

基礎研 レター

欧米生保市場定点観測(毎月第二火曜日発行)

米国における利上げが 米国生保業界に与える影響

—当面の影響は微少だが、金利正常化への期待が高まる—

保険研究部 主任研究員 松岡 博司

(03)3512-1782 matsuo@nli-research.co.jp

はじめに

昨年12月に行われた米国の利上げは、米国金融政策の転換を告げるものとして、世界中の注目を集めた。厳密に言えば、今回の利上げは短期金利である政策金利の引き上げであるため、長期の資金を受け入れ長期の投資対象に投資する、長期金利の世界の住人である生保会社には影響を与えない。

しかし今回の利上げを、長きにわたって無金利状態が続いていた有事の状態に別れを告げ、ノーマルな金利体系に回帰する動きの第一歩と捉えれば、長引く超低金利環境の中、苦しんできた米国生保会社にも、その恩恵が及ぶのではないかと考えることも不自然ではない。米国においても、利上げと生保会社の関係についての調査機関のコメントやマスコミの取材記事等が散見されるようになった。

本レポートでは、米国の利上げの概要、米国生保会社と今回の利上げの関係、長期金利が上昇した場合の生保会社への影響等について、米国での報道等の紹介を含め、レポートする¹。

なお、今回の利上げについては、新興国から米国へ資金が逆流することにより世界経済を停滞させるのではないかと、借入金利が高まることから消費を落ち込ませ米国経済や株価に悪影響を与えるのではないかと、といったリスクが指摘されている。これらのリスクが顕在化した場合には、生保会社も一般の経済主体と同じく決定的な悪影響を受けるが、本レポートでは、それらを除いた、生保会社に固有の、金利と生保経営の観点からレポートする。

1—今回の利上げの概要

2015年12月16日、米国FRB(連邦準備制度理事会)は、FOMC(連邦公開市場委員会)におい

¹ 本稿を執筆するにあたって主に参考とした文献は下記の3つ。

フィッチ社 “As Fed Hikes, Effects on LT Rates Key to US Life Insurers” 2015年12月17日

AMベスト社 “Briefing : Insurers Hope Fed Move A Sign of Things to Come” 2015年12月18日

LifeHealthPro News Flash “For life insurers, Fed’s rate hike is small step on a long road” 2015年12月29日

本文中、「報道資料」としているものは当資料である。

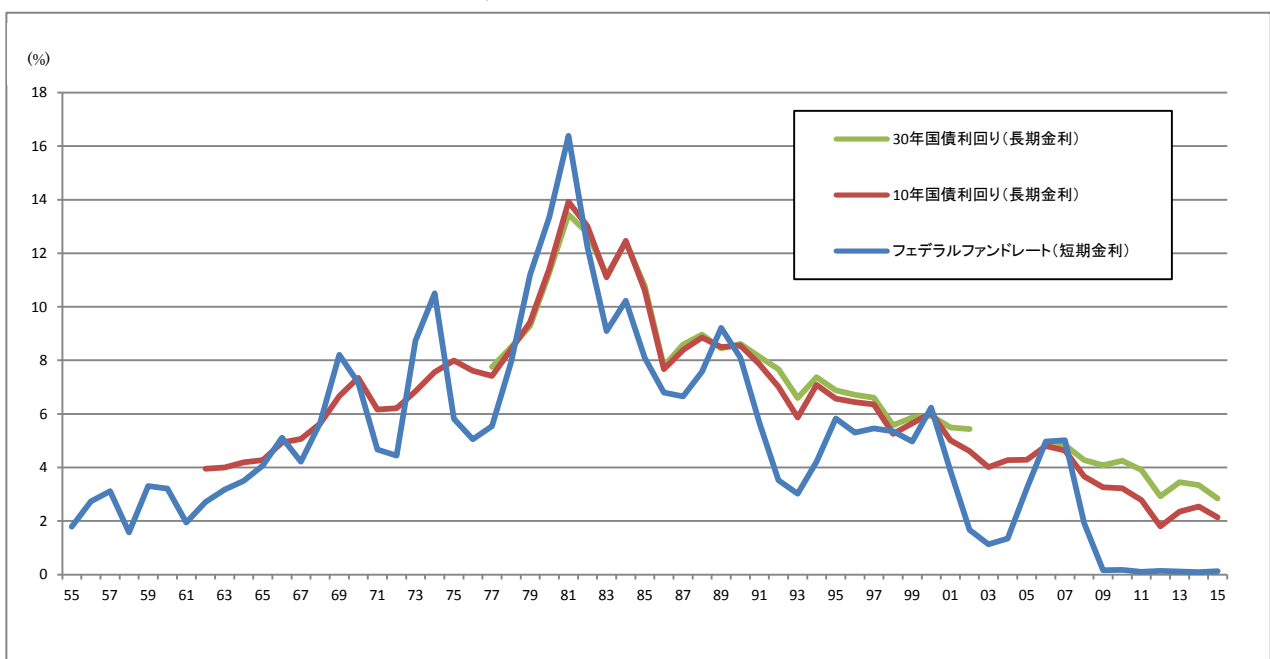
て、政策金利であるフェデラルファンドレート（短期金利）の誘導目標を従来の 0～0.25%から 0.25%引き上げ、0.25～0.50%にすることを決定し、即日実施した。これは金融危機を受け、2008 年末に開始されたゼロ金利政策を 7 年ぶりに解除するものであった。また、政策金利の「引き下げ」が常態化していたところ、実に 9 年ぶりの、政策金利の「引き上げ」であった。

F R B が政策金利の引き上げに踏み切った背景には、米国の景気拡大局面が続いていることがある。

グラフ 1 は、米国におけるフェデラルファンドレート（短期金利）、10 年国債利回り（長期金利）、30 年国債利回り（長期金利）の、1955 年から 2015 年までの、年平均利回りの推移である。

2009 年以降のフェデラルファンドレートがゼロ近辺に張り付いている様子、長期金利が 80 年代以降長期的に低下傾向にある中、ゼロ金利政策が採用されて以降、さらに低下傾向を強め、10 年国債利回りでも 2%程度に落ち込んでいる様子が見て取れる。

グラフ1 米国における主な金利の長期動向



(資料) F R B ホームページ <http://www.federalreserve.gov/releases/H15/data.htm> を使って作成

F R B は、米国や世界の経済動向を見ながら、2016 年以降も複数回の利上げを実施し、「金利の正常化」を緩やかに進めていく方針とされている。

金融市場では、急激な金融引き締めはなく、環境の激変はもたらされないとの安心感が広がった。悪影響が懸念されていた株式市場でも、利上げを直接的な原因とする市況悪化は起こらなかった。

ただし利上げには、これまでの世界経済の支えであった中国経済に従来通りの力強さを期待できない中、米国の超金融緩和を受けて資金が流入していた新興国から米国への資金逆流が発生することによる世界経済悪化の懸念、借入金利の上昇により消費が落ち込み、米国経済を冷え込ませ、株価の下落等を引き起こす懸念等が指摘されている。

2——今回の利上げが米国生保会社に直接的に与える影響はほとんどない

—今回の利上げは短期金利の話。長期金利が問題である—

米国では、今回の政策金利の引き上げが、生保会社の経営に直接的なインパクトを与えると見る向きはない。短期金利である政策金利の引き上げは、保険契約という長い契約に基づく長期の資金を受け入れ、長期の投資対象に投資する、長期金利の世界の住人である生保会社には、なんら影響を与えないはずであるからである。

格付機関フィッチ社は、利上げ翌日の12月17日、「米国生保会社が、2016年にかけて行われるさらなる利上げから得られる潜在的な利益は、長期金利がほとんど影響を受けない状況となればかなり減殺される。」とし、同じく保険会社の格付け・調査機関であるAMベスト社も、12月18日付けのブリーフィングの中で「短期的には、今回の利上げは主に金利構造中の短期金利にインパクトを与えるものであり、主に長期投資の債券保有者である保険会社にはインパクトを与えない」としている。

その他の格付機関のアナリストも、報道資料で見るとは、「今回のフェデラルファンドレートの0.25%の引き上げは、米国生保・医療保険会社の格付に直接的なインパクトを何ら与えない」(S&P)、「金利の上昇はあまりに小さい。方向性は生保業界にとって好ましいものではあるが、重要さという観点で見ると、それは小さな改善」(ムーディーズ)と、今回の利上げ幅が小さかったことも含めて、生保会社への影響はないと述べている。

3——今回の利上げは、長期金利の上昇につながるのか

1 | 長期金利がキー

先述のように、生保会社の経営にとって重要な金利は長期金利である。生保会社は投資、商品開発等を行う際に、長期金利を指標とする。利上げが長期金利の上昇を伴わないものである限り、生保会社にとっては、意味がない。

フィッチ社は、先に紹介した文章の中で、「仮に長期金利が2012年の後半の低水準(10年国債利回りで1.75%程度)であり続ける場合、フィッチ社は生保業界のアウトルックをネガティブに引き下げなければならない」と、長期金利が上昇しない場合の悪影響を指摘している

2 | 長期金利の上昇への波及の可能性については諸説あるが

長期金利の上下動を決めるのは短期金利だけではない。実際、利上げ後の長期金利の動きは、さまざまな要因から、短期金利の上昇と並行的な動きとはなっていない。

しかし、今回の利上げを受けて、長期金利も緩やかとはいえず上昇していくと見込む向きも多いようだ。金利がない世界からの離陸は、長期金利にも波及するのではないか、「金利の正常化」が起きるとき、そこでは金利全般の上昇が期待されているのではないかとの見方である。

4——長期金利の上昇が生保会社の経営にもたらすベネフィットとリスク

それでは、長期金利が上昇した場合に、米国生保会社にもたらされるベネフィットとリスクについて述べてみたい。

1 | 生保会社にもたらされるベネフィット

(1) 投資利回りの回復

わが国と異なり、米国では、生保会社が自身の収益状況を、危険差益（保険契約の保障に関する想定発生率よりも実際の発生率が少なかった場合の収益）、利差益（投資収益に関する想定利回りを実際の利回りが上回ったことによる収益）、非差益（会社運営のコストに関する想定事業費率を実際の事業費率が下回ったことによる収益）に分けて開示することはない。

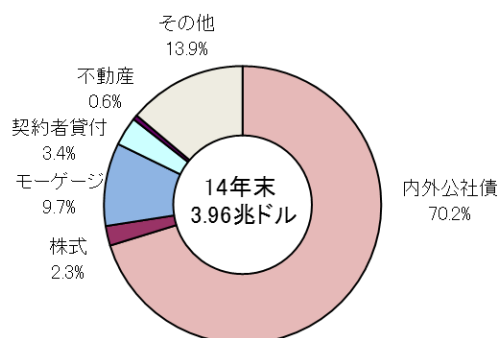
ただ、こうした尺度で見ると、超低金利が持続したため利差益がマイナスに陥り、それを危険差益が埋め合わせたわが国生保業界とは異なり、米国の生保業界は、危険差益よりも利差益で稼ぐという経営体質となっている。

近年は、そうした経営体制にある米国の生保会社が長期金利の低下の中で、投資利回りを思ったように稼げなくなる状況に陥っていた。

また生保会社は、長い契約期間にわたって最低限クリアしなければならない保証レートをカバーするため、保険料として収入した資金を保険金として支払うまでの長い間、期間の長い債券等に投資するが、保険負債の期間の方が長いため、途中で先に満期を迎えて現金化された資金を再投資しなければならないが、長期金利が低下したことにより、過去の金利が高い時期に高めの保証レートで契約した契約の資産の運用対象が満期を迎えて再投資しなければならない場合、再度、高めの保証レートをカバーするだけの投資対象を見つけることが難しいという状況に陥ってもいた。

近年、米国生保会社の中では、投資利回りを稼ぐために、より高いリスクのある投資対象や流動性のない投資対象への投資がじわじわと増え始めていた。長期金利が上昇すれば、投資利回りが向上し、こうした懸念が解消される。

グラフ2 米国生保の投資ポートフォリオ（一般勘定）



（資料）日本銀行『国際比較統計』、米国生保協会『ファクトブック』より作成

(2) 収益構造の好転 利ざや縮小からの脱却

米国生保の主な収益源である利ざやは、金利が上昇すれば拡大し、金利が下がると縮小する。金利が低下し、投資利回りが低下してきたことにより、米国生保会社は、わが国の生保会社が陥ったよう

な逆ざやにまで陥ることはなかったが、金融危機の前まで3%程度あった利ざやが、昨今は1%にまで縮小していたと言われる。長期金利が上昇すれば、生保会社にとって重要な収益源である利ざやが縮小傾向から解放される。

(3) 保険・年金商品の魅力回復

長期金利が低下したことにより、米国生保が保険商品で提示できる保障レートも低下してきた。これにより、顧客に訴求できる商品魅力が減退していた。金利が上昇すれば、価格設定を含め、再び、魅力ある商品を世に送り出すことができるようになる。

2 | 生保会社にもたらされるリスク

(1) 保有債券の価格下落

金利が上昇すると、投資対象として保有している債券の価格が下落する。財務諸表上は、この価格の下落は、未実現損失として計上される。継続的に金利が上昇すると、さらなる損失が生保会社の資本を傷つけることになる。

ただしこのリスクについては、生保会社の資本適格性は、投資リスクに対して強いので、十分に吸収可能であるとアナリストは見ている。また生保会社は、投資グレードの高い社債に投資しているので、大きな問題とはならないと見られている。

(2) ディスインターミディエーション(次項参照)

5——長期金利の上昇が起こる場合には、漸進的、段階を踏んでの上昇がベスト

—あまりに急激な金利の上昇は、生保会社にディスインターミディエーションリスクをもたらす—

1 | 漸進的、段階を踏んでの上昇がベスト

米国のアナリストは、短期金利とともに長期金利が何年にもわたって、段階的、持続的に上昇することが、生保会社にとって理想であると見ている。

フィッチ社は、「長期金利の上昇をとまなう短期金利の2016年中の1.0%から1.5%の上昇(利回り曲線の長短パラレルな上昇ないし長期金利のより急勾配への変化)は、米国生保が当該シナリオに伴って発生しうるリスクファクターをマネージしうるので、米国生保にポジティブな影響をもたらす。」としている。また、報道資料の中で、S&Pのアナリストは、「漸進的な上昇は、生保会社に、商品プライシング、保証、商品特性の調整期間を与える」「漸進的な上昇はいいことだ。10年国債利回りが4%といったノーマルな金利状況にたどり着くまでに、多くの時間を要するだろうが、ゆっくりとした金利の上昇は明確に、尖頭的な上昇よりも、ベターである。」と述べている。

2 | ディスインターミディエーションリスク

一方、急激な金利の上昇は、ディスインターミディエーションとして知られる流動性の問題、または、資産負債マネジメントリスクを発生させる。ディスインターミディエーションとは、契約者が、他のよりよい利回りを提供できる代替的な金融商品に投資して利回りを確保しようとして、保険契約の全部または一部を解約するリスクである。資金流失は、生保会社に損失をとまなう資産売却を要求

することとなり、生保会社をソルベンシー危機に陥らせる可能性がある。

AMベスト社は、「可能性は低いが、万が一、急激な金利の上昇があれば、債券価格の下落による損失とディスインターミディエーションリスクによる流動性の問題を伴う、生保会社にとって、もっともダメージのあるシナリオとなる」としている。S&Pのアナリストも「仮に、突然、金利が2~3%急上昇したような場合、未実現損失の問題が極めて重要な問題となりうる」とし、急激な金利上昇のリスクを指摘している。

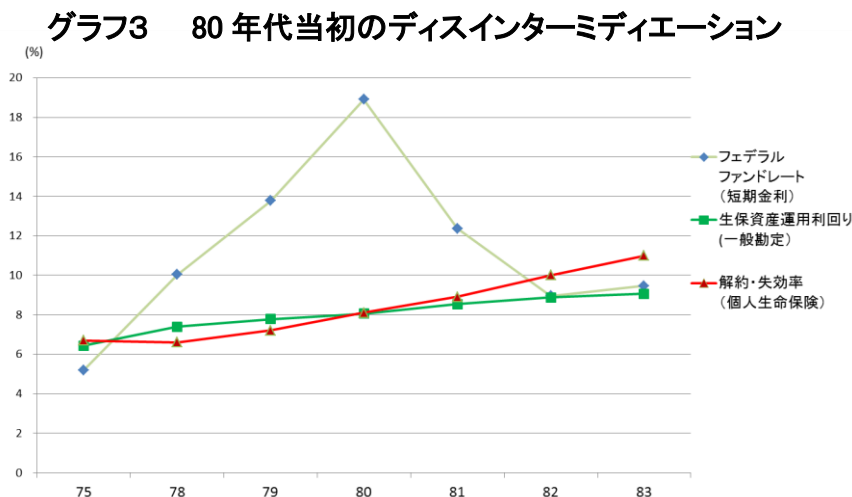
米国アクチュアリー協会のレポート『高金利環境への移行』の著者は、「5%以上の急激な金利上昇は、契約の解約、資本毀損のトリガーをひく可能性がある。難しさは、生保会社の事業ブロックがどの程度、金利感応的であるかによってもいる。」と述べている。

【参考】80年代初頭の米国で発生した『生保版ディスインターミディエーション』の概要

1970年代後半から1980年代前半にかけ、2度にわたるオイルショック等を受けて、米国は二桁の高インフレに見舞われ、金利も急上昇するという事態に陥った(グラフ1の1980年前後を参照)。

こうした高インフレ・高金利状況の中、金利規制下にあった銀行の低金利の預金から高金利の市場性商品である短期金融資産投資信託(MMMF)への資金シフトが発生した(いわゆるディスインターミディエーション)。

また、生保業界においても、従来の主力商品であった終身保険の低利回りが消費者に受け入れられず、解約・失効率の上昇や契約者貸付の増大という形での資金流出が発生した(生保版ディスインターミディエーション)。生保会社は資金流出を回避するため、「キャッシュバリュー」に市場実勢金利を付すユニバーサル保険を開発した。



(資料) 日本銀行『国際比較統計』、米国生保協会『ファクトブック』より作成

さいごに

本レポートで見てきた状況は、米国より早くゼロ金利政策を導入し、超低金利環境が続いているわが国生保業界の将来を考える上で、貴重な、予見材料を提供してくれるものである。米国の状況の多くは、わが国生保にそのまま適用できる。今後とも、米国の状況を注視していくこととしたい。