替差益      | 65,790   | 563      | -563     | 17,892   | 52,435   | 54,768   | 17,157   | -56,633  | 16,063   |
| うちその他       | -3,727   | 16,108   | 1,888    | 765      | -7,791   | 39,975   | 157,110  | 133,098  | 73,384   |
| キャピタル費用     | 51,865   | 29,735   | 19,434   | 73,804   | 126,218  | 315,232  | 271,280  | 268,802  | 286,377  |
| うち有価証券売却損   | 10,883   | 14,294   | 4,458    | 42,470   | 52,395   | 211,653  | 211,559  | 238,435  | 212,745  |
| うち有価証券評価損   | -14,906  | 4,803    | -2,925   | 5,074    | 6,169    | 4,073    | 922      | 11,436   | -10,197  |
| うち金融派生商品費用  | -50,962  | 1,134    | 167      | 11,660   | 0        | 0        | 8,393    | 94,147   | 73,400   |
| うちその他       | 106,850  | 9,504    | 17,734   | 14,600   | 67,654   | 99,506   | 50,406   | -75,216  | 10,429   |
| 臨時損益(C)     | -377,761 | -224,450 | -33,506  | -30,913  | -311,939 | -67,142  | -116,657 | -71,907  | -94,056  |
| 臨時収益        | 655      | 256      | 55       | 1,552    | 2,149    | 4,012    | 1,824    | -5,836   | 364      |
| 臨時費用        | 378,416  | 224,706  | 33,561   | 32,466   | 314,087  | 71,155   | 118,480  | 66,071   | 94,421   |
| うち危険準備金繰入額  | 103,501  | 192,545  | 3,803    | 2,972    | -183,326 | 13,147   | 51,779   | -9,736   | 14,511   |
| うち責任準備金繰入額  | 275,889  | 31,431   | 30,123   | 29,859   | 495,193  | 53,876   | 67,076   | 75,021   | 80,577   |
| 経常利益(A+B+C) | 205,545  | 186,337  | 287,661  | 76,622   | -57,415  | 51,312   | 69,885   | 36,128   | 90,559   |

出所：日本生命開示資料より5バリュースセットで作成

## 5. 日本生命の連結/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、グループ連結ベースで 1078%、日本生命単体ベースで 1020%と極めて安定した水準を維持している。日本生命の SM 比率は連結・単体共に民間大手生保 4 社の中で最も高い水準。
- 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、2022 年度の決算時に初めて 224% (2023 年 3 月末時点)との数値を公表。この数値も同業他社 (民間大手 4 社) の中でも最も高い水準。
- いずれの指標からも、日本生命はきわめて健全な財務体質を有する保険会社と評価できる。

**国内基準 SM 比率:**  
グループ連結ベースで 1078%、日本生命単体ベースで 1020%と極めて安定した水準を維持している。日本生命の SM 比率は連結・単体共に民間大手生保 4 社の中で最も高い水準。

**国際基準 ESR:**  
2022 年度の決算時には初めて 224% (2023 年 3 月末時点)との数値の公表。

**いずれの指標からも、きわめて健全な保険会社と評価**

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。日本生命のグループ連結ベースで 1078%、日本生命単体ベースで 1020%と極めて安定した水準を維持している。日本生命の SM 比率は、2021 年度 Q3 以降は継続して下落傾向にあったが、絶対水準でみれば充分に健全なレベルにある (図表 11 左上)。

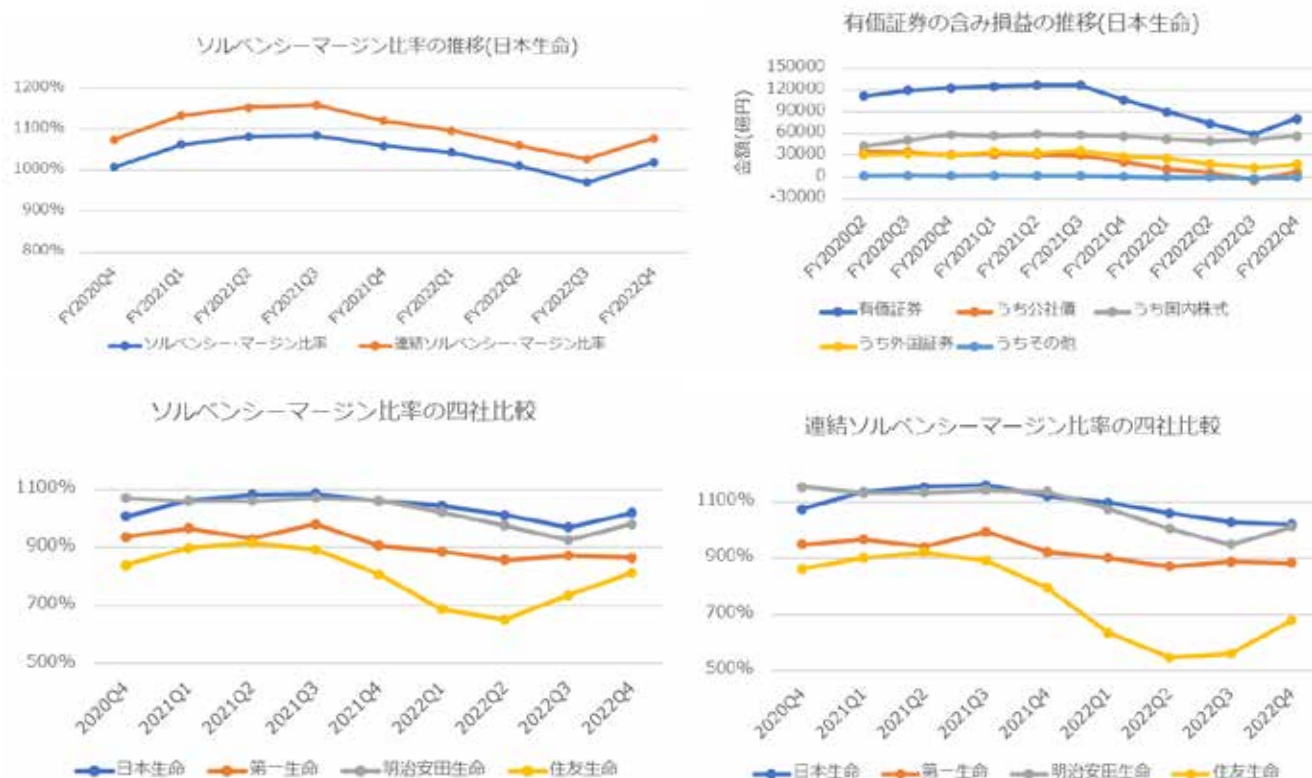
日本生命の SM 比率減少の背景には株式・債券価格の下落やそれに伴う有価証券の含み益の減少が考えられる (図表 11 右上)。ただし、日本生命の SM 比率は連結・単体共に民間大手生保 4 社の中で最も高い水準にある。 (図表 11 左下・右下)。

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。

日本生命では、これまで新規制の下での監督指標となる ESR (経済価値ベースのソルベンシー比率) を一切公表してこなかったが、2022 年度の決算時には初めて 224% (2023 年 3 月末時点)との数値の公表を行った。このことは、日本生命においても新規制対応が一巡したことを意味している可能性がある。また、この数値も同業他社 (民間大手 4 社) の中でも最も高い水準である。よって、2023 年度には臨時費用が減少し、経常利益が回復に向かう可能性がある、弊社では考えている。また、この水準はおおむね 210%台～220%台である同業他社 (民間大手 4 社) に比べても充分に高い水準であると考えられる。

いずれの指標からも、日本生命はきわめて健全な財務体質を有する保険会社と評価できる。

図表 11 ソルベンシー・マージン比率、及び ESR の推移



出所：日本生命開示資料より5バリューアセットで作成

なお、ソルベンシー・マージンの内訳を確認してみると、2022 年度 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 17.4 兆円、3.4 兆円となっており、2021 年度末の水準（各 18 兆円、3.4 兆円）に比べ、リスクの合計額が変わらないにも関わらず、支払い能力（ソルベンシー・マージン総額）だけが、若干低下している状況が確認できる。

ただし、2022 年度の期中の推移を見れば、主なソルベンシー・マージン総額の減少要因は含み損益（その他有価証券評価差額金）の増減に寄与しており、株式の保有比率が多い日本生命は、同業他社に比べ相場の乱高下時期に ESR の変動幅も同業他社に比べ大きくなる可能性がある、と弊社では考えている。

図表 12 ソルベンシー・マージン、SM 比率の構成と推移

| (10億円、%)                             | 2020Q4 | 2021Q1 | 2021Q2 | 2021Q3 | 2021Q4 | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 |
|--------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| ソルベンシー・マージン総額 (A)                    | 17,717 | 18,329 | 18,688 | 18,751 | 18,001 | 17,514 | 16,698 | 16,073 | 17,319 |
| 基金(資本金)等                             | 1,619  | 1,674  | 1,892  | 1,941  | 1,774  | 1,820  | 1,863  | 1,909  | 1,775  |
| 価格変動準備金                              | 1,522  | 1,649  | 1,651  | 1,681  | 1,590  | 1,598  | 1,606  | 1,578  | 1,584  |
| 危険準備金                                | 2,045  | 2,237  | 2,241  | 2,244  | 2,061  | 2,074  | 2,126  | 2,116  | 2,130  |
| (その他有価証券評価差額金等)×<br>0.9 *他の調整済       | 8,042  | 8,148  | 8,251  | 8,288  | 7,208  | 6,549  | 5,577  | 5,198  | 6,298  |
| 全期チルメル式責任準備金相当額超<br>過額 *調整済          | 1,974  | 1,978  | 1,982  | 1,987  | 2,461  | 2,488  | 2,522  | 2,568  | 2,623  |
| 負債性資本調達手段等                           | 1,842  | 2,042  | 2,140  | 2,140  | 2,140  | 2,270  | 2,341  | 2,184  | 2,184  |
| リスク合計額(B)                            | 3,517  | 3,452  | 3,453  | 3,457  | 3,397  | 3,358  | 3,302  | 3,315  | 3,396  |
| 保険リスク相当額+第三分野保険の<br>保険リスク相当額 R1+R8   | 202    | 203    | 203    | 203    | 202    | 201    | 201    | 200    | 198    |
| 予定利率リスク相当額+資産運用リ<br>スク相当額+最低保証リスク相当額 | 3,438  | 3,374  | 3,375  | 3,380  | 3,321  | 3,282  | 3,228  | 3,240  | 3,320  |
| 経営管理リスク相当額 R4                        | 73     | 72     | 72     | 72     | 70     | 70     | 69     | 69     | 70     |
| ソルベンシー・マージン比率                        | 1008%  | 1062%  | 1083%  | 1085%  | 1060%  | 1043%  | 1011%  | 970%   | 1020%  |

出所：日本生命開示資料より5バリュアセットで作成

## 6. 日本生命の信用格付けと、信用格付け、債券の投資機会の考え方

### [ポイント]

- 2023 年末時点の監督指標をみると日本生命は現行規制・新規制共に国内大手民間生保の中で最も健全性の高い水準、クレジット投資における安定性も、最も高いレベルにある。
- 信用格付け (日本生命ベース) 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。日本生命の米ドル建て債は 5.3%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。

クレジット投資における安定性は、4社の中で最も大きい

### ① クレジット評価の概観

国内事業の保険料収入などの事業規模は、4社の中で最も大きい。国内事業の安定性も高い。運用資産に占める国内外の株式比率が大きく、簿価ベースの現行規制下での運用収益や運用利回りは他社よりも安定。ただし、新規制に移行後は、監督指標の変動性が相対的に高くなる可能性も。連結・単体の SM 比率及び ESR は、大手4社中で最高水準。弊社ではクレジット投資における安定性も同様に高いと考える。

### ② 信用格付けの状況

日本生命の発行体格付け (保険支払能力格付) は国内格付機関で AA 格ゾーン (R&I;AA 格、JCR;AA+格) で、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+) と高い格付けを維持している。格付見通しについては、R&I 以外の各社では見通しを安定的としている。R&I は見通しをポジティブとしている。

日本生命グループの発行する社債は全て劣後債であり、米ドル建て債は日本生命相互会社本体が公募債として起債している。円建ての公募債は特別目的会社である日本生命劣後ローン流動化株式会社を各回号毎に設立して起債している。ハイブリッド債の債券格付けで A+格 (円建永久債、R&I) となっている。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。(図表 13)

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。

日本生命の米ドル建て債は 5.3%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

### ③ クレジット相場と投資機会

日本生命では円建て・ドル建て共にハイブリッド劣後債の残高は多く、また米ドル建て、円建て共に毎年継続して起債を行っている。このため、国内生保発行のハイブリッド劣後債の中では最も流動性が高いネームとなっている。ドル建て公募債については比較的流動性があり、一定の投資機会が存在しており、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。日本生命の米ドル建て債は 5.3%程度の利回りを維持しており、国内4社の中でも相対的に安定した同社の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 14-18)。

図表 13 日本生命の発行体格付/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<br>住友生命<br>かんぽ生命<br>富国生命 | 第一生命<br>第一生命HD |    |   | 朝日生命 |

国内生保 発行体格付け (S&amp;P)

| AA  | A                             |      |    | BBB  |     |      |
|-----|-------------------------------|------|----|------|-----|------|
| AA- | A+                            | A    | A- | BBB+ | BBB | BBB- |
|     | 日本生命<br>明治安田<br>住友生命<br>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券格付け (JCR)

| AA- | A     |                |    | BBB  |     |      |
|-----|-------|----------------|----|------|-----|------|
| AA- | A+    | A              | A- | BBB+ | BBB | BBB- |
|     | かんぽ生命 | 第一生命<br>第一生命HD |    |      |     |      |

国内生保 円建てハイブリッド債券格付け (R&amp;I)

| AA- | A    |              |    | BBB  |     |      |
|-----|------|--------------|----|------|-----|------|
| AA- | A+   | A            | A- | BBB+ | BBB | BBB- |
|     | 日本生命 | 明治安田<br>住友生命 |    |      |     |      |

国内生保 ドル建てハイブリッド債券格付け (S&amp;P)

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

(注). 発行体・債券の格付けは 2023/6/9 時点。

出所: 日本生命開示資料より5バリュアセットで作成

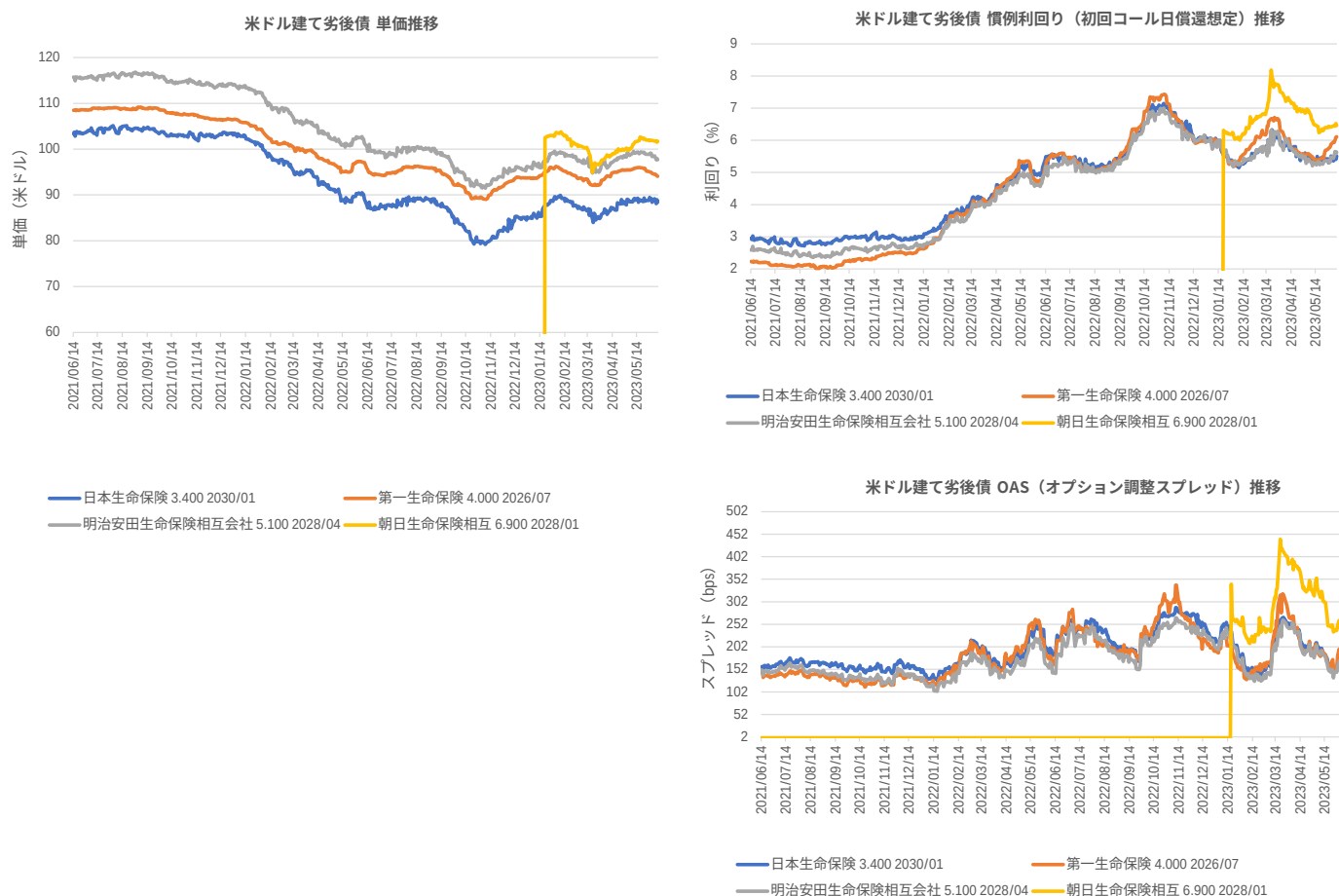
図表 14 日本生命と同業他社との米ドル建て利回り・スプレッド比較

| 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<br>2023/06/09<br>①   | 債券価格                   | 88.45        | 94.09        | 97.73        | 101.71       |
|                         | 慣例利回り(%)               | 5.508        | 6.11         | 5.637        | 6.465        |
|                         | OAS:オプション調整後スプレッド(bps) | 163.4        | 195.8        | 164.5        | 254.9        |
| 1ヶ月前<br>2023/05/11<br>② | 債券価格                   | 89.27        | 95.88        | 99.12        | 101.39       |
|                         | 慣例利回り(%)               | 5.327        | 5.422        | 5.304        | 6.548        |
|                         | OAS:オプション調整後スプレッド(bps) | 194.8        | 191.8        | 188.9        | 318.8        |
| 価格変化<br>②→①             | 債券価格                   | ▲ 0.821      | ▲ 1.784      | ▲ 1.385      | +0.315       |
|                         | 慣例利回り(%)               | +0.181       | +0.688       | +0.333       | ▲ 0.083      |
|                         | OAS:オプション調整後スプレッド(bps) | ▲ 31.466     | +3.984       | ▲ 24.375     | ▲ 63.956     |

(注). 債券の市場価格、格付けは 2023/6/9 時点。

出所: Bloomberg データより5バリュアセットで作成

図表 15 日本生命と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 16 日本生命と同業他社との日本円建て利回り・スプレッド比較

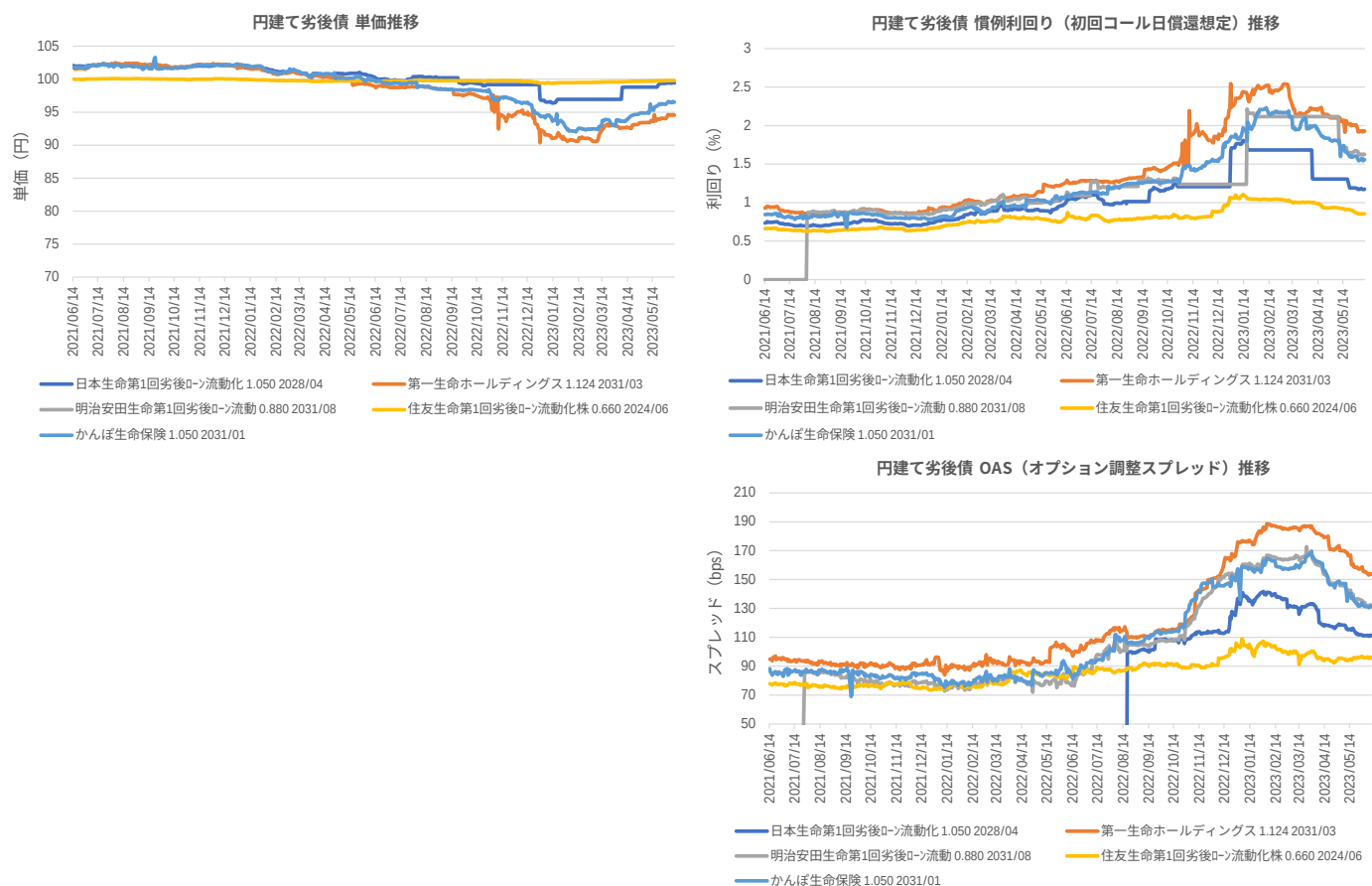
| 発行体<br>債券ISINコード       | 日本生命第1回劣後<br>ローン流動化<br>JP372365AJ41 | 第一生命ホールディ<br>ングス<br>JP347648AM39 | 明治安田生命第1回<br>劣後ローン流動<br>JP391819AM89 | 住友生命第1回劣後<br>ローン流動化株<br>JP340601AK64 | かんぽ生命保険<br>JP323325AM14 |
|------------------------|-------------------------------------|----------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|-------------------------|
| 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                   | 99.42                               | 94.57                            | 1.63                                 | 99.80                                | 96.54                   |
| 慣例利回り(%)               | 1.176                               | 1.928                            | 1.626                                | 0.855                                | 1.557                   |
| OAS:オプション調整後スプレッド(bps) | 111.3                               | 153.7                            | 132.0                                | 95.8                                 | 131.1                   |
| 債券価格                   | 98.78                               | 93.54                            | 1.72                                 | 99.71                                | 96.24                   |
| 慣例利回り(%)               | 1.307                               | 2.082                            | 1.722                                | 0.926                                | 1.598                   |
| OAS:オプション調整後スプレッド(bps) | 116.0                               | 168.7                            | 142.9                                | 93.9                                 | 135.0                   |
| 債券価格                   | +0.635                              | +1.031                           | ▲ 0.096                              | +0.094                               | +0.301                  |
| 慣例利回り(%)               | ▲ 0.131                             | ▲ 0.154                          | ▲ 0.096                              | ▲ 0.071                              | ▲ 0.041                 |
| OAS:オプション調整後スプレッド(bps) | ▲ 4.733                             | ▲ 14.989                         | ▲ 10.951                             | +1.918                               | ▲ 3.858                 |

(注). 債券の市場価格、格付けは 2023/6/9 時点。

出所: Bloomberg データより5バリュアセットで作成



図表 17 日本生命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

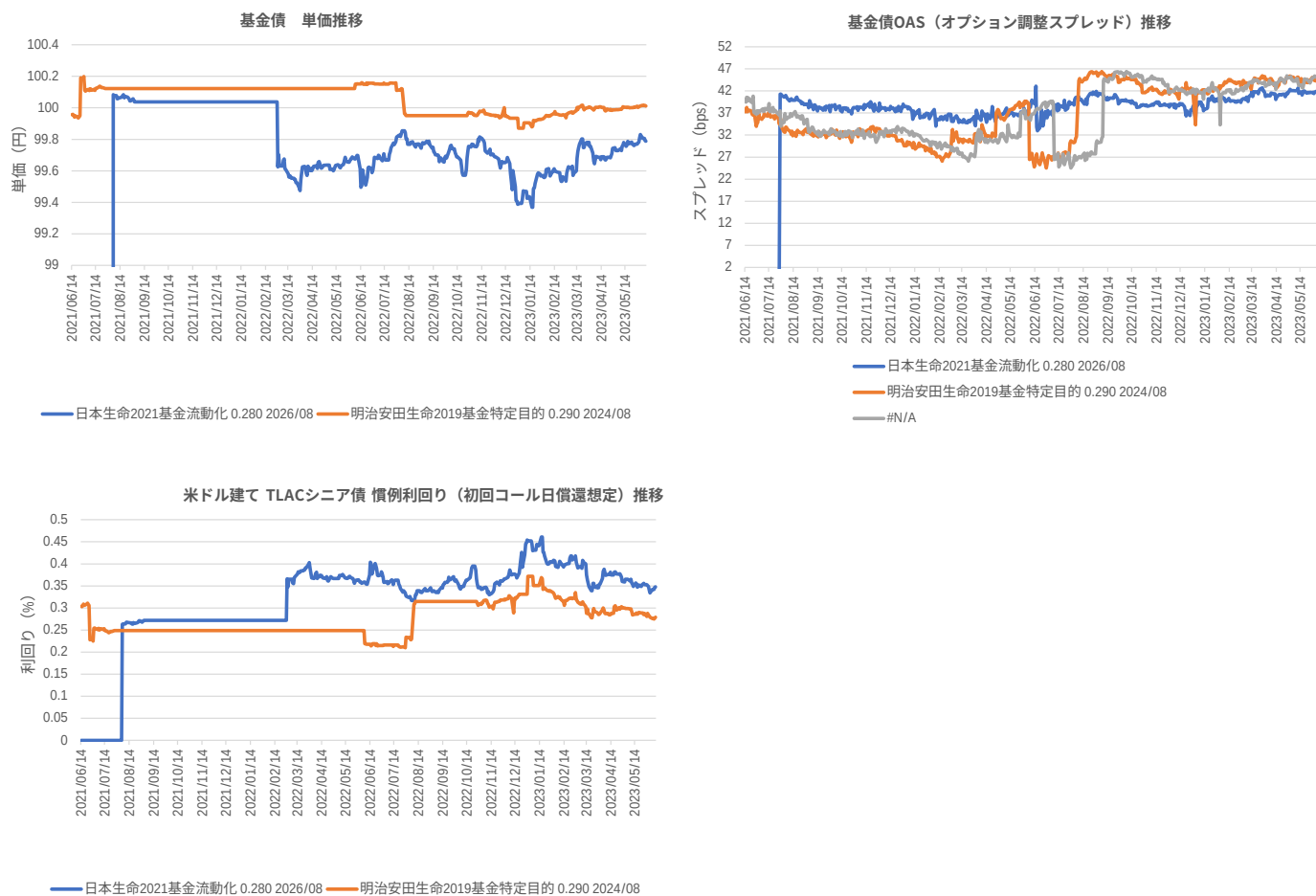
図表 18 日本生命と同業他社との円建て基金債の利回り・スプレッド比較

| 発行体<br>債券ISINコード        |                        | 日本生命2021基金<br>流動化<br>JP372382AM86 | 明治安田生命2019<br>基金特定目的<br>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                           |
| 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<br>2023/06/09<br>①   | 債券価格                   | 99.79                             | 100.01                               |
|                         | 慣例利回り (%)              | 0.348                             | 0.279                                |
|                         | OAS:オプション調整後スプレッド(bps) | 42.2                              | 44.6                                 |
| 1ヶ月前<br>2023/04/25<br>② | 債券価格                   | 99.68                             | 99.99                                |
|                         | 慣例利回り (%)              | 0.378                             | 0.297                                |
|                         | OAS:オプション調整後スプレッド(bps) | 40.7                              | 43.8                                 |
| 価格変化<br>②→①             | 債券価格                   | +0.105                            | +0.021                               |
|                         | 慣例利回り (%)              | ▲ 0.030                           | ▲ 0.018                              |
|                         | OAS:オプション調整後スプレッド(bps) | +1.480                            | +0.827                               |

(注). 債券の市場価格、格付けは 2023/6/9 時点。

出所: Bloomberg データより5バリュアセットで作成

図表 19 日本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<br>(*1)             |             |
|                   | 基礎利益以外の損益と対応する再保険に関する損益<br>(*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

## 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、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。

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>■ムーディーズ・インベスターズ・サービスについて<br/>格付会社グループの呼称等について<br/>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。)<br/>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<br/>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<br/>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。</p> | <p>■S&amp;P グローバル・レーティングについて<br/>格付会社グループの呼称等について<br/>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。)<br/>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<br/>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<br/>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た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&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。</p> | <p>■フィッチ・レーティングスについて<br/>格付会社の呼称について<br/>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。)<br/>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<br/>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<br/>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 バリュースセット株式会社（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ない、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注意ください。

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 バリュースセット株式会社 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 バリュースセット株式会社**

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

**【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