

## キャピタル・アイ特別企画：財務担当に聞く

# 世界銀行が史上初の感染症債を発行、有馬財務局駐日代表に聞く

世界銀行（国際復興開発銀行）は7月7日、発展途上国の感染症大流行のリスクに対応する世界初の感染症債を発行した。「パンデミック緊急ファシリティ（PEF）」からの発行で、債券（総額3億2000万ドル）に保険デリバティブ（1億500万ドル）を組み合わせたもの。感染症が大流行した際、大災害債券（キャット・ボンド）での調達資金と、保険デリバティブ取引を活用した保険金が感染症発生国への支払い原資となる。

債券には全体で2倍のオーダーが入り、強い需要を背景に想定を下回る発行水準を実現した。この感染症債について、感染症対策に世銀債が用いられたことと、低所得国を対象とした感染症リスク対策の資金調達に金融市場が活用されたという史上初の試みが画期的な点と世銀は強調する。世銀財務局駐日代表の有馬良行氏に話を聞いた。

### <感染症債の概要>

トランシェ	年限	発行額	償還日	表面利率	対象感染症
A	3FRN	2億2500万ドル	2020/7/15※	6mL+650bp	インフルエンザ、コロナウイルス
B	3FRN	9500万ドル	2020/7/15※	6mL+1110bp	フィロウィルス、コロナウイルス、ラッサ熱、リフトバレー熱、クリミア・コンゴ出血熱

※一部または全額が最高で1年延長となる可能性あり。

### <販売先>

A トランシェ：大災害債券投資を専門とする投資家 61.7%、投資顧問 20.6%、年金 14.4%、各種基金・財団 3.3%

B トランシェ：年金 42.1%、大災害債券投資を専門とする投資家 35.3%、投資顧問 16.3%、各種基金・財団 6.3%

### <地域>

A トランシェ：欧州 71.8%、米国 27.9%、日本 0.2%、バミューダ 0.1%

B トランシェ：欧州 82.9%、米国 15.0%、バミューダ 2.1%



世界銀行 財務局駐日代表  
有馬 良行 氏

### —感染症債発行の背景は

発端は 2013 年に西アフリカで起きたエボラ熱の大流行。当時、国際社会は初動が遅れた。エボラ熱のような感染症は感染のスピードが速く、一日遅れば犠牲者がどんどん増えていく。エボラ熱の流行時にはお金や人材、資材をすぐに集めることができなかった。その反省を踏まえ、感染症の大流行が起きた時には、人材派遣を含めて直ちに 대응できるように準備をしておこうと、G7 を中心に国際社会でスキームを作った。

PEF の設立は昨年 5 月の仙台での G7 財務大臣・中央銀行総裁会議で発表し、最終的に伊勢志摩サミットで声明に盛り込まれた。このファシリティには日本とドイツが資金を拠出してきている。この資金で一番効率的に保険を提供するにはどうしたらいいのかを検討した結果、キャット・ボンドに通常の保険を組み合わせるのがいいという結論に達した。

### —債券の特徴について

A・B トランシェに分かれていて、それぞれ 2 億 2500 万ドル、9500 万ドルの総額 3 億 2000 万ドル。これに 1 億 500 万ドル相当の保険が加わり、各トランシェに配分されるという仕組み。B トランシェはアウトブレイクの初期段階でトリガーが引かれることになっているため、こちらのほうが保険金を払う可能性が高い。その分利回り高くなっており、6 カ月 Libor+1110bp と、金融の世界だけでは考えられないクーポン。これはいわゆる保険料になる。



写真 : Ami Vitale / World Bank

### ■日本の損保が重要な役割

#### —保険デリバティブについて

プライシング（保険料）がいくらになるかで、キャット・ボンドのクーポンが決まってくる。保険料＝クーポンをどのように設定したら、どれぐらいの投資家が集まってくるかを探っていくのが我々発行体の役割。プライシングにはスイスの AIR ワールドワイド社という会社のモデルを使った。AIR 社は WHO のデータを使ってリスク分析をし、実際のトリガーの発動をどうするかなどのモデルを作った。AIR パンデミック・モデルといって、それから保険金の算定をする。保険デリバティブは、世銀が保険料を保険会社に支払う。疫病が起きた時にトリガーされる保険を買ったという形。ISDA のアグリーメントに基づいてスワップ形式で行った。

これには日本の損保 3 社が参加している。具体的には、東京海上日動火災保険と三井住友海上火災保険、損害保険ジャパン日本興亜。世銀財務局は、感染症債の実現のための議論をミュンヘン再保険とスイス・リーで行ってきたが、日本の損保 3 社も当初から熱意を持って取り組んでくれていた。世銀との保険デリバティブ取引では、損保 3 社のシェアが 1 億 500 万ドルの半分程度を占めており、組成で非常に重要な役割を果たしてくれた。

感染症債市場は、日本・ドイツ政府による資金拠出と保険会社による保険提供という、官民共同でできた全く新しいものであり、画期的。今回は保険料の部分を日本・ドイツ政府が負担するという形で立ち上がったが、ゆくゆくは政府がお金を出さなくても民間の保険市場だけで回っていくということが実現すれば、これはますます危機対応になっていくし、非常に期待している。



写真 : Dominic Chavez / World Bank

#### —日本の損保会社のメリットについて

日本の損保会社が引き受けている保険は当然ながら日本の損害保険が中心。海外になると日本企業が現地に進出している工場の保険や水害の保険などに限られる。今回の取引は損保会社が普段全く接点のない分野。アフリカであり、感染症を対象とした保険は、各社が身近で開発することはなかった。日本政府が音頭を取り、世銀もパートナーとして実務面を詰めていく過程で、日本の損保会社に早くから声をかけた。新しい分野への挑戦に対して前向きに取り組んでくれた。

過去の事例としては、パシフィックアイランドパイロットという、フィジーやトンガなど太平洋の島国に津波や地震といった自然災害が起きた時に保険金を提供するという取引がある。日本政府が最初の数年保険料を負担し、その後は各国が自身で保険料を負担するというもので、これはまだ続いている。日本の損保3社が実質的に中心になって、保険提供をリードしてきた。日本での台風保険や地震保険のノウハウが生かされた分野だ。

世銀が間に入ることで、これまで全く関与してこなかった相手とのビジネスが、間接的ではあるが今回実現できた。これも各社にとって非常に重要。究極的には、アフリカの感染を懸念する国が、東京海上日動や三井住友海上、損保ジャパン日本興亜と直接交渉して、一番安いものを保険料として買ってくるというのが、一番最後の目指すべき姿。だが、それはなかなか途上国も保険が分からないし、途上国ゆえに資金的にも難しい。そうであれば、政府が保険料を負担し、開発は世銀が行い、保険会社とアフリカ諸国の間に世銀が入ることで、保険料もきっちり払う。ここは我々が金融の仲介、間接金融機関として入る意義がある。

#### ■日本の投資家に期待

##### —今回の成果について

感染症債はグローバルでの官民の取り組みで実現した。保険料を出してくれたり、コンセプト自体をリードしてくれたのは国だし、それを実現に結びつけたのは保険という民間の技術。保険は国ができるものではない。それを債券という形で実現したことが大きかった。債券とは別の1億500万ドルの半分を日本の損保会社がフルにリスクを取ってくれた。

今回の感染症債は、災害という意味では日本と関係ないが、東日本大震災以降、震災などディザスターリスクのマネジメントは日本が先頭を切って世界のために新しい対応策を導入していこうという立場を政府が取ってきている。世銀も日本に対して大きな期待を寄せている。こうした市場が本件を契機にさらに拡大することを望んでいる。



—日本の投資家の参加が極めて少ない

日本は政府が資金を提供し、損保会社がフルにリスクを取り、重要な役割を果たしている一方で、債券でのリスクテーカーはAトランシェで0.2%となっているだけで、本当にわずかだ。今回の感染症債を日本がリードしてきた全体像というなかでは、債券投資としての関与が欲しかった。キャット・ボンドはほとんどが欧米の投資家で、専門的に投資する向きがいるなど非常に充実している。

実はキャット・ボンドに興味を持ってくれた日本の証券会社が複数あった。これは何かというと、3年でL+650bp、+1110bpというクーポンを個人投資家に提供したら興味を引くのではないかという見方によるもの。しかも社会貢献性が非常に高い。ただ、細かい条件があり、コロナウイルス、ラッサ熱などでトリガーが引かれる段階になったら、元本が毀損して国々にお金が支払われる。それが、投資をするに当たって、+650bpと+1110bpが妥当な水準なのかの判断は個人投資家には難しい。水準が妥当というのを個人投資家や投資アドバイザーがきちんと説明できないと、リスクを理解したうえで投資をしたということにはならない。一方、機関投資家については、生保が運用としてできるかということ、そうはいかない。やはり判断できるものがないからだ。

このため、感染症債などのキャット・ボンドを公募債で実施するのは、まだまだ先になるだろう。これは本当のプロのマーケット。そうしたところで、日本にどんどん普及させていくのは非常に難しい段階ではある。ただ、現時点でそうなのは環境が整っていないため。投資家自身は関心がある。社会貢献になるし、何もなければ、Bトランシェでは3年間で33.3%のスプレッドが取れる。トリガーが引かれれば保険金を払うことになる。寄付という感覚で諦められる投資家はプライベートバンクを通じているだろう。

日本の個人投資家はレベルが高い。ミセスワタナベがいるように、いろいろな分野に進出している。こうした商品でも日本の投資家が活躍できるという期待はある。まずは機関投資家が入ってきてほしい。

[2017/7/3 聞き手：キャピタルアイ・ニュース 比後 樹宏]