

米国生命保険会社の資産運用

保険研究部門 松岡 博司
matsuoka@nli-research.co.jp

1. はじめに

80年代の米国生保業界では、熾烈な資金競争競争を勝ちぬくため、高利のG I C（企業年金向けの利率保証契約）等が販売された。その高い保証利率を確保するため、生保各社は、ジャンク債、不動産関連等のハイリスク・ハイリターン運用を増加させたが、その後、これらの市況が低迷、生保会社の資産内容が悪化することとなった。ハイリスク投資の比率が高い会社ほど資産の劣化は激しく、91年には、エグゼクティブ・ライフ（総資産の6割がジャンク債）、ミューチュアル・ベネフィット（総資産の37%が不動産関連投資）などの準大手生保が経営破綻に陥り、米国生保のソルベンシー危機が顕在化した。

いくつかの生保会社が破綻処理された後、ソルベンシー危機は、米国経済が持ち直すと共に沈静化した。米国では、当時の教訓をもとに、自己資本比率規制（リスク・ベースド・キャピタル比率規制。わが国のソルベンシー・マージン規制に相当）、NAIC（保険監督官会議）のSVO（証券評価室）による公社債の安全度クラス分けなど、生保の健全性担保措置が導入された。

90年代後半の米国生保の資産運用は、米国経済の好調さも背景に、順調に推移した。しかし、2000年をむかえたころから、順風満帆に見えた米国生保の資産運用を取り巻く環境に厳しさが漂うようになった。2001年から2002年にかけて、エンロン、ワールドコムに代表される大型の企業破綻が続発、生保各社は損失の計上を強いられた。また、金利の低下が進んだ。

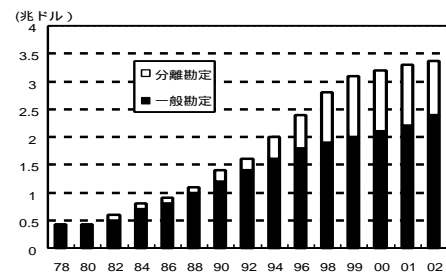
以下、本稿では米国生保の資産運用の概要と動向につきレポートする。

2. 米国生保の資産運用の沿革

（1）一般勘定と分離勘定

米国生保の総資産は、厳しい試練を経た80年代以降においても一度も減少することなく、一貫して増加基調を維持してきた。

図表 - 1 米国生保の総資産の推移



（資料）米国生命保険協会 ファクトブックより

米国生保の資産運用もわが国生保と同様、一般勘定と複数の分離勘定（わが国では特別勘定

と呼ばれている)で行われている。分離勘定は、1959年に団体年金を対象に発足したものであるが、今日では各種の商品で設定されるようになっている。

【分離勘定の特徴】

当該商品種類に関する保険料・資産を他の商品に関する保険料・資産と切り離して個別に運用するため設けられる勘定

分離勘定を活用すれば運用の成果を、契約者の保険価格に直接、反映させることができる。このため、変額商品は分離勘定で運用される分離勘定の運用規制は、原則自由である
分離勘定の運用リスクは生保会社が負わない(契約者の自己責任が原則)

そのため自己資本比率規制において、分離勘定資産は、比率計算の分母である生保会社の資産としてカウントされない

変額年金、変額ユニバーサル保険といった変額商品が伸びたこともあって、米国生保の分離勘定資産は順調に増加し、99年には総資産に占める分離勘定の構成比が35%に達した。しかしその後、株価が低迷し分離勘定資産の価格が低下したこと、変額商品の販売にもかげりが出たこと、などから分離勘定の総資産構成比は低下し始め、02年末には28%となった。また、02年には分離勘定の資産額も減少した。

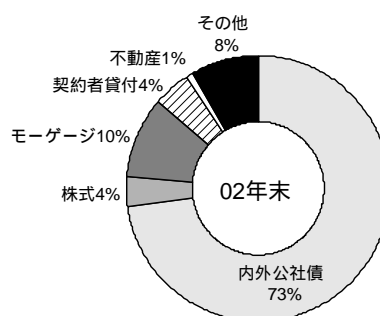
(2) ポートフォリオの状況

一般勘定

米国生保の一般勘定では安定指向の強い資産運用が行われている。これは、一定の給付を保証する保険の負債特性に対応する上では、価格変動リスクの少ないポートフォリオが最適との考え方による。

もともと米国生保の一般勘定では株式への投資比率は小さかった。これに加え、ソルベンシー危機の一因であったモーゲージ(抵当貸付)や不動産投資に削減の圧力が加わった。このため、米国生保の資産運用では、公社債を中核に据えるスタンスが鮮明になった。

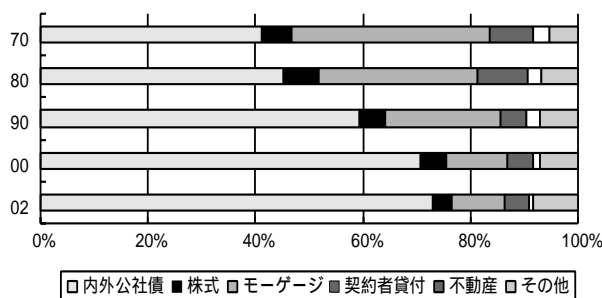
図表 - 2 米国生保一般勘定のポートフォリオ



(資料) 米国生命保険協会 ファクトブックより

投資資産を、金利収入を目的とする確定利付投資(Fixed Income)と元本の値上がりをも目的とするエクイティ投資(Equity)に分けると、米国生保の一般勘定のポートフォリオにおいては確定利付投資がほとんどとなる。

図表 - 3 米国生保一般勘定の資産構成比(年末)

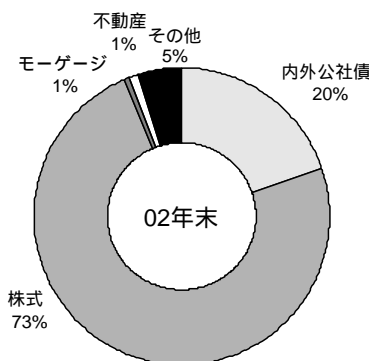


(資料) 米国生命保険協会 ファクトブックより

分離勘定

一般勘定とは対照的に、主に変額商品の運用を行う分離勘定においては、株式に投資されている割合が極めて高い。

図表 - 4 米国生保分離勘定のポートフォリオ



(資料) 米国生命保険協会 ファクトブックより

以下では、主に米国生保の一般勘定における資産運用を念頭にレポートを進める。

3. 各資産の投資状況

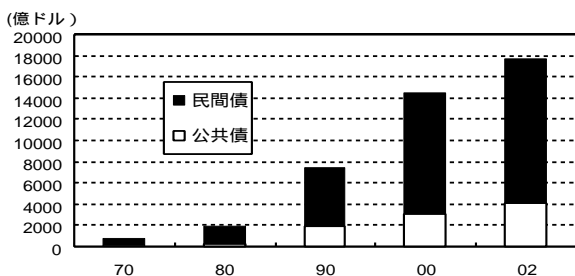
(1) 内外公社債

ここ10年、一般勘定においては、モーゲージ、不動産等の運用比率が下がるのを吸収する形で、公社債への投資比率が高まってきた。米国生保の内外公社債投資の特徴は以下の通りである。

民間債への投資が大

社債市場の充実を背景に、米国生保の公社債投資においては、国債・地方債等公共債への投資比率よりも、民間債への投資比率の方が高い。

図表 - 5 内外公社債 - 公共債と民間債の内訳

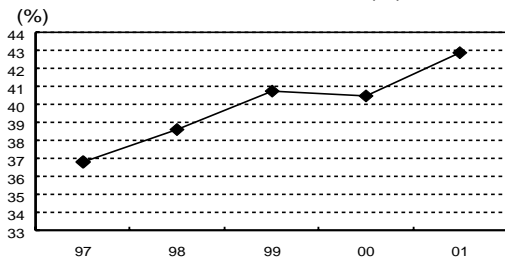


(資料) 米国生命保険協会 ファクトブックより

私募債

従来、私募債への投資比率が高いことが米国生保の公社債投資の特色といわれてきた。しかし、ソルベンシー危機以降、公募債に比べ安全度が相対的に低いと見られる私募債に対する投資が抑制されるようになってきている。また、私募債投資の中では、プロの投資家である機関投資家を対象に発行され流動性もある144(a)証券の比率が高まってきている。

図表 - 6 私募債中に占める144(a)証券の割合



(資料) コニング "Investment Profile of the Life Insurance Industry 2002Edition" より

資産担保証券

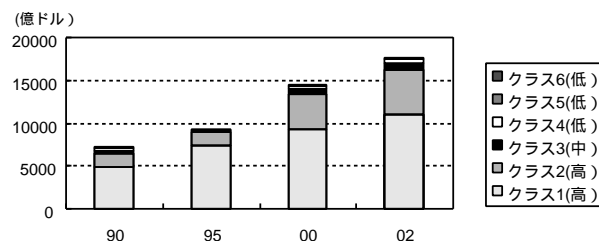
保有公社債の7割は従来型の債券であるが、残り3割はMBS、ABSといった資産担保証券となっている(調査・コンサルティング会社であるコニング社の "Investment Profile of the Life Insurance Industry 2002Edition" による)。これらは住宅ローン債権、リース債権、自動車ローン債権などを一まとめにしたものを担保として発行される証券で、いわゆる証券化証券である。

住宅ローンを担保とするものなどでは、担保を構成する個々住宅ローンの繰り上げ返済が想定を上回るリスクなどもある。

安全度を重視した運用

NAIC(保険監督官会議)の証券評価室(SVO)が生保会社の保有する各公社債の安全度をクラス分けしている。このうち、クラス1とクラス2に分類されたものが投資適格債と呼ばれる。米国生保の保有公社債の9割近くが投資適格債である。

図表 - 7 NAIC有価証券評価室(SVO)の格付による一般勘定中公社債の分類



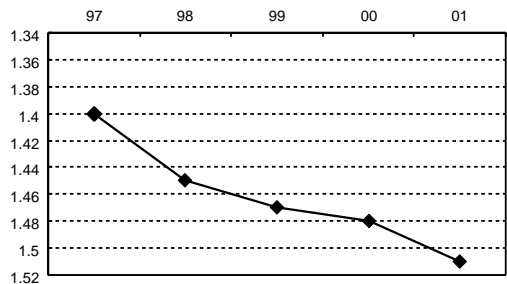
(資料) 米国生命保険協会 ファクトブックより

- クラス1・・・最高品質
- クラス2・・・高品質
- クラス3・・・中品質
- クラス4・・・低品質
- クラス5・・・より低品質
- クラス6・・・デフォルト中ないしデフォルト間近

ただし、徐々にではあるが、投資適格外の公社債の割合が増加してきている。コニング社によれば、生保の保有公社債のNAIC格付けを金額で加重平均した平均値は徐々に安全度の低

い方向に移動している。

図表 - 8 保有公社債の平均NAIC格付の推移



(資料) コニング "Investment Profile of the Life Insurance Industry 2002Edition" より

残存期間

保有公社債の平均残存期間は10年程度となっている(コニング社のデータより)。また、20年超という、たいへん期間の長い公社債が20%を占める。公社債市場の発達した米国ならではの構成といえるだろう。生保商品の特性に応じた長期の運用を行うことが可能となり、ALM(資産と負債の総合的な管理)上有効である。

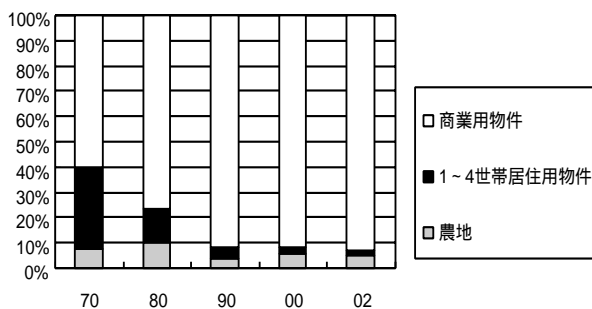
(2) モーゲージ

モーゲージは不動産を担保とする貸付(抵当貸付)である。限定的ながら流動性もある。80年代までは公社債と並ぶ、米国生保の主要投資対象であったが、近時、モーゲージへの投資比率が著しく縮小してきている。

対象不動産別の状況

70年には住宅を担保とするモーゲージが全体の30%を占めていたが、近時では住宅を担保とするものはほとんどなくなり、商業用不動産を担保とするものが9割を占めている。

図表 - 9 モーゲージ対象物件別構成比

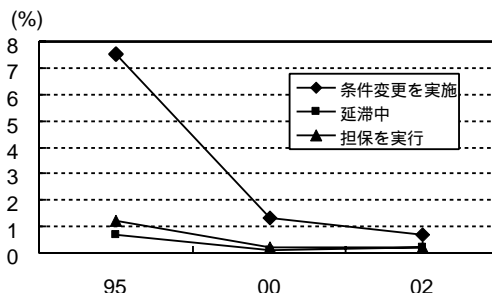


(資料) 米国生命保険協会 ファクトブックより

不良債権

90年代当初のソルベンシー危機時には、モーゲージの不良化率も高かった。しかし、このところの改善は顕著で、近時の不良化率はたいへん低いものになっている。

図表 - 10 モーゲージの非正常債権占率



(資料) 米国生命保険協会 ファクトブックより

(3) その他

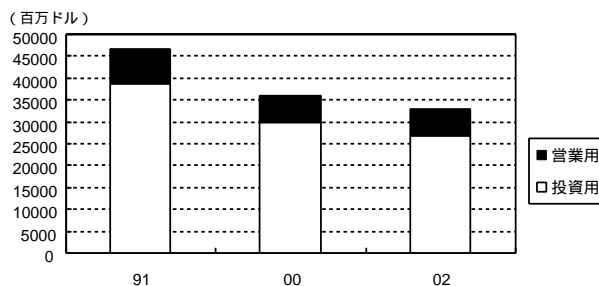
株式

米国生保の一般勘定においては、議決権が制限されるが普通株式よりも配当率が高い優先株式の保有が多く、普通株式の保有は少ない。また、保有する普通株式の多くが関連会社の株式ということである。

不動産

不動産投資も縮小してきている。2002年末の一般勘定における不動産の構成比は1%と小さい。

図表 - 11 米国生保の保有不動産の内訳



(資料) 米国生命保険協会 ファクトブックより

その他資産

米国生保の運用資産の中では、スケジュールBA資産と呼ばれる資産が徐々に増えてきている。これは、監督官への年次決算報告書におい

て、他の資産項目にあたらぬ資産を報告する表であるスケジュールB Aに記載される資産のことで、いわば「その他資産」を指す。

スケジュールB A資産の中には、オイル・ガス等への投資や利息支払い契約のようなものもあるが、中心はジョイントベンチャーへの出資という形で行われる運用である。

ジョイントベンチャーの中で投資される資産は、生保が自身の勘定で直接運用する各資産に比べて、ハイリスクの資産といわれる。

4. 米国生保の資産運用を巡るトピックス

(1) キャピタルロス

2001年から2002年にかけて、米国ではエンロン、ワールドコム、Kマートなど、大規模な企業破綻が続けて発生した。これを受け、米国生保はキャピタルロスの計上を強いられることとなった。

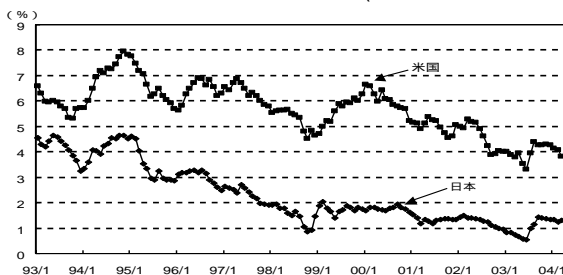
ムーディーズは、同社の格付け対象生保会社が被った損失の合計額が、89億ドル(01年)154億ドル(02年)に達するという調査結果を発表した^(注1)。

ただし2003年以降、企業破綻に減少傾向が見られ始め、キャピタルロスの発生は沈静化しつつある。格付機関各社は、2004年以降の企業破綻は落ちついたものになると見ている。

(2) 低金利

わが国ほどではないものの、米国でも金利の低下が進行した。2003年半ばには長期金利が

図表 - 12 日米長期金利の推移(月中平均値を使用)



(資料) データストリームのデータから作成

3%台前半にまで低下したが、その後上昇して現時点では4%前後となっている。

低金利は生保会社に投資収益の減少をもたらしている。高金利時に買い入れた公社債等が満期を迎えて、その資金を再投資する場合には低利率の公社債等に投資しなくてはならない。今後とも生保の運用利回りが低迷することが予想される。昨年9月頃、金利が3%台前半となった時には、米国生保においても、保険商品の保証利回りを運用利回りが下回る、逆ざやが発生するのではないかという懸念が真剣に取りざたされていた。

(3) 今後の見通し

昨年9月、ムーディーズは、投資損失の発生、株式市場の低迷、低金利、を主な理由として、米国生保業界の見通しを、それまでの「安定的」から「ネガティブ(弱含み)」に変更した。

ところがその後、株価に回復傾向が見られ始めた上、企業破綻も減少してきた。また、金利にも緩やかながら上昇傾向がうかがわれ始めた。そこで、この1月、ムーディーズは、こうした改善傾向が今後も持続するようなら、「ネガティブ」の見通しを「安定的」へと見直す考えであると表明した。

米国生保の資産運用にとっても、最悪の事態は免れることができたと思われる。

しかし、金利が相対的には低い水準であり、資産運用にとってきびしい環境であることは変わらない。米国生保の、保有する公社債の安全度をやや下げ、証券化関連証券への投資に取り組み、スケジュールB A投資の形でリスクを伴う運用に資金を投入する、という運用行動も、低金利の中で所定の利回りを稼ぐことを目的とした行動であると考えられる。

5. おわりに

内外公社債等の確定利付投資を運用の中核に据える米国生保の運用スタンスは、バブル崩壊後のわが国生保各社が目指してきた運用のスタンスと一致する。

わが国では、生保会社が、公社債、貸付金等の円金利資産（円建てで確定的な利息が期待できる資産）を中心に運用するスタンスを強めてきた結果、生保のポートフォリオの7割弱を円金利資産が占めるまでになっている。米国生保のポートフォリオに比べ、株式や外国証券の構成比が高いのは、わが国の低金利状況が米国と比べてなお激しく、円金利資産だけでは良好な利回りを望めないという事情による。

図表 - 13 日本の生保会社の一般勘定資産構成（2002年度末）（億円、%）

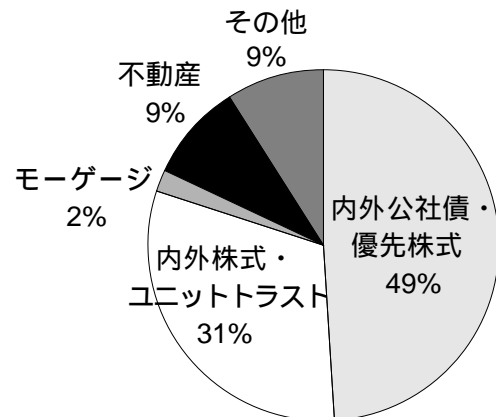
	金額	構成比
円金利資産	989,909	67.2
うち貸付金 ⁴	13,114	29.6
うち公社債	470,933	29.8
うち円建外債等	40,645	2.7
相対的にリスクの高い資産	389,552	28.3
うち株式	153,777	10.6
うち外国証券 （円建外債等を除く）	153,779	10.6
うち不動産	72,137	5.0
その他とも一般勘定計	1,447,113	100

（注）上記数値は、生保会社10社（日本、第一、住友、明治、安田、朝日、三井、大同、太陽、富国）の合計数値
（資料）週刊東洋経済臨時増刊2003/8/27生保・損保特集p138より

なお、株式への投資という観点からは、英国生保会社の運用スタンスが特徴的である。英国生保の資産運用では、変額商品対応の資産を含まない部分の運用においても、ポートフォリオの3割を内外の株式・ユニットトラストが占めている。

英国の生保商品には解約戻金の保証がないことがその主因と考えられるが、一方では生保の資産運用には、各国毎の歴史・経緯が反映しているという見方もできそうに思われる。

図表 - 14 英国生保会社の資産構成（2002年末 変額商品対応の資産は含まない）



（資料）英国保険協会データから作成

先述の通り、確定利付投資に資金を振り向ける米国生保の運用スタンスは、円金利資産を中核に据える、ここ数年のわが国生保の運用のモデル型とも言い得るものである。しかし、その米国生保でさえ、低金利、株価低迷、企業の信用リスクの高まりという三重苦に襲われると、手詰まりな状況に陥らざるを得なかった。

わが国生保業界がここ数年対峙してきた運用環境は、まさに世界でも例を見ない試練であったといえる。米国生保以上に、負債側（保険商品の商品設計、価格設定など）と運用側の連携を強めた運営が求められている、と言えるのではないだろうか。

（注1）米国生保の業績を示す会計方式には、監督当局が保険会社の安全度をモニターすることを主な目的とするSAP会計（監督官会計）と一般の投資家が保険会社株式に投資する上での情報とすることを目的に提供されるGAAP会計（一般会計）の2種類が存在する。キャピタルロスの表示についても両者の取扱は異なっており、キャピタルロスとして表示されたもののうちどれだけが信用リスクによるものかを特定することは難しい。ムーディーズ社の発表した金額も同社の考えに基づく金額といえる。ムーディーズ、フィッチなどの格付機関は、キャピタルロスの開示方式としては、信用リスクの顕在化としてのキャピタルロスと金利低下に伴うキャピタルゲインを分別して考え処理するSAP方式の方が、両者を分けず一括して処理するGAAP方式の開示よりも優れているとしている。