

# 保険・年金 フォーカス

## 保険会社の低金利への対応

保険会社版のシステミック・リスクとは何か？

保険研究部 主任研究員 篠原 拓也

(03)3512-1823 tshino@nli-research.co.jp

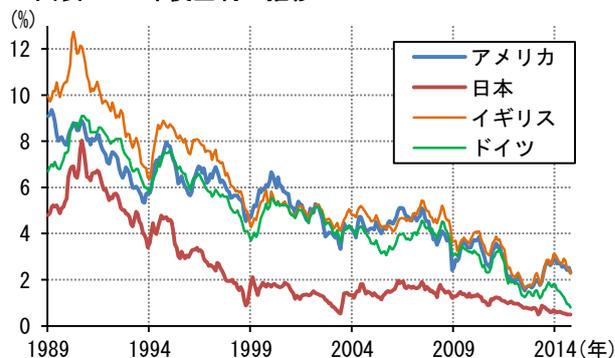
### 1—はじめに

世界的に、先進諸国で金利低下が続いている。10年国債の利回りが1%を大きく下回っている日本をはじめ、欧米先進国でも金利の低下が進んでいる(図表1)。一般に、長期金利は「経済の体温計」<sup>1</sup>と言われ、経済全体の長期の資金循環の強さを示しており、理論的には、経済成長、物価上昇、政府債務への警戒に対する上乘せの3要素で決まるとされる。長期金利は、銀行の企業向け貸出金利や、個人向けの住宅ローン金利などと連動する。金利が低下すると、借り手は資金調達がしやすくなり、設備投資や住宅購入が進む。一方、低金利は預金金利の低下につながり、預金者のような資金の貸し手にとっては、利息収入が減ってしまう。保険に関しては、低金利は、終身保険や年金のような貯蓄性の強い保険において、保険料が値上げとなり、利回りが低下するといった影響をもたらす。

日本では、長期に安定して保険金の支払いを行うために、保険会社の健全性を確保するための、標準責任準備金制度が導入されている。その基礎率である標準利率が、2013年4月に、1.5%から1%に引き下げられた。これに伴って生保各社は、保険料の値上げ等の対応を図っている。

欧米でも、低金利を受けて、保険監督当局や保険業界で、対応の検討が進んでいる。2014年6月には、アメリカとカナダのアクチュアリー会が共同で、継続する低金利環境が保険事業に与える影響について、報告書<sup>2</sup>を出している。そこでは、低金利の原因や、保険会社への影響がまとめられており、低金利下の契約者行動や、保険会社版のシステミック・リスクについても言及されている。この報告書には、参考になる部分が多いと考えられるので、以下、内容を概観することとしたい。

図表1. 10年債金利の推移



※OECD Monthly Monetary and Financial Statisticsより筆者作成

<sup>1</sup> 「長期金利 景気や物価映す『経済の体温計』」(日本経済新聞(2014年8月20日朝刊)「きょうのことば」)などによる。

<sup>2</sup> “Sustained Low Interest Rate Environment: Can It Continue? Why It Matters” (Sponsored by Canadian Institute of Actuaries, Casualty Actuarial Society, Society of Actuaries Joint Risk Management Section, June 2014)

## 2—低金利の原因

報告書は現在の低金利の原因を3つ挙げ、併せて「ゴードンの難題」を示して経済成長率の低下について触れている。

### 1 | 貨幣の流通速度の低下

貨幣の流通速度<sup>3</sup>が、歴史的に低い水準に達している。その根本原因が何か、それが長期に渡る連邦準備制度理事会の刺激策とどのように相互作用しているのかは明確ではない。しかし、債務が高い場合、貸し手と消費者は保守的に行動し、それが貨幣の流通速度を低下させ、経済を緩めることが考えられる。緩やかな経済は、資金の借り入れ需要が低いことを意味し、金利もそれに続いて低下する。

### 2 | 人口の高齢化

将来、人口の高齢化が進むと予想されている。日本は、真っ先に高齢化が進み人口が減少していくだろう。アメリカは、多くの先進国よりも人口が若いため、他の国から教訓を学ぶことができるだろう。世界の人口が高齢化し、多くの人が人生における資産処分局面に入るようになると、多くの資産が現金に変換されるだろう。これは、資産価格、経済成長率を下げ、最終的には金利を引き下げる。

### 3 | 環境の持続可能性の懸念

法定の会計では、公害、資源枯渇、気候変動のような経済的な不利益は加味していない。しかし、これらにより環境が自律的に回復できない状況となると、巨大なコストが発生する。過去の損害を修復し、将来の悪化を回避するために必要となるコストは、経済成長に影響し、金利の低下圧力となる。このコストは利益が現れる前に増加する。このため、長期的な視点を持って行動する必要がある。

### 4 | 「ゴードンの難題」

2012年に、ノースウェスタン大学のロバート・J・ゴードン教授は、GDP 成長率の推移について述べている。1700年以前の成長率は年間約0.2%だったと想定されるが、その後250年間に渡り3つの産業革命<sup>4</sup>が起こり、その都度、成長率が引き上げられてきた。しかし、これらはいずれも1回限りのもので、再現されないとしている。同教授は、6つの「逆風」により、成長の

図表2. 「ゴードンの難題」— 成長を緩やかにする6つの「逆風」

	内容
1. 人口ボーナスの欠如	女性の職場への進出が、前世紀に成長率が急騰する要因となった。高齢化した人口は、従属人口指数の上昇につながる。
2. 学歴の停滞	大学の卒業率が約20年前をピークに、低下していく。
3. 不平等の増加	実質所得の伸びにおける不平等が増し、「持つ者」と「持たざる者」を分ける。
4. 外部委託と工業技術の相互作用	世界市場で最低賃金の人を除き、職が削減される。最低賃金を支払う工業地域は、新たな低コスト地域に生産拠点が移転するまでは職を保持する。機械の開発により、いくつかの職は、先進国に戻ってくる。(例. 繊維産業)
5. エネルギー関連事象および自然環境保護	環境の浄化コストや、その事前対策のための支払いを指す。炭素排出の集積、海面上昇の保持、もしくは、食料生産の維持のために、新たなプロセスが考案される。
6. 高水準の税金	消費者と政府の多額の赤字が高水準の税金につながる。利益やサービスの低下、通貨の切り下げ(デノミ)に結びつく。

※ 報告書の内容をもとに、筆者作成

<sup>3</sup> 貨幣の流通速度は、貨幣数量説の変数の一つである。貨幣数量説では、次の関係式が成り立つとされている。

$$GDP = P \times Y = M \times V$$

(GDPは国内総生産、Pは物価水準、Yは生産水準、Mは貨幣供給量、Vは貨幣の流通速度)

現在(2014年)は、貨幣の流通速度が低下しているため、貨幣供給量を大きく増加させ、物価の上昇を図り、国内総生産を成長させる、というのが、量的緩和政策の考え方とされている。

<sup>4</sup> 産業革命の1回目は1750年~1830年で、蒸気機関、鉄道が発明された。2回目は1870年~1900年で、電気灯、内燃機関、水道、電話が発明された。この時期を1970年まで延ばすと、自動車、電化製品、スーパーマーケット、マシン、テレビ、エアコン、高速道路の発明にもつながっていく。3回目は1960年~現在で、コンピュータが発明された。

ペースは緩やかになり、GDP 成長率は歴史的な長期平均の水準に戻っていくと論じている(図表 2)。

これらの「逆風」は重複しているものもあり、様々な事象を通じて同時に発生し得る。例えば、哺乳類から人類への疫病の感染、淡水・希少鉱物・エネルギーを巡る地域紛争、農作物の生産を低下させる気候温暖化、水産資源の過剰捕獲、噴火による火山性微粒子が太陽を遮蔽することによる気候の寒冷化などは経済成長率に深刻な影響をもたらす。

### 3——低金利の保険会社への影響

保険会社は、資産と負債の両面で金利の影響を受ける。特に、生保会社は、契約が長期に渡るため、影響が大きくなる。以下、報告書に基づいて、様々な影響を見ていく。

#### 1 | 保険商品への影響

##### (1) 生命保険

###### ① 定期保険

かつての定期保険は毎年更新型であり、金利感応度は高くなく、短期の資産運用が行われていた。しかし今日の定期保険は、5年間、10年間、20年間、更には65歳まで保険料が変わらずに保障が続く。満期時には保障が延長され、終身保険のようになり、金利の影響を受ける。

###### ② 終身保険

終身保険は、事前積立をして解約価額を形成する。金利が想定水準よりも低いとき、ポートフォリオの利ざやは減少し、マイナスにもなり得る。実際の投資収益が、保証利率による予定収益よりも小さいと、利ざやがマイナスとなる。

###### ③ ユニバーサル保険・変額ユニバーサル保険

ユニバーサル保険は、一般勘定で運用され予定利率が最低保証される。変額ユニバーサル保険は、分離勘定で運用され、契約者にリスクが移転される。ユニバーサル保険は、1970年代の金利上昇期に販売されたもので、予定利率を上回る投資収益が得られた場合、保障の上乗せがなされる。金利が低下すると、保険会社は、最低保証水準に至るまでの間で予定利率を引き下げて運用利回りとのスプレッドを確保したり、資産に生じている含み益を実現させてインカムゲインに振り替えたり、といった措置をとる。これらの措置は、これまで当局に容認されている。

##### (2) 年金

###### ① 据置型の個人年金

据置型の年金は、予定利率が保証されており契約者の金利感応度が高い。契約当初は5%ないし10%の解約控除があるため解約はほとんど起こらないが、その後は金利に応じて解約が生じる。低金利が続くと、保険会社には、予定利率の保証負担が重くのしかかる。当局は、金利を保証する期間の制限や、実勢金利に基づく最低保証の引き下げなどの解決策を模索することが求められる。

###### ② 年金即時開始の個人年金

金利が低下すると、将来のキャッシュフローは価格設定に用いられた予定利率よりも低い利率で運用される。また、年金支払は受給者の生存状況によるため、長寿化の進展もリスクとなる。

###### ③ 企業年金

多くの会社で、従業員に確定給付型企業年金を提供している。運用は株式が中心で、ボラティリ

ティーが高いため、負債とはあまりマッチしてこなかった。2000年代のハイテク株暴落や大不況の後、デュレーションやコンベクシティーといった基準を用いる債務重視型の運用が行われるようになったが、それでも資産は負債よりも短期となっている。低金利は年金の価値を上げ、保険料の上昇につながる。運用収益を増加させるために、不動産投資信託(REIT)、商品投資、ヘッジファンド等のオルタナティブ運用を行う場合もある。

#### ④ 変額年金

変額年金は、投資信託の形をした保険と位置づけられる。保険会社は、通常、死亡や解約の際に給付や返戻金を保証する特約を提供する。これらの保証は、金利が低いときに価値を高める。

### (3) 損害保険

#### ① 財産保険(住宅保険、自動車保険)

通常は、年間のエクスポージャーをカバーし、保険料は毎年設定される。金利が低く、運用益がほとんどないと、保険料は高くなる。保険料率に長期の保証がなければ、影響は小さい。

#### ② 災害保険

低金利環境では、低い運用収益を埋め合わせるために、引受査定の上昇を図り保険関係の差益を確保することが求められる。例えば、テレマティクス<sup>5</sup>を活用することが考えられる。

### (4) 健康保険

#### ① 主要医療保険

主要医療保険は毎年更新型で、積立金は保険料徴収と保険金支払の短期のズレに対して設定される。多くの保険会社は資産運用を外部委託し、短期かつ高信用先へ投資する戦略をとっている。

#### ② メディケア補足保険

メディケア補足保険<sup>6</sup>は、資産運用面で主要医療保険と類似しており、低金利の影響をほとんど受けない。契約者が高齢のため、主要医療保険よりもやや短期の資産運用となる。

#### ③ 就業不能保障保険

就業不能保障保険は、事故や病気で仕事ができなくなったときに、被保険者に月給の一定割合を支払う。この保険契約は、金利低下時には顧客にとって多くの価値を持つことになる。

#### ④ 長期介護保障保険

長期介護保障保険は、退職後の高齢期医療や介護を事前積立により備えるものである。保険料資産を負債のキャッシュフローから分離することとなり、金利低下時には顧客にとって価値が増す。

## 2 | 契約者の行動が保険会社に与える影響

### (1) 契約者貸付制度による資金の引き出し

過去の保険契約の貸付制度では、低金利時に貸付利率が固定されたため、金利上昇時に貸付による資金引出しを契約者が選択する状況が生まれた。これは、貸付の利率設定が十分に検討されていなかったと言える。保険会社は、この制度を巧みに活用する洗練された契約者が出現してくると考えるべきだろう。また、そのような契約者がどのくらい出現するのかも、検討しておくべきだろう。

<sup>5</sup> 自動車などの移動体に通信システムを組み合わせ、リアルタイムに情報サービスを提供すること。

<sup>6</sup> アメリカでは、65歳以上の高齢者を対象とするメディケアと呼ばれる公的医療保険制度がある。しかし、その給付は十分ではないため、多くの高齢者が民間の医療保険にも加入している。これは、メディギャップ保険とも呼ばれる。

## (2) 高予定利率契約の維持

予定利率が高い水準で最低保証されている場合、契約者は、そのような契約を可能な限り維持しようとする。しかし、契約者の中には、金銭が必要となって解約する人も出てくる。一方、保険会社が低い予定利率の契約に転換するようインセンティブを与える場合もある。また、低金利では、契約価値が解約価額よりも高くなる場合があり、生命保険契約の買取り（投資家が契約を買い取り、死亡時までそれを維持して、死亡時には保険金を受け取る）が起こりやすくなる。

### 3 | 保険会社版のシステムック・リスクの懸念

2008年の金融危機の際、「ある金融機関の経営の不安定性が連鎖的に他の金融機関に波及し、金融システム全体が機能不全に陥る懸念」が取り沙汰された。このような不安定性の連鎖は、システムック・リスク<sup>7</sup>と言われた。

これとは別に、保険会社では、債務面からのシステムック・リスクが懸念される。アメリカでは、連邦準備制度理事会による現行の低金利政策が、年金受給者から年金基金や保険会社に至るまで、資金の貸し手を圧迫している。逆に、資金の借り手は、豊富な資金を背景に、通常はとらないリスクまで引き受け可能となっている。例えば一部の借り手が、新規投資者として、経済循環やトレンドの経験がなく短期展望しか持たないまま、保険業界に参入すると考えてみよう。この参入者が高い予定利率を用いて保険料を安く設定すると、業界内で相対的に優位となり市場シェアを伸ばすかもしれない。これに対し、既存の保険会社は、市場シェアを維持するために追従して予定利率を高く設定し、保険料の引き下げを迫られる。これにより、保険業界全体の健全性が低下する。低金利が継続すれば、保険業界全体で逆ざやが発生し、経営危機に陥る。これが、保険会社版のシステムック・リスクである。

継続する低金利は、保険業界に潜在的にシステムック・リスクをもたらしている。これまでは、今後金利が急騰すると、契約者の解約による資産含み損の実現と資金流動性の問題から支払不能の保険会社が出現しかねないことが指摘されてきた。しかし、より一層問題なのは、今後も低金利が継続することであり、この場合公的な救済を行わなければ、より多くの生保会社がシステムックに破綻しかねない。近年の日本のように、低金利が長期に渡り継続するシナリオについて検討すべきであろう。<sup>8</sup>

## 4—おわりに（私見）

今後の金利の見通しは、専門家の間でも意見が分かれるが、現在（2014年11月）の低金利の状況がただちに解消するという見方は少ないであろう。アメリカでは、9月末～10月初めに開催されたアクチュアリー会のシンポジウムで、低金利が主要テーマの1つされた。その中で、日本の保険会社の低金利への対応も、大きな関心を持って議論された模様である。ヨーロッパの主要国でも、金利の低下が進んでおり、保険会社への影響が議論されている。現代社会は、経験したことのない低金利の時代に踏み込みつつあり、従来の経験だけをもとに対応策を検討するのでは不十分であろう。先進諸国の事例等に注意しつつ、幅広い対応方法の検討を重ねることが重要と考えられる。

<sup>7</sup> システムティック・リスクは、システムック・リスクとは意味が異なる。システムティック・リスクは、市場が変動するときに、エクスポージャーを持つ契約が同じ方向に動くために、大数の法則が働かず、回避できないリスクを指す。

<sup>8</sup> 今回取り上げた報告書では、日本では長期の低金利により、保障性商品と貯蓄性商品の商品ミックス、事業費の削減、オルタナティブ投資の検討等の市場変化がもたらされた、と紹介されている。