

生命保険業界の動向

郵政民営化委員会資料

保険・証券・その他金融

辻野 菜摘 CFA^{AC}

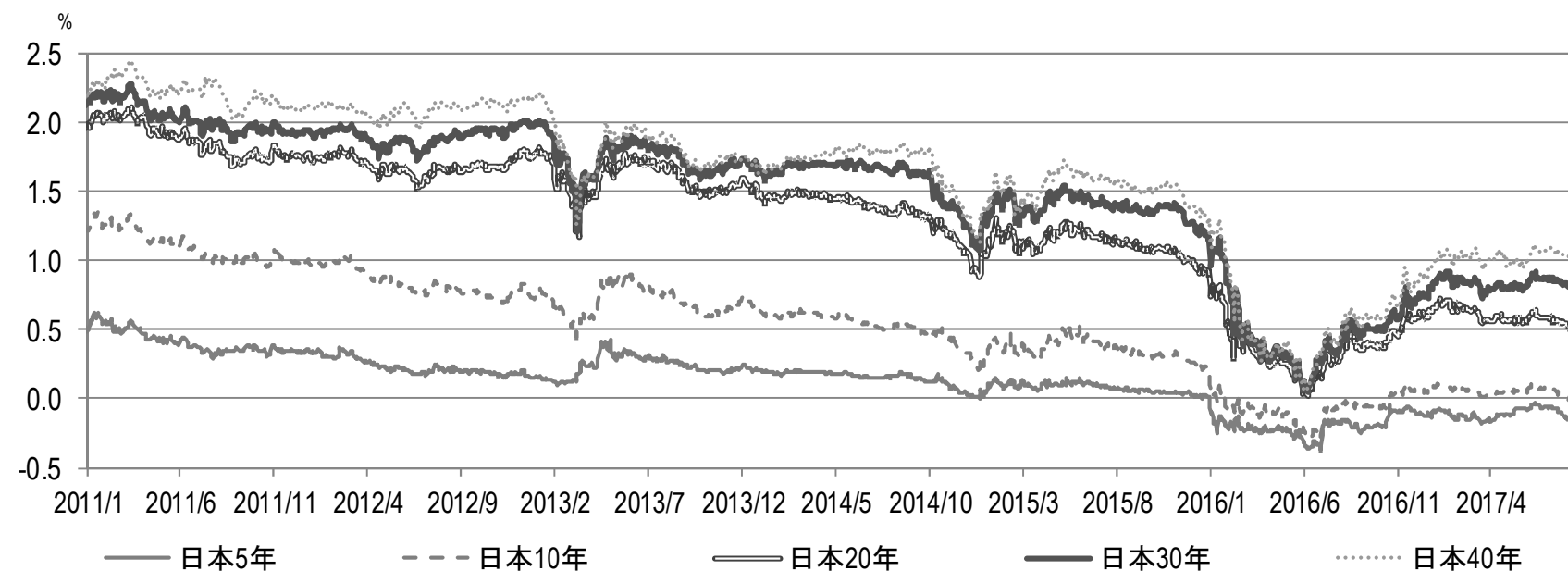
JPモルガン証券株式会社

アナリストによる保証および米国以外のアナリストのディスクロージャーを含む重要なディスクロージャーに関しては本リサーチ末尾をご覧ください。J.P.モルガンは本リサーチでカバーした会社と取引関係にある、もしくは今後取引をする意図があります。従って、投資家は本レポートの客観性に影響を与え得る利害関係が存在する可能性をご理解ください。投資家は、本レポートが、投資判断の材料の一つにすぎないことをご理解ください。

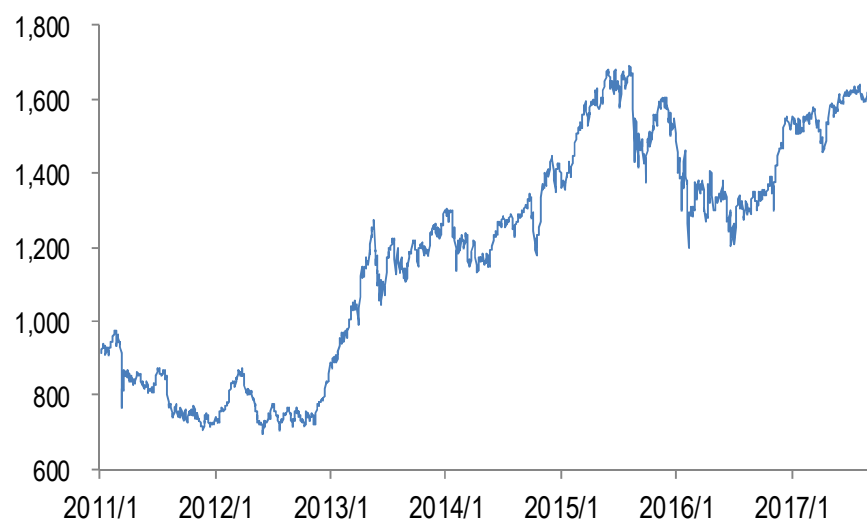
ポイント

1. 足元の経済環境(内外の金利・株価・為替の変化等):5年前と比較して超長期金利は1%も低い。株価は5年前より高く、円安
2. 企業価値の推移(EV):マイナス金利導入後に急低下
3. 自己資本の推移(経済価値ソルベンシー比率、ESR):マイナス金利導入後に急低下
4. 商品戦略(負債サイド):マイナス金利導入後に一時払いの貯蓄性商品を抑制。保障性商品重視が高まる。第三分野への注力が続く
5. 運用戦略(資産サイド)とALM:デュレーションギャップには改善が見られるが、国内の超低金利でヘッジ外債投資が増加し、新たなリスクに
6. 収益力(基礎利益等):日本基準の利益は急に悪化しないが、改善傾向が鈍化
7. 株式市場からの評価:企業価値の変動性が高いことがリスクと捉えられ割安に放置。超長期契約が多く、現金ベースの利益の実現に時間かかることも割安な要因に
8. 今後の注目ポイント:標準生命表改定時の価格戦略、海外投資による成長機会の摸索

日本の国債金利



TOPIXの推移



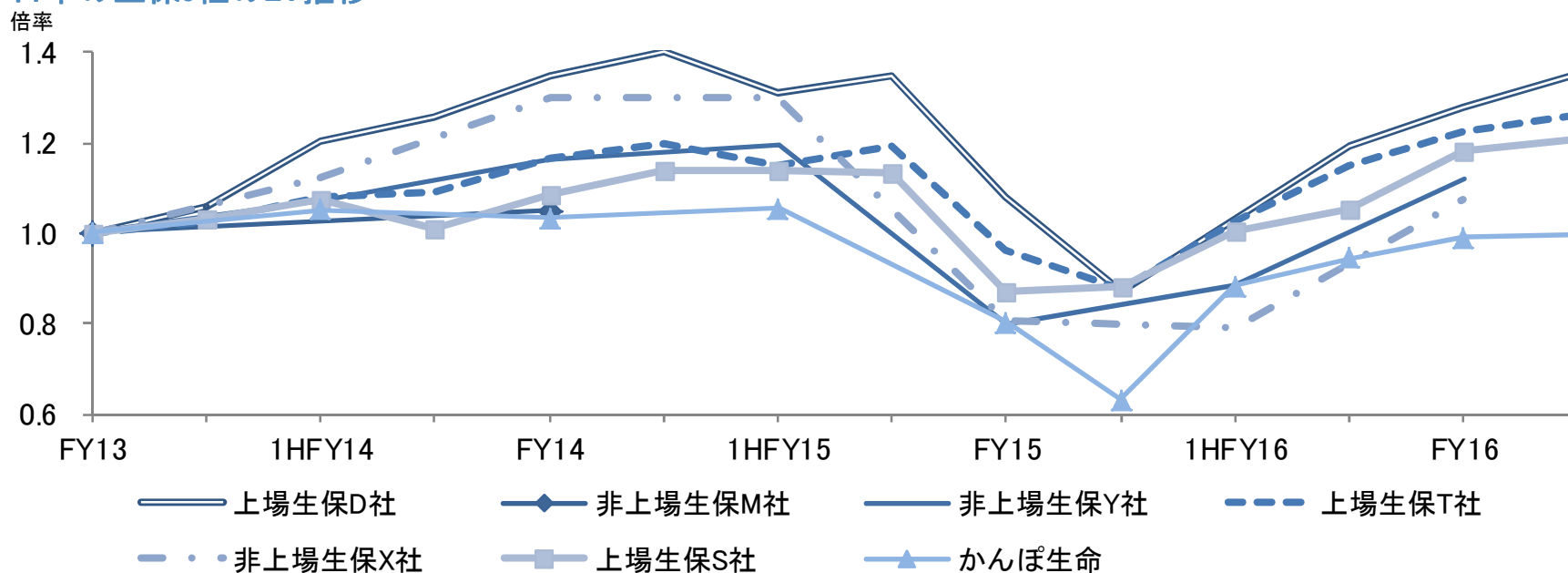
USD/JPYレートの推移グラフ



マイナス金利導入による超長期金利の低下は、生保の企業価値(EV)を大きく毀損した。2016年6月末を底に、かなり戻ったが、金利低下時のEVの低下リスクが明らかになった

- EVは、生保の企業価値を表す指標：欧州や日本では、経済価値ベースでEVを計算するのが主流
- 経済価値ベースとは、生保の資本水準を計測するときに、市場の金利等が変動した場合に、資産を時価評価するだけでなく、保険負債も時価評価する手法。割引率や運用利回りの仮定にはリスクフリー金利を使用するのが原理的手法だが、一般的には許容されたいろいろな調整を加えることが多い
- かんぽ生命でのEVの回復が相対的に遅く見えるのは、金利のボラティリティの高まりによりEVがマイナス影響を受けやすいこと、株式エクスポージャーが小さいため株価上昇の恩恵が少ないこと等による

日本の生保8社のEV推移



EVが下がるということは、経済価値ベースでの資本比率(ESR)が減ることでもある

- ESRとは経済価値ベースの純資産を経済価値ベースのリスクで割ったもの。VaR99.5%で計算することが多い
 - 100%を下回っても債務超過ではない。資本がリスク量を下回り、200年に一回のリスクが実現すれば資本が足りないという意味
 - 欧州では、99.5%VaRで計算したESRをSolvency IIとして正式導入されている。高格付を目指す生保は170~200%を維持している。ただし資本に、多くのTier2、Tier3資本を含み、規制上も許容されている
- ESRは、特に日本の生保の場合、金利急低下で大きく低下
- グローバルで保険の資本規制は経済価値ベース手法に移行しつつあり、日本でもESRを算出する生保が増加
- EUによるSolvency IIの導入に次いで、IAISも国際的にアクティブな保険会社にICSという資本比率の導入を検討
- 金融庁は、2016年に日本の生保を対象にESR算出のフィールドテストを実施し公表
 - 日本の生保の平均は、15年3月末は150%だが、16年3月末は104%に低下
 - フィールドテストで使用された基準は、各生保が独自の基準で計算して公表しているものとは異なるが、VaRが99.5%で内部モデルを使用している点等は、類似。右のS社は他社や金融庁フィールドテストよりもかなり厳しい基準を使用している

上場生保 T 社の経済価値ベースのソルベンシー比率の状況

10 億円

	13/3	14/3	15/3	15/9	16/3	16/6	16/9	16/12	17/3	17/6
経済価値ベースの純資産(A)	1,524	1,823	2,111	2,072	1,669	1,248	1,608	1,893	2,116	2,237
経済価値ベースのリスク量(B)	1,014	929	973	1,012	1,029	963	1,039	1,122	1,208	1,280
ESR (A/B)	150%	196%	217%	205%	162%	130%	155%	169%	175%	175%
ESR (UFR 適用)						162%	178%	190%	192%	189%

出所: 会社資料、注: リスク量は保有期間 1 年、VaR99.5%。UFR 適用分はフォワード金利は 31 年目から 3.5%に向けて収斂とする仮定。

上場生保 S 社の経済価値ベースのソルベンシー比率とリスク

10 億円

	13/3	14/3	15/3	16/3	16/3 (UFR)	16/6 (UFR)	16/9 (UFR)	16/12 (UFR)	17/3 (UFR)	17/6 (UFR)
経済価値ベースの純資産	1,065	1,221	1,323	1,064	1,367	1,086	1,266	1,326	1,477	1,505
経済価値ベースのリスク量	661.3	664	746	1,019	972	1,142	1,023	993	981	941
保険リスク	605.6	655	724	1,098	989	1,228	1,043	980	938	934
市場関連リスク	289.9	240	287	256	324	295	342	370	405	349
うち金利リスク	234.2	181	219	184	255	218	264	289	309	263
オペレーショナルリスク	26.0	26	26	31	31	32	31	31	28	28
カウンターパーティリスク	2.3	1	2	2	2	2	2	2	2	3
分散効果	-262.5	-258	-293	-368	-374	-415	-395	-390	-392	-372
ESR	161.0%	183.8%	177.5%	104.4%	140.5%	95.1%	123.8%	133.5%	150.6%	159.9%

出所: 会社資料

注: リスク量は保有期間 1 年 VaR99.5%水準とし、EU ソルベンシー II (QIS5) の標準モデルを参考にした内部モデルを採用。
UFR 適用分はフォワード金利は 41 年目から 3.5%に向けて収斂とする仮定。

かんぽ生命の経済価値ベースの純資産とリスク量

10 億円

	15/3	15/9	16/3	16/3 (UFR)	16/6 (UFR)	16/9 (UFR)	16/12 (UFR)	17/3 (UFR)	17/6 (UFR)
経済価値ベースの純資産	3,500	3,560	2,718	3,150	2,138	2,994	3,195	3,356	3,372
経済価値ベースのリスク量	1,950	2,010		1,880		2,480	1,880	1,907	
ESR	179%	177%		168%		121%	170%	176%	

出所: 会社資料、J.P.モルガン試算

注: リスク量は、保有期間 1 年 VaR99.5%。UFR 適用分はフォワード金利は 31 年目から 3.5%に向けて収斂とする仮定。

現状の規制上のソルベンシー比率の推移:金利低下でむしろ改善し、実態がわかりにくい。資産は時価評価して含み益を加味するが、負債を時価評価していないため

ソルベンシー・マージン比率への劣後債務と含み益の貢献度

百万円

	ソルベンシー・マージン比率					リスク量計 (17年3月末)		ソルベンシー・マージン(17年3月末)			
	13年3月	14年3月	15年3月	16年3月	17年3月			うち劣後 債務	対 SM 比率 貢献度	うち有価証券含み益	対 SM 比率 貢献度
日本	696%	779%	931%	904%	896%	2,811,478	12,596,032	0	0.0ppt	5,630,908	400.6ppt
第一	715%	772%	913%	901%	851%	1,396,021	5,936,832	759,277	108.8ppt	2,446,154	350.4ppt
住友	833%	888%	944%	835%	827%	897,110	3,709,163	354,480	79.0ppt	879,345	196.0ppt
明治安田	930%	946%	1041%	939%	946%	1,550,146	7,328,416	353,310	45.6ppt	3,166,950	408.6ppt
朝日	496%	569%	668%	692%	743%	188,516	700,120	137,349	145.7ppt	78,144	82.9ppt
三井	601%	649%	812%	855%	915%	198,240	906,502	180,000	181.6ppt	225,683	227.7ppt
太陽	823%	981%	994%	891%	849%	173,403	735,786	50,000	57.7ppt	168,551	194.4ppt
大同	1043%	1156%	1364%	1342%	1253%	179,434	1,123,822	0	0.0ppt	239,044	266.4ppt
富国	971%	1100%	1169%	1322%	1215%	232,798	1,414,023	191,935	164.9ppt	415,287	356.8ppt
ソニー	2282%	2359%	2555%	2723%	2569%	91,576	1,176,229	0	0.0ppt	159,672	348.7ppt
かんぽ	696%	1623%	1641%	1568%	1289%	840,902	5,420,173	0	0.0ppt	399,297	95.0ppt

出所:会社資料

生保の信用格付け

	S&P					Moody's				
	最新変更日		前回			最新変更日		前回		
日本	A+	Stable	9/17/2015	AA-/Negative		A1	Stable	12/2/2014	Aa3/Stable	
第一	-	-	-	A+/ Stable		-	-	-	A1/Stable	
住友	A	Stable	12/5/2016	A/Positive		A1	Stable	3/18/2015	A2/Positive	
明治安田	A	Stable	10/14/2016	A/Positive		A1	Stable	2/15/2007	A3/Stable	
朝日	NR	-	8/6/2009	BB-/Negative		WR	-	4/24/2009	Ba1/Negative	
三井	A	Stable	10/28/2016	BBB/ Stable		A1	Stable	3/22/2016	Baa1/ Positive	
太陽	A	Stable	2/21/2014	A-/Stable		WR	-	3/31/2016	A2/Stable	
大同	A	Stable	2/21/2014	A-/Stable		WR	-	7/24/2009	A2/Stable	
富国	A	Stable	7/15/2015	A-/Stable		A2	Positive	3/10/2017	A2/Stable	
ソニー	A+	Stable	9/17/2015	AA-/Negative		WR	-	-	A1/Stable	
かんぽ	A+	Stable	8/30/2016	N/A						

出所:スタンダード&プアーズ、ムーディーズ

注:2017年9月22日現在。上記に記載されている信用格付は、無登録格付業者であるスタンダード&プアーズ・レーティング・サービス(S&P)、ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク(Moody's)又はフィッチ・レーティングス(Fitch)が付与した格付です。投資判断を行われる前に、別途お送りしている又はお送りする、対応する格付会社の「無登録格付に関する説明書」を十分にお読みください。

経済価値ベースで直近年度に販売した契約を現在の市場環境で評価した場合の価値(新契約EV)や、利益率(新契約マージン)は、金利低下で急激に悪化した。各社の商品ミックスにより新契約マージンの差が拡大

上場生保 D 社:新契約マージン

10 億円

	11 年度	12 年度	13 年度	14 年度 (UFR)	15 年度 (UFR)	16 年度 上期 (UFR)	16 年度 (UFR)	17 年度 1Q (UFR)
連結								
新契約 EV	187.7	211.2	255.4	286.1	216.1	45.2	145.5	40.5
新契約の保険料現価	3,188.8	3,606.4	4,087.8	5,174.7	5,514.2	2,267.6	4,953.1	-
新契約マージン	5.89%	5.86%	6.25%	5.53%	3.92%	2.00%	2.94%	-
子会社 A								
新契約 EV	168.1	191.1	216.9	210.2	134.6	29.3	111.0	34.0
新契約の保険料現価	2,732.7	2,967.1	2,649.5	3,253.3	3,017.9	1,460.6	3,355.2	-
新契約マージン	6.15%	6.44%	8.19%	6.46%	4.46%	2.01%	3.31%	7.00%
子会社 B								
新契約 EV	2.4	1.9	22.3	58.6	53.2	8.0	17.5	5.0
新契約の保険料現価	305.1	487.1	1,145.7	1,715.5	1,679.5	474.2	865.3	-
新契約マージン	0.79%	0.40%	1.95%	3.42%	3.17%	1.70%	2.03%	2.00%

出所: 会社資料

上場生保 T 社:新契約マージン

10 億円

	11 年度	11 年度	12 年度	13 年度	14 年度	15 年度	16 年度 上期	16 年度 MCEV	17 年度 1Q
	MCEV	MCEV	MCEV	MCEV	MCEV	MCEV	MCEV	MCEV	MCEV
連結									
新契約 EV	62.3	68.3	61.6	89.1	93.0	56.3	30.4	119.5	32.1
新契約保険料現価	1,323.8	1,319.6	1,740.4	1,392.4	1,808.8	1,604.9	851.7	1,900.6	338
新契約マージン	4.7%	5.2%	3.5%	6.4%	5.1%	3.5%	3.6%	6.3%	9.5%
子会社 A									
新契約 EV	40.7	46.7	45.4	48.0	58.1	34.6	17.8	74.3	20.5
新契約保険料現価	656	649	769	578	880	935	556	1,259	211
新契約マージン	6.2%	7.2%	5.9%	8.3%	6.6%	3.7%	3.2%	5.9%	9.7%
子会社 B									
新契約 EV	22	21.4	13.2	21.0	32.5	18.1	13.5	44.2	10.4
新契約保険料現価	611	611	776	356	637	489	245	559	79
新契約マージン	3.6%	3.5%	1.7%	5.9%	5.1%	3.7%	5.5%	7.9%	13.2%
子会社 C									
新契約 EV	0.4	0.1	2.9	3.0	2.3	3.5	-0.9	0.9	1.1
新契約保険料現価	56	50	181	214	288	167	50	82	44
新契約マージン	-0.8%	0.2%	1.6%	1.4%	0.8%	2.1%	-1.8%	1.1%	2.5%

出所: 会社資料

上場生保 S 社:新契約マージン

10 億円

	10年度	11年度	12年度	13年度	14年度	15年度 (UFR)	16年度 (UFR)	16年度 1Q (UFR)	16年度 2Q (UFR)	16年度 3Q (UFR)	16年度 4Q (UFR)	17年度 1Q (UFR)
新契約価値	61.7	65.2	41.6	55.2	48.6	35.2	29.1	-0.2	5.0	10.2	14.1	12.2
収入保険料現価	954.4	1,013.7	1,187.5	1,061.5	1,278.9	1,466.7	1,322.7	-	312.5	255.0	371.1	265.2
新契約マージン	6.5%	6.4%	3.5%	5.2%	3.8%	2.4%	2.2%	0.0%	1.6%	4.0%	3.8%	4.6%

出所: 会社資料

相互会社 X 社:新契約マージン

10 億円

	9年度	10年度	11年度	12年度	13年度	14年度	15年度	16年度
新契約価値	97.8	134.1	185.1	169.9	181.1	222.0	94.5	118.8
収入保険料現価	2,080.2	2,931.0	4,241.7	2,949.0	2,846.1	2,799.8	3,193.9	3,220.9
新契約マージン	4.70%	4.58%	4.37%	5.76%	6.37%	7.93%	2.96%	3.69%

出所: 会社資料

相互会社 Y 社:新契約マージン

10 億円

	12年度	13 年度	14年度	15年度	15年度 (UFR)	16年度 (UFR)
新契約価値	186.5	157.3	146.8	147.5	159.5	14.3
収入保険料現価	2,451.8	1,781.6	1,850.5	2,403.8	2,398.8	3,538.3
新契約マージン	7.6%	8.8%	7.9%	6.1%	6.7%	0.4%

出所: 会社資料

注: 金利前提は 9 月末

かんぽ生命:新契約マージン

10 億円

	12年度	13年度	14 年度	14 年度 (UFR)	15年度 上期 (UFR)	15年度 (UFR)	16年度 上期 (UFR)	16年度 (UFR)
新契約価値	181.6	185.1	134.2	154.9	110.9	143.5	5.7	36.8
収入保険料現価	5,379.3	5,218.5	5,594.5	5,594.4	2,769.7	5,705.4	3,442.1	6,058.7
新契約マージン	3.38%	3.55%	2.40%	2.77%	4.00%	2.52%	0.17%	0.61%

出所: 会社資料 注: 金利前提は 9 月末

■ 注意点: かんぽ生命の年度末の新契約価値の計算に使用する金利は、年度末ではなく、9月末。他社は期末

2016年度および2017年度1Qまでの保険販売、商品戦略1

- ほとんどの生保がマイナス金利導入直後に一時払保険の値上げや販売抑制を実施。銀行窓販が急減。プロパーチャネルでの一時払商品の販売も急減。
- 銀行窓販では、外貨建て商品の販売が好調
- 平準払い商品の値上げは、16年度中に行った会社は一部。多くが2017年4月の標準利率の改定時に行った
- 16年度は一時払保険に替わり個人年金の販売を増やした生保が多かったが、方針に差。第三分野は16年度も増加

個人保険と個人年金の新契約年換算保険料

10 億円

	個人保険				個人年金			うち第三分野	
	15 年度	前期比 伸率	16 年度	前期比 伸率	16 年度	前期比 伸率	伸率	16 年度	前期比 伸率
1 かんぽ	485.3	6.0%	507.9	4.7%	19.5	-81.4%		55.7	12.5%
2 日本	267.3	15.8%	234.9	-12.1%	111.4	100.4%		46.3	-6.1%
3 明治安田	145.6	10.9%	127.6	-12.4%	52.3	33.1%		36.5	0.6%
4 住友	106.6	16.9%	120.7	13.2%	132.2	111.2%		42.4	6.0%
5 東京海上日動あんしん	105.7	15.6%	116.6	10.4%	4.1	-70.8%		25.8	-4.1%
6 第一	99.0	-14.1%	98.0	-1.0%	98.1	135.8%		60.2	17.6%
7 メットライフ	107.9	-0.3%	97.4	-9.8%	7.2	-40.1%		30.4	-20.0%
8 大同	77.0	0.5%	91.8	19.3%	1.9	23.8%		15.1	15.9%
9 マニユライフ	93.9	28.7%	91.2	-2.9%	23.6	153.1%		12.3	56.1%
10 アフラック	94.6	8.2%	88.5	-6.4%	7.0	-48.9%		76.7	5.6%
11 エヌエヌ	72.2	-4.1%	85.1	17.9%	-	-		63.4	25.2%
12 ブルデンシャル	68.2	8.8%	85.0	24.7%	-	-		9.3	51.0%
13 ジブラルタ	67.2	3.9%	79.6	18.5%	5.6	31.0%		22.0	30.1%
14 ソニー	76.3	6.3%	72.8	-4.6%	5.3	-38.5%		15.7	0.0%
15 アクサ	49.3	19.3%	52.1	5.7%	-	-		15.6	-3.0%
16 損保ジャパン日本興亜ひまわり	40.1	13.2%	50.1	25.0%	0.1	-39.4%		16.3	-20.1%
17 オリックス	35.1	2.7%	47.8	36.3%	-	-		26.6	23.2%
18 三井住友海上あいおい	43.0	-3.3%	43.3	0.8%	8.4	62.9%		15.2	12.7%
19 朝日	27.7	15.9%	32.5	17.3%	1.6	-27.3%		26.6	23.2%
20 太陽	24.4	12.0%	31.5	28.9%	4.6	-69.5%		13.5	16.7%
21 第一フロンティア	67.1	24.0%	29.7	-55.8%	144.5	166.5%		-	-
22 三井	29.9	9.9%	29.2	-2.3%	2.9	-25.6%		12.1	15.2%
23 富国	20.0	4.2%	21.2	6.0%	5.1	50.0%		7.8	11.4%

出所：会社資料

地銀等窓販による商品毎の販売高

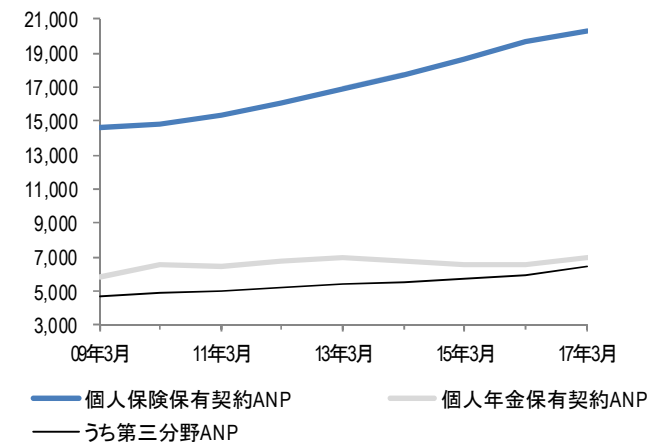
兆円

	15 年度 下期	16 年度 上期	16 年度 下期	16 年度 下期
変額年金	0.17	0.10	0.07	0.18
定額年金(円貨)	0.10	0.06	0.00	0.06
定額終身(円貨)	0.56	0.30	0.22	0.52
定額年金(外貨)	0.02	0.04	0.08	0.12
定額終身(外貨)	0.71	0.64	0.52	1.16
合計	1.56	1.14	0.90	2.04

出所：ニッキンレポート

保有契約ANP (個人保険、個人年金、うち第三分野) の推移

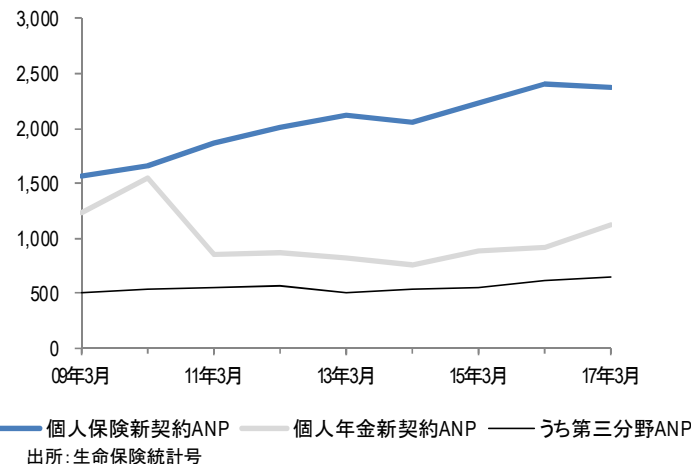
10億円



出所：生命保険統計号

新契約ANP (個人保険、個人年金、うち第三分野) の推移

10億円



出所：生命保険統計号

2016年度および2017年度1Qまでの保険販売、商品戦略 2

- 商品の採算が経済価値ベースでみた貯蓄性商品の採算の急激な悪化を受け、販売商品のミックスを大幅に変える生保も出現
- かんぽ生命では、個人年金を2016年2Qから販売停止した。2016年8月の値上りの販売増とその後の販売減があった。第三分野に注力し、医療特約の改定前のタイミングながら、医療特約部分を増やした
 - かんぽ生命ではマイナーな商品変更でも、認可を得るのにも情報公開が必要という制約があるなかで、2016年8月に予定利率引き下げ、2017年10月に医療特約の改定を行い、その他にも新商品を導入
- 2017年4月に標準利率の引き下げと同時に、多くの会社が値上げを行い、平準払いの貯蓄性商品の魅力度が下がり、第一四半期からは、2016年度に増加した個人年金の販売も急減した一方、各社が第三分野商品に力を入れている

上場生保 S 社の商品種類別新契約年換算保険料

百万円

	15年度 累計	16年度 累計	16年度 1Q	16年度 2Q	16年度 3Q	16年度 4Q	17年度 1Q
合計額	85,000	78,100	20,500	18,200	15,300	24,100	16,100
円建終身	28%	14%	19%	21%	10%	7%	8%
米ドル建終身	2%	8%	5%	8%	12%	8%	11%
保障性商品(定期保険等)	37%	56%	44%	51%	57%	69%	54%
一時払終身保険	5%	1%	3%	0%	0%	1%	0%
養老・年金	28%	21%	29%	20%	21%	15%	27%

出所: 会社資料

かんぽ生命の年換算保険料の四半期推移

百万円

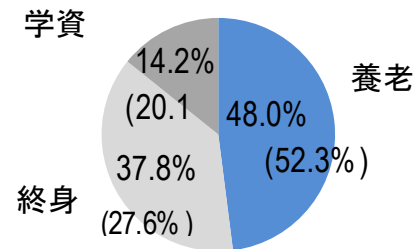
	15年度 第2 四半期	15年度 第3 四半期	15年度 第4 四半期	16年度 第1 四半期	16年度 第2 四半期	16年度 第3 四半期	16年度 第4 四半期	17年度 第1 四半期
契約高								
保有契約(個人保険)	41,764,600	43,099,600	44,406,200	46,090,600	47,754,400	48,707,100	50,097,900	50,972,800
YoY %	14.2%	13.9%	13.4%	14.0%	14.3%	13.0%	12.8%	10.6%
新契約(個人保険)	1,802,300	1,831,400	1,814,600	2,218,300	2,174,700	1,494,800	1,959,600	1,474,700
YoY %	-1.4%	11.0%	3.5%	29.0%	20.7%	-18.4%	8.0%	-33.5%
年換算保険料								
保有契約(個人保険)	2,697,000	2,783,900	2,863,500	2,968,900	3,068,300	3,128,900	3,207,900	3,271,800
YoY %	13.7%	13.7%	13.3%	13.6%	13.8%	12.4%	12.0%	10.2%
保有契約(個人年金)	660,900	656,800	656,000	640,300	606,600	586,200	569,300	543,200
YoY %	-2.6%	-1.8%	-2.6%	-3.9%	-8.2%	-10.7%	-13.2%	-15.2%
第三分野	275,700	285,200	293,400	301,600	311,900	321,900	333,800	342,800
YoY %	13.5%	14.0%	14.0%	13.0%	13.1%	12.9%	13.8%	13.7%
第三分野の比率	8.2%	8.3%	8.3%	8.4%	8.5%	8.7%	8.8%	9.0%
新契約(個人保険)	118,700	125,600	121,600	144,100	138,200	101,400	124,200	104,500
YoY %	-2.1%	17.6%	7.7%	20.7%	16.4%	-19.3%	2.1%	-27.5%
新契約(個人年金)	29,300	21,300	21,100	19,400	0	0	0	0
YoY %	-44.1%	-24.2%	-26.2%	-41.9%	-100.0%	-100.0%	-100.0%	-100.0%
第三分野	12,000	13,100	11,800	12,100	13,900	13,700	16,000	13,200
YoY %	12.1%	29.7%	16.8%	-4.0%	15.8%	4.6%	35.6%	9.1%
第三分野の比率	8.1%	8.9%	8.3%	7.4%	10.1%	13.5%	12.9%	12.6%

出所: 会社資料

かんぽ生命では、規制により貯蓄性商品の比率が高くならざるを得ないなかで、個人年金を16年2Qから販売停止し、終身を増やし医療特約部分を厚めにする方向に。商品の選択肢が少なく、変化が限られている

かんぽの新契約件数の商品別シェア

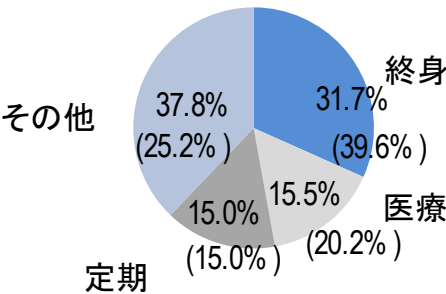
16年度末 ()は15年度末



出所: 生命保険統計号

終身保険が多い主要生保6社の合計の新契約件数の商品別シェア

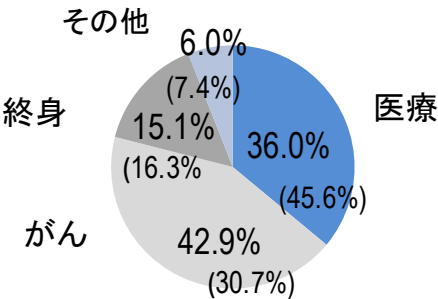
15年度末 ()は14年度末



出所: 生命保険統計号
注: 6社: 第一、住友、T&D、明治安田、ソニー生命、プルデンシャル

アフラックとメットライフの新契約件数の商品別シェア

15年度末 ()は14年度末



出所: 生命保険統計号

アフラックでガン保険が増加しガン保険比率が上昇、医療は低下。
郵便局での販売増が背景

保険新契約件数のシェア

15 年度

養老保険		終身保険	
かんぽ	85.7%	かんぽ	19.3%
ソニー生命	1.6%	第一	5.8%
日本生命	3.3%	オリックス	12.8%
プルデンシャル	0.1%	明治安田	5.6%
その他	9.3%	メットライフ	7.3%
		その他	49.2%

出所: 生命保険統計号

保有年換算保険料ベースのシェア

15 年度

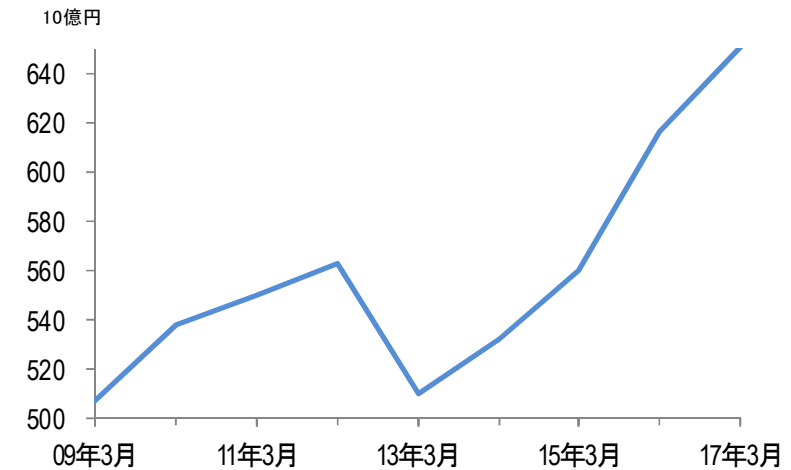
保有契約年換算保険料 (個人保険)		保有契約年換算保険料 (第三分野)	
かんぽ	23.0%	アフラック	16.3%
日本生命	11.7%	かんぽ	11.6%
第一	7.5%	日本生命	9.6%
明治安田	7.0%	第一	9.0%
住友	6.8%	住友	8.1%

出所: 会社資料、生命保険統計号
注: かんぽの数値は旧勘定も含む。

第三分野の新契約年換算保険料(ANP)は、業界で高い伸びを続けている

第三分野新契約ANP合計の推移

- 最近では第三分野商品の領域で、純粋な医療保険以外のものが増えている:介護保険、所得保障保険、重度疾病や重度障害になった場合に死亡保障のような一時金が出る商品、貯蓄性の介護保険
- 個人保険と個人年金の新契約年換算保険料に占める第三分野の比率は、各社異なるが増加傾向
 - かんぽ生命では13%と低い→第三分野単独契約が無いため



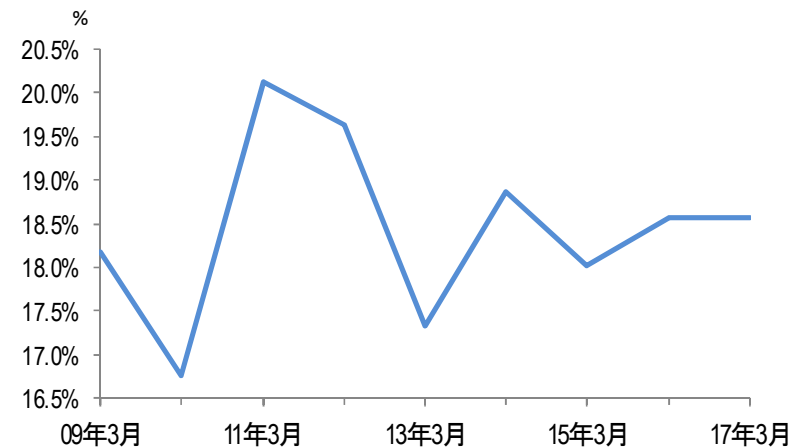
第三分野新契約 ANP の個人保険・個人年金新契約年換算保険料に対する比率

出所:生命保険統計号

%	3/14	3/15	3/16	3/17	6/17
日本	13.8%	14.3%	15.3%	13.4%	13.4%
第一	40.9%	32.6%	36.4%	30.7%	68.0%
住友	28.8%	26.4%	23.6%	16.8%	35.1%
明治安田	14.4%	19.3%	19.6%	20.3%	33.8%
朝日	65.5%	63.7%	70.9%	78.0%	85.0%
三井	34.4%	28.8%	31.1%	37.7%	33.3%
太陽	16.2%	16.8%	29.2%	37.3%	63.7%
大同	14.8%	14.5%	16.6%	16.1%	19.1%
富国	33.6%	31.3%	29.9%	29.7%	55.6%
ソニー	21.1%	20.0%	18.5%	20.1%	19.2%
プルデンシャル	7.2%	7.5%	9.0%	10.9%	10.2%
アクサ	37.7%	35.2%	29.8%	29.9%	39.5%
東京海上日動あんしん生命	23.5%	19.2%	22.5%	21.4%	19.2%
アフラック	59.6%	71.7%	75.6%	85.9%	94.0%
三井住友あいおい	25.7%	31.3%	28.1%	29.5%	36.2%
損保ジャパン日本興亜ひまわり	39.4%	47.7%	50.7%	32.4%	34.9%
オリックス	67.1%	60.6%	61.6%	55.6%	54.3%
メットライフ	26.9%	33.8%	31.6%	29.0%	27.9%
かんぽ	7.9%	6.6%	8.4%	10.6%	12.6%

出所:会社資料

第三分野新契約ANPの個人保険／個人年金新契約年換算保険料に対する比率の推移



出所:生命保険統計号

J.P.Morgan

資産運用、ALM

■ 過去10年間で資産と負債のデュレーションギャップを縮小

■ しかし、マイナス金利導入後の超長期金利低下で、計算上の負債のデュレーションがさらに長期化

■ 一方、資産のデュレーションは長期化しにくい状況。超長期債市場のが小さい上、超低金利で超長期債に投資することへの抵抗感

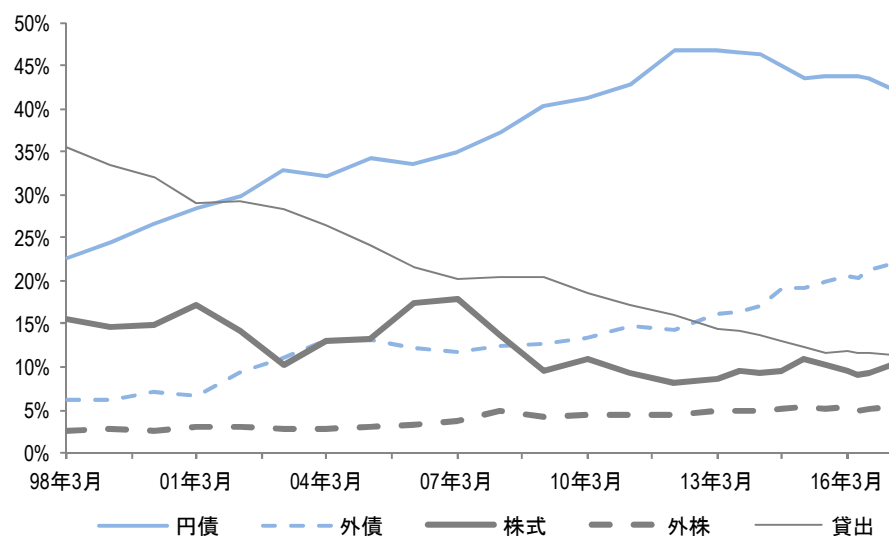
■ ヘッジ外債が急増：利回り確保目的および、「資産運用の高度化」の流れでヘッジ外債は増加を続けている

資産と負債のデュレーション

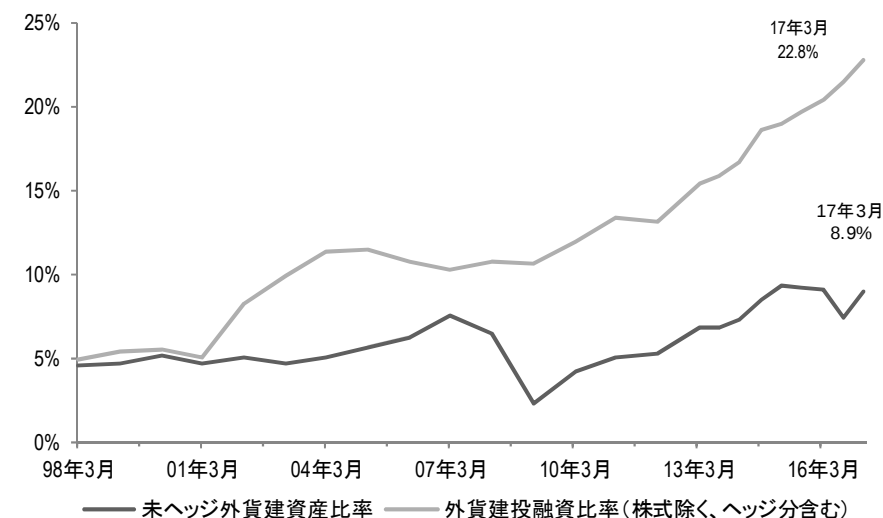
年	2007/3		2015/3		2017/6	
	資産	負債	資産	負債	資産	負債
D社	10.0	17.0	15.0	18.0	15.0	18.0
T社	7.1	13.5	10.5	15.2	12.1	19.1
O社	4.0	15.0	9.0	21.2	10.5	28.0
Y社	10.0	12.0	11.7	10.3	13.6	11.2
S社	7.5	40.0	20.3	40.0	21.2	35.0

出所：J.P.モルガン推定

国内生保の一般勘定資産配分推移



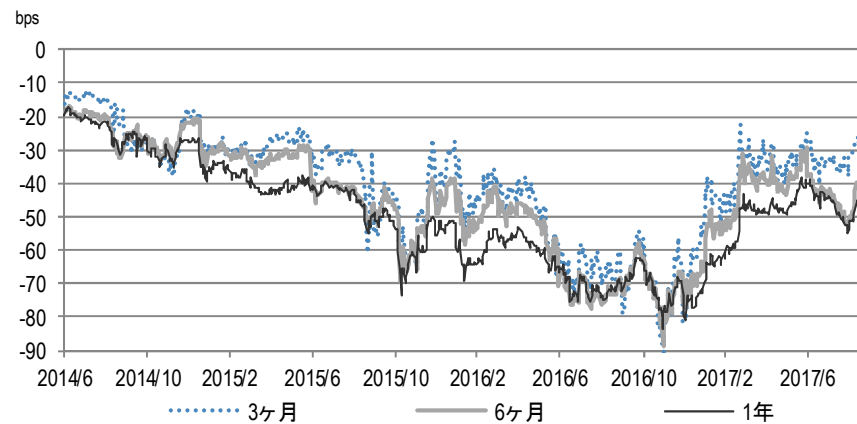
国内生保の未ヘッジ外貨建資産と外貨建投融資（ヘッジ分含む）の対総資産比率



資産運用、ALMでの課題

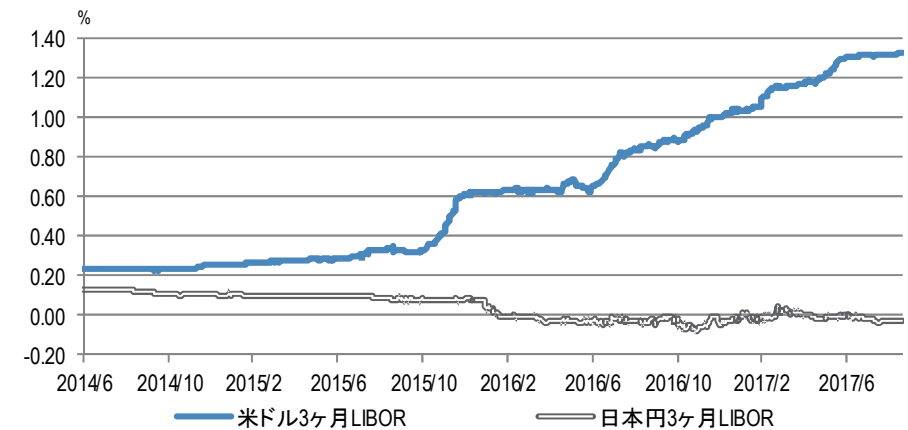
- ヘッジ外債の問題点: 経済価値ベースを重視したALMの観点からは推奨できるものではない
 - 経済価値ベースで、負債と資産をマッチできていない運用であり、金利リスク量が増える
 - ヘッジは、短期の通貨スワップで行うため、ヘッジコストが変動する
 - 財務会計(JGAAP)のルールの問題でもあるが、
 - 外債は、責任準備金対応債券や満期保有目的債券に区分できないため、海外金利上昇時に「その他有価証券評価差額金」への影響が大きい
 - 海外金利上昇時には、円金利もおそらく上昇しており、経済価値ベースでは資本力が改善しているのに、財務会計の純資産が減る

ドル円ベーススワップ



出所: ブルームバーク

米ドル日本円 LIBOR



出所: ブルームバーク

かんぽ生命の資産運用: リスク性資産(外債と株式)は6月末に10.9%と当面の目標10%を超えたが、最近ではマネジメントは12%までの拡大を許容と明言

かんぽ生命の資産

10 億円

	15 年度						16 年度	
	構成比		うち新区分		うち旧区分		構成比	
			構成比		構成比			
現金及び預貯金	1,856	2.3%	1,460	5.7%	396	0.7%	1,360	1.7%
コールローン	360	0.4%	360	1.4%	0	0.0%	150	0.2%
債券貸借取引支払保証金	3,009	3.7%	0	0.0%	3,009	5.4%	3,521	4.4%
買入金銭債権	430	0.5%	430	1.7%	0	0.0%	28	0.0%
金銭の信託	1,645	2.0%	184	0.7%	1,460	2.6%	2,127	2.6%
有価証券	63,611	78.0%	24,161	94.0%	39,450	70.7%	63,486	79.0%
国債	44,179	54.2%	11,959	46.5%	32,220	57.7%	42,732	53.2%
地方債	9,405	11.5%	6,344	24.7%	3,061	5.5%	9,227	11.5%
社債	6,237	7.6%	3,775	14.7%	2,462	4.4%	5,699	7.1%
株式	1	0.0%	1	0.0%	0	0.0%	59	0.1%
外国証券	3,689	4.5%	1,982	7.7%	1,707	3.1%	4,352	5.4%
貸付金	8,978	11.0%	925	3.6%	8,054	14.4%	8,061	10.0%
機構向け貸付	8,054	9.9%					7,069	8.8%
有形固定資産	145	0.2%	145	0.6%	0	0.0%	137	0.2%
無形固定資産	189	0.2%	189	0.7%	0	0.0%	190	0.2%
その他の資産	608	0.7%	472	1.8%	137	0.2%	425	0.5%
繰延税金資産	713	0.9%	126	0.5%	587	1.1%	852	1.1%
旧勘定における全社区分貸			-2,740	-10.7%	2,740	4.9%		
資産の部合計	81,544	100.0%	25,712	100.0%	55,833	100.0%	80,336	100.0%

出所: 会社資料

- 金銭の信託の2.12兆円のうち1.57兆円が日本株式
 - 株は半分以上が旧区分
- 金銭の信託のうち、日本株以外は外株と外債で半々
- 外国証券は17年3月末6.0兆円
 - ヘッジ比率は6割
 - 未ヘッジの2.4兆円の半分以上が旧区分
- オルタナティブ投資は体制が整い17年度から投資開始
 - 4-5年で1兆円近く積み上げる方向
 - 年間2000億円前後投資

かんぽ生命の外国証券、その他有価証券その他、金銭の信託の含み益

百万円

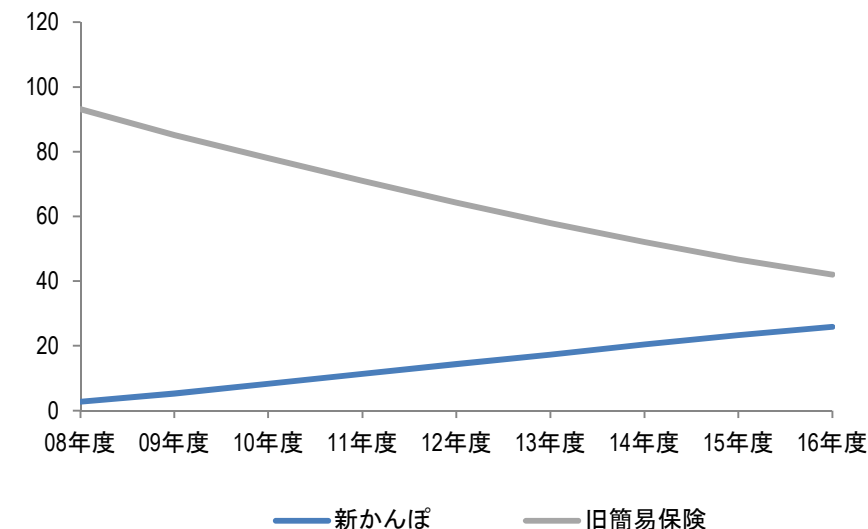
	15 年度			16 年度		
	時価	含み益	%取得 原価	時価	含み益	%取得 原価
外国証券	3,693,208	295,837	8.7%	4,354,867	32,267	0.7%
その他	1,160,194	3,241	0.3%	1,417,122	-10,878	-0.8%
金銭の信託	1,644,547	163,992	11.1%	2,127,042	380,716	21.8%

出所: 会社資料

- 資産のデュレーションは9.5年、負債は14年と説明
- 資産も負債のデュレーションは旧区分が短く、新区分が長い

かんぽ生命: 責任準備金推移

兆

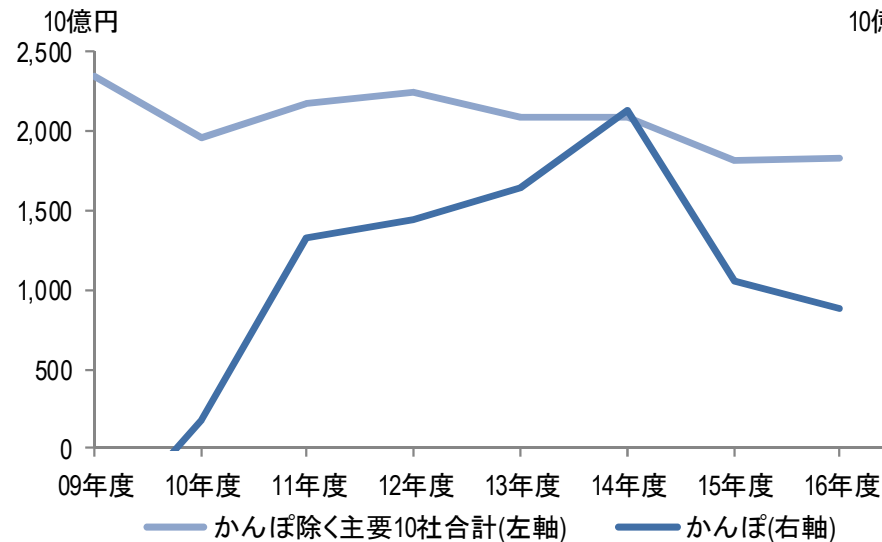


出所: 会社資料

J.P.Morgan

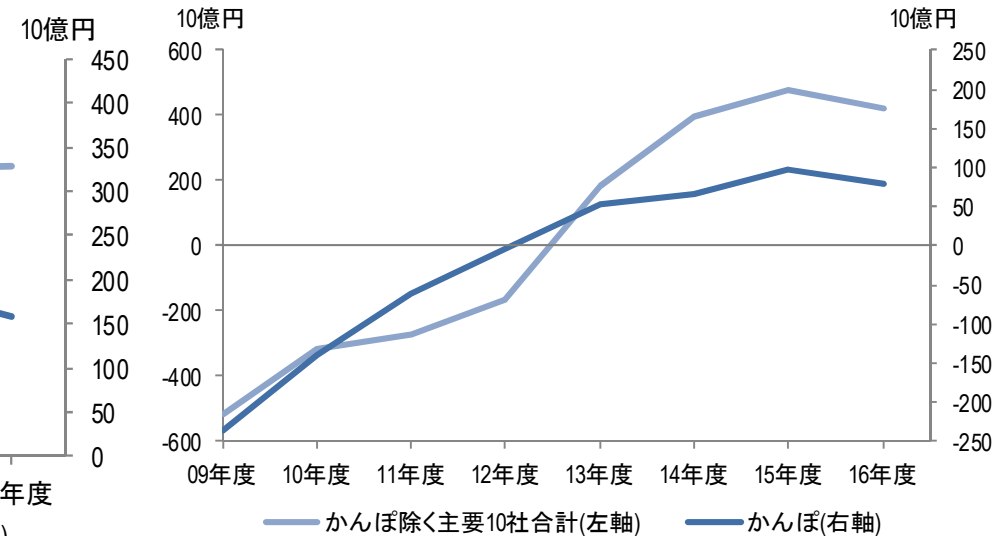
財務会計利益は金利急低下では影響受けない。長期では利差益が改善しているが、危険差益・費差益が減少し、契約者配当繰入後の利益は改善傾向

基礎利益・利差益の推移(危険差益+費差益等)



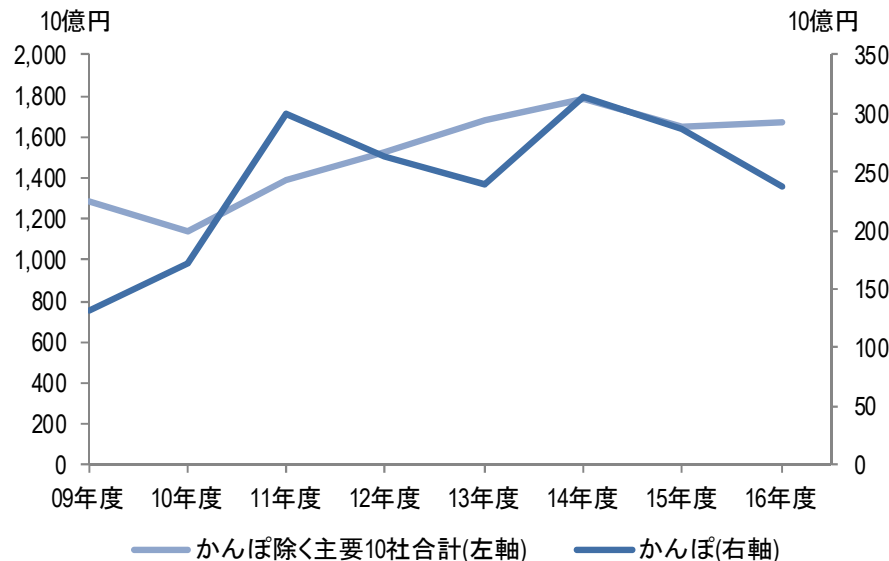
出所: 会社資料 注: かんぽ生命は旧区分の契約者配当を除いたもの

利差益の推移



出所: 会社資料
注: 主要10社は日本、第一、住友、明治安田、朝日、三井、太陽、大同、富国、ソニー

基礎利益—契約者配当繰入の推移



出所: 会社資料

- かんぽ生命では、旧勘定からの利益の減少と同時に契約者配当繰入が減少するため、危険差益・費差益(基礎利益—利差益)のグラフは契約者配当繰入控除後としている。民営化直後は新区分での赤字が大きく影響。その後一旦は改善したが、新契約の伸びが高まると利益がかえって減少するために数字が不安定。
- 大手10社計では、大手数社のトレンドに大きな影響を受けている。第三分野は成長しているが、死亡保障の保有の減少により、危険差益・費差益が減少トレンド

2018年4月に、標準生命表が11年ぶりに改定になるため、それに伴って業界各社がどのように価格改定をするかに注目

- 平均的には死亡率が2-3割下がり、前回2007年改定時の1.5倍ぐらいの変更幅
- 標準生命表が変更されると、新契約の責任準備金の算出に影響する
- 価格設定上の死亡率の仮定の変更は義務付けられていないが、過去の例では同時に価格変更が行われた
- 前回2007年は死亡保険は値下げされたが、医療保険は値上げされないばかりか、若干値下げされ、その後は医療保険での価格競争が激化した
- 今回は死亡率の引き下げ幅が大きい上、前回改定時よりも業界平均の医療保険のマージンは縮小しているため、医療保険については、前回改定時よりも値上げをすべき理由が存在する
- また、今回は所得保障等、医療保険以外の貯蓄性ではない生存保障商品の幅が広がっており、生存保障でも値上げできる商品はいくつかあるため、保障の中身の改定等でいろいろな対応が可能

標準生命表改定時の価格変更の影響

	JGAAP 利益	新契約 EV
死亡保障		
値下げしない	増加	中立
値下げ(標準生命表の改定と同様に価格を変更した場合)	中立	減少
生存保障・第三分野		
値上げ(標準生命表の改定と同様に価格を変更した場合)	中立	増加
値上げしない	減少	中立

出所: J.P.モルガン

日銀による異次元緩和開始後、株価上昇により資本力も改善した。一方で、金利低下による日本市場の魅力度は低下し、長期の人口減も見越し、海外投資が活発化

- 買収発表前の時価総額に対して、高いプレミアムを払って買収したケースも多かった
- 成果の評価は尚早のケースが多い

大手生保の海外保険会社への投資

会社名	相手先	国	内容	出資額(10億円)	出資比率	実施時期
日本生命	リライアンス・ニッポンライフ・アセットマネジメント(資産運用会社)	インド	出資	150.0	49.0%	2012年8月
	ポスト・アドバイザリー・グループ(資産運用会社)	アメリカ	出資	3.5	20.0%	2013年5月
	セクイスライフ(生保)	インドネシア	出資・業務提携	43.0	20.0%	2014年10月
	MLC(ナショナル・オーストラリア銀行の生保事業)	オーストラリア	買収	180.0	80.0%	2016年10月
住友生命	バオベト・ホールディングス(保険・金融グループ)	ベトナム	出資	28.0	18.0%	2013年3月
	BNI ライフ・インシュアランス(生保)	インド	出資	36.2	40.0%	2014年5月
	シメトラ社(生保)	アメリカ	買収	466.6	100.0%	2016年2月
第一生命	プロテクティブ社(生保)	アメリカ	買収	582.2	100.0%	2015年2月
明治安田生命	タイライフ・インシュアランス・PCL(生保)	タイ	出資	68.0	15.0%	2013年11月
	スタンコブ社(生保)	アメリカ	買収	624.6	100.0%	2016年3月

出所: 会社資料

株式市場による生保の評価：財務会計利益やそれに近い修正利益から配当や自己株取得が決定されるため、配当利回りが損保や銀行と比べ低い→企業価値(EV)に対して割安

上場生保 4 社のエンベディッド・バリューと株価 EV 倍率 (全社 UFR 使用)

百万円

	A 社	B 社	C 社	かんぽ生命
時価総額	2,244,842	976,190	779,000	1,459,200
2016 年度末 EV	5,495,400	2,410,000	1,441,100	3,355,600
2016 年度末 修正 EV (MCEV)	5,495,400	2,410,000	1,566,173	3,355,600
1Q までの EV 上の修正純資産の変動額	240,000	38,800	-33,500	-700
1Q までの既契約価値の変動額	70,000	41,200	70,600	17,400
17 年 6 月末以降の有価証券含み益の変動額(株と外債)	94,963	31,090	1,779	23,429
17 年 6 月末以降の金利変動効果	737	-27,829	37,004	52,193
6 月末以降の株式含み益及び金利の変動を加味した修正 EV	5,901,101	2,493,261	1,642,057	3,447,923
株価修正 EV 倍率	0.38	0.39	0.47	0.42
2017 年度 2Q~4Q の既契約価値に対する期待収益	204,163	77,634	33,737	50,576
2017 年度 2Q~4Q 新契約価値	150,000	90,000	45,000	120,000
その他の調整(自社株買い)	-23,000		0	0
2017 年度末予想 EV	6,232,264	2,660,896	1,720,794	3,618,499
2017 年度末予想 1 株あたり EV	5,357	4,277	3,956	6,031
2017 年度予想株価 EV 倍率	0.36	0.37	0.45	0.40
配当利回り(17 年度予)	2.33%	2.23%	3.07%	2.63%

出所：会社資料、ブルームバーグおよび J.P.モルガン予想

注：2017 年 9 月 22 日終値。TOPIX1664.61、金利、為替レート等の市場前提もすべて 9 月 22 日。

2018 年 3 月末予想 EV に対する感応度比較

	A 社	B 社	C 社	かんぽ生命
TOPIX が 10%上昇した場合の EV の増加率	3.9%	2.6%	0.3%	1.6%
TOPIX が 10%減少した場合の EV の増加率	-3.9%	-2.6%	-0.3%	-1.6%
イールドカーブが 0.5%ポイントバラレルに上昇した場合の EV 増加率	6.8%	-2.0%	3.0%	5.9%
資産評価に用いる金利のみが 0.5%上昇(修正純資産への影響)	-20.0%	-18.5%	-38.7%	-72.8%
負債評価に用いる金利のみが 0.5%上昇(VIF への影響)	26.8%	16.5%	41.6%	78.6%
イールドカーブが 0.5%ポイントバラレルに下降した場合の EV 増加率	-8.8%	-12.9%	-7.6%	-11.8%
資産評価に用いる金利のみが 0.5%下降(修正純資産への影響)	21.9%	14.2%	40.4%	79.0%
負債評価に用いる金利のみが 0.5%下降(VIF への影響)	-30.6%	-27.0%	-48.1%	-90.9%
金利スワップションボラティリティが 25%上昇した場合の EV の増加率	-0.2%	-1.4%	-1.2%	-4.0%
為替レートが 10%円安に変動した場合の EV の変化率	3.9%	2.6%	1.3%	0.9%

出所：会社資料、J.P.モルガン 注：2017/9/22 の金利株価前提とした 2018 年 3 月末予想 EV に対する感応度

生保の株主還元比較

百万円

		16 年度	17 年度 予
A 社	純利益	231,286	179,000
	修正純利益	210,100	180,000
	一株あたり配当(円)	43	45
	配当	50,582	52,935
	自社株買い	23,000	20,000
	配当利回り	2.23%	2.33%
B 社	総還元利回り	3.24%	3.21%
	総還元性向	35.0%	40.5%
	実質利益	91,700	79,000
	一株あたり配当(円)	32.5	35
	配当	20,558	22,139
	自社株買い	17,000	15,000
C 社	配当利回り	2.07%	2.23%
	総還元利回り	3.78%	3.74%
	総還元性向	41.0%	47.0%
	純利益	41,621	42,000
	純利益(米国基準)	118,713	107,725
	一株あたり配当(円)	55	55
かんぽ生命	配当	23,922	23,922
	配当利回り	3.07%	3.07%
	配当性向	57.5%	57.0%
	純利益	88,596	86,000
	修正純利益	118,139	133,419
	一株あたり配当(円)	60	64
	配当	36,000	38,400
	配当利回り	2.47%	2.63%
	配当性向	41%	45%

出所：会社資料、ブルームバーグ、J.P.モルガン予想

注：かんぽ生命の修正純利益は、危険準備金・価変準備金超過繰入を控除している。

株式市場による生保の評価：欧州と比較しても配当水準が低いため、EV倍率は低い

- 株価EV倍率は、金利低下とともに低下してきた。最近ではマイナス金利導入後に一旦大きく低下し、その後戻ったが、2017年3月半ばからの金利低下で再び低下
- EVの平準化成長率（金融市場前提が変化しないと仮定した場合）と株価EV倍率の関係では、欧州生保よりも割安だが、配当利回りが欧州生保のほうが日本の生保よりもずっと高いことが主要因と思われる
- 日本の生保の契約は欧米よりも格段に長期なため、危険差マージンが高くEVが高く、契約からの将来利益の現在価値が高くて、手前ではキャッシュインフローが少なく配当を増やしにくい

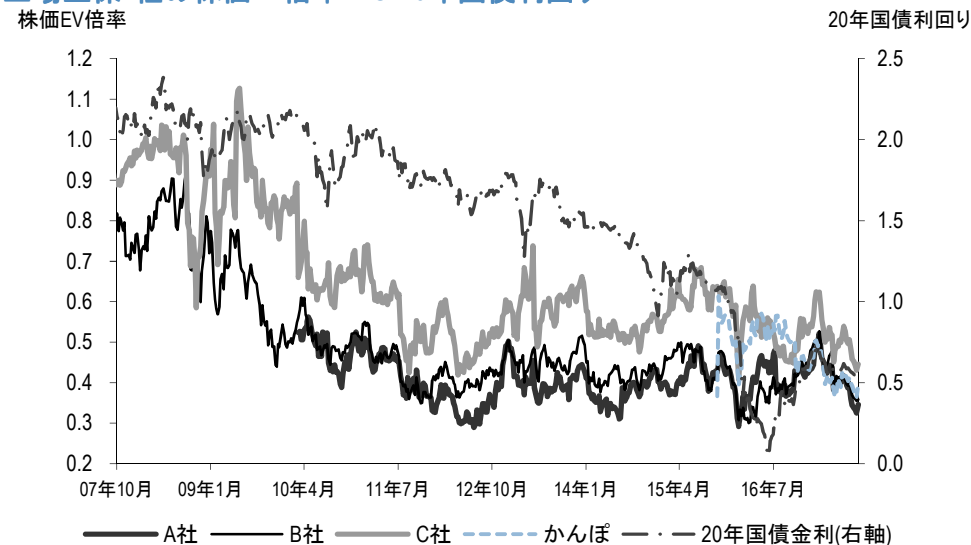
上場生保のEV期待成長率比較

百万円

	A社	B社	C社	かんぽ生命
EVの予定収益合計	272,218	103,512	44,983	67,435
EV比(a)	5.0%	4.5%	3.1%	2.0%
新契約EV	180,000	130,000	60,000	180,000
EV比(b)	3.3%	5.7%	4.2%	5.4%
予想期待EV成長率(a)+(b)	8.2%	10.2%	7.3%	7.4%
金利が50bps上昇した場合				
新契約EVの増加額	60,000	40,000	25,000	70,000
平準化EV成長率の改善幅	1.1%	1.7%	1.7%	2.1%
金利が50bps上昇した場合のEV成長率	9.3%	11.9%	9.0%	9.5%
平準化EV成長率の改善率	13.3%	17.1%	23.8%	28.3%

出所：J.P.モルガン予想 注：9月21日の金利株価前提

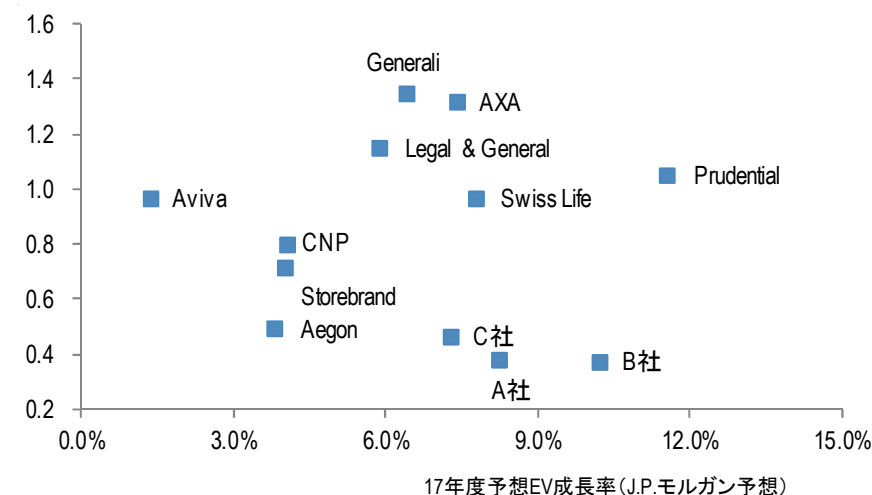
上場生保4社の株価EV倍率 vs. 20年国債利回り



出所：ブルームバーグ、会社資料、J.P.モルガン

EEV・MCEVを開示している欧州と日本の生保のEV倍率とEV成長率：

17年度予想株価EV倍率(倍)



出所：ブルームバーグ、J.P.モルガン予想
注：株価は2017年9月21日時点

J.P.Morgan

株式市場による生保の評価：日本の財務会計ベースのPERは高めだが、米国基準に簡易的に修正した利益でみるとPERは安い。ただし、損保セクターのほうが割安

日本の保険会社の財務会計ベースのバリュエーション

		株価 (円)	無修正 BPS (円)		無修正 PBR(倍)		修正 BPS(円)		修正 PBR(倍)		無修正 EPS(円)			無修正 PER(倍)			米国基準 EPS(円)			米国基準 PER(倍)		
	ティッカー	(2017/9/22)	3/17	3/18 予	3/17	3/18 予	3/17	3/18 予	3/17	3/18 予	3/17	3/18 予	3/19 予	3/17	3/18 予	3/19 予	3/17	3/18 予	3/19 予	3/17	3/18 予	3/19 予
東京海上 HD	8766	4,500.0	4,759	4,809	0.95	0.94	5,318	5,512	0.85	0.82	366	375	375	12.3	12.0	12.0	601	560	571	7.5	8.0	7.9
MS&AD	8725	3,708.0	4,616	4,903	0.80	0.76	5,625	5,999	0.66	0.62	355	417	399	10.4	8.9	9.3	540	585	574	6.9	6.3	6.5
SOMPO HD	8630	4,523.0	4,751	5,095	0.95	0.89	5,249	5,577	0.86	0.81	423	455	465	10.7	9.9	9.7	505	615	637	9.0	7.4	7.1
第一生命	8750	1,929.5	2,670	2,776	0.72	0.69	3,205	3,334	0.60	0.58	197	152	162	9.8	12.7	11.9	239	204	214	8.1	9.4	9.0
T&D	8795	1,569.0	1,734	1,847	0.90	0.85	2,136	2,274	0.73	0.69	119	118	125	13.2	13.3	12.5	212	194	201	7.4	8.1	7.8
SFH	8729	1,791.0	1,379	1,482	1.30	1.21	3,336	3,529	0.54	0.51	96	97	102	18.7	18.4	17.5	273	248	253	6.6	7.2	7.1
かんぽ生命	7181	2,432.0	3,090	3,175	0.79	0.77	4,340	4,206	0.56	0.58	148	144	145	16.5	16.9	16.7	197	218	220	12.3	11.2	11.1

出所：会社資料、ブルームバーグ、J.P.モルガン予想

かんぽ生命の固有の環境に関する株式市場の評価

- 株式の流動性が低い
- 規制により民間生保にない経営リスクを負っている
 - 民営化委員会の審議を経た上でないと、当該新商品が販売できるかわからない
 - 認可申請する商品の詳細を公表せざるをえないため、認可待ち期間に他社に追随された事例があり、オリジナルな商品の導入にリスクが伴う
- 複数の監督官庁の規制・方針の制約に面している
 - 改正民営化法がユニバーサルサービス義務を規定：郵便局における保険の募集については「終身保険と養老保険」の募集として規定されている
 - 銀行と生保は金融庁が所管：金融庁はERMを重視しており、この流れに沿った商品戦略が自ずと求められている

保険会社の時価総額と売買代金

会社名	ティッカー	時価総額 (10億円)	直近一ヶ月 一日平均売買 代金(百万円)
東京海上 HD	8766	3,431	10,290
MS&AD	8725	2,192	5,491
SOMPO HD	8630	1,882	8,361
第一生命	8750	2,319	11,557
T&D	8795	1,028	4,562
SFH	8729	781	2,458
かんぽ生命	7181	1,467	999
アニコム HD	8715	55	538
ライフネット生命	7157	19	15

出所：ブルームバーグ 注：2017 年 9 月 22 日現在。

Disclosures

本レポートで推奨している銘柄 (2017年9月22日終値)

MS&ADホールディングス (8725) (8725.T/3708円/Overweight), T&Dホールディングス (8795) (8795.T/1569円/Overweight), かんぽ生命 (7181) (7181.T/2432円/Not Rated), ゆうちょ銀行 (7182) (7182.T/1410円/Not Rated), イオンフィナンシャルサービス (8570) (8570.T/2347円/Neutral), オリックス (8591) (8591.T/1836円/Overweight), クレディセゾン (8253) (8253.T/2199円/Underweight), ソニーフィナンシャルホールディングス (8729) (8729.T/1791円/Overweight), マネックスグループ (8698) (8698.T/296円/Neutral), 大和証券グループ本社 (8601) (8601.T/645円/Neutral), 日本郵政 (6178) (6178.T/1363円/Not Rated), 東京海上ホールディングス (8766) (8766.T/4500円/Overweight), 松井証券 (8628) (8628.T/869円/Neutral), 第一生命ホールディングス (8750) (8750.T/1930円/Overweight), 野村ホールディングス (8604) (8604.T/631円/Neutral)

リーガル・ディスクロージャー:

- ・ **流動性提供者/マーケット・メーカー:** J.P. Morgan Securities plc.は、イオンフィナンシャルサービス (8570), クレディセゾン (8253), 第一生命ホールディングス (8750), 大和証券グループ本社 (8601), ゆうちょ銀行 (7182), 日本郵政 (6178), かんぽ生命 (7181), 松井証券 (8628), マネックスグループ (8698), MS&ADホールディングス (8725), 野村ホールディングス (8604), オリックス (8591), ソニーフィナンシャルホールディングス (8729), T&Dホールディングス (8795), 東京海上ホールディングス (8766)の株式の流動性の提供および/あるいはイオンフィナンシャルサービス (8570), クレディセゾン (8253), 第一生命ホールディングス (8750), 大和証券グループ本社 (8601), ゆうちょ銀行 (7182), 日本郵政 (6178), かんぽ生命 (7181), 松井証券 (8628), マネックスグループ (8698), MS&ADホールディングス (8725), 野村ホールディングス (8604), オリックス (8591), ソニーフィナンシャルホールディングス (8729), T&Dホールディングス (8795), 東京海上ホールディングス (8766)が発行している有価証券についてマーケットメイクを行っています。
- ・ **主幹事、あるいはその他の引受人:** J.P. モルガンは、過去12ヶ月間に以下の企業の株式および/あるいは社債の公募発行における主幹事あるいはその他の引受人となっております: 大和証券グループ本社 (8601), MS&ADホールディングス (8725), オリックス (8591)
- ・ **アナリスト・ポジション:** 以下のアナリスト、リサーチアソシエイト、あるいは彼らの世帯に属する者は野村ホールディングス (8604)の証券に対するポジションを有しております: 辻野 菜摘。
- ・ **顧客:クレディセゾン (8253), 第一生命ホールディングス (8750), 大和証券グループ本社 (8601), ゆうちょ銀行 (7182), 日本郵政 (6178), かんぽ生命 (7181), 松井証券 (8628), マネックスグループ (8698), MS&ADホールディングス (8725), 野村ホールディングス (8604), オリックス (8591), ソニーフィナンシャルホールディングス (8729), T&Dホールディングス (8795), 東京海上ホールディングス (8766)は過去12ヵ月あるいは現在JPMの顧客です。**
- ・ **顧客/インベストメント・バンキング:** 第一生命ホールディングス (8750), 大和証券グループ本社 (8601), MS&ADホールディングス (8725), オリックス (8591), ソニーフィナンシャルホールディングス (8729)は過去12ヵ月あるいは現在JPMの顧客で、過去12ヵ月にJPMは同企業にインベストメント・バンキング・サービスを行っております。
- ・ **顧客/インベストメント・バンキング以外の有価証券関連:** クレディセゾン (8253), 第一生命ホールディングス (8750), 大和証券グループ本社 (8601), ゆうちょ銀行 (7182), かんぽ生命 (7181), 松井証券 (8628), マネックスグループ (8698), MS&ADホールディングス (8725), 野村ホールディングス (8604), オリックス (8591), ソニーフィナンシャルホールディングス (8729), T&Dホールディングス (8795), 東京海上ホールディングス (8766)は過去12ヵ月あるいは現在JPMの顧客で、過去12ヵ月にJPMは同企業にインベストメント・バンキング・サービス以外の有価証券に関する業務サービスを行っております。
- ・ **顧客/有価証券関連以外:** 野村ホールディングス (8604), ソニーフィナンシャルホールディングス (8729)は過去12ヵ月あるいは現在JPMの顧客で、過去12ヵ月にJPMは同企業に有価証券以外に関する業務サービスを行っております。
- ・ **投資銀行部門の報酬(過去12ヶ月):** J.P. モルガンは、過去12ヶ月間に第一生命ホールディングス (8750), 大和証券グループ本社 (8601), MS&ADホールディングス (8725), オリックス (8591), ソニーフィナンシャルホールディングス (8729)からインベストメント・バンキング・サービスに対する報酬を受け取っております。
- ・ **投資銀行部門の報酬 (今後3ヶ月):** J.P. モルガンは、本レポートで推奨された有価証券の発行企業から今後3ヶ月間に、以下の企業からインベストメント・バンキング・サービスに対する報酬を受け取る予定あるいは意図があります: 第一生命ホールディングス (8750), 大和証券グループ本社 (8601), ゆうちょ銀行 (7182), 日本郵政 (6178), かんぽ生命 (7181), MS&ADホールディングス (8725), オリックス (8591), ソニーフィナンシャルホールディングス (8729)
- ・ **投資銀行部門以外の報酬(過去12ヶ月):** JPMSは過去12ヶ月間に、クレディセゾン (8253), 第一生命ホールディングス (8750), 大和証券グループ本社 (8601), ゆうちょ銀行 (7182), かんぽ生命 (7181), 松井証券 (8628), マネックスグループ (8698), MS&ADホールディングス (8725), 野村ホールディングス (8604), オリックス (8591), ソニーフィナンシャルホールディングス (8729), T&Dホールディングス (8795), 東京海上ホールディングス (8766)から投資銀行部門以外の商品あるいはサービスに対する報酬を受け取っております。
- ・ **その他の投資事項:** J.P. モルガンは、イオンフィナンシャルサービス (8570), クレディセゾン (8253), 第一生命ホールディングス (8750), 大和証券グループ本社 (8601), ゆうちょ銀行 (7182), 日本郵政 (6178), かんぽ生命 (7181), 松井証券 (8628), マネックスグループ (8698), MS&ADホールディングス (8725), 野村ホールディングス (8604), オリックス (8591), ソニーフィナンシャルホールディングス (8729), T&Dホールディングス (8795), 東京海上ホールディングス (8766)に対し社債で百万米ドルあるいはそれ以上のポジションを持っています。

本株価チャートはJ.P.モルガンが継続してカバレッジしている銘柄の株価を示しています。現在の担当アナリストは、表示された全期間もしくは一部の期間において、当該銘柄をカバーしています。J.P.モルガンのレーティングまたはその停止: OW = Overweight, N= Neutral, UW = Underweight, NR = Not Rated

Disclosures

金融商品取引法に基づく表示事項

株式をお取引する場合には、約定代金に事前にお客様と個別に合意した手数料率を乗じて算出した委託手数料及び消費税を頂くことになります。株式を募集等により取得する場合には、購入対価のみお支払いいただくことになります。株式取引は株価の変動等により損失が生じる恐れがあります。また、外国株式取引の場合、為替相場の変動によっても損失が生じるおそれがあります。

金融商品取引業者 JPモルガン証券株式会社関東財務局長(金商)第82号 加入協会/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、一般社団法人日本投資顧問業協会

本稿は当該企業の最新リサーチレポートに基いて作成されたものです。

アナリストによる保証

本リサーチの第一責任者であり、表紙の冒頭の氏名に「AC」を掲載されているリサーチアナリストが、次のことをここに保証する。(複数のリサーチアナリストが本リサーチの共同第一責任者である場合は、表紙に記載されている各アナリストグループの中で氏名に「AC」を掲載された者、もしくは本リサーチ内に氏名を掲載された者が、それぞれに当該有価証券または発行体に関する記述について、個別に、次のことをここに保証する。)(1)本リサーチにおいて示された全ての意見は、当該有価証券或いは当該有価証券発行体のありとあらゆる点に関するリサーチアナリスト個人の意見を正確に反映するものであること(2)リサーチアナリストへの報酬は、現在、過去、未来において、直接間接を問わず、本リサーチにおいて示された特定の推奨或いは意見とは一切関連のないものであること。冒頭ページのリスト内の韓国をベースとするアナリストは、KOFIAの要件に基づき、不当な影響や干渉のない状態で、誠意をもって作成された分析及びアナリスト自身の意見を反映した意見であることを併せて保証する。

株式バリュエーション及びリスク要因:

カバー銘柄もしくはカバー銘柄の目標株価に関するバリュエーションの方法ならびにリスク要因の説明については、当該銘柄について書かれた最新の個別企業レポートをご覧ください。最新のレポートはホームページ(<http://www.jpmorganmarkets.com>)よりご覧になれるほか、当該銘柄の担当アナリストもしくはJ.P.モルガンの担当者にご連絡いただくか、Eメール(research.disclosure.inquiries@jpmorgan.com)にてお尋ね下さい。掲載された当社モデルについての重要情報については、個別企業レポートのファイナンシャル・サマリーと個別企業頁をご覧ください。レポートはホームページ(<http://www.jpmorganmarkets.com>)の個別企業頁よりご覧になれます。レポートには根拠となる分析を記載しております。

個別銘柄に関する重要なディスクロージャー:

要約レポート及びJ.P.モルガンがカバレッジを行っている全銘柄に対する、株価チャートを含む重要なディスクロージャーは、<https://jpmm.com/research/disclosures>にてご覧になれます。もしくは、1-800-477-0406/米国またはresearch.disclosure.inquiries@jpmorgan.comへお問い合わせ下さい。J.P.モルガンのストラテジー、テクニカル、クウォンツリサーチチームは、J.P.モルガンがカバレッジを行っていない銘柄を選択する場合があります。これらの銘柄についての重要なディスクロージャーは、1-800-477-0406/米国またはresearch.disclosure.inquiries@jpmorgan.comへお問い合わせ下さい。

アナリスト報酬:

本レポートの準備、執筆にたずさわったアナリストの報酬は、リサーチの質や正確さ、クライアントの反応、競争力、会社全体の業績など、様々な要因によって決まります。

米国以外のアナリスト登録:

特に記載が無い限り、レポート表紙に記載された米国以外のアナリストはJPMSの米国関連会社以外の関連会社の従業員であり、NYSEおよびFINRAの規定にあるリサーチアナリストとしての登録あるいは資格を有しておらず、JPMSの特殊関係人でなく、FINRA Rule 2241の規制である調査対象企業とのコミュニケーション、パブリックアピランスおよびリサーチアナリストの取引口座における有価証券取引に関する制約を受けない可能性があります。。

お客様にご利用頂ける全てのリサーチレポートは、発行と同時に当社の顧客用ウェブサイトであるJ.P. Morgan Marketsにおいてご覧いただけます。全てのリサーチの内容が、第三者によるコンテンツ・サイト等に再配信・送信されている、または同サイト等で入手可能となっているとは限りません。個別銘柄について入手可能なレポートは、当社の担当セールスにお問い合わせ下さい。

オプションに関する調査資料:

本資料で提供する情報がオプションに関する調査資料である場合、当該情報は適切なオプションリスクディスクロージャー資料を受領した場合に限り、入手が可能となります。Option Clearing Corporation's Characteristics and Risks of Standardized Optionsの資料入手に関しては、J.P.モルガンの担当者にご連絡いただくか、もしくはOption Clearing Corporation (OCC)のウェブサイト<http://www.optionsclearing.com/publications/risks/riskstoc.pdf> をご覧ください。

Disclosures

一般: 追加情報は御要望に応じてお渡しいたします。本資料で提供している情報は信頼できると考える筋から得たものですが、JPMorgan Chase & Co.、もしくは関連会社、およびもしくは子会社(総称してJ.P.モルガン)は、JPMSおよびもしくはその関連会社に関するディスクロージャーおよびアナリストと有価証券の発行企業との関係を示すディスクロージャー以外については、掲載された情報の完全性あるいは正確性を保証するものではありません。株価は、明記がない限り市場取引終了時点のものを示しています。見解や評価は記載時点での判断であり、予告なしに変更されることがあります。過去のパフォーマンスは、将来における結果を示唆するものではありません。本資料はいかなる金融商品についても、その売買に関する申し出あるいは勧誘を意図したものではありません。本資料に掲載されている証券、金融商品、あるいは投資戦略は全ての投資家に適合するとは限りません。本資料に掲載されている見解や推奨は各投資家の状況、目標、あるいはニーズを考慮したものではなく、特定の投資家に対し、特定の証券、金融商品、あるいは投資戦略を薦めるものではありません。本資料の受領にあたり、本資料に掲載されている証券または金融商品に関する判断は投資家ご自身でなさるようお願いいたします。米国以外の関連会社が発行した調査資料の米国内での配布、および内容に関する責任はJPMSが負っております。J.P.モルガンは企業の開発や発表事項、市場の状況あるいは公表された情報に基づき、企業および業界に関して定期的に情報のアップデートを提供することができます。準拠法により認められている場合を除き、投資家はアナリストとの連絡および取引の執行は現地のJ.P.モルガン子会社、あるいは関連会社を通じて行ってください。

レーティングとその停止についての説明とアナリストのカバレッジ銘柄:

J.P.モルガンは以下の定義に基づいてレーティングを付与しています: Overweight (今後半年～1年以内に、担当アナリスト、あるいはアナリストチームのカバレッジ・ユニバースにおける全銘柄のトータルリターンの平均をアウトパフォームすると我々が予想する) Neutral (今後半年～1年以内に、担当アナリスト、あるいはアナリストチームのカバレッジ・ユニバースにおける全銘柄のトータルリターンの平均と同程度のリターンを実現すると我々が予想する) Underweight (今後半年～1年以内に、担当アナリスト、あるいはアナリストチームのカバレッジ・ユニバースにおける全銘柄のトータルリターンの平均をアンダーパフォームすると我々が予想する) Not Rated (NR) : J.P.モルガンは、会社の十分な基礎情報を得られないか、または法的、規制上もしくは政策上の、いずれかの理由によりレーティング(場合によっては目標株価)を停止しております。過去に付与していたレーティング(場合によっては目標株価)は、現時点において依拠されないようお願い致します。NRを付与することは、銘柄の推奨やレーティングの付与にはあたりません。アジア(オーストラリアを除く)及び英国における中小型株式のリサーチでは、各銘柄の予想トータルリターンは、アナリストのカバレッジ・ユニバースではなく、ベンチマークとする国の市場指数の予想トータルリターンと比較を行っています。保証を行っているアナリストのカバレッジ・ユニバースについて、本レポートの重要なディスクロージャーの中に含まれていない場合には、J.P.モルガンのリサーチウェブサイト(<http://www.jpmmorganmarkets.com>)にてご確認頂けます。

J.P.モルガン株式調査部レーティングの内訳(2017年7月3日)

	Overweight (buy)	Neutral (hold)	Underweight (sell)
J.P. Morganグローバル・エクイティ・リサーチのカバレッジ	44%	45%	11%
投資銀行部門の顧客*	52%	50%	31%
JPMSエクイティ・リサーチのカバレッジ	44%	50%	6%
投資銀行部門の顧客*	68%	65%	46%

* 各レーティングにおける投資銀行部門顧客の占める割合

注: FINRA/NYSEのレーティング・ディストリビューション・ディスクロージャールールに準拠すると、Overweightはbuyに、Neutralはholdに、Underweightはsellに適合する。上記図表にはレーティング停止中の銘柄は含まれておりません。

Disclosures

その他のディスクロージャー:

J.P.モルガン ("JPM")は、JP Morgan Securities, LLC. (JPMS)および全世界における米国以外の関連会社のブランドネームです。J.P. Morgan CazenoveはJPMorgan Chase & Coおよびその関連会社の英国におけるインベストメント・バンキング・ビジネス、EMEAの株式および株式調査ビジネスのマーケティングネームです。

法人: 米国: JPMSはNYSE、FINRA、SIPCならびにNFAの会員です。JPMorgan Chase Bank, N.A.はFDICの会員です。英国: JPMorgan Chase N.A., London BranchはPrudential Regulation Authorityの認可を受け、Financial Conduct AuthorityとPrudential Regulation Authority (一部)の監督下にあります。Prudential Regulation Authority による監督範囲の詳細については、J.P. Morgan までお問い合わせください。J.P. Morgan Securities plc. (JPMS plc) はロンドン証券取引所の会員であり、Prudential Regulation Authority の認可を受け、Financial Conduct Authority とthe Prudential Regulation Authorityの監督下にあります。イギリスおよびウェールズで登録されています: No. 2711006. Registered Office 25 Bank Street, London, E14 5JP. 南アフリカ: J.P. Morgan Equities South Africa Proprietary Limitedはヨハネスブルグ証券取引所の会員でFinancial Services Boardの監督下にあります。香港: J.P. Morgan Securities (Asia Pacific) Limited (CE 番号はAAJ321)は香港のHong Kong Monetary Authority およびSecurities and Futures Commissionの監督下にあります。J.P. Morgan Broking (Hong Kong) Limited (CE 番号はAAB027)は香港のSecurities and Futures Commissionの監督下にあります。韓国: 韓国内における当調査資料の発行・配布は、韓国取引所(KRX)の会員であり、かつFinancial Services Commission (FSC)およびFinancial Supervisory Service (FSS)の監督下にあるJ.P. Morgan Securities (Far East) Limited, Seoul Branchによって、または通じて行っております。オーストラリア: J.P. Morgan Australia Limited (JPMAL) (ABN 52 002 888 011/AFS Licence No:238188)はASICの監督下にあり、J.P. Morgan Securities Australia Limited (JPMSAL) (ABN 61 003 245 234/AFS Licence No:238066)はASXおよびCHI-Xから証券・清算・決済業務の認可を受けており、ASICの監督下にあります。台湾: J.P. Morgan Securities (Taiwan) Limitedは台湾証券取引所(会社型)および台湾金融監督委員会(Taiwan Securities and Futures Bureau)の監督下にあります。インド: J.P. Morgan India Private Limited (Corporate Identity NumberはU67120MH1992FTC068724, J.P. Morgan Tower, Off. C.S.T. Road, Kalina, Santacruz East, Mumbai – 400098) は、Securities and Exchange Board of India (SEBI)にRegistration number INH000001873 として 'Research Analyst'登録されております。J.P. Morgan India Private Limitedはインド証券取引所 (National Stock Exchange of the India Limited; SEBI Registration Number - INB 230675231/INF 230675231/INE 230675231)とボンベイ証券取引所 (SEBI Registration Number - INB010675237/INF010675237) に会員登録されています。またマーチャント・バンカーとしてインド証券取引委員会に登録(SEBI Registration Number - MB/INM000002970)されております。(電話番号: 91-22-6157 3000, ファックス: 91-22-6157 3990, ウェブサイト: www.jpmpil.com) インド国外で発行された調査資料は、J.P. Morgan India Private Limitedがインド国内に配布したものではありません。タイ: 当調査資料は、タイ証券取引所の会員でMinistry of Finance and the Securities and Exchange Commission の監督下にあるJPMorgan Securities (Thailand) Limitedにより発行・配布されています。登録住所: 3rd Floor, 20 North Sathorn Road, Silom, Bangrak, Bangkok 10500. インドネシア: PT J.P. Morgan Securities Indonesia は、インドネシア証券取引所の会員であり、the OJK a.k.a BAPEPAM LKの監督下にあります。フィリピン: J.P. Morgan Securities Philippines Inc.はフィリピン証券取引所の取引参加者、Securities Clearing Corporation of the PhilippinesおよびSecurities Investor Protection Fundの会員で、フィリピン証券取引委員会(SEC)の監督下にあります。ブラジル: Banco J.P. Morgan S.A.はブラジル証券取引委員会(CVM)およびブラジル中央銀行(BCB)の監督下にあります。メキシコ: J.P. Morgan Casa de Bolsa, S.A. de C.V., J.P. Morgan Grupo Financieroはメキシコ証券取引所の会員であり、National Banking and Securities Exchange Commissionからブローカーディーラーとして認可を受けております。シンガポール: シンガポール内における当調査資料の発行・配布はシンガポール証券取引所の会員でMonetary Authority of Singapore (MAS)監督下のJ.P. Morgan Securities Singapore Private Limited (JPMSS)[MCI (P) 202/03/2017 and Co. Reg. No.:199405335R]および/もしくは、MAS監督下のJPMorgan Chase Bank, N.A., Singapore branch (JPMCB Singapore)[MCI (P) 059/09/2017]によって、または通じて行っております。当調査資料はシンガポール内においてはSection 4A of the Securities and Futures Act (SFA), Cap. 289にて定義された "accredited investors", "expert investors" 及び "institutional investors," のみに配信されます。本資料は、個人投資家またはSFA Section 4Aにおいて定義されているaccredited investors、expert investorsもしくはinstitutional investorsに該当しないその他のinvestorsに対しての、発行・配布を意図しておりません。本資料により発生した/もしくは本資料に関連する問い合わせは、JPMSSもしくはJPMCB Singaporeにご連絡下さい。日本: JPモルガン証券株式会社及びJP モルガン・チェース銀行東京支店は金融庁の監督下にあります。マレーシア: 当調査資料の発行・配布はJ.P. Morgan Securities (Malaysia) Sdn Bhd (18146-X)が行っており、Bursa Malaysia Berhadの会員かつマレーシア証券委員会が認可する資本市場サービスライセンス(Capital Markets Services License)の取得者です。パキスタン: J. P. Morgan Pakistan Broking (Pvt.) Ltd はカラチ証券取引所の会員で、Securities and Exchange Commission of Pakistanの監督下にあります。サウジアラビア: J.P. Morgan Saudi Arabia Ltd.は、サウジアラビア王国のサウジ資本市場庁(Capital Market Authority)より、エージェントとして取引の遂行、証券業務に関するアレンジ、助言および保管に携わる認可(35-07079, 8th Floor, Al-Faisaliyah Tower, King Fahad Road, P.O. Box 51907, Riyadh 11553, Kingdom of Saudi Arabia)を受けております。ドバイ: JPMorgan Chase Bank, N.A., Dubai Branch は、Dubai Financial Services Authority (DFSA) の監督下にあります。登録住所: Dubai International Financial Centre - Building 3, Level 7, PO Box 506551, Dubai, UAE.

Disclosures

Country and Region Specific Disclosures

U.K. and European Economic Area (EEA): Unless specified to the contrary, issued and approved for distribution in the U.K. and the EEA by JPMS plc. Investment research issued by JPMS plc has been prepared in accordance with JPMS plc's policies for managing conflicts of interest arising as a result of publication and distribution of investment research. Many European regulators require a firm to establish, implement and maintain such a policy. Further information about J.P. Morgan's conflict of interest policy and a description of the effective internal organisations and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest is set out at the following link <https://www.jpmorgan.com/jpmpdf/1320678075935.pdf>. This report has been issued in the U.K. only to persons of a kind described in Article 19 (5), 38, 47 and 49 of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (all such persons being referred to as "relevant persons"). This document must not be acted on or relied on by persons who are not relevant persons. Any investment or investment activity to which this document relates is only available to relevant persons and will be engaged in only with relevant persons. In other EEA countries, the report has been issued to persons regarded as professional investors (or equivalent) in their home jurisdiction. **Australia:** This material is issued and distributed by JPMSAL in Australia to "wholesale clients" only. This material does not take into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of the recipient. The recipient of this material must not distribute it to any third party or outside Australia without the prior written consent of JPMSAL. For the purposes of this paragraph the term "wholesale client" has the meaning given in section 761G of the Corporations Act 2001. **Germany:** This material is distributed in Germany by J.P. Morgan Securities plc, Frankfurt Branch which is regulated by the Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. **Hong Kong:** The 1% ownership disclosure as of the previous month end satisfies the requirements under Paragraph 16.5(a) of the Hong Kong Code of Conduct for Persons Licensed by or Registered with the Securities and Futures Commission. (For research published within the first ten days of the month, the disclosure may be based on the month end data from two months prior.) J.P. Morgan Broking (Hong Kong) Limited is the liquidity provider/market maker for derivative warrants, callable bull bear contracts and stock options listed on the Stock Exchange of Hong Kong Limited. An updated list can be found on HKEx website: <http://www.hkex.com.hk>. **Korea:** This report may have been edited or contributed to from time to time by affiliates of J.P. Morgan Securities (Far East) Limited, Seoul Branch. **Singapore:** As at the date of this report, JPMSS is a designated market maker for certain structured warrants listed on the Singapore Exchange where the underlying securities may be the securities discussed in this report. Arising from its role as designated market maker for such structured warrants, JPMSS may conduct hedging activities in respect of such underlying securities and hold or have an interest in such underlying securities as a result. The updated list of structured warrants for which JPMSS acts as designated market maker may be found on the website of the Singapore Exchange Limited: <http://www.sgx.com.sg>. In addition, JPMSS and/or its affiliates may also have an interest or holding in any of the securities discussed in this report – please see the Important Disclosures section above. For securities where the holding is 1% or greater, the holding may be found in the Important Disclosures section above. For all other securities mentioned in this report, JPMSS and/or its affiliates may have a holding of less than 1% in such securities and may trade them in ways different from those discussed in this report. Employees of JPMSS and/or its affiliates not involved in the preparation of this report may have investments in the securities (or derivatives of such securities) mentioned in this report and may trade them in ways different from those discussed in this report. **Taiwan:** This material is issued and distributed in Taiwan by J.P. Morgan Securities (Taiwan) Limited. According to Paragraph 2, Article 7-1 of Operational Regulations Governing Securities Firms Recommending Trades in Securities to Customers (as amended or supplemented) and/or other applicable laws or regulations, please note that the recipient of this material is not permitted to engage in any activities in connection with the material which may give rise to conflicts of interests, unless otherwise disclosed in the "Important Disclosures" in this material. **India:** For private circulation only, not for sale. **Pakistan:** For private circulation only, not for sale. **New Zealand:** This material is issued and distributed by JPMSAL in New Zealand only to persons whose principal business is the investment of money or who, in the course of and for the purposes of their business, habitually invest money. JPMSAL does not issue or distribute this material to members of "the public" as determined in accordance with section 3 of the Securities Act 1978. The recipient of this material must not distribute it to any third party or outside New Zealand without the prior written consent of JPMSAL. **Canada:** The information contained herein is not, and under no circumstances is to be construed as, a prospectus, an advertisement, a public offering, an offer to sell securities described herein, or solicitation of an offer to buy securities described herein, in Canada or any province or territory thereof. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by a dealer properly registered under applicable securities laws or, alternatively, pursuant to an exemption from the dealer registration requirement in the relevant province or territory of Canada in which such offer or sale is made. The information contained herein is under no circumstances to be construed as investment advice in any province or territory of Canada and is not tailored to the needs of the recipient. To the extent that the information contained herein references securities of an issuer incorporated, formed or created under the laws of Canada or a province or territory of Canada, any trades in such securities must be conducted through a dealer registered in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed judgment upon these materials, the information contained herein or the merits of the securities described herein, and any representation to the contrary is an offence. **Dubai:** This report has been issued to persons regarded as professional clients as defined under the DFSA rules. **Brazil:** Ombudsman J.P. Morgan: 0800-7700847 / ouvidoria.jp.morgan@jpmorgan.com.

(「その他のディスクロージャー」2017年09月09日改訂)

Copyright 2017 JPMorgan Chase & Co. - All rights reserved. 本資料および本資料で提供している情報は、J.P.モルガンの文書による同意なしに再版、転載、販売および再配布することを禁じます。