



日本

損害保険

Industry

## 損害保険セクター

Date

2017 年 11 月 20 日

予想変更

村木 正雄, CMA

リサーチアナリスト

(+81) 3 5156-6701

masao.muraki@db.com

# 上期決算から見えてきたもの：収益力低下と株主還元への影響

欧州・米国・再保険事業において、収益力が低下している

11 月 17 日、東京海上 HD と MS&AD、SOMPO HD が取引時間中に決算を発表。同日、東京海上株は+2.9%、MS&AD 株は-0.5%、SOMPO 株は-0.8%。決算を分析して見えてきたことは、（ハリケーン等の自然災害要因を除いた）コアの収益力が低下していることである。この傾向は会社間で差があるが、背景には世界的な金余り、過剰流動性相場が影響している。

収益力が低下している会社においては、ビジネスの建て直しが急務であり、それは引受拡大や海外 M&A に優先する課題である。現時点では、東京海上の一人勝ちに見える。しかし、他社が「レッドオーシャン」でビジネスを行い、東京海上だけが「ブルーオーシャン」を泳いでいるわけではない。当社では、東京海上の収益力についても過信せず、悪化の兆候をチェックしていく必要があると考える。

最大のサプライズは東京海上の自己株取得

東京海上は自己株取得（上限 1000 億円、株数の 3.4%）を発表。当社では、同社が余剰資本を持ちつつあることから、通常（250 億円/半期）をどの程度上回るかに注目してきた。通期の純利益予想 2300 億円に対して、通期の配当予想は約 1200 億円、通期の自己株取得は上期 1000 億円+下期 250 億円以上となる。半期でも通期でも、純利益を上回る還元が行われる見込み。当社では、同社が資本（ROE）調整目的の自己株取得に踏み切るかを注目してきたが、満額回答と言えるだろう。

決算上のサプライズ

決算上のサプライズは、SOMPO の海外子会社再編関連益（税後 711 億円）、台風 21 号損害（MS&AD 360 億円、SOMPO 320 億円、東京海上 300 億円）、カリフォルニアの山火事損害、SOMPO の社有不動産の売却損（税後 237 億円）、自動車保険の損害率の反転。

ハリケーン等の自然災害の比較

ハリケーン等の海外の自然災害の詳細は図表 1-3 にまとめた。全体の損失額は MS&AD が他の 2 社を大きく上回った。MS&AD は国内損保子会社での海外受再事業においてハリケーン損害が大きく拡大した（主に ADI）。また、MS Amlin の損失が 738 億円（ハリケーンで 528 億円、メキシコ地震で 42 億円、カリフォルニアの山火事で 166 億円）に達した。

投資判断：東京海上がトップピック

株主還元を含む業績予想の見直しを反映し、目標株価を微調整する（図表 36）。業績予想の下方修正を反映して、MS&AD と SOMPO の目標株価を下方修正する。当社では目標株価の算定にあたって、（修正）PER、（修正）PBR、還元利回りの 3 つの指標を使用している。MS&AD は他社比で低い（修正）PBR（図表 37）がフロアを形成するため、SOMPO は業績予想の修正が限定的であるため、目標株価の修正幅は僅かにとどまる。

収益力、資本金、成長力の観点でトップピックは東京海上（BUY）である。同社だけが、海外事業において収益力の低下が見られなかった。中期的に 6%程度の還元利回り（配当利回りは 4%）が期待できる（図表 5）。今回の予想には織り込んでいないが、すでに資本余剰が発生しているため、次の大型買収からの利益貢献も期待できる。（修正）PER（図表 38）、還元利回り（図表 5）の割安感から、SOMPO も投資判断 BUY を継続する。

本文では、各社の実力ベースの収益力の評価を行い、株主還元への影響を議論した（P.5-6）。

### 主な修正

| Company | Target Price                 | Rating |
|---------|------------------------------|--------|
| 8725.T  | 4,100.00 to<br>4,000.00(JPY) | -      |
| 8630.T  | 4,900.00 to<br>4,850.00(JPY) | -      |

出所：ドイツ証券

### 会社

東京海上ホールディングス (8766.T) 4,875 Buy  
円

|         | 2017A | 2018E | 2019E |
|---------|-------|-------|-------|
| EPS (円) | 364   | 312   | 397   |
| PER (倍) | 11.6  | 15.6  | 12.3  |

MS&AD ホールディングス (8725.T) 3,704 Hold  
円

|         | 2017A | 2018E | 2019E |
|---------|-------|-------|-------|
| EPS (円) | 351   | 245   | 361   |
| PER (倍) | 9.2   | 15.1  | 10.3  |

SOMPO ホールディングス (8630.T) 4,434 Buy  
円

|         | 2017A | 2018E | 2019E |
|---------|-------|-------|-------|
| EPS (円) | 419   | 395   | 473   |
| PER (倍) | 8.3   | 11.2  | 9.4   |

出所：ドイツ証券

### バリュエーションとリスク

当社では、PBR、PER、還元利回りの 3 つのバリュエーション指標のバランスを取り、目標株価を設定している。ダウンスайдリスクは大規模災害の発生、資産運用環境の悪化、想定を下回る還元・政策株売却・自然災害リスク削減・事業費削減、自動車保険の競争激化、大型 M&A の発表など。アップサイドリスクは、金利上昇や資産運用環境の改善、想定を上回る還元・政策株売却・自然災害リスク削減・事業費削減など。



## 上期決算のポイント

11 月 17 日、東京海上 HD と MS&AD、SOMPO HD が取引時間中に決算を発表。同日、東京海上株は+2.9%、MS&AD 株は-0.5%、SOMPO 株は-0.8%。

### 業績下方修正幅とその理由

18/3 期の会社計画純利益は、東京海上が 2800 億円→2300 億円（日経報道 2000-2500 億円、DB 予想 2370 億円）、MS&AD が 2450 億円→1450 億円（約 1500 億円、1910 億円）、SOMPO が 1830 億円→1520 億円（1500-1600 億円、1350 億円）に下方修正された。

ハリケーン損害は東京海上 620 億円（従来ガイダンス 620 億円）、MS&AD 826 億円（650-1000 億円）、SOMPO 706 億円（690 億円）。

国内自然災害予算も、東京海上で 210 億円、MS&AD で 170 億円、SOMPO で 100 億円上方修正された。10 月に発生した台風 21 号の損害は、各社 300-360 億円規模に膨らむ見通し（一部は異常危険準備金で相殺する）。

### 上期と下期の利益バランス

18/3 期上期の純利益は、東京海上が 51%減の 768 億円、MS&AD が 23%減の 757 億円、SOMPO が 96%減の 19 億円。ハリケーン損失とメキシコ地震については（本来は 1 四半期遅れて 10-12 月期に取り込むが）、重要性の観点から 7-9 月期に前倒しして織り込んだ。

MS&AD の 1-2Q 決算は、国内損保のキャピタルゲインとプライマリー生命の豪ドル関連益が支えたが、3-4Q の利益は前同比 38%減の 693 億円にとどまる見通し（東京海上は同 1532 億円、SOMPO は同 1501 億円）。

### 最大のサプライズは東京海上の自己株取得

東京海上は自己株取得（上限 1000 億円、株数の 3.4%）を発表。当社では、同社が余剰資本を持ちつつあることから、通常（250 億円/半期）をどの程度上回るかに注目してきた。通期の純利益予想 2300 億円に対して、通期の配当予想は約 1200 億円、通期の自己株取得は上期 1000 億円+下期 250 億円以上となる。半期でも通期でも、純利益を上回る還元が行われる見込み。当社では、同社が資本（ROE）調整目的の自己株取得に踏み切るかを注目してきたが、満額回答と言えるだろう。

### 決算上のサプライズ

決算上のサプライズは、SOMPO の海外子会社再編関連益（税後 711 億円）、台風 21 号損害（MS&AD 360 億円、SOMPO 320 億円、東京海上 300 億円）、カリフォルニアの山火事損害（MS&AD 177 億円、東京海上 数十億円台後半、SOMPO 数十億円台半ば）、SOMPO の社有不動産の売却損（税後 237 億円）、自動車保険の損害率の反転。

SOMPO は、海外子会社の再編に伴い、旧 Endurance の持株会社であった Endurance Specialty Holdings Ltd. (ESHL) の清算を行う。この清算に伴い、税負担の軽減効果（損金）が 480 億円、清算益が 231 億円発生する。ESHL の利益剰余金からのみなし配当金は約 2000 億円。6 ヶ月以上保有した ESHL からのみなし配当の 95%が益金不算入になることは理解できるが、なぜ損金算入ができるのかは明らかではない。

### ハリケーン等の自然災害の比較

ハリケーン等の海外の自然災害の詳細は図表 1-3 にまとめた。全体の損失額は MS&AD が他の 2 社を大きく上回った。



MS&AD は国内損保子会社での海外受再事業においてハリケーン損害が大きく拡大した（主に ADI）。また、MS Amlin の損失が 738 億円（ハリケーンで 528 億円、メキシコ地震で 42 億円、カリフォルニアの山火事で 166 億円）に達した。

SOMPO は 3 月に買収した SI（Endurance）で 434 億円の損失が発生。引き受けを縮小していたことも幸いし、国内損保子会社での海外受再事業での損失は 51 億円にとどまった。売却が決定している Canopiua の損失は 225 億円。

東京海上 HD は、4 地域の拠点で相応の損害が出たが、全体の金額は最も少なかった。

#### MS&AD（ADI）の海外受再

MS&AD は国内の中核損保として MSI（三井住友海上）と ADI（あいおいニッセイ同和）の 2 社を持ち、両社はさまざまな分野で競合関係にある。海外事業では MSI が主体的な役割を担っているが、ADI も海外受再事業と海外自動車保険事業を展開している。

ADI の中でのリスク分散（MS&AD としてのリスク分散ではない）を図る目的で、海外受再ビジネスを急拡大させている。ADI の海外受再事業の 17/3 期の正味収入保険料は 354 億円、純利益は 10 億円。18/3 期は各 66%増収の 589 億円、10 億円の損失を見込んでいた。しかし、今期は 100 億円を超える損失に陥る見通しとなった。このことは、（ADI ではなく）グループ全体の ROR（Return on Risk）の観点から、急激な引受リスク拡大の是非を検証する機会を提供するだろう。

#### 東京海上 HD：ハリケーンを主因に 500 億円の下方修正

純利益予想は期初計画から 500 億円下方修正された。国内外の自然災害予算の上方修正（税後 500 億円）が主因。他に、災害増加を受けた異常危険準備金の取り崩し（税後 190 億円）、資産運用利益の上振れ（税後 41 億円）、あんしん生命のコスト増加等（同 76 億円）、自動車保険の損害率上昇（同 30 億円）、平年より多い大口事故（保証保険の合意解約損を含む）の変動は打ち消しあった。

#### MS&AD：ハリケーン・山火事と Max 生命を主因に 1000 億円の下方修正

純利益予想は 1000 億円下方修正された。海外自然災害予算の増額（税前 795 億円）、Max 生命の株式交換益のキャンセル（税後 210 億円）を織り込んだ。ハリケーン（税前 826 億円）、メキシコ地震（47 億円）に加え、カリフォルニアの山火事（177 億円）、豪州サイクロン等（50 億円）が発生。有価証券の売却益・ファンド解約益の上方修正等（336 億円）では吸収できなかった。グループコア利益は 2300 億円→1150 億円に下方修正され、自己株取得も見送られた。

#### SOMPO：310 億円の下方修正。海外子会社再編益が 711 億円発生

純利益予想は 310 億円下方修正された。ハリケーンで 608 億円（以下、税後）、英国 Canopiua 社の売却損 88 億円※、固定資産売却損等 237 億円※、主に海外事業の利益下振れ 86 億円を今回新たに織り込んだ。一方で、海外子会社再編に伴う税負担の軽減効果 480 億円、清算益 231 億円が発生。

上記※が除外されるため、株主還元原資となる修正利益は 99 億円減の 1950 億円を確保する見込み。同社の自己株取得は毎年 5 月に発表される（年 1 回）。

#### 国内損保子会社決算（セグメントではない）

国内損保子会社の損益は図表 14-16、トップラインは図表 17-18、損害率や事業費率は図表 19-24 に、自然災害は図表 26、政策株の状況は図表 27 に示した。

国内損保の自然災害予算（国内損保子会社で計上された海外での災害も含む）は、東京海上日動で 400 億円、MS&AD（MSI+ADI）で推定 480 億円程度、SOMPO（SJNK）で推定 150 億円程度上方修正された。9 月末までに国内で発生した自然



災害であれば、期初計画の予算で十分カバーできたが、(1) 在外支店でのハリケーン等損害、(2) ADI や SJNK が行っている海外受再ビジネスでのハリケーン等損害、(3) 10 月に発生した台風 21 号損害により、予算の上方修正が必要になった。

国内損保子会社では、火災グループの損害率が 50% を突破した部分について、異常危険準備金の取り崩しが行われる。このため、火災種目の異常危険準備金損益は期初計画比で、東京海上日動で 202 億円、MSI+ADI で 118 億円、SJNK で 207 億円改善する計画になっている。

### 海外事業と生保事業

海外事業については図表 11-13、28 に示した。生保事業については図表 30-34 に示した。値上げの影響で 1Q は新契約が減少していたが、2Q は東京海上日動あんしん生命と三井住友あいおい生命の新契約が回復。損保ジャパン日本興亜ひまわり生命はやや苦戦。あんしん生命では、10 月に発売した法人向け新商品の販売好調に伴う責任準備金負担、ユーロ高による外債の時価上昇に対応した危険準備金負担により、今期の純利益予想を 239 億円→163 億円に下方修正した(図表 11)。三井住友プライマリー生命は、価格変動準備金の繰り入れ計画を見直し、同 140 億円→220 億円に上方修正した。

海外事業については後述する。

## 業績予想の変更

### MS&AD の業績予想を下方修正

ドイツ証券では、ハリケーン損害が不透明だった 10 月 9 日の段階で、暫定的に業績予想の下方修正を実施した。上期の決算発表と各社の通期計画の修正を受けて、業績予想の再度の見直しを行った。従来予想比で、(1) MS&AD は海外事業損益の想定以上の悪化を織り込み下方修正する。(2) SOMPO の 18/3 期は海外子会社再編益(711 億円)を織り込むことで上方修正する。業績予想の概要は図表 8-10、詳細は図表 11-16 に示した。

### 海外事業の収益力低下

決算を分析して見えてきたことは、(ハリケーン等の自然災害要因を除いた) コアの収益力が低下していることである。この傾向は会社間で差があるが、背景には世界的な金余り、過剰流動性相場が影響している。当社では、1000 億ドル規模に達する 2017 年のハリケーン損害により、2018-2019 年に再保険料率が 1.5% 上昇すると見込んでいる(11 月 17 日付けレポート「ハリケーンによって保険料率は上昇に転じるのか」を参照)。しかし、収益力が低下している会社においては、ビジネスの建て直しが急務であり、それは引受拡大や海外 M&A に優先する課題である。

### 投資判断：東京海上がトップピック

株主還元を含む業績予想の見直しを反映し、目標株価を微調整する(図表 36)。19/3 期の業績予想の下方修正を反映して、MS&AD と SOMPO の目標株価を下方修正する。当社では目標株価の算定にあたって、(修正) PER、(修正) PBR、還元利回りの 3 つの指標を使用している。MS&AD は他社比で低い(修正) PBR(図表 37) がフロアを形成するため、SOMPO は業績予想の修正が限定的であるため、目標株価の修正幅は僅かにとどまる。

収益力、資本力、成長力の観点でトップピックは東京海上(BUY)である。同社だけが、海外事業において収益力の低下がほとんど見られなかった。中期的に 6%



程度の還元利回り（配当利回りは 4%）が期待できる（図表 5）。今回の予想には織り込んでいないが、すでに資本余剰が発生しているため、次の大型買収からの利益貢献も期待できる。

（修正）PER（図表 38）、還元利回り（図表 5）の割安感から、SOMPO も投資判断 BUY を継続する。

MS&AD（HOLD）は、欧米事業の収支改善の進捗を見ながら、投資タイミングを考えていきたい。

## 収益力低下と株主還元への影響

上期の決算発表において、3 社の株主還元は二極化した、東京海上 HD はこれまでの 4 倍となる大規模な自己株取得を発表した一方、MS&AD は自己株取得をスキップした。

### 欧州・米国・再保険事業において、収益力が低下している

ドイツ証券では、会社定義の修正利益（株主還元原資）の会社期初計画と実力を以下のように考える。東京海上：期初計画 3820 億円→実力 3750 億円程度、MS&AD：2300 億円→1900 億円（買収会社を含めれば 1950 億円）程度、SOMPO：2050 億円→1900 億円。期初計画からの下振れは、東京海上が 2%、MS&AD が 17%、SOMPO が 7%程度と推定される。

これまで損保は、海外 M&A に 3 兆円を超える資金を投下してきた。ここからマーケットは、各社の投資パフォーマンスの評価を進めていくことになるだろう。以下では、3 社の収益力の低下状況、株主還元への影響を見ていく。

### 東京海上：株主還元に影響を及ぼす事象は発生していない

東京海上は、「修正純利益（会社定義）の過去 5 年平均」の「35%以上」を目安に、安定的成長を目指しつつ、配当で還元する。資本水準（ROE）の調整を目的に、市場環境・事業投資環境等を勘案し、機動的に自己株取得を実施する（自己株取得以外の選択肢も模索中）。18/3 期の修正純利益は期初 3820 億円→今回 3150 億円に下方修正された。17/3 期までの 5 期平均の修正純利益は 2950 億円、18/3 期までは 3300 億円（会社計画）。配当予定額は 1200 億円（DPS 160 円）、配当性向は 36%。

ドイツ証券では、期初計画比での自動車保険の損害率の上昇、海外損害率の若干の悪化を考慮すると、実力に基づく修正純利益は 3750 億円程度と考える。

9 月末の ESR（経済資本比率）は 141%、適正水準は 100-130%。

実力としての収益力はほとんど低下しておらず、かつ余剰資本が発生しているため、株主還元に影響を及ぼすことはないと考ええる。

### MS&AD：自然災害損失と収益力の低下は、数年間の自己株取得に悪影響

MS&AD は、「グループコア利益（会社定義）」の「50%を目処」に配当と自己株取得で中期的に還元する。中期的に増配基調を目指しつつ、自己株取得は機動的・弾力的に実施。18/3 期のグループコア利益は 2300 億円→1150 億円に下方修正された。配当予定額は 770 億円（DPS 130 円）。配当だけで還元性向は 67%に達する。





ドイツ証券では、期初計画（Max 生命の株式交換益を除くと 2090 億円）に、海外の収益力の低下、自動車保険の損害率の上昇を考慮すると、実力に基づくグループコア利益は 1900 億円程度と考える。First Capital の利益貢献（19/3 期に 70 億円）を考慮すれば、1950 億円程度。

3 月末の ESR（経済資本比率）は 195%、目標は 200%。最近発表した 3 つの買収の実行により比率は多少低下する。

50%の還元性向目標に従うのであれば、今期の自己株取得の発表は期待しづらい。来期以降についても、100 億円を超える規模で還元総額が下振れする可能性がある。ただし ESR は目標に接近しており、当面の大型投資の予定がない場合、自己株取得を実施する柔軟性は持ち合わせている。

#### SOMPO：自然災害損失と収益力の低下が、還元に与える影響は数%

SOMPO は、「修正連結利益（会社定義）」の「中長期的に 50%」を配当と自己株取得で還元する。18/3 期の修正連結利益は 2050 億円→1950 億円に下方修正された。配当予定額は 433 億円（DPS 110 円）、配当性向は 22%。還元性向を 50%にするための必要自己株取得額は 540 億円。

ドイツ証券では、期初計画（売却が決定した Canopus を除くと 1990 億円）に、海外の収益力の低下を考慮して、実力に基づく修正連結利益は 1900 億円程度と考える。

9 月末の ESR（経済資本比率）は 226%、適正水準は 180-250%。Canopus の売却で比率は 8pt 上昇する見込み。

今期の修正連結利益の下方修正幅は限定的だったため、18 年 5 月に発表される自己株取得額は 550 億円前後（前年は 569 億円）になろう。収益力の低下（数%）が来期以降の還元に及ぼす影響も限定的（数%）だろう。

## 損保の海外 M&A は失敗に終わったのか

### ハリケーン以外の海外業績の悪化

今期の各社の海外利益は大幅に下振れする。海外事業利益（会社計画）は、東京海上 HD が期初計画 1530 億円→今回計画 1040 億円に、MS&AD が 640 億円→-630 億円に、SOMPO が 584 億円→-80 億円（子会社再編益 711 億円を除く、以下同じ）に下方修正された。

以下で焦点を当てるのは、自然災害以外の要因での収益力の低下である。

【東京海上】東京海上の欧州・北米・再保険事業の利益は 1440 億円→950 億円に 490 億円下方修正された。修正理由は自然災害が 350 億円、その他が 140 億円。その他 140 億円の内訳は、為替換算損 60 億円、大口事故の増加 60 億円、英国の法定利率変更の影響 10 億円である。大口事故の増加がトレンド化しないか注意を要するが、期初時点と比較して基礎的な収益力の低下はほとんど見られない。

【MS&AD】MS Amlin の利益は 301 億円→-550 億円に 851 億円下方修正された。修正理由は自然災害が 563 億円、その他が 346 億円。仮に自然災害の影響を除いても、今期は赤字ということになる。MS Amlin では過去数年に、料率低下が著しい自然災害分野の引受を抑制した一方、それを補うために一般種目の引受を拡大した。この中には経験が浅い分野が含まれており、想定を超えて損害率が上昇している。同社では、（1）オランダの自動車保険、（2）特定チャネル経由



で引き受けたドイツなどの企業の財物・賠償責任保険、(3) 英国の中小企業の包括保険、(4) 特定チャネルからヨット保険のリザルトが著しく悪いことを付きとめ、契約更新の拒否、大幅な料率アップなどを開始している。この効果は 19/3 期に一定、20/3 期に本格的に現れると想定している。また、今期は会計上認められる範囲で保守的な支払備金の引き当てを行うことを予想に織り込んだ。

16 年 2 月に 6314 億円を投じて買収した Amlin (当時のグループコア利益上の想定は 288 億円) だが、18/3 期の期初想定 301 億円の収益力に回復するのは、最短で 20/3 期になるだろう。MS&AD は、のれん (推定 2800 億円) の減損の必要性は否定した。

【SOMPO】SI (Endurance) の利益は 393 億円→107 億円に 500 億円下方修正された。修正利益は自然災害を含む大口損失等が約 400 億円、その他が 100 億円。今期の正味収入保険料 (ドル建て) を 17%増収させる期初計画だったが、13%増収に下方修正した。SI においても財物や一般種目において、全般的な損害率の上昇が確認されているとした。当社では、SI においても慎重にトップライン拡大を進める必要があると考えている。当面の基礎的な収益力は、買収時に想定していた税後利益貢献 (400 億円) を下回る可能性がある。

#### 世界的な金余りの中での難しい舵取り

MS&AD が 16 年に買収した Amlin、10-12 年に投資したアジア生保、SOMPO が 15 年に投資した SCOR、14 年に買収した Canopus は、当初見込んでいたほどの利益貢献をしていない。一方、東京海上 HD は過去の大型 M&A で誤算はほとんど発生していない (ブラジルの Real Seguros 社の収支改善には手間取ったが)。MS&AD と SOMPO については、次の大型 M&A の検討に入る前に、足場を固めるとともに、直近の買収・投資の評価を冷静に行う必要があるだろう。

現時点では、東京海上の一人勝ちに見える。しかし、他社が「レッドオーシャン」でビジネスを行い、東京海上だけが「ブルーオーシャン」を泳いでいるわけではない。東京海上は、高いプレミアムを払って、高い競争優位性 (チャネルや商品、引受能力) を持つ会社を買収してきた。この競争優位性と、無理にトップラインを目指さないという最近の経営方針が、ソフト化の中でのアウトパフォームを可能にしたと言える。しかし、金余りによる投資採算の悪化は、世界中のあらゆる場所で進行している。当社では、東京海上の収益力についても過信せず、悪化の兆候をチェックしていく必要があると考える。

## 自動車保険の損害率トレンド

上期の自動車保険の損害率はやや悪化 (図表 24)。ASV (Advanced Safety Vehicle、先進安全自動車) の普及などによる事故発生頻度の減少の一方、修理費単価のインフレは継続している。

18/3 期の自動車保険の E/I 損害率の見通しは、期初比で東京海上が +0.2%、MS&AD が +0.6%、SOMPO が -0.2% 変化した。東京海上では、弁護士費用特約の損害率が悪化している。18 年 1 月の商品改定時には弁護士費用特約の値上げを実施し、対応する。MS&AD では、ADI において海外からの受再の損害率が悪化している。MSI においては対人と人身傷害において大口の支払いが発生した。

損保各社は 18 年 1 月より、8%引き下げられた参考純率を反映し、ノンフリート契約の保険料を 2-3%、自動車保険料全体では 2%前後引き下げる。図表 25 の通り、保険料の 1%の引き下げが、Tangible 利益に与える影響は、東京海上 HD が 1.7%、MS&AD が 2.5%、SOMPO が 2.7%。自動車保険契約が入れ替わるには



1-3 年かかるため、19/3 期業績にインパクトの半分程度、20/3 期業績にインパクトの 8 割以上があらわれる。18/3 期業績への影響はほとんどない。

各社は、保険料率の引き下げによる利益（絶対額）の減少を避けるため、特約を含む保障内容の充実を進める方針。

自動車保険のシェア獲得で 1 人勝ちが続いた東京海上（図表 18）に対して、他の 2 グループは小幅な値下げを含む反転攻勢を強めている。19 年 1 月にも小幅な値下げが連続して行われる可能性もある。

東京海上 HD（東京海上日動）：18 年 1 月から自動車保険の保険料を平均で 2.4%程度（ノンフリート 2.8%、フリート据え置き）引き下げる。8 月 5 日の日経報道は 3%。当社ではフル寄与した際の経常利益影響を 210 億円と推定。

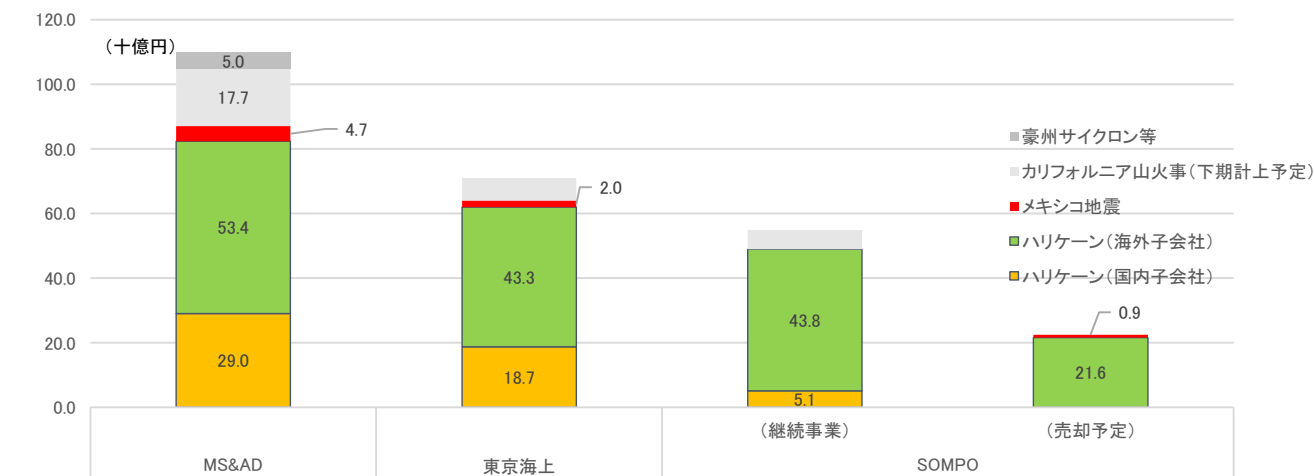
MS&AD（MSI+ADI）：18 年 1 月から自動車保険の保険料を平均で 2.5%程度（ノンフリート 3%、フリート据え置き）引き下げる。8 月 5 日の日経報道は 3%。当社ではフル寄与した際の経常利益影響を 280 億円と推定。

SOMPO（SJNK）：18 年 1 月から自動車保険の保険料を平均で 1.6%程度（ノンフリート 2%、フリート据え置き）引き下げる。8 月 5 日の日経報道は 2%。当社ではフル寄与した際の経常利益影響を 140 億円と推定。





図表 1: 18/3 期におけるハリケーン・地震・山火事損害の発生状況（一部 DB 推定）



図表 2: 18/3 期におけるハリケーン・地震・山火事損害の発生状況（一部 DB 推定）

| (億円)           | MS&AD |     |     |       |     |       | 東京海上HD |     |       |    | SOMPO   |     |          |                        |
|----------------|-------|-----|-----|-------|-----|-------|--------|-----|-------|----|---------|-----|----------|------------------------|
|                | 国内子会社 |     |     | 海外子会社 |     |       | 国内子会社  |     | 海外子会社 |    | 国内子会社   |     | 海外子会社    |                        |
|                | MSI   | ADI |     | Amlin |     |       |        |     | 欧州    | 北米 | 再保険     |     | SI       | Sompo<br>-plus<br>アメリカ |
| ハービー           | 9     | 56  | 65  | 144   | 147 | 212   |        |     |       |    |         | 210 | 118      | 95                     |
| イルマ            | 1     | 136 | 137 | 248   | 251 | 389   |        |     |       |    |         | 330 | 250      | 107                    |
| マリア            |       | 88  | 88  | 136   | 136 | 225   |        |     |       |    |         | 80  | 65       | 13                     |
| ハリケーン合計        | 10    | 280 | 290 | 528   | 534 | 826   | 187    |     |       |    | 433     | 620 | 51       | 434                    |
| メキシコ地震         |       | 5   | 5   | 42    | 42  | 47    | 0      |     |       |    | 20      | 20  | 0        | 9                      |
| ハリケーン・地震(上期)   | 10    | 286 | 296 | 572   | 577 | 874   | 187    | 210 | 160   | 80 | 453     | 640 | 51       | 434                    |
| カリフォルニア山火事(下期) |       | 11  | 11  | 166   | 166 | 177   |        |     |       |    | 数十億円後半  |     | 数十億円半ば   |                        |
| ハリケーン・地震・山火事   | 10    | 297 | 307 | 738   | 743 | 1,050 |        |     |       |    | 700億円程度 |     | 700億円台後半 |                        |

出所: 会社資料よりドイツ証券

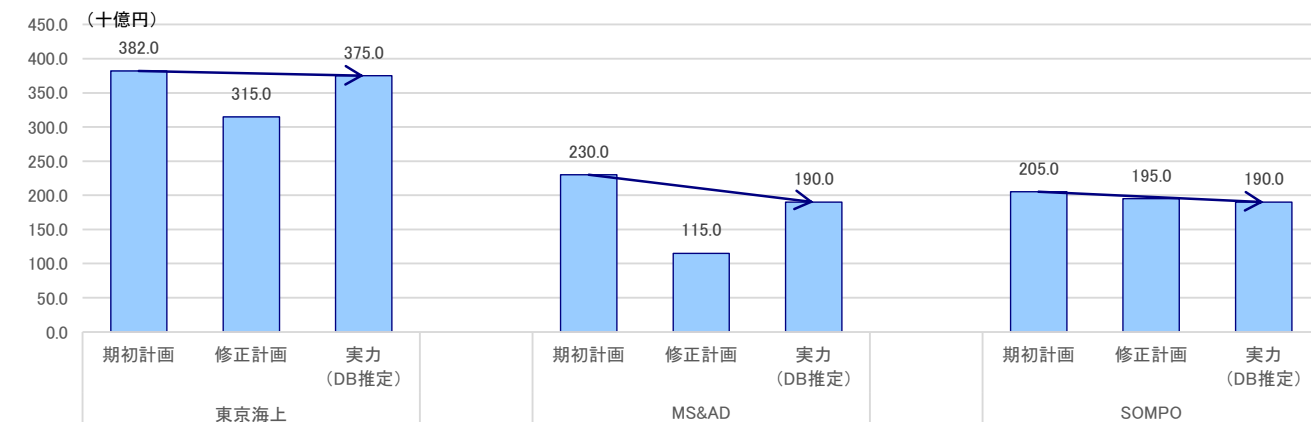
図表 3: 過去のハリケーンと日本の損保の損害シェア

| インフレ調整後<br>ランキング      | 年    | 業界全体保険金(インフレ調整前) |      |          | 東京海上HD (正味) |            | MS&AD (正味) |            | SOMPO (正味) |            |
|-----------------------|------|------------------|------|----------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|                       |      | 十億ドル             | 十億ドル | 十億円<br>① | 十億円<br>②    | シェア<br>②/① | 十億円<br>③   | シェア<br>③/① | 十億円<br>④   | シェア<br>④/① |
| 1 Harvey, Irma, Maria | 2017 |                  |      | 100.0    | 11,257      | 62.0       | 82.7       | 0.73%      | 70.6       | 0.63%      |
| 2 Katrina             | 2005 | 41.1             |      | 57.0     | 6,715       | 19.5       | 6.8        | 0.10%      | <1.0       | <0.02%     |
| 3 Andrew              | 1992 | 15.5             |      |          |             |            |            |            |            |            |
| 4 Sandy               | 2012 | 18.8             |      | 18.8     | 1,612       | 43.0       | 5.3        | 0.33%      | 3.4        | 0.21%      |
| うち海外子会社               |      |                  |      |          |             | 22.0       | 0.6        | 0.04%      |            |            |
| 5 Ike                 | 2008 | 12.5             |      | 14.7     | 1,332       | 11.3       | 3.4        | 0.26%      | 1.5        | 0.11%      |
| 6 Wilma               | 2005 | 10.3             |      |          |             |            |            |            |            |            |
| 7 Charley             | 2004 | 7.5              |      |          |             |            |            |            |            |            |
| 8 Ivan                | 2004 | 7.1              |      |          |             |            |            |            |            |            |
| 9 Hugo                | 1989 | 4.2              |      |          |             |            |            |            |            |            |
| 10 Rita               | 2005 | 5.6              |      |          |             |            |            |            |            |            |
| 11 Frances            | 2004 | 4.6              |      |          |             |            |            |            |            |            |
| 12 Irene              | 2011 | 4.3              |      | 4.3      | 331         | 3.5        | 0.0        | 0.00%      | 0.0        | 0.00%      |
| Gustav                | 2008 | 2.2              |      |          |             |            |            |            |            |            |
| Matthew               | 2016 | 4.0              |      | 4.0      | 468         | 7.6        | 7.2        | 1.54%      | 3.5        | 0.75%      |

出所: Insurance Information Institute (III)、会社資料などより、ドイツ証券作成

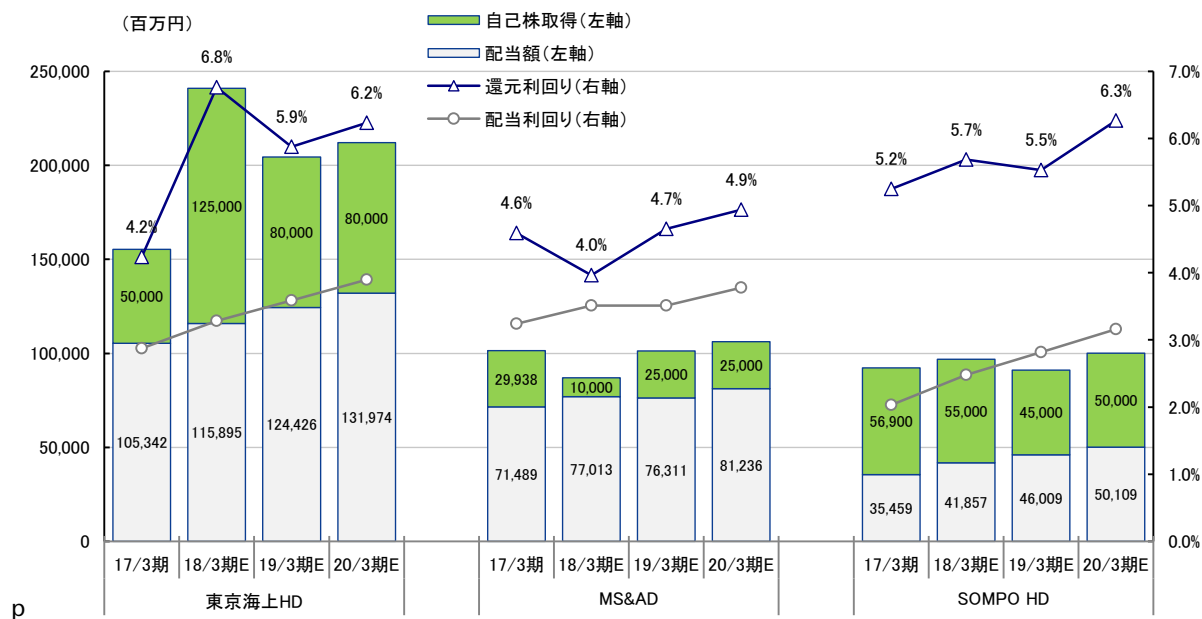


図表 4: 各社が定義する 18/3 期修正利益（株主還元対象利益）



出所: 会社資料よりドイツ証券、予想はドイツ証券

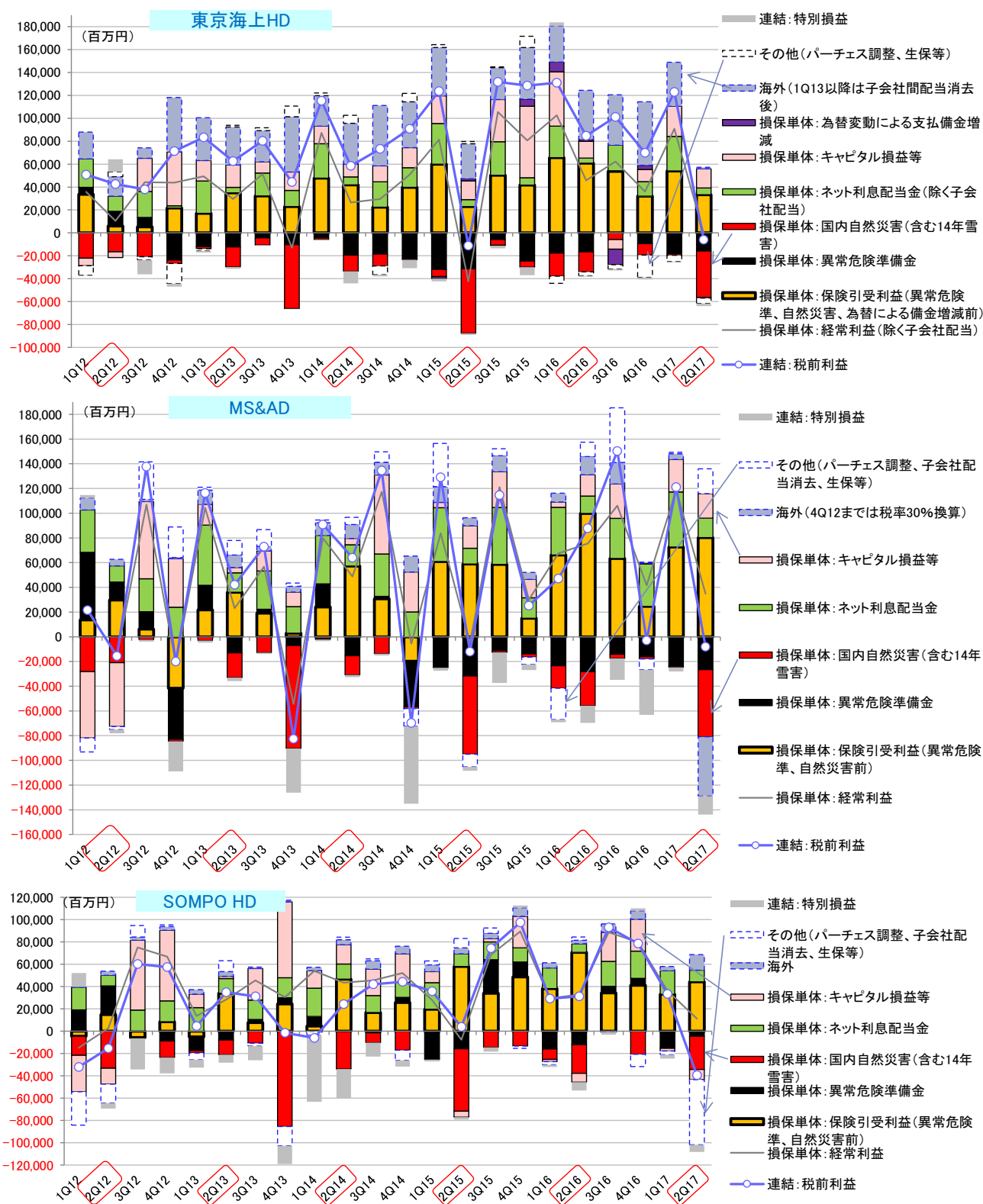
図表 5: 還元利回りの比較



出所: 会社資料よりドイツ証券、予想はドイツ証券



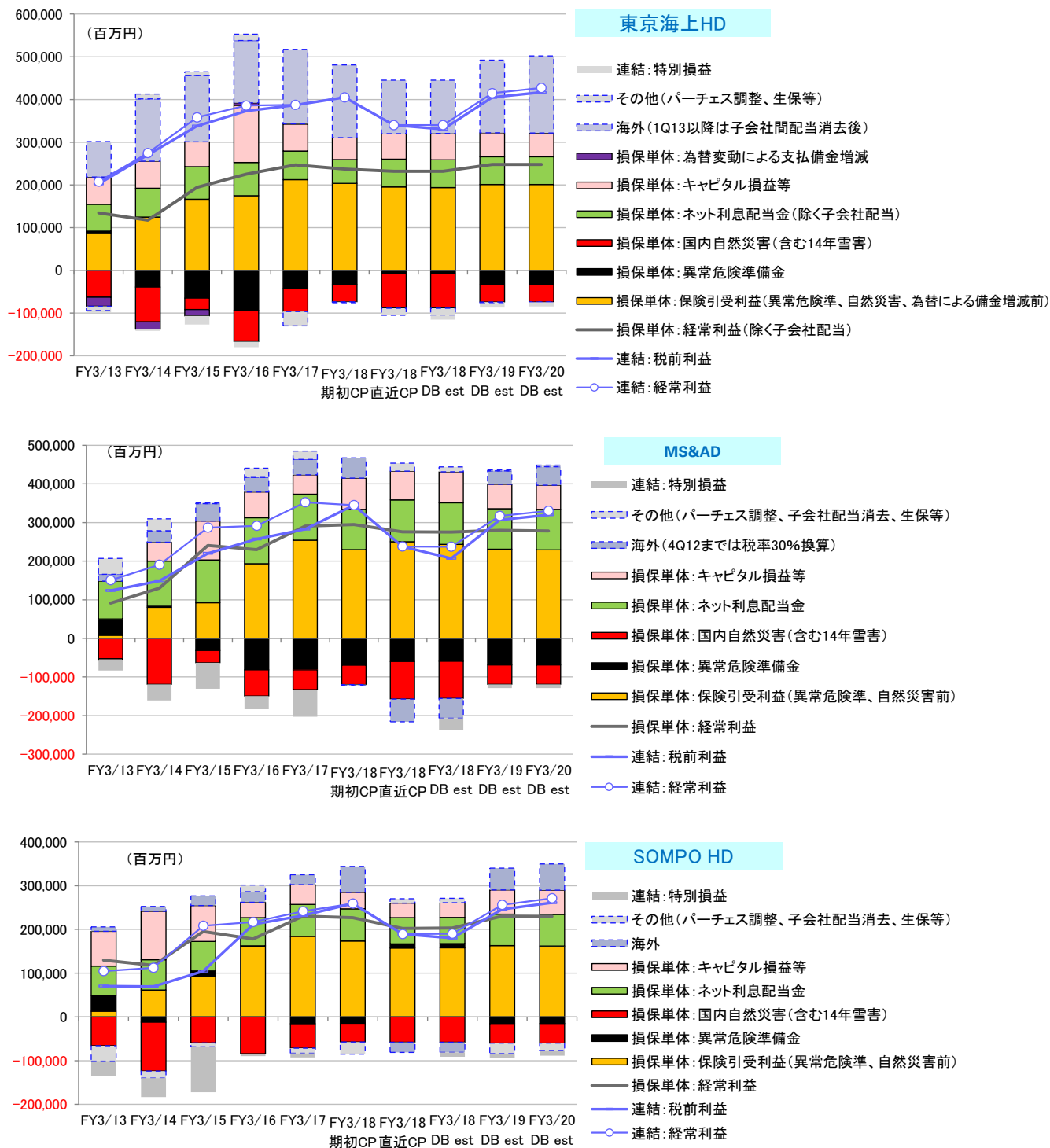
図表 6: 連結税前利益のドライバー（四半期）



注: 東京海上HD(東京海上日動)の「為替変動による支払備金増減」は1Q15以降  
 出所: 会社資料、ドイツ証券



図表 7: 連結税前利益のドライバー（年度）



出所: 会社資料、ドイツ証券



図表 8: 東京海上 HD : 業績一覧

| (百万円)   | 発表日                | 経常利益    |                   | コア経常利益(自然災害前)         |                      |         |         | 当期純利益   |       | EPS<br>(円) | DPS<br>(円) |
|---------|--------------------|---------|-------------------|-----------------------|----------------------|---------|---------|---------|-------|------------|------------|
|         |                    | 前期比     | 異常危険<br>準備金<br>損益 | キャピタル<br>損益<br>(損保単体) | 国内<br>自然災害<br>+14年雪害 | 前期比     | 前期比     | 前期比     | 前期比   |            |            |
| 13/3期   | 期初会社予想 ('12/5/18)  | 175,000 | 3%                | 10,600                |                      |         |         | 105,000 | 1650% | ¥137       | ¥55        |
|         | 実績 ('13/5/20)      | 207,457 | 22%               | 3,490                 |                      |         |         | 129,578 | 2059% | ¥179       | ¥55        |
| 14/3期   | 期初会社予想 ('13/5/20)  | 270,000 | 30%               | 12,400                |                      |         |         | 170,000 | 31%   | ¥222       | ¥60        |
|         | 実績 ('14/5/20)      | 274,386 | 32%               | -39,064               | 77,752               | -76,796 | 312,494 | 184,114 | 42%   | ¥240       | ¥70        |
| 15/3期   | 期初会社予想 ('14/5/20)  | 335,000 | 22%               | 7,200                 | 62,000               | -40,000 | 305,800 | 230,000 | 25%   | ¥300       | ¥75        |
|         | 実績 ('15/5/20)      | 358,182 | 31%               | -64,926               | 80,072               | -26,989 | 370,025 | 247,438 | 34%   | ¥324       | ¥95        |
| 16/3期   | 期初会社予想 ('15/5/20)  | 350,000 | -2%               | -76,800               | 79,500               | -40,000 | 387,300 | 240,000 | -3%   | ¥318       | ¥105       |
|         | 実績 ('16/5/20)      | 385,825 | 8%                | -93,606               | 113,975              | -73,169 | 438,625 | 254,540 | 3%    | ¥337       | ¥110       |
| 17/3期   | 期初会社予想 ('16/5/20)  | 380,000 | -2%               | -37,600               | 66,100               | -45,000 | 396,500 | 265,000 | 4%    | ¥351       | ¥135       |
|         | 実績 ('17/5/19)      | 387,659 | 0%                | -42,975               | 84,380               | -53,554 | 399,808 | 273,856 | 8%    | ¥364       | ¥140       |
| 18/3期   | 期初会社予想 ('17/5/19)  | 405,000 | 4%                | -33,600               | 73,900               | -40,000 | 404,700 | 280,000 | 2%    | ¥373       | ¥160       |
|         | 今回会社予想 ('17/11/17) | 340,000 | -12%              | -8,000                | 82,300               | -80,000 | 345,700 | 230,000 | -16%  | ¥308       | ¥160       |
|         | 前回DB予想             | 351,000 | -9%               |                       |                      |         |         | 237,000 | -13%  | ¥318       | ¥160       |
|         | 今回DB予想             | 340,000 | -12%              | -8,000                | 82,400               | -80,000 | 345,600 | 230,000 | -16%  | ¥312       | ¥160       |
| 19/3期   | 前回DB予想             | 425,000 | 25%               | -33,600               | 76,200               | -40,000 | 422,400 | 302,000 | 31%   | ¥412       | ¥175       |
|         | 今回DB予想             | 415,000 | 22%               | -34,000               | 83,000               | -40,000 | 406,000 | 285,000 | 24%   | ¥397       | ¥175       |
| 20/3期   | 今回DB予想             | 427,000 | 3%                | -34,000               | 83,000               | -40,000 | 418,000 | 294,000 | 3%    | ¥418       | ¥190       |
| 17/3期1H | 実績 ('16/11/18)     | 213,441 |                   | -34,163               | 58,985               | -37,706 | 226,325 | 155,297 |       |            |            |
| 18/3期1H | 実績 ('17/11/17)     | 119,828 | -44%              | -34,188               | 56,162               | -41,806 | 139,660 | 76,778  | -51%  |            |            |
|         | 1H進捗率(対会社計画)       | 35%     |                   |                       |                      |         | 40%     | 33%     |       |            |            |
|         | 1Q進捗率              | 36%     |                   |                       |                      |         | 32%     | 38%     |       |            |            |
|         | 2Q進捗率              | -1%     |                   |                       |                      |         | 9%      | -5%     |       |            |            |

出所: 会社資料よりドイツ証券予想

図表 9: MS&amp;AD : 業績一覧

| (百万円)   | 発表日                | 経常利益    |                   | コア経常利益(自然災害前)         |                      |         |         | 当期純利益   |      | EPS<br>(円) | DPS<br>(円) |
|---------|--------------------|---------|-------------------|-----------------------|----------------------|---------|---------|---------|------|------------|------------|
|         |                    | 前期比     | 異常危険<br>準備金<br>損益 | キャピタル<br>損益<br>(損保単体) | 国内<br>自然災害<br>+14年雪害 | 前期比     | 前期比     | 前期比     | 前期比  |            |            |
| 13/3期   | 期初会社予想 ('12/5/18)  | 125,000 | -                 | 25,300                |                      |         |         | 80,000  | -    | ¥129       | ¥54        |
|         | 実績 ('13/5/20)      | 150,300 | -                 | 41,972                |                      |         |         | 83,625  | -    | ¥134       | ¥54        |
| 14/3期   | 期初会社予想 ('13/5/20)  | 191,000 | 27%               | 18,300                |                      |         |         | 125,000 | 49%  | ¥201       | ¥56        |
|         | 実績 ('14/5/20)      | 190,259 | 27%               | 3,109                 | 67,332               | -96,300 | 216,118 | 93,451  | 12%  | ¥151       | ¥56        |
| 15/3期   | 期初会社予想 ('14/5/20)  | 150,000 | -21%              | -4,200                | 13,600               | -38,000 | 178,600 | 100,000 | 7%   | ¥161       | ¥58        |
|         | 実績 ('15/5/20)      | 287,061 | 51%               | -31,191               | 106,582              | -32,200 | 243,870 | 136,247 | 46%  | ¥221       | ¥65        |
| 16/3期   | 期初会社予想 ('15/5/20)  | 242,000 | -16%              | -51,800               | 41,500               | -40,000 | 292,300 | 157,000 | 15%  | ¥256       | ¥70        |
|         | 実績 ('16/5/20)      | 291,578 | 2%                | -81,628               | 95,642               | -67,600 | 345,164 | 181,517 | 33%  | ¥299       | ¥90        |
| 17/3期   | 期初会社予想 ('16/5/20)  | 285,000 | -2%               | -52,100               | 57,800               | -62,500 | 341,800 | 183,000 | 1%   | ¥303       | ¥100       |
|         | 実績 ('17/5/19)      | 352,612 | 21%               | -81,810               | 70,904               | -51,000 | 414,518 | 210,447 | 16%  | ¥351       | ¥120       |
| 18/3期   | 期初会社予想 ('17/5/19)  | 345,000 | -2%               | -69,851               | 68,600               | -50,000 | 396,251 | 245,000 | 16%  | ¥414       | ¥130       |
|         | 今回会社予想 ('17/11/17) | 238,000 | -33%              | -59,664               | 92,200               | -96,600 | 302,064 | 145,000 | -31% | ¥245       | ¥130       |
|         | 前回DB予想             | 283,000 | -20%              |                       |                      |         |         | 191,000 | -9%  | ¥324       | ¥130       |
|         | 今回DB予想             | 237,000 | -33%              | -59,300               | 94,000               | -96,600 | 298,900 | 145,000 | -31% | ¥245       | ¥130       |
| 19/3期   | 前回DB予想             | 327,000 | 38%               | -70,000               | 68,000               | -50,000 | 379,000 | 223,000 | 54%  | ¥382       | ¥130       |
|         | 今回DB予想             | 317,000 | 34%               | -69,000               | 76,000               | -50,000 | 360,000 | 213,000 | 47%  | ¥361       | ¥130       |
| 20/3期   | 今回DB予想             | 330,000 | 4%                | -69,000               | 76,000               | -50,000 | 373,000 | 223,000 | 5%   | ¥382       | ¥140       |
| 17/3期1H | 実績 ('16/11/18)     | 151,029 |                   | -51,646               | 36,197               | -45,700 | 212,178 | 98,418  |      |            |            |
| 18/3期1H | 実績 ('17/11/17)     | 131,559 | -13%              | -50,336               | 50,428               | -55,400 | 186,867 | 75,734  | -23% |            |            |
|         | 1H進捗率(対会社計画)       | 55%     |                   |                       |                      |         | 62%     | 52%     |      |            |            |
|         | 1Q進捗率              | 52%     |                   |                       |                      |         | 41%     | 63%     |      |            |            |
|         | 2Q進捗率              | 3%      |                   |                       |                      |         | 21%     | -11%    |      |            |            |

出所: 会社資料よりドイツ証券予想





図表 10: SOMPO HD : 業績一覧

| (百万円)   | 発表日                | 経常利益    |                   | コア経常利益(自然災害前)         |                      |          |         | 当期純利益   |      | EPS DPS |      |
|---------|--------------------|---------|-------------------|-----------------------|----------------------|----------|---------|---------|------|---------|------|
|         |                    | 前期比     | 異常危険<br>準備金<br>損益 | キャピタル<br>損益<br>(損保単体) | 国内<br>自然災害<br>+14年雪害 | 前期比      | 前期比     | 前期比     | 前期比  | (円)     | (円)  |
| 13/3期   | 期初会社予想 ('12/5/18)  | 64,000  | -                 | 46,000                |                      |          |         | 24,000  | -    | ¥58     | ¥80  |
|         | 実績 ('13/5/20)      | 104,783 | -                 | 36,087                |                      |          |         | 43,618  | -    | ¥105    | ¥60  |
| 14/3期   | 期初会社予想 ('13/5/20)  | 81,000  | -23%              | -15,500               |                      |          |         | 34,000  | -22% | ¥82     | ¥60  |
|         | 実績 ('14/5/20)      | 112,391 | 7%                | -11,976               | 117,254              | -103,681 | 110,794 | 44,179  | 1%   | ¥107    | ¥60  |
| 15/3期   | 期初会社予想 ('14/5/20)  | 152,000 | 35%               | 16,500                | 46,200               | -50,000  | 139,300 | 33,000  | -25% | ¥80     | ¥60  |
|         | 直近会社予想 ('14/11/19) | 172,000 | 53%               | 1,300                 | 58,000               | -55,300  | 168,000 | 45,000  | 2%   | ¥110    | ¥60  |
|         | 実績 ('15/5/20)      | 208,309 | 85%               | 11,238                | 70,031               | -59,634  | 186,674 | 54,276  | 23%  | ¥133    | ¥70  |
| 16/3期   | 期初会社予想 ('15/5/20)  | 230,000 | 10%               | -23,400               | 37,900               | -43,000  | 258,500 | 160,000 | 195% | ¥392    | ¥80  |
|         | 実績 ('16/5/20)      | 216,853 | 4%                | 2,505                 | 31,801               | -84,279  | 266,826 | 159,581 | 194% | ¥394    | ¥80  |
| 17/3期   | 期初会社予想 ('16/5/20)  | 206,000 | -5%               | -34,500               | 61,981               | -44,500  | 223,019 | 140,000 | -12% | ¥346    | ¥80  |
|         | 実績 ('17/5/19)      | 241,713 | 11%               | -15,878               | 69,479               | -55,840  | 243,952 | 166,402 | 4%   | ¥419    | ¥90  |
| 18/3期   | 期初会社予想 ('17/5/19)  | 259,000 | 7%                | -14,700               | 69,380               | -43,000  | 247,320 | 183,000 | 10%  | ¥465    | ¥110 |
|         | 今回会社予想 ('17/11/17) | 189,000 | -22%              | 9,500                 | 63,102               | -58,100  | 174,498 | 152,000 | -9%  | ¥393    | ¥110 |
|         | 前回DB予想             | 202,000 | -16%              |                       |                      |          |         | 135,000 | -19% | ¥352    | ¥110 |
|         | 今回DB予想             | 190,000 | -21%              | 9,500                 | 63,900               | -58,000  | 174,600 | 153,000 | -8%  | ¥395    | ¥110 |
| 19/3期   | 前回DB予想             | 268,000 | 41%               | -15,000               | 68,500               | -45,000  | 259,500 | 188,000 | 23%  | ¥511    | ¥125 |
|         | 今回DB予想             | 256,000 | 35%               | -15,000               | 70,000               | -45,000  | 246,000 | 177,000 | 16%  | ¥473    | ¥125 |
| 20/3期   | 今回DB予想             | 271,000 | 6%                | -15,000               | 70,000               | -45,000  | 261,000 | 185,000 | 5%   | ¥510    | ¥140 |
| 17/3期1H | 実績 ('16/11/18)     | 70,016  |                   | -28,009               | 6,948                | -35,091  | 126,168 | 43,422  |      |         |      |
| 18/3期1H | 実績 ('17/11/17)     | 3,737   | -95%              | -18,982               | -25,435              | -30,708  | 78,862  | 1,921   | -96% |         |      |
|         | 1H進捗率(対会社計画)       | 2%      |                   |                       |                      |          | 45%     | 1%      |      |         |      |
|         | 1Q進捗率              | 20%     |                   |                       |                      |          | 29%     | 18%     |      |         |      |
|         | 2Q進捗率              | -18%    |                   |                       |                      |          | 17%     | -17%    |      |         |      |

出所: 会社資料よりドイツ証券予想

図表 11: 東京海上 HD の連結 PL

| (百万円)              | FY3/16   | FY3/16  |         | 1H16    |         | FY3/17  |          | 1H17    |         | FY3/18CP |         | FY3/18 |          | FY3/19  |          | FY3/20   |          |
|--------------------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|----------|---------|--------|----------|---------|----------|----------|----------|
|                    |          | 1Q16    | 2Q16    | 3Q16    | 4Q16    | 1Q17    | 2Q17     | Y/Y     | 進捗率     | 期初       | 今回      | 期初比    | Y/Y      | DB予想    | DB予想     | DB予想     | DB予想     |
| 経常利益(連結)           | 385,825  | 128,048 | 85,393  | 213,441 | 102,351 | 71,867  | 387,659  | 123,641 | -3,813  | 119,828  | -93,613 | 35%    | 405,000  | 340,000 | -65,000  | -47,659  | 340,000  |
| 東京海上日動 ★単体組み換えPLから | 377,258  | 113,310 | 46,072  | 159,382 | 85,483  | 67,571  | 312,436  | 144,008 | 382     | 144,390  | -14,992 | 45%    | 339,000  | 322,000 | -17,000  | +9,564   | 322,300  |
| 海外子会社→東京海上日動への配当   | 151,900  | 10,700  | 200     | 10,900  | 23,300  | 31,600  | 65,800   | 53,100  | 700     | 53,800   | +42,900 | 60%    | 101,900  | 90,300  | -11,600  | +24,500  | 338,000  |
| 海外子会社からの配当除く       | 225,358  | 102,610 | 45,872  | 148,482 | 62,183  | 35,971  | 246,636  | 90,908  | -318    | 90,590   | -57,892 | 39%    | 237,100  | 231,700 | -5,400   | -14,936  | 338,000  |
| 日新火災               | 9,715    | 1,365   | 1,514   | 2,879   | 2,462   | 3,678   | 9,019    | 1,949   | 1,858   | 3,807    | +928    | 56%    | 6,500    | 6,800   | +300     | -2,219   | 6,800    |
| あんしん生命(契配後)        | 29,017   | 8,960   | 6,412   | 15,372  | 2,073   | -4,194  | 13,251   | 4,007   | 5,659   | 9,666    | -5,706  | 39%    | 34,500   | 25,100  | -9,400   | +11,849  | 25,100   |
| 海外保険会社合計(配当消去後)    | 145,700  | 31,700  | 43,000  | 74,700  | 44,000  | 55,400  | 174,100  | 38,300  | 46,900  | 85,200   | +10,500 | 68%    | 170,000  | 125,000 | -45,000  | -49,100  | 125,000  |
| 米ハリケーンの追込み計上       |          |         |         |         |         |         |          |         | -45,700 | -45,700  |         |        |          |         |          |          |          |
| 金融・一般事業会社合計        | 5,700    | 1,100   | 1,600   | 2,700   | 1,800   | 1,700   | 6,200    | 1,500   | 1,700   | 3,200    | +500    | 55%    | 5,700    | 5,800   | +100     | -400     | 5,800    |
| パーチェス差額            | -1,400   | -2,300  | -100    | -2,400  | -900    | -500    | -3,800   | -1,000  | -600    | -1,600   | +800    |        | -3,800   | -4,600  | -800     | -800     | -4,600   |
| のれん・負ののれん償却        | -18,600  | -12,300 | -10,500 | -22,800 | -11,000 | -17,300 | -51,100  | -12,300 | -12,300 | -24,600  | -1,800  |        | 43,600   | -43,700 | -100     | +7,400   | -43,700  |
| その他消去等             | -161,400 | -13,700 | -2,600  | -16,300 | -21,800 | -34,300 | -72,400  | -52,800 | -1,700  | -54,500  | -38,200 |        | -103,300 | -96,400 | +6,900   | -24,000  | -96,300  |
| 海外子会社→東京海上日動への配当   | -151,900 | -10,700 | -200    | -10,900 | -23,300 | -31,600 | -65,800  | -53,100 | -700    | -53,800  | -42,900 |        | -101,900 | -90,300 | +11,600  | -24,500  | -90,300  |
| その他                | -9,500   | -3,000  | -2,400  | -5,400  | 1,500   | -2,700  | -6,600   | 300     | -1,000  | -700     | +4,700  |        | -1,400   | -6,100  | -4,700   | +500     | -6,000   |
| うちイーデザイン損保         | -7,116   | -1,955  | -1,934  | -3,889  | -1,152  | -2,514  | -7,555   | -1,193  | -824    | -2,017   | +1,872  |        |          |         |          |          | -3,000   |
| 特別損益               | -12,981  | 2,977   | -650    | 2,327   | -1,126  | -1,898  | -697     | -555    | -2,251  | -2,806   | -5,133  |        |          |         | -10,000  | -10,000  | -10,000  |
| 特別利益               | 687      | 5,400   | 1,565   | 6,965   | 1,108   | 179     | 8,252    | 1,629   | 52      | 1,681    | -5,284  |        |          |         |          |          |          |
| 特別損失               | -13,668  | -2,423  | -2,215  | -4,638  | -2,234  | -2,077  | -8,949   | -2,184  | -2,303  | -4,487   | +151    |        |          |         |          |          |          |
| 税金                 | -116,865 | -33,746 | -26,358 | -60,104 | -27,814 | -23,465 | -111,383 | -34,309 | -4,814  | -39,123  | +20,981 |        |          |         | -100,000 | -120,000 | -123,000 |
| (税率)               | 31.3%    | 25.8%   | 31.1%   | 27.9%   | 27.5%   | 33.5%   | 28.8%    | 27.9%   | -79.4%  | 33.4%    | 5.6%    |        |          |         | 30.3%    | 29.6%    | 29.5%    |
| 少数株主持分             | -1,439   | -43     | -323    | -366    | -574    | -781    | -1,721   | -665    | -456    | -1,121   | -755    |        |          |         | 0        | 0        | 0        |
| 当期純利益(連結)          | 254,540  | 97,234  | 58,063  | 155,297 | 72,837  | 45,722  | 273,856  | 88,110  | -11,332 | 76,778   | -78,519 | 33%    | 280,000  | 230,000 | -50,000  | -43,856  | 230,000  |
| 東京海上日動             | 301,610  | 92,033  | 32,027  | 124,060 | 68,973  | 55,599  | 248,632  | 120,105 | -7,704  | 112,401  | -11,659 | 45%    | 270,000  | 250,000 | -20,000  | +1,368   | 250,200  |
| 日新火災               | 6,147    | 1,144   | 1,005   | 2,149   | 1,683   | 2,747   | 6,579    | 1,388   | 1,309   | 2,697    | +548    | 55%    | 4,500    | 4,900   | +400     | -1,679   | 4,900    |
| あんしん生命(契配後)        | 14,758   | 6,236   | 4,379   | 10,615  | 1,246   | -3,065  | 8,796    | 2,517   | 3,642   | 6,159    | -4,456  | 38%    | 23,900   | 16,300  | -7,600   | +7,504   | 16,300   |
| 海外保険会社合計(配当消去後)    | 111,562  | 26,400  | 32,300  | 58,700  | 33,800  | 43,154  | 135,654  | 29,400  | 34,500  | 63,900   | +5,200  | 71%    | 127,000  | 90,000  | -37,000  | -45,654  | 90,000   |
| 米ハリケーンの追込み計上       |          |         |         |         |         |         |          |         | -35,900 | -35,900  |         |        |          |         |          |          |          |
| 金融・一般事業会社合計        | 3,495    | 800     | 900     | 1,700   | 1,200   | 1,178   | 4,078    | 1,000   | 1,200   | 2,200    | +500    | 58%    | 3,800    | 3,800   | +0       | -279     | 3,800    |
| パーチェス差額            | 0        | -3,300  | -100    | -3,400  | -700    | -300    | -4,400   | -700    | -500    | -1,200   | +2,200  |        | -2,800   | -3,200  | -400     | +1,200   | -3,200   |
| のれん・負ののれん償却        | -18,600  | -12,300 | -10,500 | -22,800 | -11,000 | -17,300 | -51,100  | -12,300 | -12,300 | -24,600  | -1,800  |        | -43,600  | -43,700 | -100     | +7,400   | -43,700  |
| その他                | -164,200 | -13,600 | -2,000  | -15,600 | -22,400 | -36,200 | -74,200  | -53,300 | 4,600   | -48,700  | -33,100 |        | -102,800 | -88,100 | +14,700  | -13,900  | -88,100  |
| うちイーデザイン損保         | -7,127   | -1,957  | -1,938  | -3,895  | -1,156  | -2,517  | -7,568   | -1,196  | -828    | -2,024   | +1,871  |        |          |         |          |          | -100,000 |

出所: 会社資料、ドイツ証券



図表 12: MS&amp;AD の連結 PL

| (百万円)              |  | FY3/16  |         | 1H16    |         | FY3/17  |         | 1H17    |         | Y/Y     | 進捗率     | FY3/18CP |      | FY3/18<br>DB予想 | FY3/19<br>DB予想 | FY3/20<br>DB予想 |          |         |         |         |
|--------------------|--|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|------|----------------|----------------|----------------|----------|---------|---------|---------|
|                    |  | 1Q16    | 2Q16    | 3Q16    | 4Q16    | 1Q17    | 2Q17    | 期初      | 今回      |         |         | 期初比      | Y/Y  |                |                |                |          |         |         |         |
| 経常利益(連結)           |  | 291,578 | 49,220  | 101,809 | 151,029 | 167,821 | 33,762  | 352,612 | 124,559 | 7,000   | 131,559 | -19,470  | 55%  | 345,000        | 238,000        | -107,000       | -114,612 | 237,000 | 317,000 | 330,000 |
| 損保2社合算 ★単体組み換えPLから |  | 229,667 | 67,447  | 75,451  | 142,898 | 106,154 | 41,678  | 290,730 | 118,892 | 34,914  | 153,806 | +10,908  | 56%  | 295,000        | 276,000        | -19,000        | -14,730  | 275,500 | 280,000 | 278,000 |
| 三井住友海上             |  | 167,896 | 41,874  | 51,489  | 93,363  | 75,591  | 46,588  | 215,542 | 87,896  | 43,472  | 131,368 | +38,005  | 57%  | 225,000        | 230,000        | +5,000         | +14,458  | 230,200 | 210,600 | 209,000 |
| 海外子会社からの配当除く       |  | 153,196 | 39,474  | 48,989  | 88,463  | 74,391  | 34,388  | 197,242 | 83,996  | 38,072  | 122,068 | +33,605  | 56%  | 216,300        | 219,300        | +3,000         | +22,058  | 219,500 | 200,600 | 199,000 |
| あいおいニッセイ同和損保       |  | 61,771  | 25,573  | 23,962  | 49,535  | 30,563  | -4,910  | 75,188  | 30,996  | -8,558  | 22,438  | -27,097  | 49%  | 70,000         | 46,000         | -24,000        | -29,188  | 45,300  | 69,400  | 69,000  |
| その他・連結調整等          |  | 61,911  | -18,227 | 26,358  | 8,131   | 61,667  | -7,916  | 61,882  | 5,667   | -27,914 | -22,247 | -30,378  |      | 50,000         | -38,000        | -88,000        | -99,882  | -38,500 | 36,500  | 52,000  |
| 三井ダイレクト損保          |  | -5,372  | 1,194   | -996    | 198     | -91     | -1,062  | -955    | 1,388   | -96     | 1,292   | +1,094   | 323% | 400            | 400            | +0             | +1,355   | 500     | 1,000   | 1,000   |
| 三井住友海上あいおい生命(契配後)  |  | 9,610   | 2,711   | 3,802   | 6,513   | 2,843   | -2,175  | 7,181   | 3,441   | 2,548   | 5,989   | -524     | 154% | 3,781          | 3,881          | +100           | -3,300   | 4,000   | 4,500   | 5,000   |
| 三井住友海上プライマリー生命     |  | 39,959  | -14,400 | 15,885  | 1,485   | 47,269  | 8,938   | 57,692  | 5,385   | 31,127  | 36,512  | +35,027  | 82%  | 22,000         | 44,400         | +22,400        | -13,292  | 44,000  | 26,000  | 28,000  |
| 海外保険子会社            |  | 37,600  | 7,200   | 14,700  | 21,900  | 17,400  | 700     | 40,000  | 4,500   | -47,900 | -43,400 | -65,300  |      | 52,800         |                |                |          | -51,000 | 35,000  | 48,000  |
| その他・連結調整等          |  | -19,886 | -14,932 | -7,033  | -21,955 | -5,754  | -14,317 | -42,036 | -9,047  | -13,593 | -22,640 | -675     |      | -28,981        |                |                |          | -36,000 | -30,000 | -30,000 |
| 特別損益               |  | -34,485 | -2,008  | -13,955 | -15,963 | -17,443 | -36,601 | -70,007 | -3,367  | -14,968 | -18,335 | -2,372   |      |                |                |                |          | -30,000 | -10,000 | -10,000 |
| 特別利益               |  | 17,753  | 21,107  | -8,827  | 12,280  | -10,585 | 1,851   | 3,546   | 76      | 47      | 123     | -12,157  |      |                |                |                |          |         |         |         |
| 特別損失               |  | -52,238 | -23,115 | -5,128  | -28,243 | -6,858  | -38,452 | -73,553 | -3,443  | -15,015 | -18,458 | +9,785   |      |                |                |                |          |         |         |         |
| 税金(税率)             |  | -75,282 | -8,582  | -27,108 | -35,690 | -38,928 | 3,712   | -70,906 | -29,147 | -7,467  | -36,614 | -924     |      |                |                |                |          | -61,000 | -93,000 | -96,000 |
| 少数株主持分             |  | 29.3%   | 18.2%   | 30.9%   | 26.4%   | 25.9%   | 130.8%  | 25.1%   | 24.1%   | -93.7%  | 32.3%   | 5.9%     |      |                |                |                |          | 29.5%   | 30.3%   | 30.0%   |
| 少数株主持分             |  | -294    | -569    | -387    | -956    | -214    | -82     | -1,252  | -373    | -502    | -875    | +81      |      |                |                |                |          | -1,000  | -1,000  | -1,000  |
| 当期純利益(連結)          |  | 181,516 | 38,060  | 60,358  | 98,418  | 111,237 | 792     | 210,447 | 91,671  | -15,937 | 75,734  | -22,684  | 52%  | 245,000        | 145,000        | -100,000       | -65,447  | 145,000 | 213,000 | 223,000 |
| 損保2社合算★            |  | 145,068 | 48,363  | 54,459  | 102,822 | 78,685  | 33,452  | 214,959 | 89,144  | 23,457  | 112,601 | +9,779   | 56%  | 215,000        | 202,000        | -13,000        | -12,959  | 201,600 | 204,500 | 203,100 |
| 三井住友海上             |  | 113,970 | 32,264  | 37,048  | 69,312  | 55,866  | 39,390  | 164,568 | 66,686  | 32,143  | 98,829  | +29,517  | 57%  | 166,000        | 172,000        | +6,000         | +7,432   | 172,100 | 155,900 | 154,800 |
| あいおいニッセイ同和損保       |  | 31,098  | 16,099  | 17,411  | 33,510  | 22,819  | -5,938  | 50,391  | 22,458  | -8,686  | 13,772  | -19,738  | 46%  | 49,000         | 30,000         | -19,000        | -20,391  | 29,500  | 48,600  | 48,300  |
| 三井ダイレクト損保          |  | -4,300  | 900     | -900    | 0       | 0       | -900    | -900    | 1,200   | -200    | 1,000   | +1,000   | 500% | 200            | 200            | +0             | +1,100   | 200     | 500     | 500     |
| 三井住友海上あいおい生命(契配後)  |  | 6,041   | 1,754   | 2,544   | 4,298   | 1,816   | -1,520  | 4,594   | 2,441   | 1,659   | 4,100   | -198     | 137% | 3,000          | 3,000          | +0             | -1,594   | 3,000   | 3,300   | 3,600   |
| 三井住友海上プライマリー生命     |  | 17,892  | 5,593   | 6,192   | 11,785  | 22,041  | -13,123 | 20,703  | 3,401   | 14,299  | 17,700  | +5,915   | 80%  | 14,000         | 22,000         | +8,000         | +1,297   | 22,000  | 17,000  | 19,000  |
| 海外保険子会社            |  | 28,500  | 7,500   | 5,500   | 13,000  | 15,400  | -4,400  | 24,000  | 4,900   | -43,000 | -38,100 | -51,100  |      | 45,000         | -41,000        | -86,000        | -65,000  | -41,000 | 28,000  | 37,000  |
| その他・連結調整等          |  | -11,700 | -26,100 | -7,387  | -33,487 | -6,613  | -12,800 | -52,900 | -9,500  | -12,067 | -21,567 | +11,920  |      | -32,200        | -41,200        | -9,000         | +11,700  | -41,200 | -40,000 | -40,000 |

出所: 会社資料、ドイツ証券

図表 13: SOMPO HD の連結 PL

| (百万円)            | FY3/16  |        | 1H16   |         | FY3/17  |         | 1H17    |        | FY3/18CP |         | FY3/18  |     | FY3/19  | FY3/20  |         |         |         |         |         |
|------------------|---------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|--------|----------|---------|---------|-----|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|                  | 1Q16    | 2Q16   |        | 3Q16    | 4Q16    | 1Q17    | 2Q17    | Y/Y    | 進捗率      | 期初      | 今回      | 期初比 | Y/Y     | DB予想    | DB予想    | DB予想    |         |         |         |
| 経常利益(連結)         | 216.853 | 31.343 | 38.673 | 70.016  | 95.505  | 76.192  | 241.713 | 36.937 | -33.200  | 3.737   | -66.279 | 2%  | 259.000 | 189.000 | -70.000 | -52.713 | 190.000 | 256.000 | 271.000 |
| 損保ジャパン日本興亜 ★単体PL | 178.086 | 29.384 | 32.772 | 62.156  | 88.694  | 79.624  | 230.474 | 36.341 | 11.232   | 47.573  | -14.583 | 24% | 227.000 | 202.000 | -25.000 | -28.474 | 203.100 | 230.300 | 229.700 |
| ひまわり生命(契配後)      | 18.290  | 3.183  | 3.896  | 7.079   | 5.411   | 455     | 12.945  | 3.412  | 3.379    | 6.791   | -288    | 68% | 10.000  | 10.000  | +0      | -2.945  | 10.000  | 12.000  | 14.000  |
| 介護事業             |         | -200   | -600   | -800    |         |         | -1.200  | -800   | 2.500    | 1.700   | +2.500  | 59% | 2.900   | 2.900   | +0      | +4.100  | 2.900   | 4.000   | 7.000   |
| 海外グループ会社         | 23.700  | 4.700  | 3.000  | 7.700   | 7.500   | 7.500   | 22.700  | 3.900  | 14.000   | 17.900  | +10.200 |     | 59.400  | -23.100 | -82.500 | -45.800 | -23.100 | 50.000  | 60.000  |
| その他・連結調整         | -3.200  | -5.700 | -400   | -6.100  | -6.900  | -11.300 | -23.100 | -7.600 | -62.700  | -70.300 | -64.200 |     | -40.300 | -2.700  | +37.600 | +20.400 | -3.000  | -40.000 | -40.000 |
| うちセゾン自動車         | -6.509  | -1.529 | -2.110 | -3.639  | -272    | -2.020  | -5.931  | -1.932 | -1.443   | -3.375  | +264    |     |         |         |         |         |         |         |         |
| 特別損益             | -5.524  | -2.075 | -7.462 | -9.537  | -2.509  | 2.322   | -9.724  | -3.461 | -6.313   | -9.774  | -237    |     |         |         |         |         | -10.000 | -10.000 | -10.000 |
| 特別利益             | 14.551  | 255    | 248    | 503     | 268     | 8.610   | 9.381   | 81     | 348      | 429     | -74     |     |         |         |         |         |         |         |         |
| 特別損失             | -20.075 | -2.330 | -7.710 | -10.040 | -2.777  | -6.288  | -19.105 | -3.542 | -6.661   | -10.203 | -163    |     |         |         |         |         |         |         |         |
| 税金               | -51.071 | -9.205 | -7.713 | -16.918 | -26.527 | -21.827 | -65.272 | -5.166 | 6.255    | 1.089   | +18.007 |     |         |         |         |         | -27.000 | -69.000 | -76.000 |
| (税率)             | 24.2%   | 31.5%  | 24.7%  | 28.0%   | 28.5%   | 27.8%   | 28.1%   | 15.4%  | 15.8%    | 18.0%   | -9.9%   |     |         |         |         |         | 15.0%   | 28.0%   | 29.1%   |
| 少数株主持分           | -677    | -77    | -61    | -138    | -108    | -67     | -313    | -1.239 | 8.107    | 6.868   | +7.006  |     |         |         |         |         | 0       | 0       | 0       |
| 当期純利益(連結)        | 159.581 | 19.984 | 23.438 | 43.422  | 66.361  | 56.619  | 166.402 | 27.069 | -25.148  | 1.921   | -41.501 | 1%  | 183.000 | 152.000 | -31.000 | -14.402 | 153.000 | 177.000 | 185.000 |
| 損保ジャパン日本興亜       | 126.289 | 20.053 | 21.147 | 41.200  | 61.435  | 61.766  | 164.401 | 24.354 | 8.046    | 32.400  | -8.800  | 18% | 157.000 | 185.000 | +28.000 | +20.599 | 185.800 | 159.300 | 158.900 |
| ひまわり生命(契配後)      | 11.616  | 2.049  | 2.509  | 4.558   | 3.588   | 173     | 8.319   | 2.166  | 2.034    | 4.200   | -358    | 70% | 6.000   | 6.000   | +0      | -2.319  | 6.000   | 7.500   | 9.000   |
| 介護事業             |         | -400   | -1.400 | -1.800  |         |         | -2.900  | 500    | 400      | 900     | +2.700  | 45% | 2.000   | 2.000   | +0      | +4.900  | 2.000   | 3.000   | 5.000   |
| 海外グループ会社         | 20.500  | 4.300  | 2.400  | 6.700   | 6.200   | 6.600   | 19.500  | 4.800  | 12.300   | 17.100  | +10.400 |     | 50.500  | -16.500 | -67.000 | -36.000 | -16.500 | 40.000  | 45.000  |
| その他・連結調整         | 1.100   | -6.100 | -1.100 | -7.200  | -6.700  | -11.800 | -22.900 | -4.900 | -48.100  | -53.000 | -45.800 |     | -32.500 | -24.400 | +8.100  | -1.500  | -24.400 | -33.000 | -33.000 |
| うちセゾン自動車         | -6.529  | -1.533 | -2.114 | -3.647  | -277    | -2.024  | -5.948  | -1.937 | -1.446   | -3.383  | +264    |     |         |         |         |         |         |         |         |

出所: 会社資料、ドイツ証券



図表 14: 東京海上日動（単体）の組み換え PL

| (百万円)                       | FY3/16     | FY3/16   |          | FY3/17    | FY3/17   |          | FY3/18CP   | FY3/18   | FY3/19   | FY3/20    |
|-----------------------------|------------|----------|----------|-----------|----------|----------|------------|----------|----------|-----------|
|                             |            | 1Q16     | 2Q16     |           | 1Q17     | 2Q17     |            |          |          |           |
| 正味収入保険料<br>(増収率)            | 2,128,312  | 531,440  | 527,170  | 1,058,610 | 523,454  | 534,057  | 2,116,121  | 551,528  | 533,532  | 1,085,060 |
| 普通責任準備金増減                   | -68,396    | 5,660    | -9,000   | -3,340    | 4,100    | -24,117  | -23,357    | -23,783  | -7,100   | -30,883   |
| 既経過保険料 a<br>(増収率)           | 2,059,916  | 537,100  | 518,170  | 1,055,270 | 527,554  | 509,940  | 2,092,764  | 527,745  | 526,432  | 1,054,177 |
| 諸手数料及び集金費                   | -378,262   | -96,290  | -92,000  | -188,290  | -92,055  | -95,977  | -376,322   | -99,126  | -94,844  | -193,970  |
| 保険引受に係る販管費                  | -273,716   | -67,200  | -68,873  | -136,073  | -66,327  | -72,852  | -275,252   | -68,200  | -67,734  | -135,934  |
| 事業費 b<br>(W/P事業費率)          | -651,978   | -163,490 | -160,873 | -324,363  | -158,382 | -168,829 | -651,574   | -167,326 | -162,578 | -329,904  |
| 自然災害(含む雪害)<br>為替変動による支払備金増減 | -73,169    | -20,200  | -17,506  | -37,708   | -5,894   | -9,954   | -53,554    | -1,300   | -40,508  | -41,806   |
| コア発生保険金<br>(E/損害率)          | -1,237,260 | -308,724 | -297,776 | -606,500  | -319,869 | -310,294 | -1,236,663 | -308,708 | -332,901 | -641,609  |
| 発生保険金(含む損害調査費用) c           | -1,304,629 | -320,324 | -313,682 | -634,006  | -339,263 | -316,548 | -1,289,817 | -309,908 | -373,907 | -683,815  |
| 異常危険準備金増減 d                 | -93,606    | -17,663  | -16,500  | -34,163   | 600      | -9,412   | -42,975    | -18,288  | -15,900  | -34,188   |
| その他収支 e                     | 4,183      | 795      | 1,377    | 2,172     | 4,287    | 1,274    | 7,733      | 2,326    | 2,388    | 4,714     |
| 保険引受利益 A = a+b+c+d+e        | 13,886     | 36,418   | 28,492   | 64,910    | 34,796   | 16,425   | 116,131    | 34,549   | -23,565  | 10,984    |
| (異常危険準備金前)                  | 107,492    | 54,081   | 44,992   | 99,073    | 34,196   | 25,837   | 159,106    | 52,837   | -7,665   | 45,172    |
| (異常危険準備金、自然災害、為替影響前)        | 174,861    | 65,681   | 60,898   | 126,579   | 53,590   | 32,091   | 212,260    | 54,037   | 33,341   | 87,378    |
| (コンパントレオ)                   | 90.7%      | 88.2%    | 88.0%    | 88.1%     | 90.9%    | 92.9%    | 89.9%      | 88.8%    | 93.7%    | 91.3%     |
| 利息及び配当金収入                   | 279,965    | 50,301   | 16,444   | 66,745    | 57,466   | 53,621   | 177,832    | 94,166   | 17,528   | 111,694   |
| 子会社配当金                      | 151,900    | 10,700   | 200      | 10,900    | 23,300   | 61,800   | 65,800     | 53,100   | 700      | 53,800    |
| 子会社配当金以外                    | 127,065    | 39,601   | 16,244   | 55,845    | 34,166   | 22,021   | 112,032    | 41,066   | 18,828   | 57,894    |
| 積立保険料等運用益                   | -49,688    | -12,124  | -11,935  | -24,059   | -11,874  | -9,370   | -45,303    | -10,878  | -10,889  | -21,767   |
| ネット利息配当金                    | 229,277    | 38,177   | 4,509    | 42,686    | 45,592   | 44,251   | 132,529    | 83,288   | 6,639    | 89,927    |
| 有価証券売却益                     | 124,535    | 43,023   | 21,404   | 64,427    | 16,783   | 16,543   | 97,753     | 34,273   | 23,677   | 57,950    |
| 有価証券売却損                     | -7,841     | -121     | -1,214   | -1,335    | -1,833   | -5,480   | -8,648     | -27      | -149     | -176      |
| 有価証券評価損                     | -1,319     | -2,523   | 816      | -1,707    | 922      | -140     | -925       | -13      | 1        | -12       |
| 金融派生商品損益                    | 31,580     | 8,800    | -2,533   | 6,267     | -8,067   | 3,206    | 1,406      | -1,200   | -599     | -1,799    |
| その他                         | -4,762     | -4,012   | -1,137   | -5,149    | 1,780    | -1,102   | -4,471     | -164     | 1,127    | 963       |
| キャピタル損益等                    | 142,193    | 45,167   | 17,336   | 62,503    | 9,585    | 13,027   | 85,115     | 32,869   | 24,057   | 56,926    |
| 資産運用収支 B                    | 371,470    | 83,344   | 21,845   | 105,189   | 55,177   | 57,278   | 217,644    | 116,157  | 30,696   | 146,853   |
| 販管費(保険引受関連以外) C             | -25,251    | -6,362   | -5,541   | -11,903   | -8,724   | -7,544   | -28,171    | -8,244   | -7,707   | -15,951   |
| その他経常収支等 D                  | 17,154     | -88      | 1,275    | 1,187     | 4,235    | 1,410    | 6,832      | 1,547    | 957      | 2,504     |
| 単体経常利益 A+B+C+D              | 377,258    | 113,310  | 46,072   | 159,382   | 85,483   | 67,571   | 312,436    | 144,008  | 382      | 144,390   |
| 進捗率                         |            |          |          |           |          |          |            | 45%      |          |           |
| FY3/18CP                    |            |          |          |           |          |          |            |          |          |           |
| 期初                          |            |          |          |           |          |          |            |          |          |           |
| 今回                          |            |          |          |           |          |          |            |          |          |           |
| 期初比                         |            |          |          |           |          |          |            |          |          |           |
| Y/Y                         |            |          |          |           |          |          |            |          |          |           |
| FY3/18 DB予想                 |            |          |          |           |          |          |            |          |          |           |
| FY3/19 DB予想                 |            |          |          |           |          |          |            |          |          |           |
| FY3/20 DB予想                 |            |          |          |           |          |          |            |          |          |           |

出所: 会社資料、ドイツ証券

図表 15: 三井住友海上（単体）+ あいおいニッセイ同和損保（単体）の組み換え PL

| (百万円)                            | FY3/16    | FY3/16   |          | FY3/17    | FY3/17   |          | FY3/18CP  | FY3/18   | FY3/19   | FY3/20    |
|----------------------------------|-----------|----------|----------|-----------|----------|----------|-----------|----------|----------|-----------|
|                                  |           | 1Q16     | 2Q16     |           | 1Q17     | 2Q17     |           |          |          |           |
| 正味収入保険料<br>(増収率)                 | 2,899,246 | 663,123  | 703,121  | 1,366,244 | 643,556  | 660,847  | 2,670,647 | 688,349  | 720,887  | 1,409,236 |
| 普通責任準備金増減                        | -100,227  | 5,300    | -25,346  | -20,046   | 33,600   | -7,329   | 6,225     | -23,300  | -31,471  | -54,771   |
| 既経過保険料 a<br>(増収率)                | 2,999,019 | 668,423  | 677,775  | 1,346,198 | 677,156  | 653,518  | 2,676,872 | 665,049  | 689,416  | 1,354,465 |
| 諸手数料及び集金費                        | -486,257  | -122,294 | -119,955 | -242,249  | -115,747 | -117,572 | -475,568  | -127,865 | -126,659 | -254,324  |
| 保険引受に係る販管費                       | -390,014  | -96,900  | -88,300  | -185,200  | -94,200  | -105,500 | -384,900  | -94,400  | -89,200  | -183,600  |
| 事業費 b<br>(W/P事業費率)               | -876,271  | -219,194 | -208,255 | -427,449  | -209,947 | -223,072 | -860,468  | -222,265 | -215,859 | -438,124  |
| 自然災害(含む雪害)<br>コア発生保険金<br>(E/損害率) | -67,600   | -18,200  | -27,500  | -45,700   | -3,400   | -1,900   | -51,000   | -1,000   | -54,400  | -55,400   |
| 発生保険金(含む損害調査費用) c                | -81,682   | -23,446  | -23,200  | -51,646   | -14,100  | -16,064  | -81,810   | -23,736  | -26,600  | -50,336   |
| 異常危険準備金増減 d                      | -2,337    | -7,763   | 1,546    | -6,237    | 11,923   | -1,301   | 4,285     | 2,686    | 5,716    | 14,639    |
| その他収支 e                          | 43,997    | 24,600   | 44,100   | 68,700    | 45,900   | 6,600    | 121,200   | 47,900   | -700     | 47,200    |
| 保険引受利益 A = a+b+c+d+e             | 125,679   | 48,046   | 72,300   | 120,346   | 60,000   | 22,664   | 203,010   | 71,636   | 25,900   | 97,536    |
| (異常危険準備金前)                       | 193,279   | 66,246   | 99,800   | 166,046   | 63,400   | 24,564   | 254,010   | 72,636   | 80,300   | 152,936   |
| (コンパントレオ)                        | 91.2%     | 89.2%    | 84.4%    | 86.7%     | 94.0%    | 95.7%    | 90.7%     | 88.4%    | 87.8%    | 88.1%     |
| 利息及び配当金収入                        | 175,742   | 52,601   | 28,010   | 80,611    | 46,340   | 45,250   | 172,201   | 57,257   | 28,421   | 85,678    |
| 子会社配当金                           | 14,700    | 2,400    | 2,500    | 4,900     | 1,200    | 12,200   | 18,300    | 3,900    | 5,400    | 9,300     |
| 子会社配当金以外                         | 161,042   | 50,201   | 25,510   | 75,711    | 45,140   | 33,050   | 153,901   | 53,357   | 23,021   | 76,378    |
| 積立保険料等運用益                        | -56,763   | -14,068  | -13,908  | -27,976   | -13,975  | -10,922  | -52,873   | -12,760  | -12,633  | -25,393   |
| ネット利息配当金                         | 118,979   | 38,533   | 14,102   | 52,635    | 32,365   | 34,328   | 119,328   | 44,497   | 15,788   | 60,285    |
| 有価証券売却益                          | 121,671   | 18,329   | 22,133   | 40,462    | 25,543   | 19,082   | 85,087    | 31,277   | 54,391   | 54,391    |
| 有価証券売却損                          | -12,073   | -2,272   | -1,112   | -3,384    | -1,347   | -4,036   | -8,767    | -2,200   | 25,877   | -2,740    |
| 有価証券評価損                          | -13,956   | -2,528   | 1,647    | -881      | -489     | -4,046   | -5,416    | -563     | 1,223    | -1,223    |
| 金融派生商品損益                         | 1,705     | 2,500    | -3,900   | -1,400    | 3,300    | -1,597   | 303       | 0        | 2,800    | 2,800     |
| その他                              | -15,237   | -11,145  | 2,561    | -8,584    | 5,453    | -2,724   | -5,855    | -95      | 2,895    | -683      |
| キャピタル損益等                         | 82,110    | 4,884    | 21,329   | 26,213    | 32,460   | 6,679    | 65,352    | 28,419   | 24,126   | 52,545    |
| 資産運用収支 B                         | 201,089   | 43,417   | 35,431   | 78,848    | 64,825   | 41,007   | 184,680   | 72,916   | 39,914   | 112,830   |
| 販管費(保険引受関連以外) C                  | -18,781   | -4,661   | -4,839   | -9,500    | -4,926   | -5,121   | -19,547   | -5,129   | -5,805   | -10,934   |
| その他経常収支等 D                       | 3,366     | 4,094    | 758      | 4,852     | 357      | -810     | 4,399     | 3,206    | 1,506    | 4,712     |
| 単体経常利益 A+B+C+D                   | 229,667   | 67,447   | 75,451   | 142,898   | 106,154  | 41,678   | 290,730   | 118,892  | 34,914   | 153,806   |
| 進捗率                              |           |          |          |           |          |          |           | 56%      |          |           |
| FY3/18CP                         |           |          |          |           |          |          |           |          |          |           |
| 期初                               |           |          |          |           |          |          |           |          |          |           |
| 今回                               |           |          |          |           |          |          |           |          |          |           |
| 期初比                              |           |          |          |           |          |          |           |          |          |           |
| Y/Y                              |           |          |          |           |          |          |           |          |          |           |
| FY3/18 DB予想                      |           |          |          |           |          |          |           |          |          |           |
| FY3/19 DB予想                      |           |          |          |           |          |          |           |          |          |           |
| FY3/20 DB予想                      |           |          |          |           |          |          |           |          |          |           |

出所: 会社資料、ドイツ証券

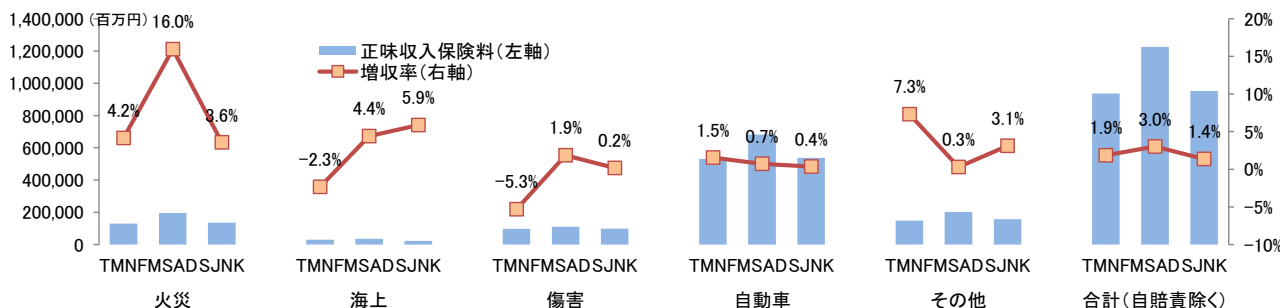


図表 16: 損保ジャパン日本興亜（単体）の組み換え PL

| (百万円)                                            | FY3/16     |          |          | 1H16      |          |          | FY3/17     |          |          | 1H17      |         |      | Y/Y        | 進捗率       | FY3/18CP |          | FY3/18<br>DB予想 | FY3/19<br>DB予想 | FY3/20<br>DB予想 |
|--------------------------------------------------|------------|----------|----------|-----------|----------|----------|------------|----------|----------|-----------|---------|------|------------|-----------|----------|----------|----------------|----------------|----------------|
|                                                  | 1Q16       | 2Q16     | 3Q16     | 4Q16      | 1Q17     | 2Q17     | 3Q17       | 4Q17     | 1Q17     | 2Q17      | 3Q17    | 4Q17 |            |           | 期初       | 今回       |                |                |                |
| 正味収入保険料<br>(増収率)                                 | 2,218,425  | 549,814  | 537,610  | 1,087,424 | 531,405  | 546,865  | 2,165,694  | 559,791  | 546,861  | 1,106,652 | +19,228 | 51%  | 2,205,499  | 2,174,000 | -31,499  | +8,306   | 2,174,000      | 2,189,000      | 2,204,000      |
| 普通責任準備金損益                                        | -48,106    | -3,135   | 4,379    | 1,244     | 22,006   | -7,171   | 16,079     | -23,792  | -1,315   | -25,107   | -26,351 |      | 5,800      | -3,700    | -9,500   | -19,779  | -4,000         | 5,000          | 5,000          |
| 既経過保険料 a<br>(増収率)                                | 2,170,319  | 546,679  | 541,989  | 1,088,668 | 553,411  | 539,694  | 2,181,773  | 535,999  | 545,546  | 1,081,545 | -7,123  | 50%  | 2,211,299  | 2,170,300 | -40,999  | -11,473  | 2,170,000      | 2,194,000      | 2,209,000      |
| 諸手数料及び集金費<br>保険引受に係る販管費                          | -398,265   | -99,518  | -94,404  | -193,922  | -95,176  | -96,865  | -385,963   | -103,032 | -96,916  | -199,948  | -6,026  |      | -302,494   | -79,527   | -75,373  | -154,900 | -73,000        | -78,824        | -306,724       |
| 事業費 b<br>(W/P事業費率)                               | -700,759   | -179,045 | -169,777 | -348,822  | -168,176 | -175,689 | -692,687   | -181,863 | -173,254 | -355,117  | -6,295  |      | -700,144   | -698,006  | +2,138   | -5,319   | -696,000       | -694,000       | -696,000       |
| 自然災害(含む雪害)<br>コア発生保険金<br>(E/I損害率)                | -84,279    | -9,400   | -25,691  | -35,091   | 0        | -20,749  | -55,840    | -324,947 | -331,437 | -656,384  | -24,840 |      | -84,279    | -9,400    | -25,691  | -35,091  | -58,000        | -45,000        | -45,000        |
| 発生保険金(含む損害調査費用) c<br>異常危険準備金損益 d                 | -1,403,033 | -337,088 | -329,547 | -666,635  | -357,566 | -344,323 | -1,368,524 | -325,847 | -361,245 | -687,092  | -20,457 |      | -1,403,033 | -337,088  | -329,547 | -666,635 | -357,566       | -344,323       | -1,368,524     |
| その他収支 e                                          | 9,252      | -1,812   | 2,220    | 408       | 6,746    | 636      | 7,790      | 3,825    | 3,408    | 7,233     | +6,825  |      | 9,252      | -1,812    | 2,220    | 408      | 6,746          | 636            | 7,790          |
| 保険引受利益 A = a+b+c+d+e                             | 78,284     | 12,760   | 32,850   | 45,610    | 40,270   | 26,594   | 112,474    | 17,682   | 9,905    | 27,587    | -18,023 | 25%  | 115,870    | 109,000   | -6,870   | -3,474   | 109,600        | 102,800        | 102,200        |
| (異常危険準備金前)                                       | 75,779     | 28,734   | 44,885   | 73,619    | 34,415   | 20,318   | 128,352    | 32,114   | 14,455   | 46,569    | -27,050 | 47%  | 130,570    | 99,500    | -31,070  | -28,852  | 100,100        | 117,800        | 117,200        |
| (異常危険準備金、自然災害前)                                  | 160,058    | 38,134   | 70,576   | 108,710   | 34,415   | 41,067   | 184,192    | 33,014   | 44,263   | 77,277    | -31,433 | 49%  | 173,570    | 157,600   | -15,970  | -26,592  | 158,100        | 162,800        | 162,200        |
| (コンパウンドレバ)                                       | 92.4%      | 92.5%    | 87.6%    | 90.1%     | 96.3%    | 92.1%    | 92.2%      | 93.1%    | 92.4%    | 92.8%     | 2.7%    |      | 92.4%      | 92.5%     | 87.6%    | 90.1%    | 96.3%          | 92.1%          | 92.2%          |
| 利息及び配当金収入<br>子会社配当金<br>子会社配当金以外                  | 109,938    | 29,766   | 19,003   | 48,769    | 33,461   | 32,668   | 114,898    | 31,087   | 20,470   | 51,557    | +2,788  | 52%  | 113,422    | 99,775    | -13,647  | -15,123  | 100,000        | 110,000        | 108,000        |
| 積立保険料等運用益                                        | -45,841    | -11,252  | -11,140  | -22,392   | -11,108  | -8,280   | -41,780    | -10,027  | -10,002  | -20,029   | +2,363  | 52%  | 97,322     | 99,775    | +2,453   | -12,523  | 100,000        | 95,000         | 93,000         |
| ネット利息配当金                                         | 64,097     | 18,514   | 7,863    | 26,377    | 22,353   | 24,388   | 73,118     | 21,060   | 10,468   | 31,528    | +5,151  | 53%  | 73,655     | 59,837    | -13,818  | -13,281  | 60,000         | 72,000         | 72,000         |
| 有価証券売却益<br>有価証券売却損<br>有価証券評価損<br>金融派生商品損益<br>その他 | 62,279     | 7,189    | 876      | 8,065     | 35,439   | 40,566   | 84,070     | 3,930    | -3,681   | 0         | -8,065  |      | 62,279     | 7,189     | 876      | 8,065    | 35,439         | 40,566         | 84,070         |
| キャピタル損益等                                         | 44,417     | 2,272    | -2,680   | -408      | 30,969   | 28,695   | 59,256     | 4,029    | -5,311   | -1,282    | -874    |      | 44,417     | 2,272     | -2,680   | -408     | 30,969         | 28,695         | 59,256         |
| 資産運用収支 B                                         | 108,514    | 20,786   | 5,183    | 25,969    | 53,322   | 53,083   | 132,374    | 25,089   | 5,157    | 30,246    | +4,277  | 28%  | 128,671    | 109,394   | -19,277  | -22,980  | 109,500        | 141,500        | 141,500        |
| 販管費(保険引受関連以外) C<br>その他経常収支等 D                    | -12,694    | -3,862   | -4,251   | -8,113    | -3,847   | -3,821   | -15,781    | -4,992   | -4,228   | -9,220    | -1,107  |      | -12,694    | -3,862    | -4,251   | -8,113   | -3,847         | -3,821         | -15,781        |
| 単体経常利益 A+B+C+D                                   | 178,086    | 29,384   | 32,772   | 62,156    | 88,694   | 79,624   | 230,474    | 36,341   | 11,232   | 47,573    | -14,583 | 24%  | 227,000    | 202,000   | -25,000  | -28,474  | 203,100        | 230,300        | 229,700        |

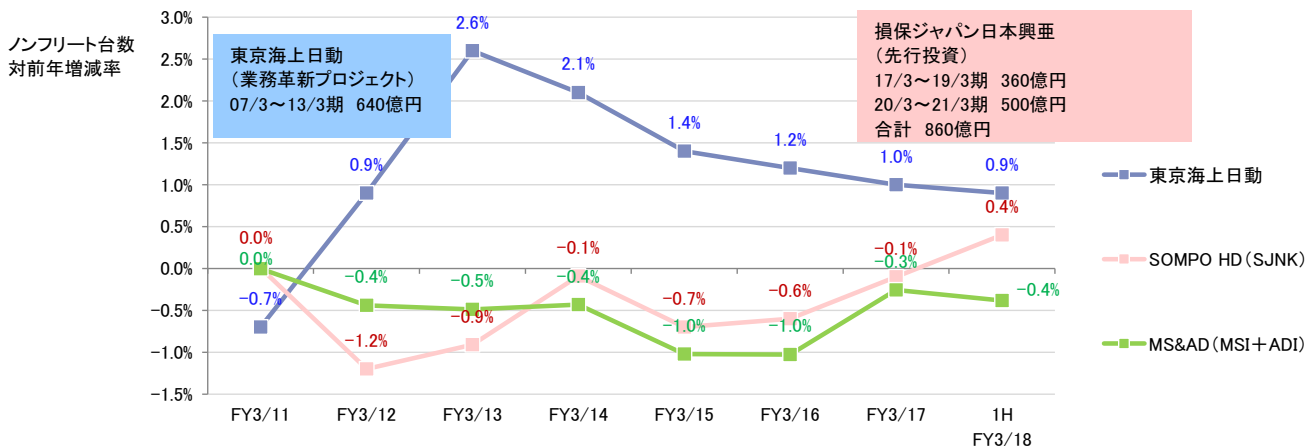
出所: 会社資料、ドイツ証券

図表 17: 国内損保（単体）の増収率の比較（18/3 期 1H）



出所: 会社資料よりドイツ証券作成

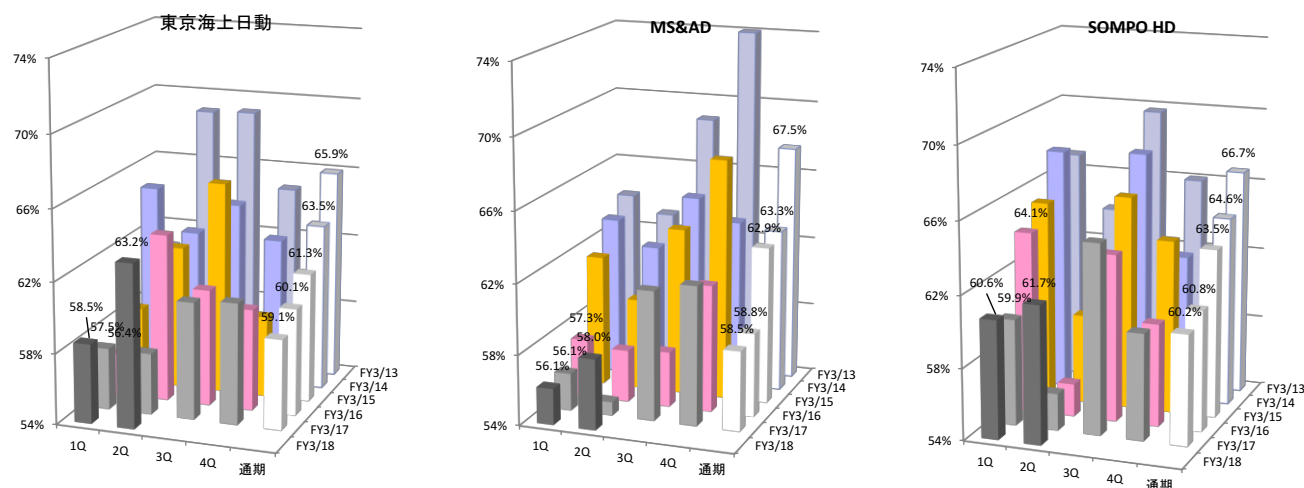
図表 18: 自動車保険のシェア変動



出所: 会社資料などドイツ証券作成

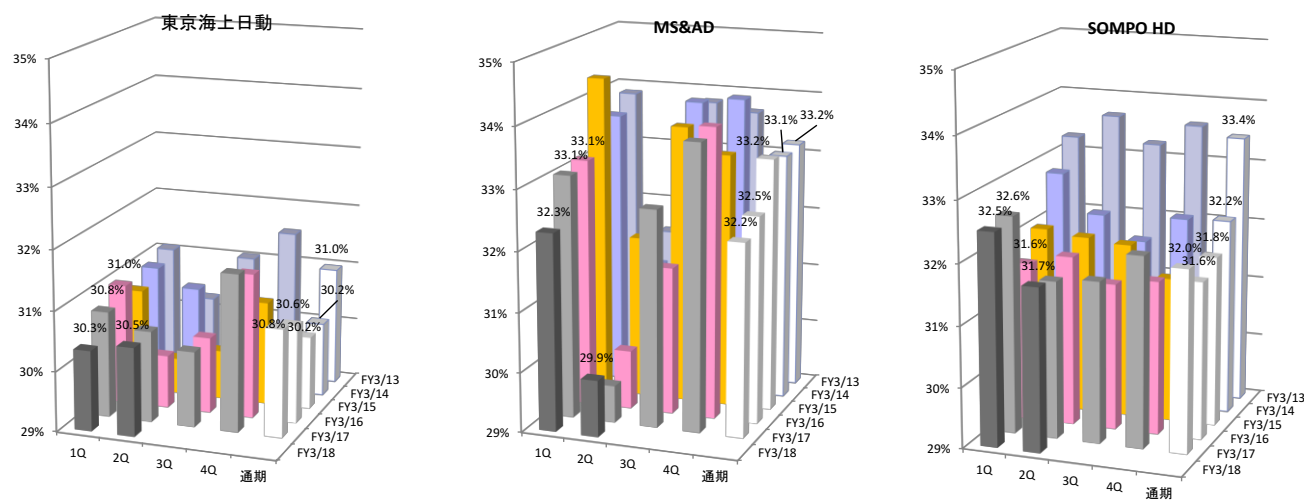


図表 19: 国内損保事業の E/I 損害率（全種目、自然災害前）



注: 東京海上日動は1Q15以降、「為替変動による支払備金増減」を控除  
出所: 会社資料、ドイツ証券

図表 20: 国内損保事業の事業費率（全種目）



出所: 会社資料、ドイツ証券

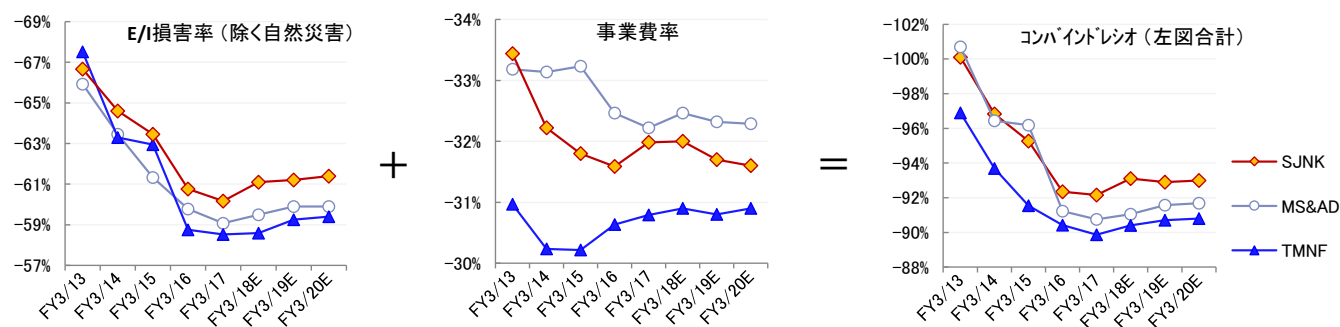


図表 21: 四半期コンバインドレシオの推定（自賠責を含む）

|                      | FY3/16 | 1H16  |       | FY3/17 |       | 1H17   |       |       |       |       |       |
|----------------------|--------|-------|-------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                      |        | 1Q16  | 2Q16  |        | 3Q16  | 4Q16   | 1Q17  | 2Q17  | Y/Y   |       |       |
| E/I損害率(自然災害平準化)      |        |       |       |        |       |        |       |       |       |       |       |
| 東京海上HD(東京海上日動)       | 62.4%  | 59.8% | 59.8% | 59.8%  | 62.9% | 63.1%  | 61.4% | 60.8% | 65.5% | 63.2% | 3.4%  |
| MS&AD(MSI+ADI)       | 61.0%  | 58.3% | 57.0% | 57.6%  | 63.6% | 64.1%  | 60.7% | 58.3% | 60.1% | 59.2% | 1.5%  |
| MSI                  | 61.6%  | 59.1% | 56.9% | 58.0%  | 64.4% | 61.1%  | 60.4% | 58.2% | 60.3% | 59.3% | 1.3%  |
| ADI                  | 60.2%  | 57.3% | 57.1% | 57.2%  | 62.6% | 67.7%  | 61.2% | 58.3% | 59.8% | 59.0% | 1.8%  |
| SOMPO HD(損保ジャパン日本興亜) | 63.1%  | 62.2% | 58.4% | 60.3%  | 66.9% | 62.3%  | 62.5% | 62.9% | 63.1% | 63.0% | 2.7%  |
| 事業費率                 |        |       |       |        |       |        |       |       |       |       |       |
| 東京海上HD(東京海上日動)       | 30.6%  | 30.8% | 30.5% | 30.6%  | 30.3% | 31.6%  | 30.8% | 30.3% | 30.5% | 30.4% | -0.2% |
| MS&AD(MSI+ADI)       | 32.5%  | 33.1% | 29.6% | 31.3%  | 32.6% | 33.8%  | 32.2% | 32.3% | 29.9% | 31.1% | -0.2% |
| MSI                  | 31.0%  | 32.2% | 27.9% | 30.0%  | 32.0% | 32.9%  | 31.2% | 31.2% | 28.7% | 29.9% | 0.0%  |
| ADI                  | 34.3%  | 34.1% | 31.8% | 32.9%  | 33.4% | 34.8%  | 33.5% | 33.6% | 31.5% | 32.5% | -0.4% |
| SOMPO HD(損保ジャパン日本興亜) | 31.6%  | 32.6% | 31.6% | 32.1%  | 31.6% | 32.1%  | 32.0% | 32.5% | 31.7% | 32.1% | 0.0%  |
| コンバインドレシオ            |        |       |       |        |       |        |       |       |       |       |       |
| 東京海上HD(東京海上日動)       | 93.0%  | 90.5% | 90.3% | 90.4%  | 93.2% | 94.8%  | 92.2% | 91.1% | 96.0% | 93.6% | 3.2%  |
| MS&AD(MSI+ADI)       | 93.4%  | 91.4% | 86.6% | 88.9%  | 96.2% | 97.9%  | 92.9% | 90.6% | 90.0% | 90.3% | 1.3%  |
| MSI                  | 92.6%  | 91.3% | 84.8% | 88.0%  | 96.3% | 94.1%  | 91.5% | 89.5% | 89.0% | 89.2% | 1.3%  |
| ADI                  | 94.4%  | 91.5% | 88.9% | 90.2%  | 96.0% | 102.5% | 94.7% | 91.8% | 91.3% | 91.6% | 1.4%  |
| SOMPO HD(損保ジャパン日本興亜) | 94.7%  | 94.8% | 89.9% | 92.4%  | 98.6% | 94.4%  | 94.5% | 95.4% | 94.7% | 95.1% | 2.7%  |

出所: 会社資料、ドイツ証券推定

図表 22: 国内損保事業のコスト率の予想

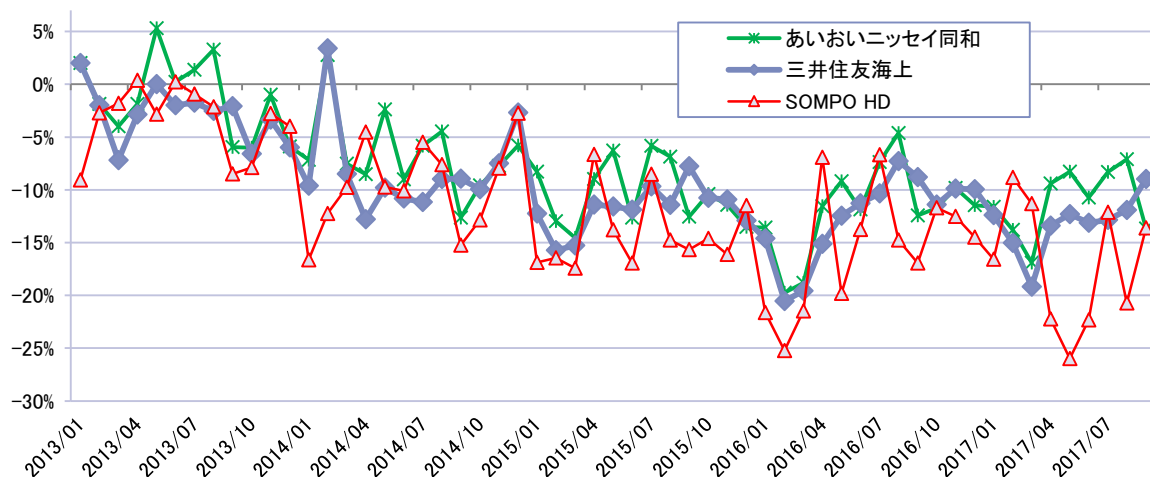


出所: 会社資料、ドイツ証券予想



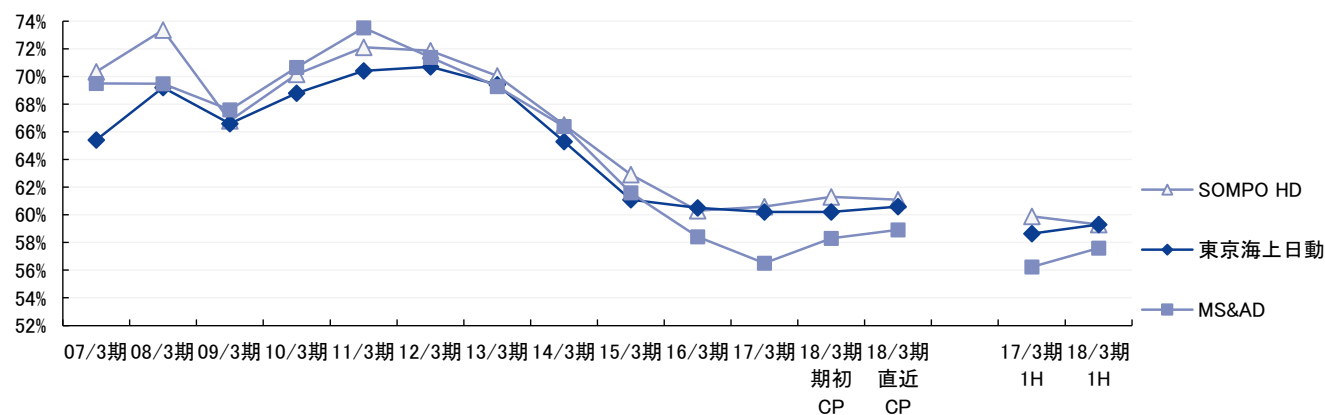


図表 23: 事故受付件数 (09 年度同月比)



出所: 会社資料、ヒアリングによりドイツ証券作成

図表 24: 自動車保険の E/I 損害率の推移 ※東京海上日動の 16/3 期 2Q の備金積み増しを除く



|                  | 07/3期 | 08/3期 | 09/3期 | 10/3期 | 11/3期 | 12/3期 | 13/3期 | 14/3期 | 15/3期 | 16/3期 | 17/3期 | 18/3期<br>期初CP | 18/3期<br>直近CP | 17/3期<br>1H | 18/3期<br>1H |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------|---------------|-------------|-------------|
| 東京海上日動           | 65.4% | 69.2% | 66.6% | 68.8% | 70.4% | 70.7% | 69.4% | 65.3% | 61.1% | 60.5% | 60.2% | 60.2%         | 60.6%         | 58.6%       | 59.3%       |
| 日新火災             | 66.8% | 67.9% | 65.6% | 67.6% | 69.7% | 66.7% | 67.4% | 60.6% | 55.3% | 56.2% | 57.1% |               |               | 57.4%       | 53.6%       |
| 東京海上HD           | 65.5% | 69.1% | 66.5% | 68.7% | 70.3% | 70.4% | 69.2% | 64.9% | 60.6% | 60.2% | 60.0% |               |               | 58.6%       | 58.9%       |
| 三井住友海上           | 73.5% | 72.7% | 69.7% | 72.0% | 74.7% | 73.0% | 69.8% | 66.5% | 61.9% | 59.9% | 55.9% | 57.7%         | 58.6%         | 57.1%       | 57.8%       |
| あいおい<br>ニッセイ同和損保 | 63.7% | 63.1% | 63.1% | 66.6% |       |       |       |       |       |       |       |               |               |             |             |
| あいおいニッセイ同和       | 66.0% | 66.7% | 65.8% | 69.5% | 72.5% | 69.9% | 68.8% | 66.3% | 61.3% | 57.0% | 57.1% | 58.9%         | 59.2%         | 55.4%       | 57.4%       |
| MS&AD            | 69.5% | 69.5% | 67.6% | 70.7% | 73.5% | 71.4% | 69.3% | 66.4% | 61.6% | 58.4% | 56.5% | 58.3%         | 58.9%         | 56.2%       | 57.6%       |
| 損保ジャパン           | 70.1% | 74.0% | 66.8% | 71.0% | 71.8% | 70.5% | 70.1% | 66.6% |       |       |       |               |               |             |             |
| 日本興亜損保           | 70.8% | 72.0% | 66.8% | 68.4% | 72.7% | 74.6% | 69.9% | 66.3% |       |       |       |               |               |             |             |
| SOMPO HD         | 70.3% | 73.3% | 66.8% | 70.1% | 72.1% | 71.9% | 70.0% | 66.5% | 62.9% | 60.3% | 60.6% | 61.3%         | 61.1%         | 59.9%       | 59.3%       |

出所: 会社資料、ヒアリングよりドイツ証券作成



図表 25: 自動車保険料を 1%引き下げた場合の影響

| (十億円)                       | 東京海上HD  | MS&AD   | SOMPO HD |
|-----------------------------|---------|---------|----------|
| 自動車保険 正味収入保険料 18/3期期初CP ①   | 1,153.3 | 1,343.0 | 1,095.3  |
| 減収額 ②=①×1%                  | 11.5    | 13.4    | 11.0     |
| 経常利益減益額 ③=②×83%             | 9.6     | 11.1    | 9.1      |
| 純利益減益額 ④=③×70%              | 6.7     | 7.8     | 6.4      |
| 純利益(19/3期DB予想)への影響          | 2.4%    | 3.7%    | 3.6%     |
| 修正Tangible利益(19/3期DB予想)への影響 | 1.7%    | 2.5%    | 2.7%     |

出所: 会社資料よりドイツ証券推定

図表 26: 国内損保子会社の自然災害費用（当期発生分、含むタイ洪水（12/3期）・雪害（14/3期・15/3期）・ハリケーン（18/3期））

| (百万円)        | 国内損保子会社の自然災害費用(当期発生分、含むタイ洪水(12/3期)・雪害(14/3期・15/3期)・ハリケーン(18/3期)) |         |          |         |          |         |          |         |          |         |          |         |            |          |          |
|--------------|------------------------------------------------------------------|---------|----------|---------|----------|---------|----------|---------|----------|---------|----------|---------|------------|----------|----------|
|              | 12/3期                                                            |         | 13/3期    |         | 14/3期    |         | 15/3期    |         | 16/3期    |         | 17/3期    |         |            | 18/3期    |          |
|              | 期初<br>計画                                                         | 実績      | 期初<br>計画 | 実績      | 期初<br>計画 | 実績      | 期初<br>計画 | 実績      | 期初<br>計画 | 実績      | 期初<br>計画 | 実績      | うち熊本<br>地震 | 期初<br>計画 | 直近<br>計画 |
|              |                                                                  |         |          |         |          |         |          |         |          |         |          |         |            |          |          |
| 東京海上日動       | 25,000                                                           | 122,486 | 30,000   | 63,662  | 35,000   | 81,296  | 40,000   | 26,989  | 40,000   | 73,169  | 45,000   | 53,554  | 17,100     | 40,000   | 80,000   |
| 日新火災         | 2,000                                                            | 4,385   | 3,000    | 4,310   | 3,000    | 5,300   | 3,000    | 1,346   | 3,000    | 4,157   | 3,000    | 1,776   | 0          | 3,000    | 4,000    |
| 東京海上HD       | 27,000                                                           | 126,871 | 33,000   | 67,972  | 38,000   | 86,596  | 43,000   | 28,335  | 43,000   | 77,326  | 48,000   | 55,330  | 17,100     | 43,000   | 84,000   |
| 三井住友海上       | 15,000                                                           | 267,100 | 25,000   | 30,600  | 20,000   | 67,300  | 23,000   | 20,000  | 25,000   | 37,900  | 40,000   | 34,300  | 10,500     | 30,000   | 42,000   |
| あいおいニッセイ同和損保 | 10,000                                                           | 52,000  | 20,000   | 22,500  | 15,000   | 51,900  | 15,000   | 12,200  | 15,000   | 29,700  | 22,500   | 16,700  | 3,800      | 20,000   | 54,600   |
| MS&AD        | 25,000                                                           | 319,100 | 45,000   | 53,100  | 35,000   | 119,200 | 38,000   | 32,200  | 40,000   | 67,600  | 62,500   | 51,000  | 14,300     | 50,000   | 96,600   |
| 損保ジャパン       | 25,000                                                           | 76,457  | 30,000   | 39,367  | 25,000   | 65,161  |          |         |          |         |          |         |            |          |          |
| 日本興亜損保       | 13,000                                                           | 74,859  | 20,000   | 26,561  | 13,000   | 46,574  |          |         |          |         |          |         |            |          |          |
| SOMPO HD     | 38,000                                                           | 151,316 | 50,000   | 65,928  | 38,000   | 111,735 | 43,000   | 59,534  | 43,000   | 84,279  | 44,500   | 55,840  | 7,900      | 43,000   | 58,100   |
| 3社合計         | 90,000                                                           | 597,287 | 128,000  | 187,000 | 111,000  | 317,531 | 124,000  | 120,069 | 126,000  | 229,205 | 155,000  | 162,170 | 39,300     | 136,000  | 238,700  |

| (百万円)        | 18/3期自然災害費用 |            |            |           |        |        |            |
|--------------|-------------|------------|------------|-----------|--------|--------|------------|
|              | 直近<br>計画    | 国内         |            |           | 海外     |        | 1-2Q<br>実績 |
|              |             | 1-2Q<br>実績 | 3-4Q<br>計画 | 台風<br>21号 |        |        |            |
| 東京海上日動       | 80,000      | 61,300     | 23,100     | 38,200    | 30,000 | 18,700 | 18,700     |
| 日新火災         | 4,000       | 4,000      | 1,224      | 2,776     | 0      | 0      | 0          |
| 東京海上HD       | 84,000      | 65,300     | 24,324     | 40,976    | 30,000 | 18,700 | 18,700     |
| 三井住友海上       | 42,000      | 41,000     | 15,400     | 25,600    | 21,000 | 1,000  | 1,000      |
| あいおいニッセイ同和損保 | 54,600      | 26,000     | 9,400      | 16,600    | 15,000 | 28,600 | 28,600     |
| MS&AD        | 96,600      | 67,000     | 24,800     | 42,200    | 36,000 | 29,600 | 29,600     |
| 損保ジャパン       |             |            |            |           |        |        |            |
| 日本興亜損保       |             |            |            |           |        |        |            |
| SOMPO HD     | 58,100      | 53,000     | 25,608     | 27,392    | 32,000 | 5,100  | 5,100      |
| 3社合計         | 238,700     | 185,300    | 74,732     | 110,568   | 98,000 | 53,400 | 53,400     |

出所: 会社資料、ヒアリングよりドイツ証券作成



図表 27: 政策株の売却額

| (億円)                   | 14/3期  |              | 15/3期         |       | 16/3期    |       | 17/3期  |       | 18/3期    |          | 政策株<br>残高<br>17/9末 |        |        |
|------------------------|--------|--------------|---------------|-------|----------|-------|--------|-------|----------|----------|--------------------|--------|--------|
|                        | 期初予想   | 実績           | 期初予想          | 実績    | 期初予想     | 実績    | 期初予想   | 実績    | 1H<br>実績 | 2H<br>計画 |                    | 期初予想   | 直近予想   |
| 東京海上日動(ハイブリッド含む)       |        |              |               |       |          | 1,220 |        |       |          |          |                    |        |        |
| 東京海上日動(ハイブリッド除く)       | 約1,000 | 1,090        | 1,000         | 1,120 | 1000以上   | 1,170 |        | 1,170 | 680      |          |                    |        |        |
| 日新火災                   | 約15    | 15           |               | 2     |          | 1     |        | 1     | 1        |          |                    |        |        |
| 東京海上HD                 | 約1,015 | 1,105        | 1,000         | 1,122 | 1000以上   | 1,171 | 1000以上 | 1,171 | 681      | 319.29   | 約1,000             | 26,045 |        |
| 三井住友海上<br>あいおいニッセイ同和損保 |        |              |               |       |          |       |        |       |          |          |                    |        |        |
| MS&AD                  | 1,000  | 1,735        | DB推定 500-1000 | 910   | 1,500    | 1,811 | 1,200  | 1,330 | 805      | 545      | 1,200              | 1,350  | 27,752 |
| 損保ジャパン<br>日本興亜損保       |        | 1,319<br>742 |               |       |          |       |        |       |          |          |                    |        |        |
| SOMPO HD               | 最大前期並み | 2,061        | DB推定 800-1000 | 860   | 800-1000 | 757   | 1,000  | 1,042 | 337      | 663      | 約1,000             |        | 16,332 |
| 3グループ合計                |        | 4,901        |               | 2,892 |          | 3,739 |        | 3,543 | 1,823    | 1,916    |                    |        | 70,129 |

出所: 会社資料、ヒアリングよりドイツ証券

図表 28: 海外事業の概況

| (百万円)          | 東京海上HD      |             |             |             |               | MS&AD                  |                        |                       |                       |                         | SOMPO HD               |                        |                       |                       |                         |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------|------------------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|-------------------------|------------------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|-------------------------|
|                | 17/3期<br>1H | 18/3期<br>1H | 17/3期<br>実績 | 18/3期<br>実績 | 18/3期<br>直近CP | 17/3期 1H<br>子会社<br>ベース | 18/3期 1H<br>子会社<br>ベース | 17/3期<br>子会社ベース<br>実績 | 18/3期<br>子会社ベース<br>実績 | 18/3期<br>子会社ベース<br>直近CP | 17/3期 1H<br>子会社<br>ベース | 18/3期 1H<br>子会社<br>ベース | 17/3期<br>子会社ベース<br>実績 | 18/3期<br>子会社ベース<br>実績 | 18/3期<br>子会社ベース<br>直近CP |
| 連結保険料          | 2,135,262   | 2,282,414   | 4,384,896   | 4,380,000   | 4,450,000     | 2,500,431              | 2,375,275              | 4,660,133             | 4,399,000             | 4,450,000               | 1,431,905              | 1,667,311              | 2,874,196             | 3,247,000             | 3,193,000               |
| 損保事業           | 1,700,833   | 1,806,487   | 3,480,478   | 3,490,000   | 3,540,000     | 1,839,371              | 1,864,122              | 3,406,966             | 3,450,000             | 3,450,000               | 1,279,556              | 1,498,822              | 2,550,336             | 2,908,000             | 2,854,000               |
| 国内損保           | 573,827     | 595,585     | 2,281,660   | 2,309,000   | 2,315,000     | 1,387,971              | 1,433,422              | 2,713,866             | 2,750,000             | 2,758,000               | 1,112,214              | 1,134,000              | 2,166,000             | 2,205,000             | 2,174,000               |
| 対連結保険料         | 26.9%       | 26.3%       | 52.0%       | 52.7%       | 52.0%         | 55.5%                  | 60.3%                  | 58.2%                 | 62.5%                 | 62.0%                   | 77.7%                  | 68.0%                  | 75.4%                 | 67.9%                 | 68.1%                   |
| 海外損保子会社        | 1,127,006   | 1,210,902   | 1,198,818   | 1,181,000   | 1,225,000     | 451,400                | 430,700                | 693,100               | 700,000               | 692,000                 | 167,342                | 364,822                | 394,336               | 703,000               | 680,000                 |
| 対連結保険料         | 52.8%       | 53.5%       | 27.3%       | 27.0%       | 27.5%         | 18.1%                  | 18.1%                  | 14.9%                 | 15.9%                 | 15.6%                   | 11.7%                  | 21.9%                  | 13.4%                 | 21.7%                 | 21.3%                   |
| 生保事業           | 434,429     | 455,927     | 904,418     | 890,000     | 910,000       | 661,060                | 511,153                | 1,253,167             | 949,000               | 1,000,000               | 152,349                | 168,489                | 323,860               | 339,000               | 339,000                 |
| 対連結保険料         | 20.3%       | 20.2%       | 20.6%       | 20.3%       | 20.4%         | 26.4%                  | 21.5%                  | 26.9%                 | 21.6%                 | 22.5%                   | 10.6%                  | 10.1%                  | 11.3%                 | 10.4%                 | 10.6%                   |
| 海外事業保険料        | 761,600     | 867,600     | 1,654,400   | 1,642,000   | 1,711,000     | 451,400                | 430,700                | 693,100               | 818,700               | 700,000                 | 172,942                | 369,225                | 351,767               | 671,911               | 636,301                 |
| 海外損保           | 719,800     | 822,900     | 1,566,400   | 1,553,000   | 1,621,000     | 451,400                | 430,700                | 693,100               | 823,400               | 700,000                 | 169,686                | 359,606                | 351,767               | 671,911               | 636,301                 |
| アジア・中東         | 54,300      | 66,200      | 116,800     | 123,000     | 142,000       | 81,200                 | 81,300                 | 154,500               | 240,600               | 161,500                 | 43,996                 | 41,773                 | 88,038                | 83,218                | 86,536                  |
| 欧州             | 64,900      | 79,500      | 134,400     | 148,000     | 153,000       | 346,300                | 323,500                | 476,200               | 499,600               | 488,800                 | 73,567                 | 70,343                 | 134,205               | 127,645               | 113,229                 |
| うちMS Amlin     |             |             |             |             |               | 322,700                | 298,500                | 391,100               | 391,100               | 448,100                 |                        |                        |                       |                       |                         |
| 米州             | 514,300     | 586,100     | 1,161,200   | 1,154,000   | 1,182,000     | 23,800                 | 25,900                 | 45,400                | 66,400                | 49,700                  | 52,123                 | 447,490                | 120,501               | 753,543               | 732,765                 |
| うちPHLY         | 150,900     | 172,200     | 352,200     | 348,000     | 356,000       |                        |                        |                       |                       |                         |                        |                        |                       |                       |                         |
| うちDelphi       | 110,200     | 126,200     | 247,900     | 246,000     | 249,000       |                        |                        |                       |                       |                         |                        |                        |                       |                       |                         |
| うちHCC          | 158,700     | 176,800     | 347,900     | 346,000     | 353,000       |                        |                        |                       |                       |                         |                        |                        |                       |                       |                         |
| うちSI(エンデュランス)  |             |             |             |             |               |                        |                        |                       |                       |                         |                        |                        |                       |                       |                         |
| 再保険            | 86,100      | 90,900      | 153,800     | 128,000     | 144,000       |                        |                        | 16,800                | 16,800                | 58,900                  |                        | 193,396                |                       | 309,823               | 302,026                 |
| 海外生保           | 41,700      | 44,600      | 88,000      | 89,000      | 90,000        |                        |                        |                       |                       |                         |                        |                        |                       |                       |                         |
| その他            | 100         | 100         | 0           | 0           | 0             |                        |                        | -4,700                | -3,600                |                         |                        |                        |                       |                       |                         |
| 持分法等(Sompo HD) |             |             |             |             |               |                        |                        |                       |                       |                         | 3,254                  | 3,014                  | 9,020                 | 17,325                | 5,795                   |
| 海外事業利益         | 79,600      | 36,000      | 169,500     | 153,000     | 104,000       | 13,000                 | 21,300                 | -38,100               | -61,100               | 24,000                  | 7,172                  | -35,244                | 19,982                | 58,406                | 63,197                  |
| 海外損保           | 76,500      | 84,300      | 173,200     | 157,000     | 107,000       | 13,000                 | -38,100                | 24,000                | 32,100                | 45,000                  | 5,430                  | -34,851                | 19,298                | 58,199                | 63,710                  |
| アジア・中東         | 2,800       | 8,500       | 7,500       | 9,000       | 8,000         | 8,300                  | 8,900                  | 13,200                | 16,700                | 13,300                  | 2,980                  | 5,815                  | 6,091                 | 7,938                 | 9,353                   |
| 欧州             | 9,000       | 3,500       | 8,900       | 7,000       | -22,000       | 3,600                  | -47,700                | -4,100                | 2,200                 | 29,100                  | 2,050                  | -16,722                | 6,941                 | 5,905                 | -9,425                  |
| うちMS Amlin     |             |             |             |             |               | 6,000                  | -46,500                | 4,000                 | 6,100                 | 30,100                  |                        |                        |                       |                       |                         |
| 米州             | 57,400      | 68,700      | 144,600     | 132,000     | 127,000       | 1,000                  | 700                    | 3,000                 | 800                   | 2,600                   | 1,824                  | -23,944                | 6,266                 | 44,356                | 63,782                  |
| うちPHLY         | 19,700      | 19,800      | 45,700      | 39,000      | 37,000        |                        |                        |                       |                       |                         |                        |                        |                       |                       |                         |
| うちDelphi       | 14,600      | 22,300      | 39,600      | 44,000      | 45,000        |                        |                        |                       |                       |                         |                        |                        |                       |                       |                         |
| うちHCC          | 19,200      | 20,600      | 49,600      | 41,000      | 38,000        |                        |                        |                       |                       |                         |                        |                        |                       |                       |                         |
| うちSI(エンデュランス)  |             |             |             |             |               |                        |                        |                       |                       |                         |                        |                        |                       |                       |                         |
| 再保険            | 7,400       | 3,500       | 12,400      | 9,000       | -6,000        |                        |                        | 11,800                | 12,400                | -1,000                  |                        |                        | -24,638               | 39,351                | 60,435                  |
| その他            | -100        | 100         | -200        | 0           | 0             |                        |                        |                       |                       |                         |                        |                        |                       |                       |                         |
| 海外生保           | 3,700       | 3,400       | 100         | 2,000       | 3,000         |                        |                        |                       | 8,400                 | 26,000                  |                        |                        |                       |                       |                         |
| 本社経費等          | -600        | -51,700     | -3,800      | -6,000      | -6,000        |                        |                        | -5,900                | -4,800                |                         |                        |                        |                       |                       |                         |
| 持分法等(Sompo HD) |             |             |             |             |               |                        |                        |                       |                       |                         | 1,742                  | -393                   | 684                   | 207                   | -513                    |

注1: 海外事業には、連結海外子会社に加え、持分法子会社の保険料と利益(持分加重)が含まれる。さらに東京海上HDは、在外支店の保険料と利益が含まれる

注2: MS&amp;AD(三井住友海上)は「もどリッパ」調整ベース

出所: 会社資料よりドイツ証券作成、一部ドイツ証券推定



図表 29: 保険会社の買収案件の比較（発表時）

|        |          |                         | 発表日        | 発表翌営業日の株価 |          | 買収額    |           | 株主資本    |          | Tangible資本    |          | 買収のれん    |       |
|--------|----------|-------------------------|------------|-----------|----------|--------|-----------|---------|----------|---------------|----------|----------|-------|
| 買収会社   | 被買収会社    |                         |            | (対TOPIX)  | (百万現地通貨) | (億円)   | (百万現地通貨)  | 買収PBR   | (百万現地通貨) | 買収TangiblePBR | (百万現地通貨) | (百万現地通貨) | (億円)  |
| 米国     | 東京海上HD   | Philadelphia            | 2008/7/23  | +2.3%     | +0.0%    | 4,705  | 4,987     | 1,595   | 2.95x    | 1,595         | 2.95x    | 3,110    | 3,300 |
|        | 東京海上HD   | Delphi                  | 2011/12/21 | -1.7%     | -1.3%    | 2,664  | 2,051     | 1,721   | 1.55x    | 1,627         | 1.64x    | 1,037    | 800   |
|        | 第一生命     | Protective              | 2014/6/4   | -5.0%     | -6.6%    | 5,708  | 5,822     | 4,265   | 1.34x    | 4,160         | 1.37x    | 1,548    | 1,580 |
|        | 東京海上HD   | HCC                     | 2015/6/10  | -0.4%     | -1.7%    | 7,504  | 9,380     | 3,933   | 1.91x    | 2,984         | 2.51x    | 4,520    | 5,650 |
|        | 明治安田生命   | StanCorp                | 2015/7/24  |           |          | 4,997  | 6,246     | 2,238   | 2.23x    | 2,202         | 2.27x    | 2,795    | 3,490 |
|        | 住友生命     | Symetra                 | 2015/8/11  |           |          | 3,732  | 4,666     | 3,170   | 1.18x    | 2,564         | 1.46x    | 1,168    | 1,460 |
|        | SOMPO HD | Endurance               | 2016/10/5  | +2.7%     | +2.2%    | 6,304  | 6,375     | 4,615   | 1.37x    | 4,103         | 1.54x    | 2,201    | 2,230 |
| 英国     | 東京海上HD   | Kiln                    | 2007/12/14 | -4.5%     | -3.5%    | 442    | 1,061     | 250     | 1.77x    | 250           | 1.77x    | 192      | 460   |
|        | SOMPO HD | Canopus                 | 2013/12/18 | -1.5%     | -0.2%    | 594    | 992       | 358     | 1.66x    | 335           | 1.77x    | 259      | 430   |
|        | MS&AD    | Amlin                   | 2015/9/8   | -2.6%     | -0.6%    | 3,468  | 6,350     | 1,680   | 2.06x    | 1,425         | 2.43x    | 2,043    | 3,740 |
|        | MS&AD    | ReAssure(5%)            | 2017/10/6  | +1.6%     | +1.5%    | 175    | 263       | 3,898   | 0.90x    | 3,898         | 0.90x    |          |       |
| 豪州     | 第一生命     | TAL(71.04%)             | 2010/12/28 | +2.1%     | +2.3%    | 1,193  | 996       | 850     | 1.40x    | 850           | 1.40x    | 343      | 290   |
|        | 日本生命     | MLC(80%)                | 2015/10/28 |           |          | 2,400  | 2,040     |         |          |               |          |          |       |
|        | SFH      | ClearView(14.9%)        | 2016/10/25 | +0.3%     | -0.4%    | 145    | 112       | 412     | 2.36x    | 363           | 2.68x    |          |       |
|        | MS&AD    | Challenger(6.3%)        | 2017/8/15  | +1.9%     | +0.8%    | 500    | 440       | 2,888   | 2.75x    | 2,300         | 3.45x    |          |       |
| インド    | MS&AD    | Max New York Life (26%) | 2012/4/12  | -1.7%     | -2.2%    | 27,300 | 450       | 18,410  | 5.70x    | 18,410        | 5.70x    |          |       |
|        | 東京海上HD   | IFFCO-TOKIO(23%)        | 2017/6/19  | -0.0%     | -0.7%    | 25,300 | 437       | 16,855  | 6.53x    | 16,855        |          |          |       |
| シンガポール | MS&AD    | First Capital (99.7%)   | 2017/8/24  | -1.0%     | -0.5%    | 2,194  | 1,755     | 664     | 3.31x    | 664           | 3.31x    | 1,530    | 1,220 |
| 日本     | 日本生命     | マスマチュアル生命(51%)          | 2017/10/5  |           |          |        | 1000-2000 | 103,818 | 2.83x    | 103,818       | 2.83x    |          |       |

|        |          |                        | 純利益(買収前期) |       | 株価プレミアム |         | 円        | 純利益(FY16) |          | 純利益(FY17CP) |          |     |
|--------|----------|------------------------|-----------|-------|---------|---------|----------|-----------|----------|-------------|----------|-----|
|        |          |                        | (百万現地通貨)  | 買収PER |         | 発表前株価   | 買収株価     | ／現地通貨     | (百万現地通貨) | ROI         | (百万現地通貨) | ROI |
| 米国     | 東京海上HD   | Philadelphia           | 327       | 14.4x | 73%     | \$35.55 | \$61.50  | 106       | 392      | 8%          | 348      | 7%  |
|        | 東京海上HD   | Delphi                 | 169       | 15.8x | 76%     | \$25.43 | \$44.88  | 77        | 340      | 13%         | 392      | 15% |
|        | 第一生命     | Protective             | 393       | 14.5x | 19%     | \$58.72 | \$70.00  | 102       | 393      | 7%          | 300      | 5%  |
|        | 東京海上HD   | HCC                    | 458       | 16.4x | 38%     | \$56.69 | \$78.00  | 125       | 426      | 6%          | 365      | 5%  |
|        | 明治安田生命   | StanCorp               | 210       | 23.8x | 50%     | \$76.69 | \$115.00 | 125       |          |             |          |     |
|        | 住友生命     | Symetra                | 254       | 14.7x | 31%     | \$24.47 | \$32.00  | 125       |          |             |          |     |
|        | SOMPO HD | Endurance              | 311       | 20.2x | 43%     | \$64.96 | \$93.00  | 101       | 333      | 5%          | 350      | 6%  |
| 英国     | 東京海上HD   | Kiln                   | 44        | 10.1x | 41%     | £106.50 | £150.00  | 240       |          |             |          |     |
|        | SOMPO HD | Canopus                | 47        | 12.6x |         |         |          | 167       | 41       | 7%          | 42       | 7%  |
|        | MS&AD    | Amlin                  | 237       | 14.7x | 36%     | £492.50 | £670.00  | 183       | 27       | 1%          | 214      | 6%  |
|        | MS&AD    | ReAssure(5%)           | 1,475     |       |         |         |          | 150       | 1,475    |             |          |     |
| 豪州     | 第一生命     | TAL(71.04%)            | 62        | 19.2x |         |         |          | 83        | 105      | 9%          | 85       | 7%  |
|        | 日本生命     | MLC(80%)               | 128       | 18.8x |         |         |          | 85        |          |             |          |     |
|        | SFH      | ClearView(14.9%)       | 4         | 41.2x | 23%     | \$1.20  | \$1.48   | 77        | 4        | 2%          |          |     |
|        | MS&AD    | Challenger(6.3%)       | 25        | 20.0x | 2%      | \$12.85 | \$13.06  | 88        | 25       | 5%          |          |     |
| インド    | MS&AD    | Max New York Life(26%) | 505       | 54.1x |         |         |          | 165       | 1,716    | 6%          |          |     |
|        | 東京海上HD   | IFFCO-TOKIO(23%)       | 982       | 25.8x |         |         |          | 173       | 982      | 4%          |          |     |
| シンガポール | MS&AD    | First Capital(99.7%)   | 89        | 24.6x |         |         |          | 80        | 90       | 4%          |          |     |
| 日本     | 日本生命     | マスマチュアル生命(51%?)        | 11,266    | 13.3x |         |         |          |           | 11,266   | 8%          |          |     |

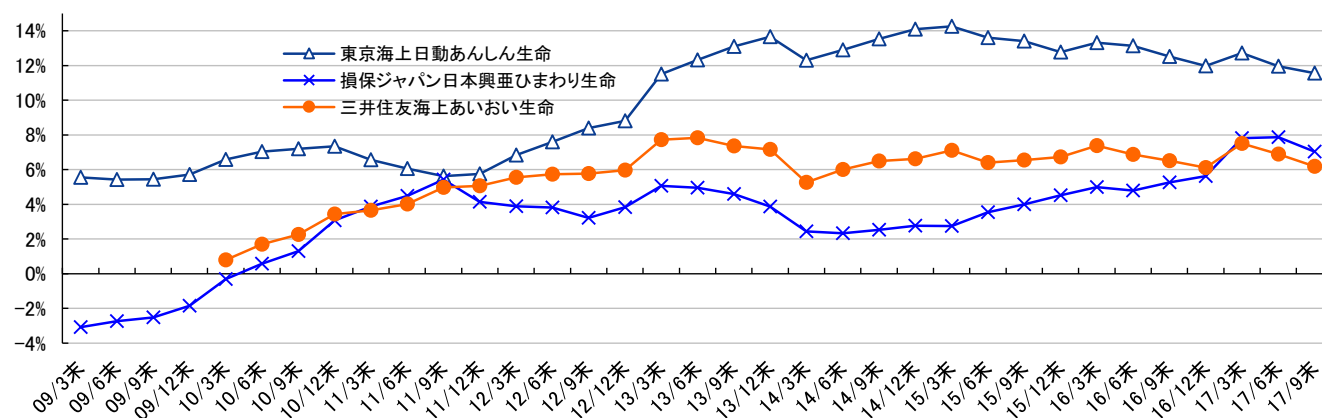
注1: 買収のれんは発表時点

注2: 事前報道がある場合、「発表前株価」には報道前株価を採用

注3: 追加出資や部分出資である場合、被買収会社名の後ろに取得比率を括弧書きした。純利益は取得持分相当とした

出所: 会社資料よりドイツ証券作成

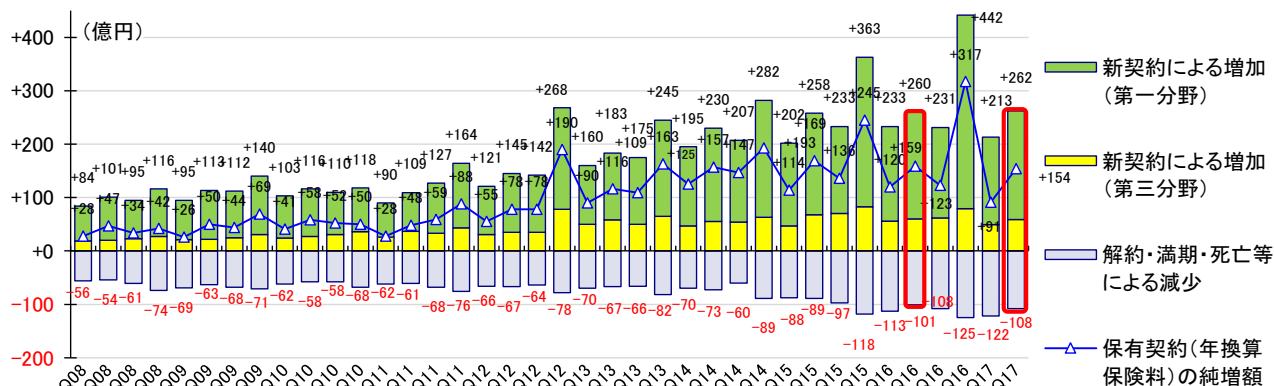
図表 30: 保有契約 AP（年換算保険料、個人保険）の対前年成長率



出所: 会社資料よりドイツ証券作成

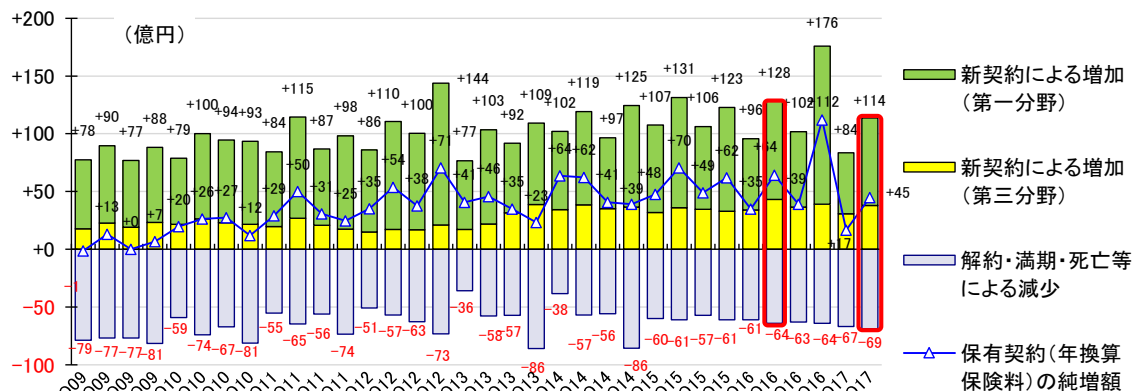


図表 31: 東京海上日動あんしん生命の保有契約 AP の増減（前 Q 比、個人保険）



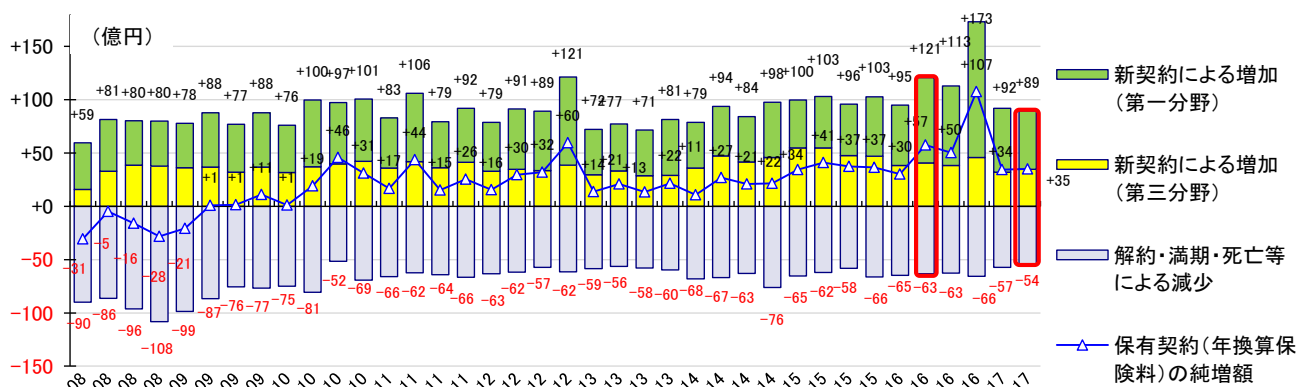
出所: 会社資料よりドイツ証券作成

図表 32: 三井住友あいおい生命の保有契約 AP の増減（前 Q 比、個人保険、合併を遡及修正済み）



出所: 会社資料よりドイツ証券作成

図表 33: 損保ジャパン日本興亜ひまわり生命の保有契約 AP の増減（前 Q 比、個人保険、合併を遡及修正済み）



出所: 会社資料よりドイツ証券作成



図表 34: 個人保険年換算保険料の推移

| (億円)                     |        | 14/3期 | 15/3期 | 16/3期  | 17/3期  |        | 1-2Q16 | 1-2Q17 |        | 2Q15  | 2Q16  | 1Q17  | 2Q17  |       |        |
|--------------------------|--------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
|                          |        |       |       |        |        | Y/Y    |        |        | Y/Y    |       |       |       |       | Q/Q   | Y/Y    |
| 東京海上日動<br>あんしん生命         | 保有契約AP | 4,364 | 4,986 | 5,650  | 6,369  | +12.7% | 5,929  | 6,614  | +11.6% | 5,269 | 5,929 | 6,460 | 6,614 | +2.4% | +11.6% |
|                          | 第一分野   | 3,221 | 3,700 | 4,189  | 4,737  | +13.1% | 4,392  | 4,915  | +11.9% | 3,912 | 4,392 | 4,798 | 4,915 | +2.4% | +11.9% |
|                          | 第三分野   | 1,143 | 1,286 | 1,461  | 1,632  | +11.7% | 1,537  | 1,699  | +10.5% | 1,357 | 1,537 | 1,662 | 1,699 | +2.2% | +10.5% |
|                          | 新契約AP  | +763  | +914  | +1,056 | +1,166 | +10%   | +493   | +475   | -4%    | +258  | +260  | +213  | +262  | +23%  | +1%    |
|                          | 第一分野   | +540  | +695  | +788   | +909   | +15%   | +377   | +367   | -3%    | +190  | +200  | +164  | +203  | +24%  | +1%    |
|                          | 第三分野   | +223  | +219  | +268   | +257   | -4%    | +116   | +108   | -7%    | +68   | +60   | +49   | +59   | +20%  | -2%    |
|                          | 減少AP   | -285  | -292  | -392   | -447   | +14%   | -214   | -230   | +7%    | -89   | -101  | -122  | -108  | -11%  | +7%    |
|                          | 第一分野   | -210  | -216  | -299   | -361   | +21%   | -174   | -189   | +9%    | -66   | -80   | -103  | -86   | -17%  | +8%    |
|                          | 第三分野   | -75   | -76   | -93    | -86    | -8%    | -40    | -41    | +2%    | -23   | -21   | -19   | -22   | +16%  | +5%    |
|                          | 純増AP   | +478  | +622  | +664   | +719   | +8%    | +279   | +245   | -12%   | +169  | +159  | +91   | +154  | +69%  | -3%    |
|                          | 第一分野   | +330  | +479  | +489   | +548   | +12%   | +203   | +178   | -12%   | +124  | +120  | +61   | +117  | +92%  | -3%    |
|                          | 第三分野   | +148  | +143  | +175   | +171   | -2%    | +76    | +67    | -12%   | +45   | +39   | +30   | +37   | +23%  | -5%    |
| 三井住友海上<br>あいおい生命         | 保有契約AP | 2,893 | 3,099 | 3,328  | 3,577  | +7.5%  | 3,426  | 3,639  | +6.2%  | 3,217 | 3,426 | 3,594 | 3,639 | +1.2% | +6.2%  |
|                          | 第一分野   | 2,281 | 2,393 | 2,540  | 2,692  | +6.0%  | 2,589  | 2,712  | +4.8%  | 2,469 | 2,589 | 2,692 | 2,712 | +0.8% | +4.8%  |
|                          | 第三分野   | 612   | 705   | 788    | 885    | +12.3% | 837    | 926    | +10.6% | 747   | 837   | 902   | 926   | +2.7% | +10.6% |
|                          | 新契約AP  | +381  | +442  | +468   | +502   | +7%    | +224   | +197   | -12%   | +131  | +128  | +84   | +114  | +36%  | -11%   |
|                          | 第一分野   | +272  | +298  | +333   | +349   | +5%    | +147   | +129   | -13%   | +96   | +85   | +53   | +76   | +43%  | -11%   |
|                          | 第三分野   | +109  | +145  | +135   | +152   | +13%   | +77    | +69    | -11%   | +36   | +43   | +31   | +38   | +23%  | -12%   |
|                          | 減少AP   | -237  | -237  | -239   | -252   | +5%    | -125   | -136   | +8%    | -61   | -64   | -67   | -69   | +3%   | +7%    |
|                          | 第一分野   | -188  | -185  | -187   | -197   | +5%    | -97    | -109   | +11%   | -48   | -50   | -53   | -55   | +3%   | +11%   |
|                          | 第三分野   | -49   | -51   | -53    | -55    | +5%    | -28    | -27    | -2%    | -13   | -15   | -14   | -14   | +1%   | -6%    |
|                          | 純増AP   | +144  | +206  | +229   | +250   | +9%    | +99    | +61    | -38%   | +70   | +64   | +17   | +45   | +169% | -30%   |
|                          | 第一分野   | +85   | +112  | +146   | +153   | +4%    | +50    | +20    | -60%   | +48   | +36   | -0    | +21   | -     | -42%   |
|                          | 第三分野   | +60   | +93   | +83    | +97    | +17%   | +49    | +41    | -16%   | +23   | +29   | +17   | +24   | +41%  | -15%   |
| 損保ジャパン<br>日本興亜<br>ひまわり生命 | 保有契約AP | 2,909 | 2,989 | 3,138  | 3,383  | +7.8%  | 3,226  | 3,453  | +7.0%  | 3,064 | 3,226 | 3,418 | 3,453 | +1.0% | +7.0%  |
|                          | 第一分野   | 1,774 | 1,798 | 1,842  | 2,022  | +9.7%  | 1,897  | 2,062  | +8.7%  | 1,814 | 1,897 | 2,044 | 2,062 | +0.9% | +8.7%  |
|                          | 第三分野   | 1,135 | 1,191 | 1,296  | 1,361  | +5.1%  | 1,328  | 1,390  | +4.7%  | 1,250 | 1,328 | 1,374 | 1,390 | +1.2% | +4.7%  |
|                          | 新契約AP  | +302  | +354  | +401   | +501   | +25%   | +215   | +181   | -16%   | +103  | +121  | +92   | +89   | -2%   | -26%   |
|                          | 第一分野   | +182  | +184  | +197   | +338   | +72%   | +137   | +114   | -16%   | +48   | +80   | +60   | +55   | -8%   | -31%   |
|                          | 第三分野   | +120  | +170  | +204   | +163   | -20%   | +79    | +67    | -15%   | +55   | +41   | +32   | +35   | +8%   | -15%   |
|                          | 減少AP   | -233  | -274  | -252   | -256   | +2%    | -128   | -112   | -13%   | -62   | -63   | -57   | -54   | -5%   | -14%   |
|                          | 第一分野   | -163  | -160  | -153   | -159   | +4%    | -82    | -74    | -9%    | -37   | -39   | -38   | -36   | -5%   | -8%    |
|                          | 第三分野   | -70   | -115  | -99    | -98    | -2%    | -46    | -38    | -19%   | -25   | -24   | -19   | -18   | -5%   | -24%   |
|                          | 純増AP   | +69   | +80   | +149   | +245   | +64%   | +88    | +69    | -21%   | +41   | +57   | +34   | +35   | +2%   | -39%   |
|                          | 第一分野   | +19   | +25   | +44    | +180   | +307%  | +55    | +40    | -27%   | +11   | +41   | +22   | +19   | -14%  | -54%   |
|                          | 第三分野   | +51   | +55   | +105   | +66    | -38%   | +33    | +29    | -11%   | +30   | +17   | +13   | +16   | +28%  | -2%    |

注: 個人保険

出所: 会社資料よりドイツ証券作成





図表 35: 損保：現在のバリュエーション

| 現在のバリュエーション |      |        | PER   |        |        |        | 修正PER |        |        |        |
|-------------|------|--------|-------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 17年11月17日   |      |        | 17/3期 | 18/3期E | 19/3期E | 20/3期E | 17/3期 | 18/3期E | 19/3期E | 20/3期E |
| 東京海上HD      | 8766 | ¥4,875 | 13.4  | 15.6   | 12.3   | 11.7   | 9.2   | 11.4   | 9.0    | 8.6    |
| MS&AD       | 8725 | ¥3,704 | 10.6  | 15.1   | 10.3   | 9.7    | 6.8   | 9.1    | 6.9    | 6.6    |
| SOMPO HD    | 8630 | ¥4,434 | 10.6  | 11.2   | 9.4    | 8.7    | 8.5   | 9.1    | 7.2    | 6.6    |

|          |  |  | 還元利回り |        |        |        | 修正PBR |          | ROE (直近資本ベース)    |       |
|----------|--|--|-------|--------|--------|--------|-------|----------|------------------|-------|
|          |  |  | 17/3期 | 18/3期E | 19/3期E | 20/3期E | P/EV  | Tangible | Tangible, 19/3期E |       |
| 東京海上HD   |  |  | 4.2%  | 6.8%   | 5.9%   | 6.2%   | 0.64  | 0.82     |                  | 9.1%  |
| MS&AD    |  |  | 4.6%  | 4.0%   | 4.7%   | 4.9%   | 0.48  | 0.58     |                  | 8.4%  |
| SOMPO HD |  |  | 5.2%  | 5.7%   | 5.5%   | 6.3%   | 0.55  | 0.80     |                  | 11.2% |

修正資本 = 連結株主資本 + 異常危険・価格変動準備金 (税引後) + 生保子会社 (EV - 会計純資産) + 土地・年金の含み損益 (税引後) ※保有株の含み損益の変動も推定

修正Tangible 資本 = 連結株主資本 + 異常危険・価格変動準備金 (税引後) + 土地・年金の含み損益 (税引後) - のれん ※保有株の含み損益の変動も推定

修正Tangible 利益 = 連結当期利益 - 異常危険・価格変動準備金戻入益 (税引後) + 統合費用 (税引後) + のれん償却費

出所: ドイツ証券

図表 36: 損保：目標株価設定上のバリュエーション

| 目標株価設定上のバリュエーション |      |        | PER   |        |        |        | 修正PER |        |        |        |
|------------------|------|--------|-------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 目標株価             |      |        | 17/3期 | 18/3期E | 19/3期E | 20/3期E | 17/3期 | 18/3期E | 19/3期E | 20/3期E |
|                  | OLD  | NEW    |       |        |        |        |       |        |        |        |
| 東京海上HD           | 8766 | ¥5,800 | 16.0  | 18.6   | 14.6   | 13.9   | 10.9  | 13.5   | 10.7   | 10.2   |
| MS&AD            | 8725 | ¥4,100 | 11.4  | 16.3   | 11.1   | 10.5   | 7.4   | 9.8    | 7.5    | 7.2    |
| SOMPO HD         | 8630 | ¥4,900 | 11.6  | 12.3   | 10.3   | 9.5    | 9.3   | 9.9    | 7.8    | 7.2    |

| レーティング   |      |      | 還元利回り |        |        |        | 修正PBR |          | ROE (直近資本ベース)    |       |
|----------|------|------|-------|--------|--------|--------|-------|----------|------------------|-------|
|          |      |      | 17/3期 | 18/3期E | 19/3期E | 20/3期E | P/EV  | Tangible | Tangible, 19/3期E |       |
| 東京海上HD   | 8766 | Buy  | 3.6%  | 5.7%   | 4.9%   | 5.2%   | 0.77  | 0.98     |                  | 9.1%  |
| MS&AD    | 8725 | Hold | 4.3%  | 3.7%   | 4.3%   | 4.6%   | 0.53  | 0.63     |                  | 8.4%  |
| SOMPO HD | 8630 | Buy  | 4.8%  | 5.2%   | 5.1%   | 5.7%   | 0.61  | 0.88     |                  | 11.2% |

修正資本 = 連結株主資本 + 異常危険・価格変動準備金 (税引後) + 生保子会社 (EV - 会計純資産) + 土地・年金の含み損益 (税引後) ※保有株の含み損益の変動も推定

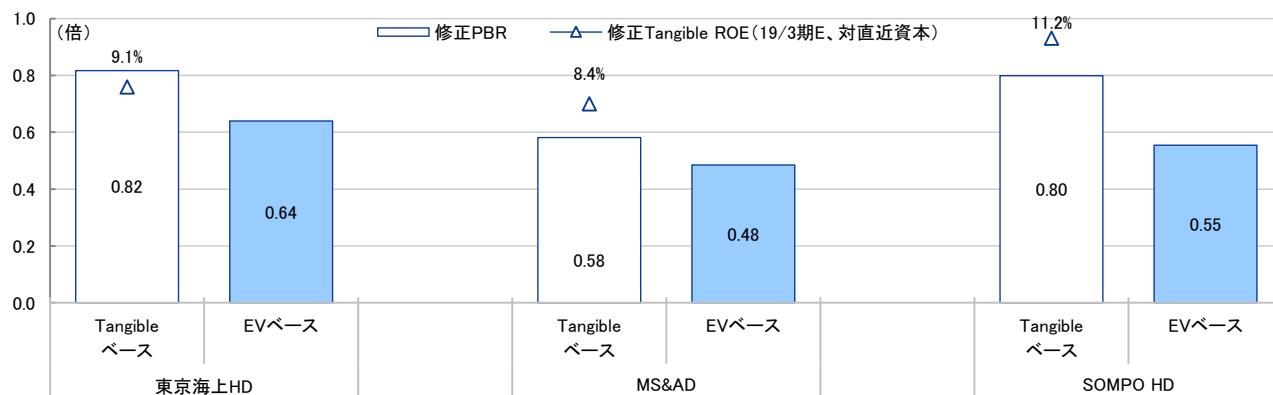
修正Tangible 資本 = 連結株主資本 + 異常危険・価格変動準備金 (税引後) + 土地・年金の含み損益 (税引後) - のれん ※保有株の含み損益の変動も推定

修正Tangible 利益 = 連結当期利益 - 異常危険・価格変動準備金戻入益 (税引後) + 統合費用 (税引後) + のれん償却費

出所: ドイツ証券

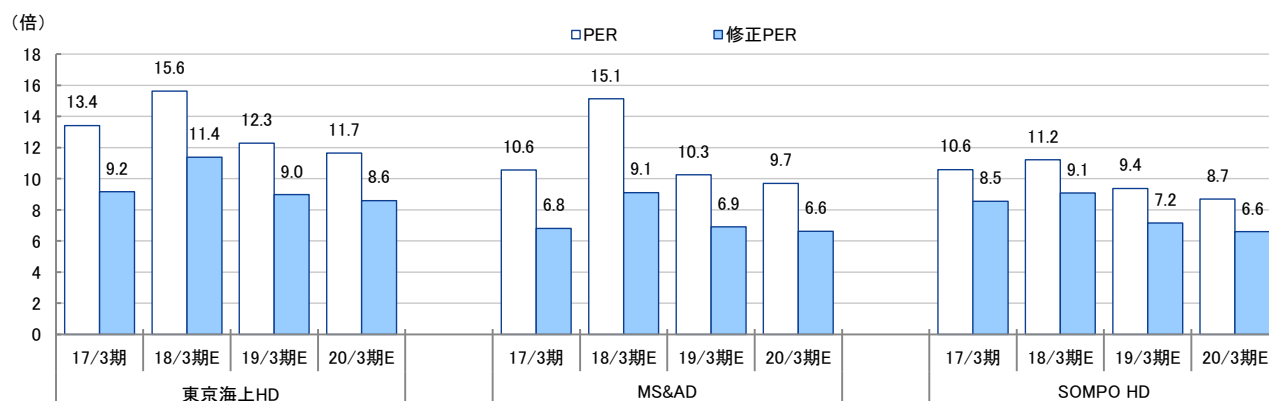


図表 37: PBR の比較



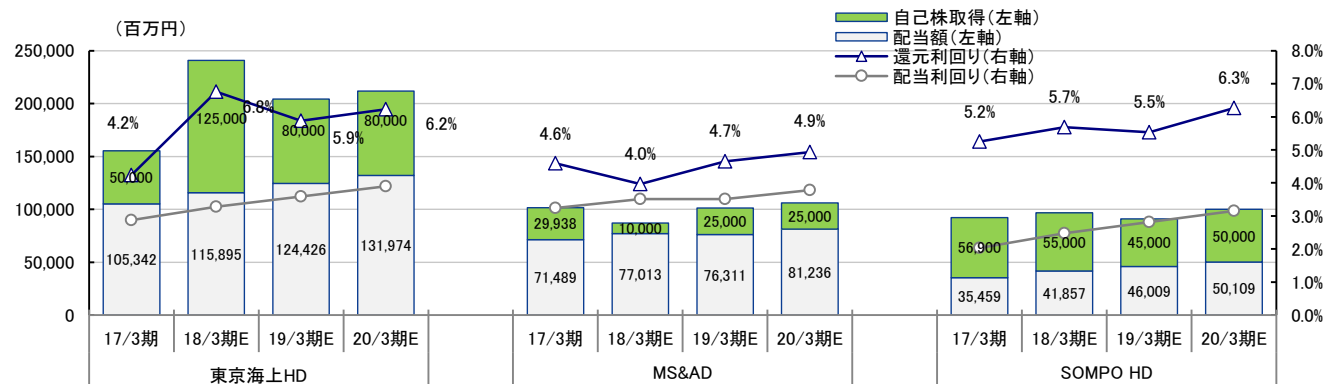
出所: ドイツ証券予想

図表 38: PER の比較



出所: 会社資料よりドイツ証券、予想はドイツ証券

図表 39: 還元利回りの比較 (再掲)



出所: 会社資料よりドイツ証券、予想はドイツ証券



## バリュエーションとリスク

当社では目標株価を（1）修正 PBR（P/EV 倍率、修正 Tangible PBR）をベースに、（2）PER（未修正、修正）、（3）株主還元利回りから設定している。（1）に関しては、修正利益（米国会計基準近似）と直近の Tangible 資本から計算した修正 Tangible ROE との関係で判断している。今回から期の進展に伴い、主に参照する年度を 18/3 期から 19/3 期に変更する。

### 東京海上ホールディングス（目標株価 5800 円）

修正 PBR 0.77 倍、修正 Tangible PBR 0.98 倍（Tangible ROE 9.1%）、PER 15 倍（修正 PER 11 倍）、還元利回り 4.9%から目標株価を設定した（利益・還元は 19/3 期）。

ダウンサイドリスクは大規模災害の発生（特に海外）、資産運用環境の悪化、想定を下回る還元拡大・政策株売却・自然災害リスク削減・事業費削減・スペシャリティ保険のクロスセル拡大、割高な M&A の実行、自動車保険の競争激化など。

### SOMPO ホールディングス（目標株価 4850 円）

修正 PBR 0.61 倍、修正 Tangible PBR 0.88 倍（Tangible ROE 11.2%）、PER 10 倍（修正 PER 8 倍）、還元利回り 5.1%から目標株価を設定した（利益・還元は 19/3 期）。

ダウンサイドリスクは大規模災害の発生、資産運用環境の悪化、想定を下回る還元・政策株売却・自然災害リスク削減・事業費削減、自動車保険の競争激化など。

### MS&AD ホールディングス（目標株価 4000 円）

修正 PBR 0.53 倍、修正 Tangible PBR 0.63 倍（Tangible ROE 8.4%）、PER 11 倍（修正 PER 7 倍）、還元利回り 4.3%から目標株価を設定した（利益・還元は 19/3 期）。

ダウンサイドリスクは大規模災害の発生、資産運用環境の悪化、想定を下回る還元拡大・政策株売却・自然災害リスク削減・事業費削減、自動車保険の競争激化など。アップサイドリスクは、金利上昇や資産運用環境の改善、損害率の低下、想定を上回る還元拡大・政策株売却・自然災害リスク削減・事業費削減など。



# 付録 1

## 重要な開示事項

その他の情報はご要望に応じて提供いたします

### 開示項目リスト

| 企業名            | ティッカー  | 株価*                   | 開示事項    |
|----------------|--------|-----------------------|---------|
| 東京海上ホールディングス   | 8766.T | 4,875 (JPY) 17 Nov 17 | 6,7,9   |
| MS&AD ホールディングス | 8725.T | 3,704 (JPY) 17 Nov 17 | 7,14,15 |
| SOMPO ホールディングス | 8630.T | 4,434 (JPY) 17 Nov 17 | 14,15   |

価格は特に表示のない限り前取引日の終値で、現地の主要取引所から、ロイター、ブルームバーグなどのデータサービス会社を通して入手したものです。その他の情報はドイツ銀行またはその関係会社、調査対象会社、およびその他の情報源から入手しています。このレポートで表題となっている証券以外の証券についての投資判断または業績予想に関する開示事項については、当該銘柄の直近のレポートをご参照いただくか、開示事項検索ページ（<http://gm.db.com/ger/disclosure/DisclosureDirectory.eqsr>）をご参照ください。本レポートに記載されている事項以外に、<https://gm.db.com/equities> の "Disclosures Lookup" と "Legal" というタブにも重要な利益相反の開示事項を示してあります。投資家の皆様は、投資を行う前にこれら情報をご確認いただくよう強くお勧めします。

## 米国の規制当局によって義務付けられている重要な開示事項

アステリスク（\*）のついた開示項目は、米国以外の少なくとも 1 カ国以上でも義務付けられている項目です。「米国以外の国の規制当局によって義務付けられている重要な開示事項」とその注もご参照ください。

- ドイツ銀行および／またはその関係会社は、この企業が発行した普通株式を 1% 以上（米国法で定められた方法により算出）保有しています。
- ドイツ銀行および／またはその関係会社は、過去 1 年以内に、この企業から、投資銀行業務または助言業務に係る報酬を得ています。
- ドイツ銀行および／またはその関係会社は、過去 1 年以内に、投資銀行業務以外の業務に対する報酬をこの企業から受け取っています。
- この企業は、過去 1 年間、ドイツ銀行の関係会社である Deutsche Bank Securities Inc. の顧客であり、この間に投資銀行業務以外のサービスを受けております。

## 米国以外の国の規制当局によって義務付けられている重要な開示事項

「米国の規制当局によって義務付けられている重要な開示事項」とその注もご参照ください。

- ドイツ銀行および／またはその関係会社は、この企業が発行した普通株式を 1% 以上（米国法で定められた方法により算出）保有しています。
- ドイツ銀行および／またはその関係会社は、過去 1 年以内に、この企業から、投資銀行業務または助言業務に係る報酬を得ています。
- ドイツ銀行および／またはその関係会社は、この企業が発行した普通株式（種類を問いません）を 1% 以上（インド法で定められた方法により算出）保有しています。

このレポートで表題となっている証券以外の証券についての投資判断または業績予想に関する開示事項については、当該銘柄の直近のレポートをご参照いただくか、開示事項検索ページ（<http://gm.db.com/ger/disclosure/DisclosureDirectory.eqsr>）をご参照ください。

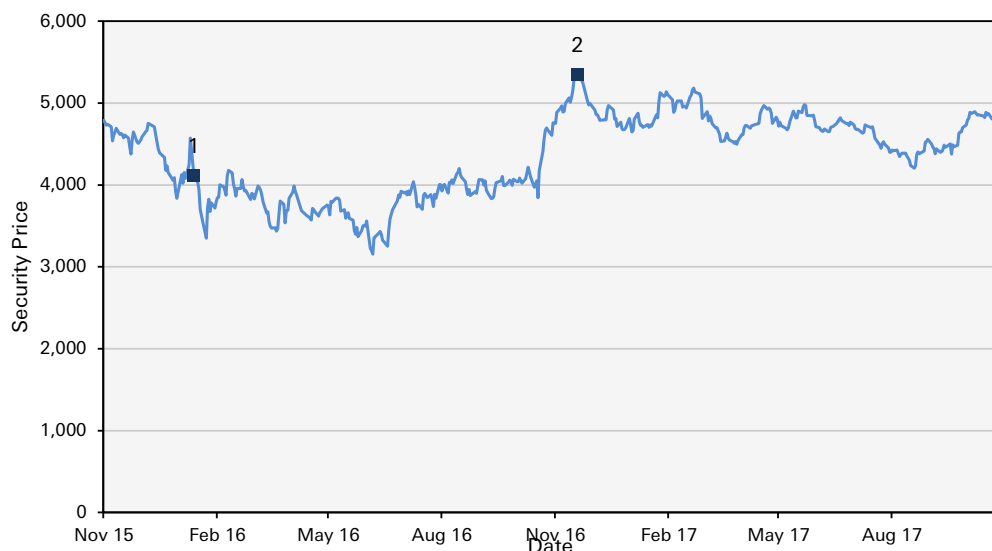
## アナリストによる承認

このレポートで示された見解は、言及されている発行会社等とその発行会社等の有価証券に関する、以下に署名したリード・アナリストの個人的見解を正確に反映している。さらに、以下に署名したリード・アナリストは、このレポートに特定の推奨または見解を掲載したことに対して、いかなる報酬も受け取っておらず、今後も受け取らない。村木 正雄



# レーティングと目標株価の推移: 東京海上ホールディングス (8766.T)

(as of 11/17/2017)



以前のレーティングシステム

Strong Buy  
Buy  
Market Perform  
Underperform  
Not Rated  
Suspended Rating

現在のレーティングシステム

Buy  
Hold  
Sell  
Not Rated  
Suspended Rating

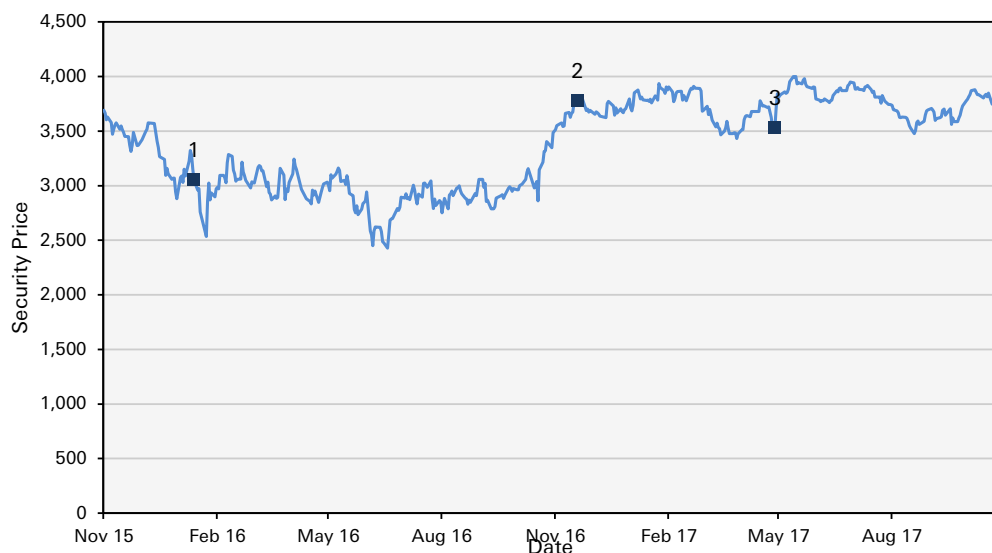
\*2002 年 9 月 9 日付で現在のレーティングシステムに移行

\*\*Analyst is no longer at Deutsche Bank

|                |                                                     |                |                                                     |
|----------------|-----------------------------------------------------|----------------|-----------------------------------------------------|
| 1. 05/02/2016: | Buy, Target Price Change JPY5,000 Masao Muraki, CMA | 2. 12/12/2016: | Buy, Target Price Change JPY5,800 Masao Muraki, CMA |
|----------------|-----------------------------------------------------|----------------|-----------------------------------------------------|

# レーティングと目標株価の推移: MS&AD ホールディングス (8725.T)

(as of 11/17/2017)



以前のレーティングシステム

Strong Buy  
Buy  
Market Perform  
Underperform  
Not Rated  
Suspended Rating

現在のレーティングシステム

Buy  
Hold  
Sell  
Not Rated  
Suspended Rating

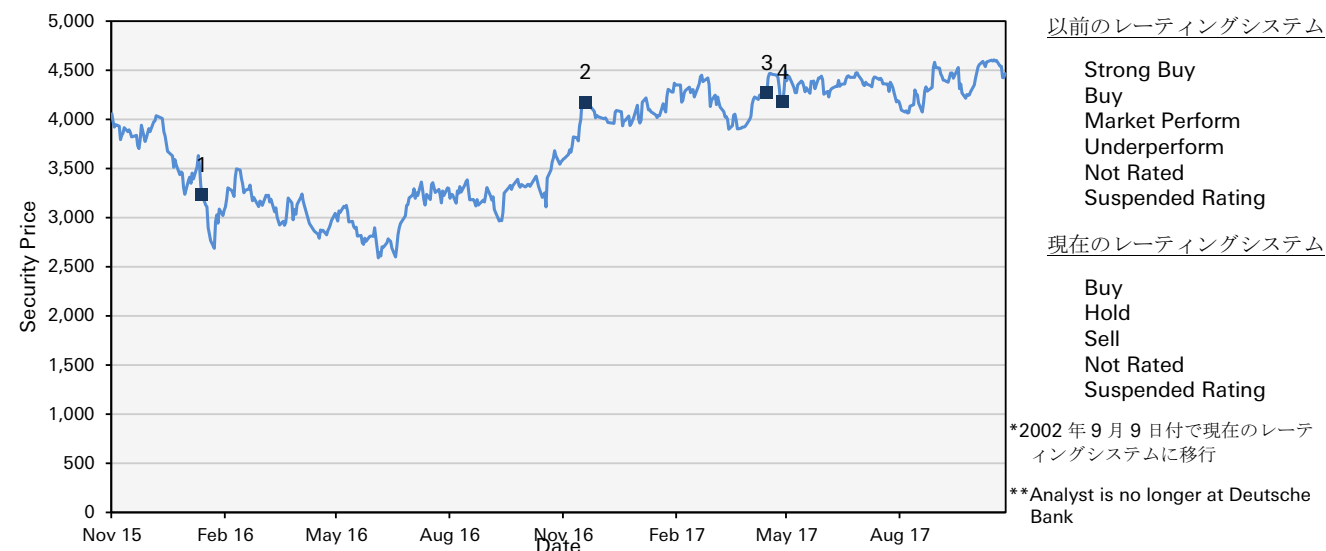
\*2002 年 9 月 9 日付で現在のレーティングシステムに移行

\*\*Analyst is no longer at Deutsche Bank

|                |                                                      |                |                                                      |
|----------------|------------------------------------------------------|----------------|------------------------------------------------------|
| 1. 05/02/2016: | Hold, Target Price Change JPY3,500 Masao Muraki, CMA | 3. 21/05/2017: | Hold, Target Price Change JPY4,100 Masao Muraki, CMA |
| 2. 12/12/2016: | Hold, Target Price Change JPY4,000 Masao Muraki, CMA |                |                                                      |



レーティングと目標株価の推移: SOMPO ホールディングス (8630.T)  
(as of 11/17/2017)



|                |                                                     |                |                                                     |
|----------------|-----------------------------------------------------|----------------|-----------------------------------------------------|
| 1. 05/02/2016: | Buy, Target Price Change JPY4,000 Masao Muraki, CMA | 3. 08/05/2017: | Buy, Target Price Change JPY4,800 Masao Muraki, CMA |
| 2. 12/12/2016: | Buy, Target Price Change JPY4,550 Masao Muraki, CMA | 4. 21/05/2017: | Buy, Target Price Change JPY4,900 Masao Muraki, CMA |

レーティングの定義

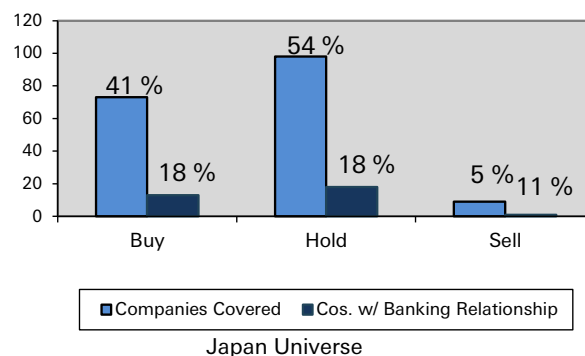
**Buy:** 現時点で見込まれる、今後 12 ヶ月間の株主トータルリターン（現在の株価を起点として、想定された目標株価まで変動した場合の株価変化率＋予想配当利回り）に基づいて、ドイツ銀行グループ（当グループ）は投資家にこの株式の購入を推奨する。

**Sell:** 現時点で見込まれる、今後 12 ヶ月間の株主トータルリターンに基づいて、当グループは投資家にこの株式の売却を推奨する。

**Hold:** 今後 12 ヶ月間のこの株式のパフォーマンスに対して、当グループは中立的な見方をしており、そのため、この投資期間を前提にすれば、購入、売却のいずれも推奨しない。

直近のレポートでの投資判断と目標株価が、それ以前に公表されていた投資判断などに優先します。

レーティングの分散状況およびドイツ銀行グループとの取引関係







## 追加情報

本レポートに掲載された情報及び意見は、ドイツ銀行またはその関係会社（以下「**Deutsche Bank**」と総称）が作成したものです。本レポートに掲載された情報は、**Deutsche Bank** が信頼できると判断したものであり、信頼できると判断した公開の情報源から入手した情報に基づいていますが、**Deutsche Bank** はその正確性または完全性に関して何らの表明も致しません。本レポートに含まれる第三者ウェブサイトへのリンクは便宜上ご提供するものです。**Deutsche Bank** は、その内容を補償するものではなく、かかるウェブサイトの正確性又はセキュリティコントロールについては責任を負いません。

本レポート又は **Deutsche Bank** のアナリストとの通信（口頭又は書面によるかを問わない）に含まれる又は議論された有価証券の売買に関して **Deutsche Bank** のサービスを利用される場合、**Deutsche Bank** は自己取引の当事者又は第三者の代理人として行動する場合があります。

**Deutsche Bank** は、本レポートを自らの投資決定の際に参照する場合があります。また、本調査レポートで採用された見方と矛盾する方法で、自己勘定あるいは顧客勘定の取引を行う可能性があります。**Deutsche Bank** 内の、ストラテジスト、営業担当者、他のアナリストなど、このレポートの著者以外の職員が、本レポートで採用された見方と矛盾する見方を採用する可能性もあります。**Deutsche Bank** はファンダメンタルズ分析、資本関連分析、定量分析、投資アイデアを含む、多種多様な調査レポート商品を発行しています。異なる時間枠、手法、見方、あるいはその他の結果として、ある種類の伝達手段に含まれる推奨は別の手段における推奨とは異なる場合があります。**Deutsche Bank** および/またはその関係会社は本レポートに掲載されている発行体の債券または株式を所有している場合もあります。アナリストの報酬の一部は **Deutsche Bank AG** およびその関係会社の収益に応じて支払われ、その中には投資銀行、トレーディングおよびプリンシパル取引の収入を含みます。

意見、推定、見通しは、本レポートの日付時点における執筆者の判断に基づいています。それらは、必ずしも **Deutsche Bank** の意見を反映しているとは限らず、予告なしに変更される場合があります。**Deutsche Bank** は調査対象各社が発行する証券の買い手と売り手に流動性を提供します。**Deutsche Bank** の調査アナリストの短期取引についてのアイデアは **Deutsche Bank** の既存のより長期の投資判断と一致しない場合があります。取引アイデアは **SOLAR** のリンク <http://gm.db.com> でご覧いただけます。**SOLAR** のアイデアは、2 週間超 6 ヶ月間未満の時間軸において、ある株式が、市場および/または特定のセクターをアウトパフォームまたはアンダーパフォームするというアナリストの強い確信を表します。**SOLAR** のアイデアに加え、アナリストは、本レポートで取り上げる証券の市場価格に短期的または中期的影響を与えうるカタリストまたはイベントに言及する取引戦略またはアイデアについて、当社顧客、さらに **Deutsche Bank** の営業担当者およびトレーダーと随時話し合う可能性があり、本書に記載されるアナリストの 12 ヶ月トータルリターンについての現行の見方やレーティングに逆行する場合があります。意見、見通しまたは予想が変化し、あるいは不正確となった場合でも、**Deutsche Bank** は、本レポートを更新、修正、変更し、またはほかの方法で本レポートの受取人にその旨を通知する義務を負いません。カバレッジ対象や、市況、一般的見通しおよび企業固有の経済見通しの頻繁な変化により、定期的に調査を更新することは困難です。更新は担当アナリストまたは調査部マネジメントの単独の裁量により行われ、大半のレポートは不定期に発行されます。本レポートは、情報提供のみを目的としたものであり、各顧客の個別の投資目的、経済状況あるいはニーズを考慮していません。証券やその他金融商品の売買や特定の投資戦略への参加の勧誘ではありません。目標価格は本来不正確なもので、アナリストの判断に基づいています。本レポートに掲載されている金融商品は、すべてのお客様に適合的であるとは限りません。投資に関する決定は、お客様ご自身で、十分な情報に基づいて、行っていただかなければなりません。金融商品の価格及び取引の実行可能性については、予告なしに変更される場合があります。投資取引は価格変動やその他の要因のために損失の発生につながる可能性があります。本レポートに掲載された金融商品がお客様の本国通貨以外の通貨建てである場合、為替相場の変動が投資に悪影響を与える場合があります。過去のパフォーマンスは、必ずしも将来の成果を示唆するものではありません。パフォーマンスの計算は特に表示のない限り取引コストを除きます。価格は特に表示のない限り前取引日の終値で、現地の主要取引所から、ロイター、ブルームバーグなどのデータサービス会社を通して入手したものです。データはまた **Deutsche Bank**、調査対象各社、およびその他の当事者から入手しています。

**Deutsche Bank** 調査部は当グループの他の事業部門から独立しています。リサーチに関する利益相反の防止と回避のために当グループが定めた組織構成および情報バリアに関する詳細は、当社ウェブサイトの「**Legal**」タブの免責事項をご覧ください。

マクロ経済の変動が、固定あるいは変動金利の支払いを約束する金融商品のリスクの大半を占めることがしばしばあります。固定金利債を保有する投資家（キャッシュフローを受け取る側）にとって、金利の上昇は期待キャッシュフローに適用される割引率の上昇につながるため、必然的に損失が生じることになります。キャッシュフローを生み出す債券の残存期間が長いほ



ど、また割引率の上昇率が大幅であるほど、損失も拡大します。インフレ率の上昇幅や、財政資金の必要額が大幅に予想を上回ったり、為替レートの予想外の大幅な下落が最も一般的なマクロ経済ショックとなります。しかしながら、カウンターパーティー・リスク、発行体の信用力、顧客の区分、規制環境（投資家の種別に応じた資産保有限度の変更など）、税制改正、通貨の交換性（通貨の他通貨との交換、利益の本国への送金、もしくはポジションの処分またはこれらの複数に対する制約となる可能性があります）、地域の決済機関における決済の問題なども、同様に重要なリスク要因となります。マクロ経済ショックに対する債券価格の感応度は、約定されたキャッシュフローをインフレ率や為替減価率、特定の金利のインデックスに連動させることで軽減できます。これは新興市場で一般に行われています。インデックス連動型の債券では、その構造上、連動すべき変動要因の動きに遅行する、またはずれが生じる（トラッキング・エラーが発生する）可能性があります。特に、変動クーポンレート（通常、短期金利の指標に連動するクーポン）を固定金利と交換するスワップ市場では、適切なヘッジ手法（あるいは指標）の選択が重要です。クーポンの通貨と異なる通貨で資金を調達している場合には、為替リスクを伴います。スワップのオプション（スワプション）については、金利の変動リスクに、オプション固有のリスクが加わることになります。

デリバティブ取引には、市場リスク、相手側デフォルトのリスク、流動性リスクなどを含む多数のリスクが伴います。デリバティブ取引を投資家が利用するのが適切か否かは、課税状況、規制環境、投資家が保有する他の資産や負債の状況といった投資家自身の状況次第となります。そのため、投資家の皆様は、本レポートにご紹介した取引と同様の取引、または、本レポートをきっかけとして取引を開始する場合には、事前に法律並びに財務の専門家の助言を聞かれることをお勧めします。先物・オプション取引における損失のリスクは、外国取引か国内取引かを問わず、重大なものとなることがあります。先物・オプション取引によって得られる高度のレバレッジ効果により、当初投入した投資資金額を上回る損失が生じる可能性があり、さらには理論上は損失が無制限に生じる可能性もあります。オプション取引にはリスクが伴いますので、投資家の皆様すべてに適した取引とはいえません。オプションを売買する前に、投資家の皆様は必ず <http://www.optionsclearing.com/about/publications/character-risks.jsp> にアクセスして、「標準的なオプションの特徴とリスク」(“Characteristics and Risks of Standardized Options”)に目を通していただかなければなりません。ウェブサイトにアクセスできない場合、Deutsche Bank の担当者にご連絡いただき、重要な情報を含む本文書のコピーをご入手ください。

外国為替取引の参加者は、次に示すものを含むいくつかの要因によってもたらされるリスクに直面する可能性があります：

(i) 外国為替レートは、不安定化して、大幅に変動する可能性があります、(ii) 通貨価値は、世界経済、各国経済、政治、規制上の出来事、株式、債券市場での出来事、金利変動などの影響を受ける可能性があります、(iii) 通貨切り下げや政府による為替管理が行われた場合には、通貨価値に影響を与える可能性があります。その価値が原証券の通貨に影響される米国預託証券（ADR）などの証券への投資家は、実質的に通貨リスクを負っています。

Deutsche Bank は、本レポートの中で提供されている情報に関し、お客様又はお客様の代理人の金融アドバイザー、コンサルタント又は受託者の立場ではございません。Deutsche Bank は、投資、法務、税務または会計に関する助言を提供するのではなく、中立的なアドバイザーとして行動していません。本資料に含まれる情報は、かかる情報を受領された者が、投資判断のメリットを独自に評価することを前提に提供されており、退職金口座又は特定の個人若しくは特定の取引口座の種類を対象としているものではありません。当グループが提供する情報は、高度な金融知識を有し、一般的又は個別の取引及び投資戦略に関わる投資リスクを独自に検証することができ、更に Deutsche Bank が提供する商品及びサービスに金銭的利益関係を有することを理解していると考えられる方を対象にしています。お客様が上記に該当しない場合、若しくは、お客様又はお客様の代理人が IRA（個人退職金口座）又は個人投資家として本資料を当社から直接受け取った場合には、当社まで速やかにご連絡下さい。

すべての取引は、準拠法に異なる規定がある場合を除き、お客様の本国に所在する Deutsche Bank のグループ会社において実行していただく必要があります。本レポートに記載されている事項以外に、<https://gm.db.com/equities> の各社調査ページ上にある“Disclosures Lookup”と“Legal”というタブにも重要な利益相反の開示事項を示してあります。投資家の皆様は、投資を行う前にこれらの情報をご確認いただくよう強くお勧めします。

米国：FINRA、NFA および SIPC の会員である Deutsche Bank Securities Incorporated により承認および／または配布されます。米国外の関係会社に雇用されているアナリストは発行体企業との接触に関する規制を含め FINRA の規制対象とはなりません。

ドイツ：フランクフルト・アム・マインに本店を置く、ドイツの有限責任株式会社である Deutsche Bank AG により承認および／または配布されます。Deutsche Bank AG はドイツの銀行法の下に認可を受け、欧州中央銀行およびドイツ金融サービス監督庁の監督下にあります。

英国：Winchester House, 1 Great Winchester Street, London EC2N 2DB を所在地とする Deutsche Bank AG のロンドン支



店により承認および/または配布されます。英国では、Deutsche Bank AG は健全性規制機構により認可を受け、健全性規制機構および金融行動監視機構の限定的な監督下にあります。当グループに対する認可および規制の範囲の詳細については、ご要望に応じて提供いたします。

香港：Deutsche Bank AG 香港支店または Deutsche Securities Asia Limited により配布されます。

インド：14th Floor, The Capital, C-70, G Block, Bandra Kurla Complex Mumbai (India) 400051 に登記上の本社を置く Deutsche Equities India Private Limited (DEIPL) (会社識別番号 (CIN) : U65990MH2002PTC137431、電話番号 : + 91 22 7180 4444) によって作成されています。DEIPL はインド証券取引委員会 (SEBI) により、登録番号 : NSE (資本市場セグメント) - INB231196834、NSE (F&O セグメント) INF231196834、NSE (通貨デリバティブセグメント) INE231196834、BSE (資本市場セグメント) INB011196830 の株式ブローカーとして登録されています。マーチャントバンカーとしては SEBI 登録番号 : INM000010833、調査アナリストとしては SEBI 登録番号 : INH000001741 を付与されています。DEIPL はインドでの規制違反により SEBI から業務改善命令を受けた可能性があります。ドイツ銀行および/またはその関係会社は対象企業の債券またはポジションを保有している場合があります。共同出資者に関する情報については、アニュアルレポート (<https://www.db.com/ir/en/annual-reports.htm>) の「持株比率」 ("Shareholding") の項目をご参照ください。

日本：ドイツ証券株式会社により承認および/または配布されます。金融商品取引法に基づく表示事項：【商号】ドイツ証券株式会社 【登録番号】金融商品取引業者 関東財務局長 (金商) 第 117 号 【加入協会】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 【手数料および株式取引のリスクについて】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。本レポートは、特定の商品やサービスの勧誘・提供を行う目的で作成されたものではありません。本レポートに掲載されている投資手法や商品・サービスにつきましては、所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各投資手法、商品・サービスには、市場や経済動向もしくは価格の変動等により、元本を割り込む等の損失が生じるおそれがあります。商品・サービスの購入等につきましては、説明書・目論見書等を良くお読みいただいた上で、ご検討下さい。本レポート中で言及されたムーディーズ、スタンダード&プアーズ、フィッチは、特にジャパン又は日本と明記されていない限り、日本においては無登録の信用格付業者です。日本の金融商品取引所上場会社につきレポートを執筆したアナリストがドイツ証券に所属していない場合は、ドイツ証券がレポート対象会社を指定して執筆を依頼したものです。本レポートに記載されている一部の外国証券については日本の法令に基づく企業内容の開示が行われていない場合があります。ドイツ銀行グループの株式アナリストが設定する目標株価は、12 ヶ月間の予測期間に基づくものです。

韓国：Deutsche Securities Korea Co.により配布されます。

南アフリカ：Deutsche Bank AG Johannesburg はドイツ連邦共和国の法人です (南アフリカにおける支店登録番号 : 1998/003298/10)。

シンガポール：本レポートは Deutsche Bank AG シンガポール支店または Deutsche Securities Asia Limited シンガポール支店 (One Raffles Quay #18-00 South Tower Singapore 048583, +65 6423 8001) により発行され、このレポートに起因または関係するいかなる事項についても、問い合わせいただくことができます。シンガポール国内において適格投資家 (accredited investor)、専門的投資家 (expert investor)、または機関投資家 (institutional investor) (それぞれ関係するシンガポールの法律、規制上の定義に従うものとします) 以外の個人または法人に対して Deutsche Bank により本レポートが発行または公表された場合には、Deutsche Bank AG シンガポール支店または Deutsche Securities Asia Limited シンガポール支店は、この個人または法人に対して、内容について法的責任を負います。

台湾：台湾で取引される証券/商品に関する情報は参考目的でのみ提供されます。投資家は投資リスクを独自に検討すべきであり、投資判断に関して全責任を負います。Deutsche Bank の調査レポートを、書面による承諾を得ることなく台湾のメディアに配布したり、台湾のメディアが引用・使用したりすることは禁じます。台湾で取引されない証券/商品に関する情報は情報提供のみを目的としており、当該証券/商品の取引推奨とみなされるべきではありません。Deutsche Securities Asia Limited の台北支店がこれら証券/商品の取引をお客様のために執行することは禁じられています。

カタール：カタール金融センター (QFC) に事業所を置く Deutsche Bank AG (登録番号 00032) は、カタール金融センター規制庁 (QFCRA) の監督下にあります。Deutsche Bank AG QFC 支店が手掛けることのできる金融サービス業務は、現時点で QFCRA から認可を受けている業務に限られます。QFC 内の主たる事業所の所在地は、Qatar Financial Centre, Tower, West Bay, Level 5, PO Box 14928, Doha, Qatar です。本資料は Deutsche Bank AG が配信したものです。関連する金融商





品またはサービスをご利用いただけるのは、カタール金融センター規制庁が規定する「Business Customer」に限られます。

ロシア：このレポートで提示されている情報、解釈、意見は、ロシア連邦で認可が必要とされている査定または評価活動として、またはその一環として提供されているものではありません。

サウジアラビア：Deutsche Securities Saudi Arabia LLC Company（登録番号 07073-37）はサウジアラビア資本市場庁（CMA）の監督下にあります。Deutsche Securities Saudi Arabia が手掛けることのできる金融サービス業務は、現時点で CMA から認可を受けている業務に限られます。サウジアラビアにおける主たる事業所の所在地は、King Fahad Road, Al Olaya District, P.O. Box 301809, Faisaliah Tower - 17th Floor, 11372 Riyadh, Saudi Arabia です。

アラブ首長国連邦：ドバイ国際金融センター（DIFC）に事業所を置く Deutsche Bank AG（登録番号 00045）は、ドバイ金融サービス機構（DFSA）の監督下にあります。Deutsche Bank AG の DIFC 支店が手掛けることのできる金融サービス業務は、現時点で DFSA から認可を受けている業務に限られます。DIFC 内の主たる事業所の所在地は、Dubai International Financial Centre, The Gate Village, Building 5, PO Box 504902, Dubai, U.A.E.です。本資料は Deutsche Bank AG が配信したものです。関連する金融商品またはサービスをご利用いただけるのは、ドバイ金融サービス機構の規定に基づく「Professional Client」に限られます。

オーストラリア：個人顧客（retail clients）は、本レポートで言及されているいかなる金融商品についても、商品開示明細書〔Product Disclosure Statement（PDS）〕を入手して、当該商品を取得するかどうかに関する判断を下す前に、PDS の内容を吟味する必要があります。オーストラリア特有の調査開示事項と関連情報については <https://australia.db.com/australia/content/research-information.html> をご参照ください。

オーストラリア及びニュージーランド：本レポートは、オーストラリア会社法（Corporations Act）及びニュージーランドファイナンシャルアドバイザーズ法（Financial Advisors Act）がそれぞれ定める「ホールセール顧客（wholesale clients）」のみを対象にしています。

ご要望に応じ、本レポートに記載された証券、その他金融商品、発行体に関する追加情報をご提供します。Deutsche Bank の書面による事前の許可なく本レポートを複製、配布、出版することはできません。

©2017 Deutsche Bank AG、ドイツ証券株式会社



---

## David Folkerts-Landau

Group Chief Economist and Global Head of Research

Raj Hindocha  
Global Chief Operating Officer  
Research

Michael Spencer  
Head of APAC Research  
Global Head of Economics

Steve Pollard  
Head of Americas Research  
Global Head of Equity Research

Anthony Klarman  
Global Head of  
Debt Research

Paul Reynolds  
Head of EMEA  
Equity Research

Dave Clark  
Head of APAC  
Equity Research

Pam Finelli  
Global Head of  
Equity Derivatives Research

Andreas Neubauer  
Head of Research - Germany

Spyros Mesomeris  
Global Head of Quantitative  
and QIS Research

---

## International Locations

### Deutsche Bank AG

Deutsche Bank Place  
Level 16  
Corner of Hunter & Phillip Streets  
Sydney, NSW 2000  
Australia  
Tel: (61) 2 8258 1234

### Deutsche Bank AG

Mainzer Landstrasse 11-17  
60329 Frankfurt am Main  
Germany  
Tel: (49) 69 910 00

### Deutsche Bank AG

Filiale Hongkong  
International Commerce Centre,  
1 Austin Road West, Kowloon,  
Hong Kong  
Tel: (852) 2203 8888

### Deutsche Securities Inc.

2-11-1 Nagatacho  
Sanno Park Tower  
Chiyoda-ku, Tokyo 100-6171  
Japan  
Tel: (81) 3 5156 6770

### Deutsche Bank AG London

1 Great Winchester Street  
London EC2N 2EQ  
United Kingdom  
Tel: (44) 20 7545 8000

### Deutsche Bank Securities Inc.

60 Wall Street  
New York, NY 10005  
United States of America  
Tel: (1) 212 250 2500

---