

基礎研 レター

日本の生命保険業績動向 ざっくり 30 年史(4) 経済環境と資産構成の推移 超低金利とバブル崩壊後の株価の中で

保険研究部 主任研究員 安井 義浩
(03)3512-1833 yyasui@nli-research.co.jp

生命保険会社は、「想定したよりも保険金支払が多かったので経営が傾く」、ということはないだろう。死亡率は、統計が相当整備されており、その実態は比較的安定しているので、保険会社はある程度自信をもって保険料の水準を決めることができる。(なお、医療保険については、まだそれほど確実でないかもしれない)。また、売掛金が生じるビジネスではないので、資金繰りに窮することも通常ない。もちろん、災害時などの資金繰りリスクへの対応については、別途整備されているはずである。

これまでに日本でいくつかの生命保険会社が倒れたのは、保険金支払いではなく、資産運用の方に原因がある。と言ってしまうと不正確で、資産運用サイドの人に叱られる。予定利率が高い保険料が過大に流入したために、市場の実勢と比較して資産運用が立ち行かなくなった(なりそうだった)、という意味で、両者のバランスが崩れたことが原因だったということだろう。

もっと正確にいうと、まず、保険料を決める段階で、資産運用により稼ぐと決心して割引いた部分がある。これを利率の意味では予定利率、金額の意味では予定利息、と称する。だから集めた保険料を資産運用することで、それ以上の収入を得なければならない(債券利息、貸付金利息、株式配当金、不動産賃貸料など)。それが実際にできなかった場合に問題となる。

もう一点難しいことは、生命保険契約は多くの場合、10~30年などの長期契約であり、その期間、毎月の保険料が変わらないものが主流、ということだ。すると、今決める予定利率は30年後などを見通したものでなければならず、もう変更はできない。そんなに長期の利率保証が可能なのだろうか。

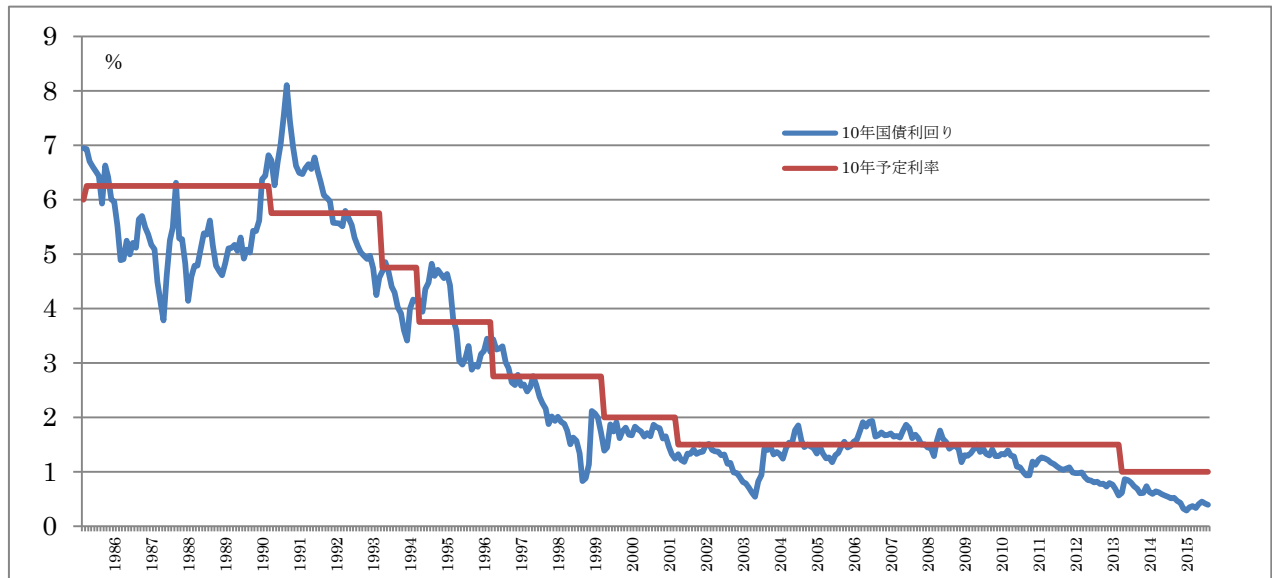
仮に、1年毎に更新される契約であったり、毎年保険料を上げ下げしてよいなら、あとで予定利率の変更も可能である。しかし、生命保険の場合、別の難点があって、年齢が進むにつれて死亡率が急激に上がる(=保険料が急激に上がる)ことになるので、顧客にとって不便である。だから通常の個人向け保険においては、保険料が変動するのは一般的ではない。

さて今回は、そういう意味で生命保険会社に大きく影響する国内金利を筆頭に、他に代表的なものとして、株価・為替の推移をみて、その環境下でどのような資産運用をしてきたのかをみる。

1—生命保険業界を巡る経済環境

1 | 国内金利

【10年国債金利と10年予定利率】



財務省 国債金利情報 http://www.mof.go.jp/jgbs/reference/interest_rate/ より (グラフ作成: 筆者)

上のグラフは10年国債の流通利回りの推移を示したものだが、今の金利状況からみると、1980年代以前には、6~8%という高い利回りがあったことに今さらながら驚く。

その当時は、保険の教科書通りに、予定利率は金利状況と長期性を考慮して安全に決めるということが可能であった。そして、実際の運用が予定利率を上回ることが当たり前であり、そのかなりの部分が毎年の配当金という形で顧客に還元されていた。そして多額の配当金(の予想)は募集の際に、一定の説明ルールの下で、大きなアピールポイントとなっていた。

その後、どんどん金利は下がっていく。4%とか2%になっても、当時はそれを「超低金利」と表現し、いくらなんでも、そろそろ上がるだろう、と思っているうちに、今では1%をも切って久しい。

この間、予定利率のほうも、当然のことではあるが、グラフに示すように引き下げられてきた。ただこれは、その時点の新規契約から引き下げる、ということであって、既存契約の高い予定利率を引き下げるわけではない。それが10~30年など相当長期間続くわけである。すると例えば「20年前の予定利率4.75%の契約が今も継続していて、それに対して1%以下の資産運用しかできていない」という状況もありうる。もちろん、資産側も同様で「今金利は1%を切っているが、10年前の債券を保有しているので、そこから2%稼げる」など逆もあり、その総体の比較で利差益か逆ざやとなる。

今、生命保険各社が「逆ざやが解消」と言うのは、会社全体の話であってそれはそれで喜ばしいのだが、個々の契約をみると、「長期継続契約の逆ざや」「新しい契約の利差益」などが混在しているはずであろう。こうした契約者間の格差は、配当金に差をつけることで解消されればいいのだが、実際

には配当金がほぼないため、調整できないのが実情と思われる。

ところで、資産運用側は、運用しようとしている資金が、どんな特性のものか把握し意識しているのだろうか？おそらく、1980年代前半までは、はっきりとは意識していなかったのではあるまいか。というより、金利と予定利率の差に余裕があり、次に述べるように株価も右肩上がりであるなど、収支上の問題も少なく、把握する必要もなかったのではないか。

その後状況はシビアになり、

- ・区分経理（何らかの特性の異なる保険種類は、収支も区分して管理することで、料率や配当もそれぞれに応じて設定でき、説明も明確になる仕組）の導入、
- ・ALM（予定利率や保険期間、貯蓄性の有無、保険料の払い方など負債の特性に応じて、資産運用方針を決定するなどの経営手法）の進展
- ・ディスクロージャー上の要請

などにより、相当高度に、負債特性を意識した資産運用がなされているものと思われる。

2 | 株価

【日経平均株価(月末)の推移】



日経平均プロフィール <http://indexes.nikkei.co.jp/nkave> より（グラフ作成：筆者）

株価の歴史的推移については、よく語られるので、この形のグラフは目にする人が多いであろう。金利も、また次に取上げる為替レートもだが、特に株価の場合は、世の中の様々な事件を反映したものになりやすいようだ。そういった面は、筆者の力を超えるし、他にいくらかでも詳しい解説があるだろうから、ここでは省略する。本稿では、株価の変動が生命保険会社の収支にどう影響するか述べているので、そういった眼でグラフをご覧頂きたい。

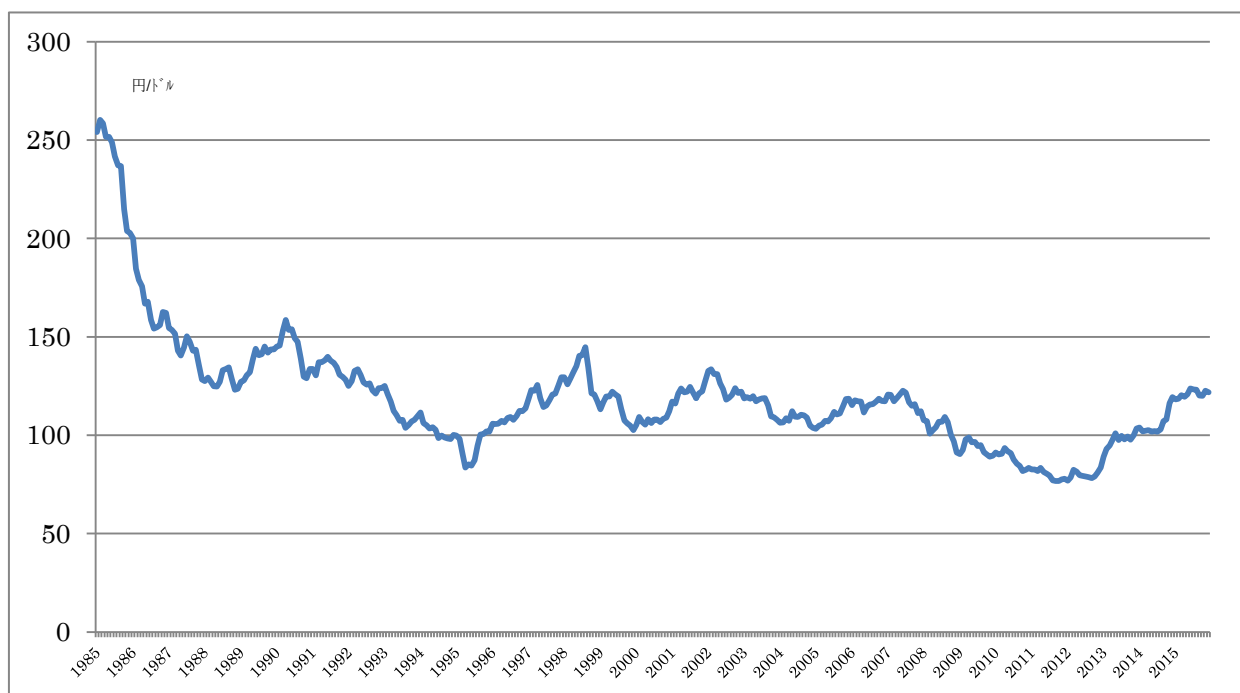
生命保険会社が株式を保有する意義はいくつかある。資産運用収益に関しては、株式配当金（これは利差益の一部となる。）を得るとともに、株価が上昇した時点で手放せば、株式売却益を得ることができる。また、保険会社に対する特例として、株式含み益があれば、「保険業法第112条評価益」（平成7年以前の旧保険業法下では「84条評価益」というかたちで、売却しなくても評価益をたてることも可能である。（ただし、無条件にということではない。主務官庁の認可が必要で、用途が保険契約者のための準備金、すなわち責任準備金や配当準備金の積立てに限られる。）

一方で、株価が下落すれば、株式売却損または評価損を計上せざるをえないこともある。

また、もっと理念として言えば、生命保険会社が株式を保有することは、当該事業会社への資金供給をしていることになるし、大株主となることにより当該事業会社の経営に安定感を与えることができるという面もある。

3 | 為替レート

【対米ドル為替レート（月中平均）の推移】



日本銀行 時系列統計 <https://www.stat-search.boj.or.jp/#> より（グラフ作成：筆者）

対米ドル為替レートは、1985年のプラザ合意を境に大きく様相が変わった。それまでは240円/ドル程度で比較的安定していたが、プラザ合意後急激に円高が進み、ほぼ150円以下で変動するようになっている。240円から100円以上円高になったのが大きすぎて、その後はたいした変動ではないように見えてしまうが、これだけの変動の中で大きく翻弄されてきた。

為替に関わる資産運用は、外国証券、中でも米国債が以前より主なものであった。日本国内の金利が低いために、もっと高利回りを求めて海外の債券等に資金を振り向けたくところであるが、その際に、円高による為替差損を被るリスクと常に背中合わせであり、実際年度によっては大きな損失

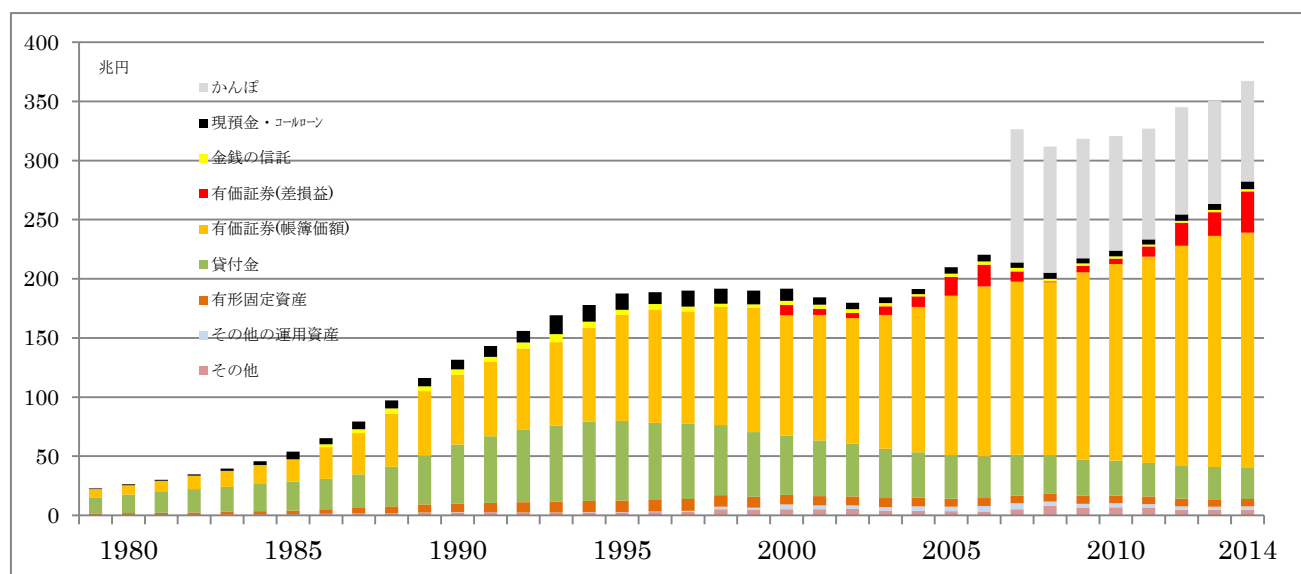
があった。そこで、為替変動リスクを充分考慮するとともに、たとえコストがかかってもヘッジをかけるかどうかと、その水準を考慮する必要がある。また、ここでは省略するが、近年はユーロは当然のこと、豪ドルなど他の通貨への投資も増加しているようで、変動の影響は幅広くなっている。

2——保有資産構成の推移

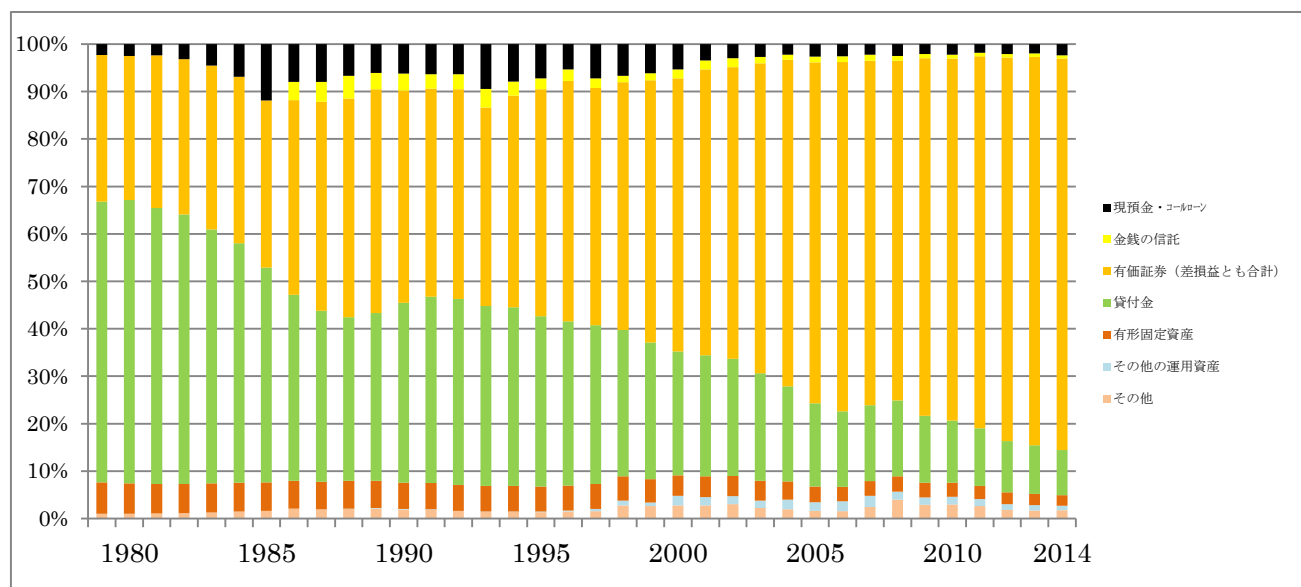
さて、こうした環境と資金の特性を踏まえ（たり、踏まえなかつたりし）ながら、生命保険会社の資金が、どのような資産で運用されてきたのかをまずみておく。

1 | 資産規模と構成比概観

【総資産とその構成の推移】



【資産構成比の推移（かんぽ以外）】



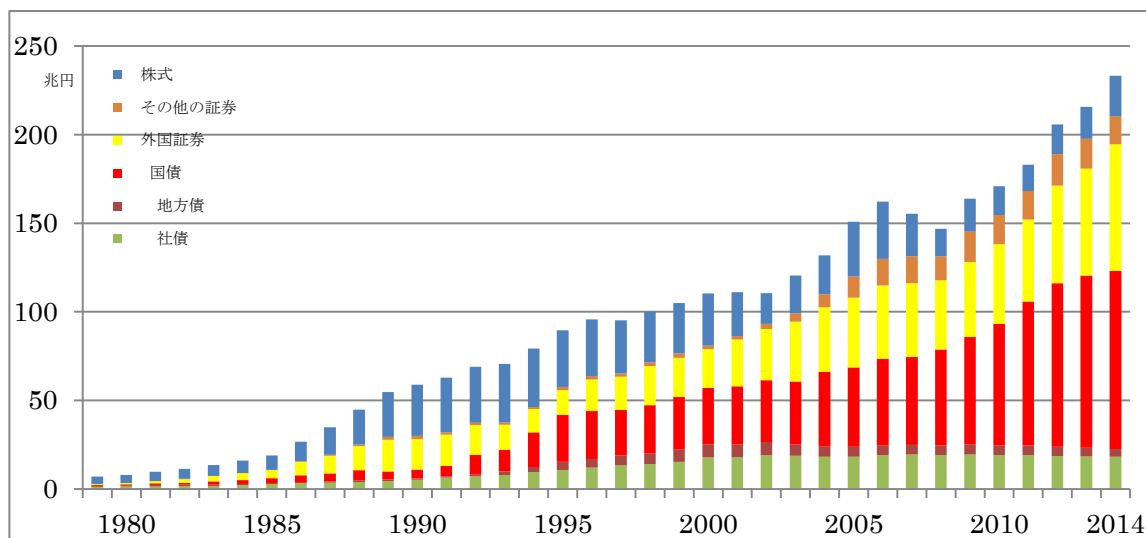
総資産は、規模としてはほぼ順調に推移している。

一見してすぐわかることは、有価証券の構成比が増加し、逆に貸付金が減少していることであろう。

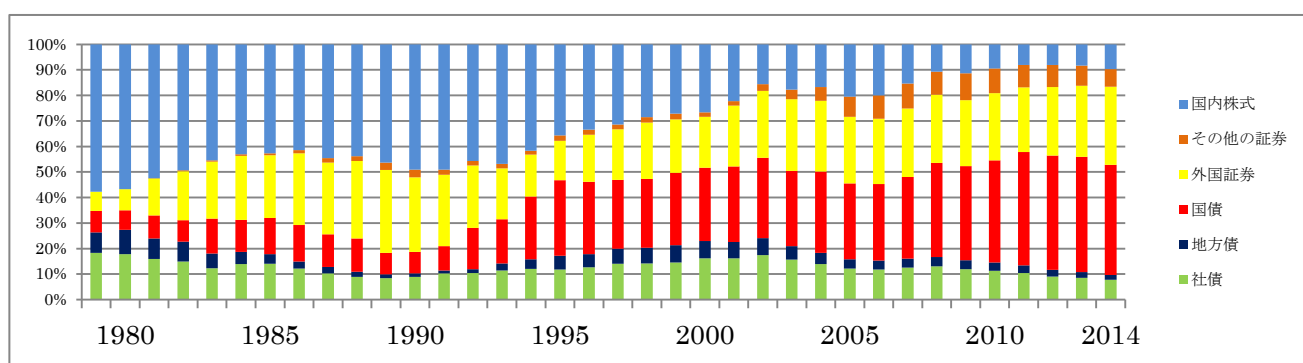
1980年代前半には、総資産の6割近くが貸付金（特に長期の企業貸付）であったものが、企業の資金調達手段の多様化（社債発行など）により生命保険会社に対しては需要が減少した。最近では総資産の1割程度である。1990年代頃からALMなどのリスク管理手法が明確に意識されるようになってきたのだが、その際貸付金あるいは不動産といった流動性の低い資産より、有価証券投資のほうがコントロールしやすい。そうしたことも、有価証券の増加、貸付金の減少につながったものと思われる。

2 | 有価証券

【有価証券の内訳推移】



(有価証券中の構成比)



さらに有価証券の内訳をみると、株式が減少傾向にあり、国債を中心とした公社債が特に近年増加構成比を大きくしている。外国証券は変動が大きいがまた盛り返してきたようである。やはり国内の金利が低すぎるので、何とか収益機会を求めて、できれば外国株式、外国債券に活路を見出せないかという動きであろう。

一般に、資産運用においても資金をどの資産に配分すれば最も優れた運用かというのは、もちろん

時と場合により難しい話で、ひとことで述べられないが、ざっと述べると以下のようなことだろう。

生命保険会社においては、金利のところでも述べたが、資金の源が保険料であるため、対応すべきは「円建てで」「固定利率（しかも長期にわたり保証すべきもの）付きの」負債であることが特徴である。だから、保険会社はまず確実に予定利率を確保したい。できれば、それを上回る利回りを確保して、他社に勝る配当金を提示し販売競争の優位にたちたい。そのために、少しはリスクの高い資産にも投資はしたいが、大きな損失は出たくない、といった順番の考えになる。

すると、投資の中心はまず円で確実に利息が見込める国債、となる。できれば保険契約と同じ長期のものが最適である。少し信用リスクはあるがその分利回りの高い社債も考えられる。この辺までが安全な投資ということになる。

そのほかに株式、外国証券といった価格変動リスク、為替リスクの比較的高いものにも相当程度の資金を配分してより高い利回りを目指すことになる。なお、株式は価格変動も大きい、株式配当金が有利な銘柄もあろうから、そういう兼ね合いも重要であろう。

また、近年、ソルベンシーマージン比率など、生命保険会社の健全性に対する評価が世界規模で厳格になってきている動きもあり、リスクが高いとされる資産は保有しにくくなってきた。

構成比の変化は、そうした考えをもとにすると、理解はしやすいかもしれない。ただ、国債の利回りは前述のとおり、現在とんでもない低金利である。このまま順調に行くのだろうか。

ここで、グラフの金額について注意（言い訳？）しておく。2000年度から金融商品会計が導入され、貸借対照表上の有価証券は時価を表示するようになり、含み益も上乗せされたとみて差し支えない（責任準備金対応債券などそうでないものもある。詳細はここでは省略）。だから前ページのグラフも2000年度を境に会計基準変更の影響を受けている。とはいうものの、この程度の概観をする際にはさほど大きな段差ではないだろう。（例えば、「含み益が乗ったから有価証券が増えたようにみえるだけ」ということはなさそうだ。）

また、1986年度に変額保険が登場したときから、特別勘定が設置されるようになった。のちに特別勘定は団体年金商品にも採用されて規模が大きくなっていく。特別勘定は、その運用成果がそのまま保険金等に反映され、予定利率を必ずしも保証する必要はないので、資産運用方針は、より積極的に時価を最大にしようとするものになる。前述のグラフでの総資産、有価証券の規模は、これを1～2割含んだもので、本来は分けて捉えたほうがよいのだが、データの制約からやむなく合計でみている。

今回は、その結果として損益計算書に現れる収支などをみている予定である。¹

¹ 全体を通して、文中のグラフについては、特に断りのない場合、インシュアランス生命保険統計号（各年度版）（保険研究所）に基づくものである。グラフ化は筆者。なお、破綻や合併がある年度などにおいて、一部データに不明点や不整合がある箇所もあるが、業界全体の長期のトレンドをみるという主旨からご容赦頂きたい。