

ソニー生命の 2009 年 3 月末 市場整合的エンベディッド・バリュー (MCEV) の計算結果における
国内機関投資家・アナリスト向けテレカンファレンス Q&A (要旨)

日時 : 2009 年 6 月 1 日 17:00~17:50

回答者: 此尾 ソニーフィナンシャルホールディングス 広報・IR 部長
ソニー生命 担当者

Q&A (要旨)

Q1: MCEV の金利低下による減少額について質問したい。2008 年 3 月末時点のセンシティブティにおいて、100bp の金利低下による既契約価値の変化額は 2,200 億円減少とのことだが、説明資料 P27 のセンシティブティ情報では、100bp の金利低下による変化額は 2,896 億円減少となっている。イールドカーブの実際の平均変化幅 0.5% に対して影響額が大きいのではないか?

A1: 昨年 11 月に開示した 2008 年 3 月末の金利のセンシティブティの内訳として、今回の説明資料上で修正純資産の変化額を公表しました。100bp の金利低下による修正純資産の変化額が 1,479 億円増加する一方、その影響を差し引いた既契約価値部分では 4,400 億円程度減少することになります。これを実際の金利の平均変化幅 0.5% で試算すると既契約価値部分の金利低下による影響は、2,200 億円程度の減少となります。

Q2: 今後 MCEV を予想するにあたり、金利スワップレートおよび国債利回りのどの期間を見ておけばよいか。負債の平均デュレーションは 20 年~30 年とのことだが、このあたりの金利動向を見ればよいのか?

A2: ご認識のとおりです。

Q3: フリーサープラスがマイナスとなっているが、これは、あくまでも MCEV 計算上のものとの認識か、あるいは今後、取りうる資本政策等に影響を及ぼすものとなるのか?

A3: 監督当局によるソニー生命のソルベンシー・マージン比率は 2,000% を超えており、健全性は維持されていると認識しています。Solvency Capital Requirement (SCR) として QIS4 に準拠した内部モデルから算出した必要資本に基づくフリーサープラスのマイナスの状況に対し、資産サイドと負債サイドのデュレーションマッチング、商品性の見直し等により対応していく方針です。

Q4: 2009 年 3 月末において必要資本をプラスで認識しているので、これに対する資本コストは MCEV から減算されているという認識でよいのか?

A4: 将来において毎期、必要資本を算定し、それに対するコストをフリクショナル・コストを計算しています。

2009 年 3 月末は 2008 年 3 月末に対し、フリクショナル・コストが増加しておりますが、これは必要資本が増加したためです。必要資本がプラスとなった影響は、フリクショナル・コストを通して MCEV の価値に影響を与えます。

Q5: 2009 年 3 月末の修正純資産の金利のセンシティブティ (説明資料の p17) は、100bp の増減に対する変化額を記載しているが、50bp で試算すると変化額はどうか?

A5: 50bp の場合の試算は行っていないが、100bp の 50% より影響額はやや小さくなります。

Q6: スワップションのインプライド・ボラティリティが 25% 上昇したときのセンシティブティが、2008 年 3 月末は 209 億円減少、2009 年 3 月末は 695 億円減少と感応度が高まっているが、その要因はなにか?

A6: これは、一般にインプライド・ボラティリティの変化に対するオプション価格の変化を表すベガ (Vega) の概念で、そもそも行使価格の近辺に原資産価格があるときに最も大きく反応します。今回の金利状況においては、最低保証の利率とプロジェクションの際のフォワード・レートの水準が同程度の水準にあり、ベガ (Vega) が一番高くなるような状況であったと分析しています。さらに、スワップションのボラティリティが昨年度より上昇しており、その上昇分に更に 25% を掛けるため、増加幅は上昇したと分析しております。

Q7: それは、オプションと保証の時間的価値の昨年比 1,340 億円減少に該当するということか?

A7: そうです。

Q8: MCEV の前年度からの変動要因分析 (説明資料 p11) において、既契約価値の減少額 3,625 億

円に対し、インプライド・ボラティリティの上昇による要因と金利のフラット化による要因に分けるとどうなるか？

- A8**：本来、ALMで資産と負債がマッチングされておれば、既契約価値は減少しても修正純資産は増加することが期待されましたが、十分なマッチングがされていなかったこと、さらに有価証券運用の含み損などの影響から修正純資産は減少しました。要因分解については、シミュレーションを行う際に、インプライド・ボラティリティの変化と金利の変化について、同時にシナリオ作成し、再計算を行っているため、正確に分解することは難しくなります。ただ社内の分析として、プロジェクトの際の資産の平均運用利回りを金利スワップレートを元に算出したフォワード・レートとしており、フォワード・レートを昨年比で分析した結果、0.5%程度の低下インパクトがありました。これを昨年度のセンシティブリティに適用すると、金利100bp低下時に既契約価値で約4,400億円（MCEVの変化額▲2,896億円－修正純資産の変化額+1,479億円）の価値減少となり、0.5%のフォワード・レート低下に対し、50%に相当する2,200億円程度が金利低下の影響と分析できます。
- Q9**：25年の金利スワップレートが33bp低下していたが、この変化には意味がなかったということか？
- A9**：当社の場合、金利の期間構造にリスクがある状態であったが、センシティブリティについては金利の平行シフトについての開示しか、行っていないため解り難くなってしまいました。今回のMCEVの低下については、金利の期間構造のフラット化が大きく影響したことによります。その影響は二つの側面ではたらくと考えられ、一つめは、2008年3月末における資産、負債のデュレーションの差異に影響します。資産サイドは10年債中心のポートフォリオであり、負債サイドは資産サイドに比べ長期間のキャッシュ・フローが発生する構造となっており、このデュレーションのミスマッチがイールド・カーブのフラット化によりMCEV減少に大きく影響しました。二つめに、当社の負債構造の特徴に起因します。当社企業はまだ、成熟していないため、平準払戻しにおける経過期間の浅い契約が多く、当面キャッシュ・フロー流入超過の状態となります。キャッシュ・フローが流入する当面の期間において金利が低下すると現在価値が高まり、当社にとってプラスとなる構造です。つまり、足元の金利が低下して長期金利が上昇する、イールド・カーブがスティープ化した状態は、MCEVの増加要因となるのですが、2009年3月末においてはフラット化したため、センシティブリティの平行シフトだけでは解らなかつたリスクが健在化することとなりました。
- Q10**：MCEVの経営上の位置付けを、どのように考えるか？今後、MCEVを増加させるための何らかのアクションを起こすのか？
- A10**：生命保険ビジネスを評価する上で、MCEVだけではなく、様々な指標を用いて経営を行っていく方針です。MCEVについては、使用されている経済価値ベースの考え方等が、まだ一般的に浸透していない状況にあります。MCEVを利用することにより、経済価値判断をするに際して有益な情報をもたらす、会社のリスクプロファイルを測る観点においても有益な情報をもたらすものと考えており、ソニー生命において今後も活用していく方針です。MCEVの経営における位置付けや、数値の捉え方については、6月4日の経営方針説明会にてマネジメントよりご説明させていただきます。
- Q11**：2009年3月期末以降、MCEVのブレに対応し、資産運用面でヘッジを行うなどの具体的なアクションをおこなっているか？
- A11**：MCEVを増加させるためのアクションとして、資産運用面でヘッジ等の行動は行っておりません。MCEVによる評価は短期的に商品戦略や運用戦略における目先の行動を変えるものではなく、今後、資産サイドと負債サイドのデュレーションミスマッチを埋めるため、資産サイドのデュレーションの長期化を進めていく方針です。
- Q12**：センシティブリティについて、平行シフトの部分だけでは、限界があるとのことだが、今後四半期ごとにマーケットに対するMCEVに係るガイダンス、あるいは補足説明等を行う予定はあるか？
- A12**：四半期ごとのガイダンス等は予定しておりません。また、MCEV開示の一部であるセンシティブリティを開示することは予定しておりません。
- Q13**：2009年3月末以降、足元までの市場の変化を反映するとMCEVはどの程度変化しているか、もし試算をしていけば、そのイメージを教えてください。

A13：足元の試算はしておりません。ただ、イールド・カーブの動きから予想して、大きく変化はないと見ております。

以上