

~~~~~  
研究ノート  
~~~~~

五輪に使え CAT 債： 金融システムを通じた社会貢献

瀬尾 佳美*

1. はじめに

2020 年, 東京で開催が予定されていたオリンピック・パラリンピック (以下五輪) の一年の延期が決まった。Covid-19 感染症の流行のためである。2019 年末に武漢市から始まったとされるこの感染症は瞬く間に世界に広がり, 2020 年 3 月 12 日に WHO がパンデミックを宣言した¹⁾。

五輪の延期が正式に発表されたのは 2020 年 3 月 24 日である。翌日の 3 月 25 日に開催都市である東京都の知事は記者で, Covid-19 感染症について「感染爆発 重大局面」のパネルを掲げ, 都民に自粛を呼び掛けた。前日まで五輪一色で, 一言もなかった「ロックダウン」の表現を知事が口にしたのもこの日であった。たった一日での驚くような変化は, 感染症の危険を知りながら五輪のために対策が後手にまわったのではないか, という疑念を抱かせる結果となった。

日本政府と IOC が延期の判断をためらったのは, 出場選手への配慮に加え, 巨額の費用が発生することと, その負担を誰が負うのかという問題があったからだと思える。IOC は五輪大会の中止などの場合に備えて損害保険をかけている。しかし, 延期に伴い開催国が負う負担には何の補償もないどころか,

* 青山学院大学国際政治経済学部准教授

1) WHO 2020, WHO announces COVID-19 outbreak a pandemic <https://www.euro.who.int/en/health-topics/health-emergencies/coronavirus-covid-19/news/news/2020/3/who-announces-covid-19-outbreak-a-pandemic>, (LA2020/6/21)

国際オリンピック委員会 (IOC) は五輪延期に伴う IOC に発生する追加費用について「現行の契約条件に沿って日本が引き続き負担し、IOC がその費用の分担に責任を負うことに安倍総理大臣は同意している」と発表した (4月20日)。これに対し日本側は同意の事実はないと異議を申し立てたものの、すべての費用負担を負わされる可能性は否定できない。五輪の開催都市契約は開催国に極めて不利な内容となっているからである。

ではこのような契約を締結するにあたり、東京都あるいは日本政府は保険等によるリスクヘッジをしていたのか。もし保険をかけていたら費用の押し付け合いによって感染症対策が後手にまわることはなかったのではないか。もちろん引き受けに応じる保険会社があったかどうかかわからないし、あったとしてもパンデミックによる損害が補償対象になっていたかどうか分からないが、そもそも保険によってリスクをヘッジするという意識が充分であったかどうかとも疑わしい。日本は損害保険については広く企業・国民を見渡しても後進国だからである。

本稿ではまず東京延期五輪までの動きを概観する。次に日本における保険の現状と限界について議論し、保険リンク証券の可能性を考える。最後に理由の如何によらず「開催の中止もしくは延期」をトリガーとした「個人向け五輪債」の発行を提案する。

五輪とは直接関係はないが、「風邪、コロナウイルス等による世界的パンデミック (WW Pandemic, Flu & Coronavirus)」をトリガーとした CAT 債 (パンデミック債) が 2017 年に国際復興開発銀行によって発行されている²⁾。今年 7 月に満期を迎えるこのボンドのトリガーはパラメトリック型であり、5月に発動された。つまり規模の大小はともかく、ウイルスによるパンデミックやそれに伴う損害の発生は、「誰にとっても想定外というわけではなかった」のである。本稿は「想定外を想定する」ことの重要性を合わせて主張するものである。

2) Aon Securities, “Alternative Capital Fortifies Its Position”, Insurance-Linked Securities Sep. 2018. <http://thoughtleadership.aonbenfi.eld.com/Documents/20180905-security-ils-annual-report.pdf>, (IA2020/6/21)

五輪に使え CAT 債

表1 感染症対策と五輪関係のイベントヒストリー

1/16	国内初の感染者確認—湖北省武漢市からの帰国男性
1/23	武漢市ロックダウン
3/12	WHO パンデミックを宣言
3/14	五輪は予定通り開催したいと首相発表
3/17	五輪組織委員会バッハ会長 2020 年大会を予定通り開催表明
3/24	安倍首相 五輪延期を正式発表
3/25	東京都知事事実上の緊急事態を宣言
3/30	五輪延期, 新日程の発表
4/7	緊急事態宣言発令

2. 日本における感染拡大と五輪延期までの動き

Covid-19 の感染拡大は世界中に大きな影響を及ぼしている。日本は今のところ死者数は比較的抑えられているものの³⁾、経済的にはもともと“ツイテいなかった”国といえるかもしれない。この年の夏、主都東京で第三十二回オリンピック・パラリンピック競技大会の開催が予定されていたからである。新国立競技場や選手村の建物に多額の投資がなされたほか、民間でも五輪特需をねらったホテル建設ラッシュが相次いでいた。サンクコストとして諦めるには大きすぎるためか、感染症対策に後れをとった感が否めない。ここまでの国内の主な出来事を時系列で表1にまとめる。

これを都発表の感染者数に重ねると、図1ようになる。緊急事態宣言は国内の最初の感染者の確認からおよそ3か月後である。WHO のパンデミック宣言の後も、政府は「五輪開催は予定通り」としていたが、24日になって延期を

3) 札幌医科大学医学部 附属フロンティア医学研究所によると6月21日現在、日本の人口100万人あたりの死者数は7.5人。これは米国の361.7人やロシアの54.8人に比べると少ないものの、同じ島国でかつ水際対策が早かったニュージーランド(4.56人)や台湾(0.29人)に比べるとかなり多い。https://web.sapmed.ac.jp/canmol/coronavirus/, (LA2020/6/21)

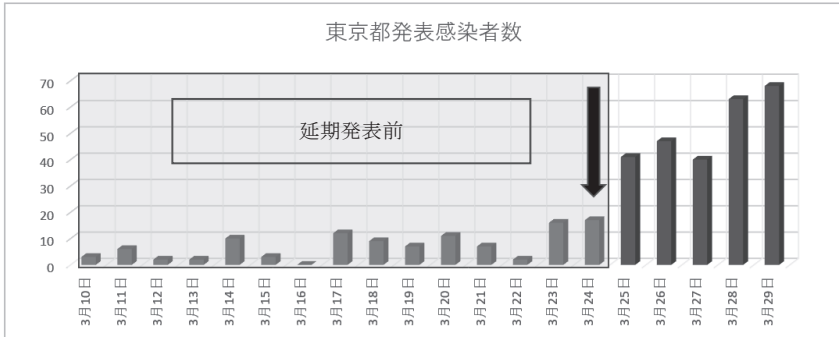


図1 東京都発表の感染者数と五輪延期発表のタイミング。黒矢印が延期発表日。東京都発表のデータ⁴⁾より著者作成

正式に発表，その翌日に都は国に先駆けて事実上の緊急事態宣言を行っている。フリーアナウンサーの久米宏氏は当時ラジオ「東京の街のイメージダウンに関する情報は，それまでめいっぱい抑えてきた。で，延期が決まった瞬間，何でもかんでも発表して，まあ感染者の数字なんてねえどうでもコントロールできますから。」と言った⁵⁾が真偽はともかくこれが国民の多くの正直な印象であつたらう。

延期のための追加的費用は正確なところはわからないが，3000億円とも6000億円以上ともいわれる。東京オリンピック・パラリンピック組織委員会の武藤事務総長は4月23日メディアに向けて「どれぐらいのコストがかかるのか，現時点では明らかになっていない。誰がどのくらい払うかも議論されていない。まだ追加費用，負担が決まっていない，積算されていない」と報道されている⁶⁾。つまり実際にどれだけの負担があるか分からない中で延期だけが決定されたことになる。

今回の五輪についての開催都市契約の「基本原則，9. IOC に対する請求の補償と権利放棄 a)」は BOX1 のような内容である。これを見る限り，どれだけ

4) 東京都 <https://stopcovid19.metro.tokyo.lg.jp/>, (LA2020/6/21)

5) 東京中日スポーツ 3月28日配信 <https://www.chunichi.co.jp/article/25659>, (LA2020/6/21)

6) 文春オンライン <https://bunshun.jp/articles/-/37510>, (LA 2020/6/21)

五輪にさえ CAT 債

の追加費用があったにしても、多くが開催都市の負担となる可能性が高いように見える。都の財政規模は特別会計も合わせるとスウェーデンの国家予算を上回る規模ではあるが、IMF が「大恐慌以来最悪の景気後退を経験する可能性はきわめて高い」表明するような事態のなかでの負担は軽くないと思われるのである。

開催都市、NOC、および OCOG による補償：開催都市、NOC、および OCOG は、IOC、IOC テレビジョン・アンド・マーケティング・サービス SA（※訳注 IOC の子会社）、第 54 条 a) 項にて詳細が定められるオリンピック放送機構（OBO）、およびその役員、メンバー、理事、従業員、コンサルタント、代理人、弁護士、受託者（IOC、各国の国内オリンピック委員会、およびオリンピック大会組織委員会の）スポンサー、サプライヤー、ライセンサー、および放送機関など）とその他の代表者（以下、「IOC 被補償者」という）を、以下の事項に起因して、直接または間接を問わず、IOC（または IOC 被補償者）が被るすべての損害、申し立て、訴訟、損失、費用、支出（外部弁護士の報酬と費用を含む）、おまたはあらゆる性質の責任（人または財産への被害を含む）（これには、IOC（または IOC 被補償者）が第三者（オリンピックのスポンサー、サプライヤー、ライセンサー、放送機関などを含むが、これらには限定されない）に支払うべきすべての費用、収益の喪失および損害賠償を含む）（以下、総称して「本件申し立て」という）から、常に補償し、防御し、かつ害が及ばないようにし、また免責する。

BOX1 開催都市契約の「基本原則」抜粋
出典：東京都⁷⁾

3. 日本の損害保険の現状

感染症であれ大地震であれ、非常の一時的な負担を補填する手段の一つが保険である。開催国である日本は、五輪について中止・延期のリスクを移転する仕組みをもっていたのか。一般的な興行中止については保険加入していたようだが、パンデミックを理由としたケースにこれが適用になるかどうかはわからない。国内の他の興行は感染症を理由とした中止には保険が払われていないためである。また、延期に適用されるかどうかもわからない。

そもそも日本人には損害保険による備えという考え方が不十分のように思われる。たとえば 9 年前の東日本大震災がもたらした損害額は直接被害だけで 17

7) 東京都 <https://www.2020games.metro.tokyo.lg.jp/hostcitycontract-JP.pdf> (LA2020/6/21)

表2 主な災害による損害の保険による補填率

		Overall losses	Uninsured losses	Insured losses	%
1995	阪神淡路大震災	100000	97000	3000	3.0%
2011	東日本大震災	210000	170000	40000	19.0%
2016	熊本地震	31400	25000	6400	20.4%
2005	Hurricane Katrina	125000	64500	60500	48.4%

出典) Munich Re NatCatSERVICE⁸⁾より著者作成

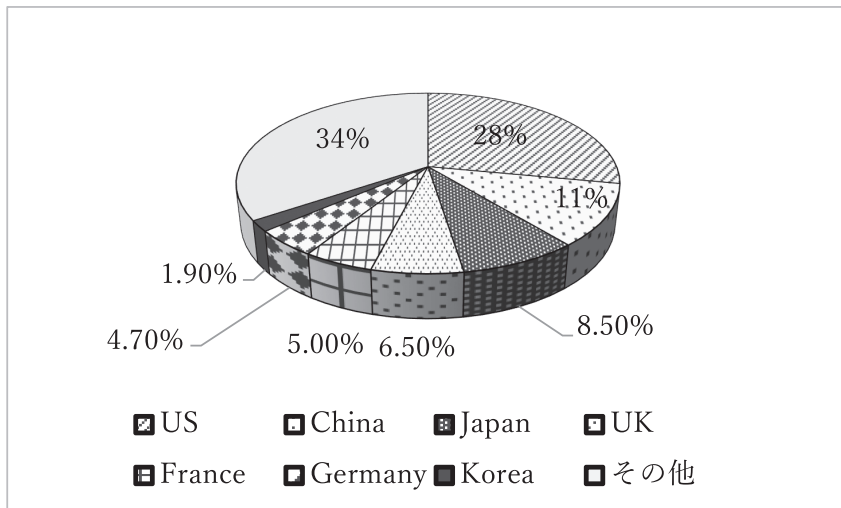


図2 世界の元受保険料 (生損保総事業) における主要国のシェア

出典: Swiss Re 2019⁹⁾より著者作成

兆円であった¹⁰⁾が、そのうち保険によって補填されたのは20%に満たない。阪神淡路大震災では補填率は3%に過ぎなかった。これはアメリカの自然災害の損害補填率を大きく下回っている。(表2)。

日本人は保険好きと言われることがある。2018年の世界の元受保険料合計は

8) Munich Re NatCatSERVICE <https://natcatservice.munichre.com/>, (LA 2020/5/4).

9) Swiss re (2019) World insurance: the great pivot east continues, sigma 2019 (3)

10) 内閣府 (2011) 東日本大震災における被害額の推計について <http://www.bousai.go.jp/2011daishinsai/pdf/110624-1kisyu.pdf>, (LA 2020/4/30).

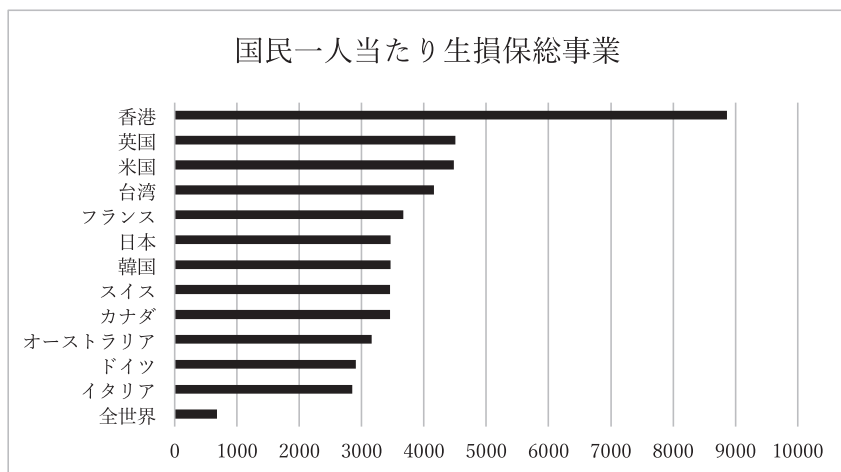


図3 主要国の国民一人当たり保険料総額 (生保損保合計)

横軸の単位は米ドル。生保損保を合わせた合計金額では日本は韓国と同程度で、その他先進国と比較しても遜色はない。全世界とあるのは世界平均である。

出典: Swiss Re 2019¹¹⁾ より著者作成

5兆1,930億米ドルであり、日本のシェアは8.5%であった。これは米国、中国%に次ぐ世界第3位である(図2)。一人当たりで見ても他の先進国と遜色はない(図3)。

だが、生命保険へと損害保険へと支出割合は国によってかなり異なっていて、日本では生命保険に比べて損害保険への支出が小さいのである。図4に示すように日本では保険料支出全体のおよそ7割が生命保険、3割程度が損害保険となっている。さらに対GDP比で見ると、日本における損害保険の保険料のGDPに占める割合は2.14%であるが、これは米国の4.26%の約半分であり、世界平均の2.78%にも及ばない¹²⁾。

地震や台風などに度々襲われる災害大国であるにもかかわらず、保険による備えが十分でないのは政府による事後の手当てと無関係とはいきれない。災

11) 前掲9

12) 前掲9

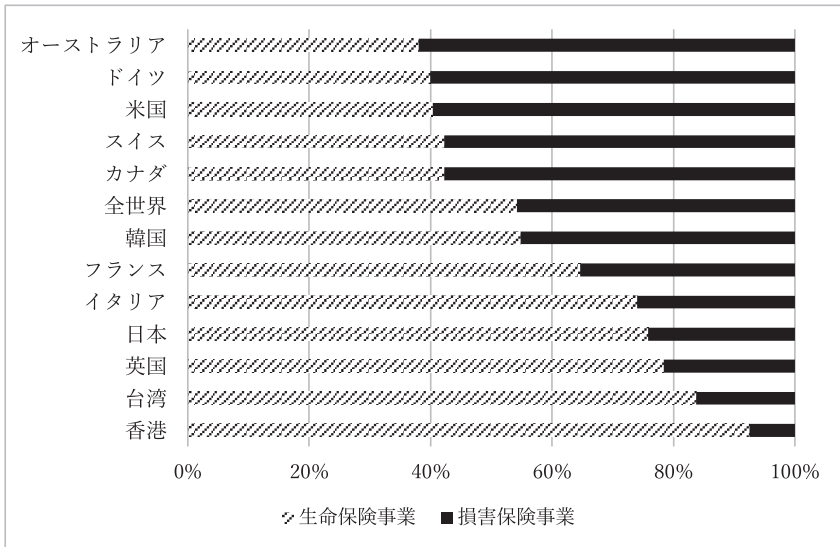


図4 各国の生命保険と損害保険の割合比較

出典：Swiss Re 2019¹³⁾ より著者作成

害後の政府支出は早期復興に不可欠であるとして肯定される。だがパターン的な政策は一方で自助を妨げるという重大な副作用があることを忘れてはならない。また災害後の支出はその緊急性からどうしてもチェックが甘くなり、公平不公平が生じることもさげられない。クライテリアがなく、事後の政策評価ができるかどうかさえわからないこともしばしばである。今回の感染症禍でも、人においても産業においても政府補償がどれだけあるかに議論が集中し、事前の、たとえばBCP (Business Continuity Plan) 策定の重要性などの声が聞かれることはなかった。一兆数千億をかけた政府肝煎の「Go To キャンペーン」にしても、なぜ旅行業界だけでアパレル産業などには手当がないのか、どういう基準で東京を除外し、単位人口当たりの感染者数が都を超えた大阪や沖縄が除外されないのかなどは誰にも分りはしない。もちろん未曾有の災害であること

13) 前掲9

五輪にさえ CAT 債

は間違いない。だが、感染症は過去にも SARS (2003), 新型インフルエンザ (2009), MERS (2012), など度々人類を襲っているもので、先にも述べたが、けして「誰にとっても想定外」というようなものではない。政府が無限に札を刷ることができるわけではない以上、この仕組みの持続可能性は十分に議論されなければならない。

4. 保険リンク証券の現状と可能性

さて、前節でみたように、日本では損害保険による備えは現状で十分とは言えない。にもかかわらず、保険会社の支払いは小さくない。災害による損失金額そのものが大きいからである。2018年、台風による被害が膨らみ保険金支払いは過去最高のおよそ1兆6千億円に及んだ¹⁴⁾。東京海上ホールディングスの決算が減益となるなど¹⁵⁾、大手保険会社の収益は少なくとも一時的に悪化した。続く2019年も台風の当たり年であったし、また2020年はこの度の世界的な危機が訪れている。保険という仕組みの持続可能性は今後も堅牢なものとは断定できない。もともと低頻度巨大災害は大数の法則によってリスク移転することが難しく、これが次に論じる保険リンク証券拡大の背景となった。

カタストロフェ・ボンド (Catastrophe bond: 以下 CAT 債) とは災害による損害を証券市場に移転するもので、保険市場へのリスク移転に対して代替的リスク移転手法 (Alternative Risk Transfer: ART) と呼ばれるものの一つである。証券市場のほうから見ると CAT 債は保険リンク証券 (Insurance-Linked Securities: ILS) にカテゴライズされる。

CAT 債は災害をトリガーとして発動するが、もし災害がなければ投資家は比較的高い利率を得る一方、災害があった場合はその債権の放棄を要求される。

14) 日本損害保険協会, 2019, 2018年度発生した風水災に係る各種損害保険の支払件数・支払保険金(見込含む)等の年度末調査について【No. 19-002】

15) 東京海上ホールディングス決算短信(2018年3月期) https://www.tokiomarinehd.com/ir/event/presentation/2017/dhgn2a000000fvkn-att/4Q_FY2017_Summary_Report.pdf (LA 2020/6/20)

つまり国債などに比べるとハイリスク・ハイリターン of 債権である。国債でもデフォルトすることはあるが、その確率は CAT 債に比べて低いため利回りもまた低い。

世界最初の CAT 債はドイツのハノーバー再保険によって 1994 年に発行されたが、当時の CAT 債の引き受け手はおよそ 60% が保険・再保険会社であった。この割合は 2018 年には 6% まで下がっており、ほとんどが保険市場ではなく、証券市場で吸収されるようになってきている¹⁶⁾。CAT 債の発行金額が伸びている背景には、大規模災害への対応における保険市場の限界がある。保険市場とは比べものにならない規模である証券市場に資金の調達先がシフトしていったのである。一方、投資家のほうから見ると、災害のリスクと金融リスクは独立であるため、ポートフォリオの安定化につながる。信用不安は世界に伝搬する可能性があるが自然災害、たとえばある地域の地震が起こる確率は金融危機とは通常は独立の事象である。たしかに 2009 年のリーマンショックの際はいくつかの ILS がデフォルトを起こし、保険リンク証券が金融危機と無関係でないことが示された。だがこの年の発行額は大幅に減ったものの、この当時の問題¹⁷⁾は制度の厳格化により解決され、2009 年以降の発行残高は順調に回復している。リーマンショック前の 2008 年度の CAT 債の新規発行額は 5914 (百万米ドル) であったが、2017 年には 11323 (百万米ドル) となった¹⁸⁾。

CAT 債には証券市場から資金を調達できるという以外にメリットがいくつもある。発行の仕方にもよるが CAT 債は必ずしも実損を補填するものでなくてよい。トリガーは地震なら地震、パンデミックならパンデミックとすることができる¹⁹⁾。つまり保険の大問題であるモラルハザードが発生する余地がないのである。そのトリガーによってどれだけの損失が発生するかは関係なく発行で

16) Swiss re (2009) The role of indicates in transferring insurance risk to the capital market, sigma 2009 (4).

17) SPV のスワップ契約などによるとされるが、ここでは本論の目的外となるので細かい議論は他稿にゆずる。

18) 前掲 16

19) トリガーがパラメトリック型の場合

五輪にさえ CAT 債

きる、極端な話をすれば焼け太りになっても構わないため税関連の問題を別にすれば、減災の努力を怠る理由がないのだ。これが第一のメリットである。第二に保険を掛けたもの同士でリスクを分散する仕組みではないので、逆選択の問題も生じない。個別にリスクが高いと判断されれば、債権の利回りが高くなるだけのことである。第三に一般企業でも公的機関でも発行が可能である。一般企業として世界初の CAT 債（地震）を発行したのは、東京ディズニーランドを運営する日本のオリエンタルランドである。公的機関発行の例はいくつもあって、前述の国際復興開発銀行によるパンデミックをトリガーとしたボンドもその一つである。つまり五輪の開催都市が「大会の延期または中止」をトリガーとして CAT 債を発行することはやろうと思えばできるはずなのである。

5. 個人向け五輪債（CAT 債）の提案

一般に CAT 債のトリガー条件は細かく決められている。投資家にすればリスクを評価するのに絶対に必要な情報となるので当然のことである。前述のオリエンタルランドの CAT 債は震源地を関東としていたため、東日本大震災のときには（残念ながら）発動はなかった。もし五輪債発動条件の「延期・中止」についても「地震・風水害・戦争などによって」と理由に条件をつけていたら感染症では発動しない。逆に「いかなる理由であれ」としていたら海外の機関投資家には見向きもされないか、高い利回りを要求されることだろう。しかし、日本人にしてみれば、東京五輪が延期されるのなど、よくせきの事なのは十分理解できたはずである。つまり、国内であれば情報の透明性は比較的高く、説明のコストも小さくてすむ。そこで主に自国の個人向けに少額から購入できる CAT 債の発行を提案する。要するに個人向け国債のハイリスク・ハイリターンバージョンである。CAT 債に限らず保険でも同じであるが、掛け金の合計は損失の期待値を上回る。したがって、投資家が海外にいた場合、平均的には資金を吸い上げられる結果となるが、国内の投資家向けであればこの問題は回避できる。ILS は今でも個人で購入できるが、一般に単価が高く、個人投資家が簡単に手出しできるものではない。

ところで2019年末に金融庁は複数の金融商品を「ワンストップ」で販売可能とする規制緩和案を示した²⁰⁾。利用者はスマートフォンのアプリから複数の種類の金融商品を購入できる。ここに1万円から買える五輪債を組み込めば個人参入の敷居は大きく下がるだろう。

開催都市が債券を発行するメリットは、その機関の信用力によって必ずしもSPVなどを必要としないことにあり、その分手数料が安く上がる。トリガーが発動すれば投資金額がゼロとなるので、ハイリスクではあるが、確率は高くない。2020以前は五輪が延期された例はなく、中止になったのは戦争によるものだけである。

ハイリスクであるのでその分、高いリターンが必要であるが、国内向け五輪債であれば、リターンにはお金によるプレミアムの支払い以外にも様々なものが考えられる。たとえば

- 1万円の購入で特性シークレットピンバッジ (他では手に入らない)
- 3万円の購入でピンバッジに加えてチケットの当選確率が5倍になる抽選権
- 30万円の購入で好きな試合チケット1枚の購入権 (抽選なし)
- 100万円の購入で開会式のペアチケット購入権 (抽選なし)
- 10000万円の購入で開会式のチケットペア無料券
-
-
-

の贈呈, などというようにしておくと、プレミアムがそれほど高くなくても資金調達が可能になるように思う。人間のインセンティブはMoneyだけとは限らないのでここは知恵の絞りどころであろう。日本人およそ一億人が平均で一万円の債権を購入する仮定とすると一兆円の資金調達が可能になる。

なにより重要なのは、こうした債権の購入が社会貢献であるという理解を広

20) 日経新聞 2019/12/10

五輪に使え CAT 債

めることである。お金の問題が小さければ、五輪の延期・中止の決定がもっと早く行えたかもしれず、早期の水際対策がとれた可能性もある。結果として犠牲者を減らすことができたかもしれない。台湾やニュージーランドなど島国でかつ入国規制が早かった国は感染者数も死者数も日本とは比較にならないほど少ないのである。

パンデミックに限らず巨大災害時には多くの人が資産や職を失うなどの危機に直面するが、全員が何らかの被害を受けるかというところでもない。総務省の家計調査²¹⁾によると、この感染症禍中の今年4月の勤労者世帯の実収入（二人以上の世帯）は実質で前年同月比0.9%の増加となっている（同3月は、1.5%の増加である）。また、労働力調査²²⁾によると4月の完全失業率は2.6%で、これは10年前の同月の半分ほどである。また観光産業が大きく痛手を受ける一方、ゲーム機やゲームソフトの売り上げ前年同月比で2.5倍以上に膨らんでおり²³⁾、関連会社は好調な業績を発表すると予想される。つまり、災害時に重要なのは分配の問題なのである。事後に大きな財政出動をするのも個人が寄付をするのもよいが、CAT債は災害時のプランニングを事前にできるというところにメリットがある。渦中での税金による公助の意思決定にはどうしても公平不公平の問題が避けられない。事業委託・再委託といったゴタゴタが出ないとも限らない。持続可能性には事前のプランニング、公平性、透明性、自助・共助といった概念も重要で、「五輪債購入」はこの一助になる社会貢献と位置づけられるべきだと考える。

5. 終わりに

上記提案はもちろん今から東京五輪には使えない。しかし、札幌が冬の五輪

21) 総務省統計局, 2020, 家計調査(二人以上世帯)月次報告2020年4月 <http://www.stat.go.jp/data/kakei/sokuhou/tsuki/index.html>, (LA2020/6/21)

22) 総務省統計局, 2020, 労働力調査(基本集計) <https://www.stat.go.jp/data/roudou/sokuhou/tsuki/index.html>, (LA2020/6/21)

23) 総務省統計局, 2020, 家計調査(二人以上世帯)月次報告2020年3月追加参考図表

に手を挙げるならぜひ検討してもらいたいものだ。提案は荒唐無稽に見えるかもしれないが、いつまでも昔と同じことを考えていてもリスク時代は乗り越えられない。「同じ場所に留まるためには全力で走り続けなければならないのよ」(Red Queen's Hypothesis)、社会においても持続可能性とはそういったものなのである。