

2024年3月期 決算・経営説明会 質疑応答要旨

日時：2024年5月29日(水) 15:00~16:30

回答者:代表取締役社長 CEO 菊田 徹也

執行役員CFO 西村 泰介

【ESR・キャッシュポジション・株主還元・グループリスクプロファイル】

Q 足元金利上昇が続いているが、金利と解約リスクを考慮した ALM について、資料上で各解約リスクの定義が記載されており、解約リスクの抑制策にも言及があった。ヘッジ外債投資において DL が経験した金利リスク、そして米国の地銀や一部日本の生命保険会社が経験した想定を上回る解約リスクの増加を踏まえて、今後起こりうる金利上昇やそれに伴う解約リスクの増加をどのようにコントロールしていくか伺いたい。

A ESR の計算上、大量解約リスクは一つのファクターになっており、仮に大部分の契約が一気に抜けた場合、将来の利益がどの程度減るかといったものが測られる。過去の経験からは想定を超えるリスクであり資本規制上認識する必要があるリスクという認識だが、それらも織り込んだ上で170%~200%のレンジに留まるよう必要な対応策を取っていく必要がある。

米地銀等で見られたような資金の流出リスク(債券の売却損等)に関して、一時払かつ解約控除が無い商品については、乗換えに伴う解約の増加を一定程度見込んでおり、既に金利上昇に対してスワップションのポジション等でヘッジを行っている。今後も金利動向を注視しつつヘッジしていきたい。また負債と連動している責任準備金対応債券については、リバランスした際に単年度の利益にマイナスの影響が出るが、リスク性資産の売却益とオフセットするなど単年度収支もコントロールしていきたい。

Q 資料(P12)を見ると資本、キャッシュともに創出力が上がっているが、2026年度に4,000億円というグループ修正利益目標が達成できたとして、戦略投資を年平均1,000億円と仮定した場合、差額の3,000億円程度は株主還元の原資として期待してよいか。他に考慮すべき加算・減算要素はあるか。

A 資料(P12)の2025年3月期、2026年3月期のキャッシュ見通しについては、約+6,000億円としているが、今年度の利益予想から2026年度の修正利益4,000億円達成に向け、順次修正利益を引き上げていきたいという考えが前提となっている。その上で戦略投資と自己株式取得のバランスを取りつつ還元を検討していく。自己株式取得の規模は、今中計中に資本コストを上回る資本効率を実現するために必要な規模で実施していくということになる。

Q HD のキャッシュポジションについて、資料(P12)に記載されている「2023 年度ファイナンス実行分」とは、どういった性質の内容・規模であったのか。また、成長投資枠の余力について、2027 年 3 月末の約 8,000 億円の HD キャッシュポジションがある中で、仮に約 2,000 億円の総還元を 2 回行ったとしても、約 4,000 億円が残る。ここからベースキャッシュ 1,000 億円を控除し、ShelterPoint や Canyon Partners への投資を行った後でも、まだ約 3,000 億円を投資できるように見える。更に、国内株式の売却が上乗せされた場合は、投資余力は増す。他の生命保険会社が2兆円の成長投資枠を掲げている中で、御社が戦略投資枠を上乗せする余力はどの程度あるか。

A 2027 年3月末の約 8,000 億円の HD キャッシュポジションは、国内株式の保有時価が上昇する等あれば上乗せの余地はある。一方で、ベネフィット・ワンの買収に伴って、HD が DL から借り入れをして HD の戦略投資や株主還元に対応するグループ内ファイナンスを行った。戦略投資の機会を見ながら、グループ内ファイナンスの返済にも HD キャッシュを充てていく。外部借り入れのリファイナンスの機会もあるので、資金繰りを考慮して、戦略投資・株主還元の資金を確保していきたい。

Q 国内株式を売却した場合、売却した結果入ってくるキャッシュを考慮すれば、含み益の実現以外に更なるキャッシュポジションの上乗せはできるか。

A 負債勘定に生命保険の責任準備金があるため、レミタンスの対象になるのは簿価を上回るキャピタルゲインであり、全額が送金されるわけではない。

Q 資料(P6)を見ると、ESR の円金利感応度は、円金利+50bps で 6 ポイント減少であり、資料(P10)を見ると、EV の円金利感応度は、円金利+50bpsで 0.8 ポイント増加と記載されている。つまり、ESR の分子の資本が 700 億程度増加し、分母のリスクが 1,500 億程度増加するようなバランスに見えるが、なぜ資本よりリスクの方が増えるのか教えてほしい。

A 円金利が上昇した場合、マージンが増加する一方、金利リスクが減少するものの、解約リスクが増える。解約リスクは、大量解約リスクと通常解約リスクのうち大きいものを採用するが、現在大量解約リスクが採用されている。大量解約リスクは、解約返戻金と負債時価の差額がリスクエクスポージャーとなり、それに対して大量解約率を掛けることによってリスク量が計算される。そのため、円金利が上昇するほど負債時価が小さくなる一方、解約返戻金は、お客さまに約定してる金額であり市場価格調整(以下「MVA」)がついてない場合変動しないため、MVA がない伝統的な商品においては差額が拡大し、リスクが大きくなる。そのため、円金利の上昇が ESR の悪化に繋がることになる。

- Q 大量解約リスクはおそらく新経済価値規制と同じ前提であれば個人保険で30%の前提で計算されていると思うが、資本の増加以上に大量解約リスクが大きいことがそもそも正常といえるのか確認させてほしい。他の生命保険会社の感応度も同じくマイナスとなっているが、分子より分母が大きく増加する構造には至っていない。
- A 他社がESRの感応度を計測する際に、何を動かし、何を動かしていないかについては承知していない。弊社計算の詳細について、今後、内訳等を十分に対外的に説明していきたい。

- Q 前中計までは資料(P16)にあるように超長期債を購入して金利の下方リスクを減らす取組みを行っていたが、今中計ではあまり強調されていない。今後は出再だけ続けて、超長期債の大量購入は想定していないという理解でよいか。また資料(P18)についてだが、今後株主還元重視から戦略投資にウェイトを移すタイミングは、今中計中となるか、それともROEが資本コストを安定的に上回ったと判断した時になるか。
- A 超長期債の購入は今後も行っていく。ただ金利リスクは既にかかなり小さくなっており、今後はALMの観点で足りていない超長期債を淡々と購入していくようなオペレーションとなる。戦略投資にウェイトを移すタイミングについては、今中計中に資本コストを上回る資本効率を実現し、2027年度から始まる次期中計期間から、段階的に戦略投資へウェイトを移していきたいと考えている。

【株式売却】

- Q 政策投資の開示情報の適切性を金融庁が調査するとの報道があったが、DLの国内株式の保有方針に影響はあるか。国内株式リスクのあるべき水準感は現在検討中とのことだが、その水準が明確になった際、売却額の上乗せはあるか。
- A DLの純投資として保有する株式については、株式部が投資判断を行っている。バイサイドアナリストを株式部の投資調査室に配置し、TOPIXを上回るパフォーマンスを出すことを目指している。また、アセットアロケーションは、DLの運用企画部が担当し、リスクリターンを経済価値ベースで最適化して決定しており、社内のアセットマネジャーである株式部に対して、ベンチマークと共に付与される。このようなアセットアロケーションの運営や、銘柄選定のプロセスを経て投資しているDL一般勘定の保有株式は純投資として区分している(純投資目的以外の目的である投資株式も存在しているが、別途開示済み)。
- 国内株式の売却について、例えば、株式相場が上がって株式リスク量がさらに増加した場合や、金利が大きく上昇した場合、戦略投資に必要なキャッシュが不足する場合等には、現中計で掲げている売却額を上乗せする。国内株式の保有額をどこまで減少

させるかの最終的な着地点は現在精査中であるが、2027 年度からの次期中計以降も含めて、最終着地点に向けた売却を進めていく。

【国内保障事業・営業戦略】

Q 国内生命保険営業について、御社の指標では上向きに転じているとのことだが、競合他社も事業のてこ入れを急いでいる中、DL の国内生命保険事業の競争優位性の回復が他社との競争環境を踏まえた上でも実現可能か教えてほしい。

A DL では 2020 年に不祥事が発生して以来、基本的にコンプライアンス中心の運営だった。営業推進をあまり行わず、その間、新商品の開発を行っていなかった。2022 年 12 月に HD 社長と DL 社長のサクセッションが公表されて以降、両社長の判断のもと 2023 年度からは営業推進を再開することとした。新商品については開発 1 年ほどの時間を要するため、結果として最初の新商品の投入は 2024 年 1 月となった。その後、3 月、4 月に立て続けに、商品改定を含め、新商品を投入している。国内の競争環境は、特に保障性商品を中心に、少子高齢化という大きなマクロ要因もあり、非常に厳しいと認識している。また、DL が 3 年間営業推進を押し進めてこなかったことによって個社要因で大きく落ち込んだこともあり、現状、できる限り早くコロナ前の水準に戻すプロセスの最中にある。その源泉になっているのが、新商品投入スピードの加速による活動量の増加であり、足元の競争環境下でもトップラインが伸びている大きな理由になっている。

Q 予定利率について、余程国内金利が上昇しない限りは当分商品の標準利率 0.25% が変わらないとして、対応する 10 年債で足元 0.8%程度は利ザヤが出る計算だが、より長期の商品(30 年~40 年の終身保険商品)を販売している他社の方が利差益が出て、契約者配当に回せるのではないか。相互会社に比べて不利になることはないか。

A 資本コストの観点で、商品設計上、相互会社と違いが出てくると考えている。当社は、マージンがマイナスにならない商品というよりも、資本コストを上回る資本効率をもたらす商品に特化して販売していく。特に金利上昇時には、相互会社と同じ土俵で戦うことは難しく、当社はより特徴のある商品を開発する必要がある。DL においては資本コストの観点で一時払終身保険が既に売り止めになっており、そのような商品を主力商品として出すことは今後も難しい。ただ経験上、契約者配当の数字よりも、加入時の価格や商品性でお客さまに選んでいただくことがマーケティング上でも有効であると考えている。例えば利率変動型商品である「ステップジャンプ」や、退職市場においても窓販チャネル等を通じて DFL の MVA 付きの貯蓄性商品の販売が好調であり、円金利の上昇は商品性の魅力を更に高めるものであると考えている。契約者配当よりも、利益変動型商品や MVA 付き商品等、お客さまに選んでいただける商品や付与利率を

開発・設定していくことになる。

Q 今期の 1,050 億円程度の新契約価値目標は達成可能と考えているか。また、新契約価値の長期的な水準イメージを教えてください。

A 新契約業績の回復について、DL の新契約価値の割合が過去大きかったが、コロナ禍で落ち込んだ分を回復させるのは決して簡単ではない。回復に向けた良い兆しが足元では出ているので、より生産性を高めて引き上げていきたい。

Q 以前の中期経営計画「CONNECT 2020」では、新契約価値の目標として 2,300 億円程度を意識していたが、この水準を目指せる状況に今あるのか。また、当時と現時点においてアップサイド、ダウンサイドとしてどのような違いがある教えてください。

A 現時点での目標は、今中計の最終年度までに DL のリテール部門での営業業績をコロナ前の水準までに回復させることが目標になっている。コロナ前の目標に戻ることができれば、グループ全体で見るとそのような水準感の新契約価値が確保できるようになる。ただ一方で営業職員の採用方針を質重視の厳選採用に切り替えたことと、コロナ期間中に退職者が増加したことによって、陣容が 5,000 名以上の減少となっている。今足元でその減少に加えて、過去 3 年間、新商品の投入効果がなかったこともあり、1 人あたりの生産性(販売量)が大きく低迷した。すなわち、「営業職員数の減少」×「1 人あたり販売量の減少」が大きく新契約価値を下押しした 3 年間であった。今期の陣容は底打ちしているが、底打ちしたものが今後 5,000 人程度増加し、4 万人体制まで戻るとは想定していない。そのため、1 人あたりの生産性を従来の 1.5 倍超に引き上げていくということが非常に重要であり、1 人あたりの生産性をいかに高めていくかということが、質重視の取組みを行っている最大の主眼になっている。2024 年 4 月、5 月の 1 人あたりの生産性はコロナ前の水準まで既に戻っており、トップラインの不足分は、人数の減少分となっている。ただ人数は増えないのでこれから先、コロナ前まで既に戻った 1 人あたりの生産性をさらにどれほど向上させることができるかということが、新契約価値回復の大きなチャレンジになる。

【海外事業】

Q DL からの資金も一部活用しながら海外への戦略投資を実施していくとのことだが、円安も続いていく中で、投資機会として経済合理性が担保できる環境であるのか、積極的に海外投資すべきタイミングなのか教えてください。

A 海外への戦略投資において、為替相場はそれほど重視していない。投資機会の採算性は、内部収益率とハードル・レートを現地通貨建てで見えており、基本的には足元の為替水準によって将来の為替変動の想定を大きく変えることはせずに、経済合理性の評価を行っている。

一方で、生命保険会社の価値は、金利が上がると基本的に上昇する。昨今、グローバルにおいても生命保険会社の企業価値はかなり上昇している。特にキャピタル・ヘビーな保険会社の価値が上昇していると考えている。そのことを踏まえ、このような投資先については慎重に見ていく必要があると考えている。一方、今回買収契約を締結した ShelterPoint のようなキャピタル・ライトな保険会社やニッチな領域に強みを持つ保険会社といった、相対的に競争がそれほど過熱してない領域については、今後、投資機会を積極的に見つけていきたいと考えている。

【経営戦略】

- Q 国内金利が大きく上昇した場合、事業計画が変わる可能性があるのか、考え方を教えてほしい。例えば国債の金利が大きく上がれば、リスク性資産を売却し、国債を購入することで、資産運用リスクを取らずに保険を引受けるだけで、付加収益を生む会社に変わることができるのか。あるいは、体力が落ちた金融機関が現れた場合、出資の可能性が出てくる等、過去 20 年、30 年にはなかった様々な変化が起きる可能性もあるが、そのような場合に御社は、どのような経営判断を行う可能性があるのか、可能な範囲で教えてほしい。
- A 国内の超長期金利の上昇は、特に資産運用や新商品の開発において大きなメリットがあると考えている。一方で、超長期債に短期間で資産配分できるかについては、少し難しいと考えている。現時点で保有している債券の大半が責任準備金対応債券であるため、入れ替えについては一定のルールがある。超長期債の大きな金利上昇があった場合にそのメリットを顕在化させるべく、資産の入れ替えを進めていくが、一定程度時間がかかると考えている。また、もしそのような事態になった場合には、例えば今後 3 年間で時価ベース 1.2 兆円の株式を売却するが、そのうち HD に送金するキャピタルゲインを除いて再投資されるキャッシュについては、簿価終利が高い超長期債に充てられ、収益力と ALM の強化が図られる。
- Q 国内株式の売却がこのまま続くとしばらくは益が出るが、いずれ無くなると「利益の壁」にぶつかるかもしれない。壁を乗り越えるのは、国内事業なのか、海外事業なのか見立てを教えて欲しい。
- A 一定の期間は DL の国内株式の売却による含み益の実現が利益を底上げし、HD へのレミッタンスに大きく寄与する。将来的な利益の柱について、資本循環経営の観点から国内事業のキャッシュ・フロー(以下「CF」)が見込めるうちに成長事業に再投資する。国内株式売却のキャピタルゲインによる CF が見込めなくなった後も、戦略投資で作り上げた国内事業に次ぐ第 2、第 3 の柱から生まれる CF を使って、自立的に成長していける事業ポートフォリオの構築が必要だと考えている。海外事業や、資産形成・承継事業におけるアセットマネジメントや DFL からの利益貢献を大きくしていくことが

重要だ。その点では、「利益の壁」が生まれるとは考えていない。

(注)上記内容については、理解しやすいように、部分的に加筆・修正しています。

[会社名略称] HD:第一生命ホールディングス、DL:第一生命、DFL:第一フロンティア生命

【免責事項】

本資料の作成にあたり、第一生命ホールディングス株式会社(以下「当社」という。)は当社が入手可能なあらゆる情報の正確性や完全性に依拠し、それを前提としていますが、その正確性または完全性について、当社は何ら表明または保証するものではありません。本資料に記載された情報は、事前に通知することなく変更されることがあります。本資料およびその記載内容について、当社の書面による事前の同意なしに、第三者が公開または利用することはできません。

将来の業績に関して本資料に記載された記述は、将来予想に関する記述です。将来予想に関する記述には、これに限らず、「信じる」、「予期する」、「計画」、「戦略」、「期待する」、「予想する」、「予測する」または「可能性」や将来の事業活動、業績、出来事や状況を説明するその他類似した表現が含まれます。将来予想に関する記述は、現在入手可能な情報をもとにした当社の経営陣の判断に基づいています。そのため、これらの将来に関する記述は、様々なリスクや不確定要素に左右され、実際の業績は将来に関する記述に明示または黙示された予想とは大幅に異なる場合があります。したがって、将来予想に関する記述に依拠することのないようご注意ください。新たな情報、将来の出来事やその他の発見に照らして、将来予想に関する記述を変更または訂正する一切の義務を当社は負いません。