

野村証券
フィデューシャリー・マネジメント部
高松 博之

生保会社の2014年度決算～生保一般勘定の配当率と健全性の状況～

企業年金向け生保一般勘定の2014年度配当率は住友生命を除く各社で増配となり、利回りの水準は国債利回りを大きく上回っています。また、生保会社の健全性指標であるソルベンシー・マージン比率と実質純資産は、各社とも改善しています。

企業年金向け一般勘定の2014年度配当率

生命保険会社が企業年金向けに提供している一般勘定商品では、保証利率(予定利率)が最低保証されており、さらに決算実績によって配当が還元されます。

図表1は各社の2014年度配当率をまとめたものです。この表を見ると住友生命を除く各社で増配となったことがわかります。また、保証利率と配当率の合計を見ると、住友生命を除いて2%を

超えており、なかでも日本生命は2.5%を超える水準となっています。

図表1の右側の欄には、10年国債応募者利回り(年末時点)を参考として載せていますが、すべての年度について、全社とも生保一般勘定の利回りが国債利回りを上回っています。特に、2012年度以降は、国債との利回りの差が拡大していることがわかります。

図表1: 生保各社の2014年度一般勘定(団体年金区分)配当率

		日本	第一	明治安田	住友	富国	10年国債 応募者利回り (年末)	
保証利率		1.25					1.30	
2011年度	配当率	0.12	0.10	0.41	0.44	0.50	1.09	
	保証利率+配当率	1.37	1.35	1.66	1.69	1.80		
2012年度	配当率	0.44	0.50	0.79	0.29	0.60	0.73	
	保証利率+配当率	1.69	1.75	2.04	1.54	1.90		
2013年度	配当率	0.79	0.70	0.82	0.30	0.70	0.65	
	保証利率+配当率	2.04	1.95	2.07	1.55	2.00		
2014年度	配当率	1.29	1.00	1.12	0.13	0.80	0.47	
	保証利率+配当率	2.54	2.25	2.37	1.38	2.10		

(注)解約控除型一般勘定についての配当率。なお、赤字は2014年度に増配となっている箇所である。

(出所)「年金情報」より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

野村年金マネジメント研究会

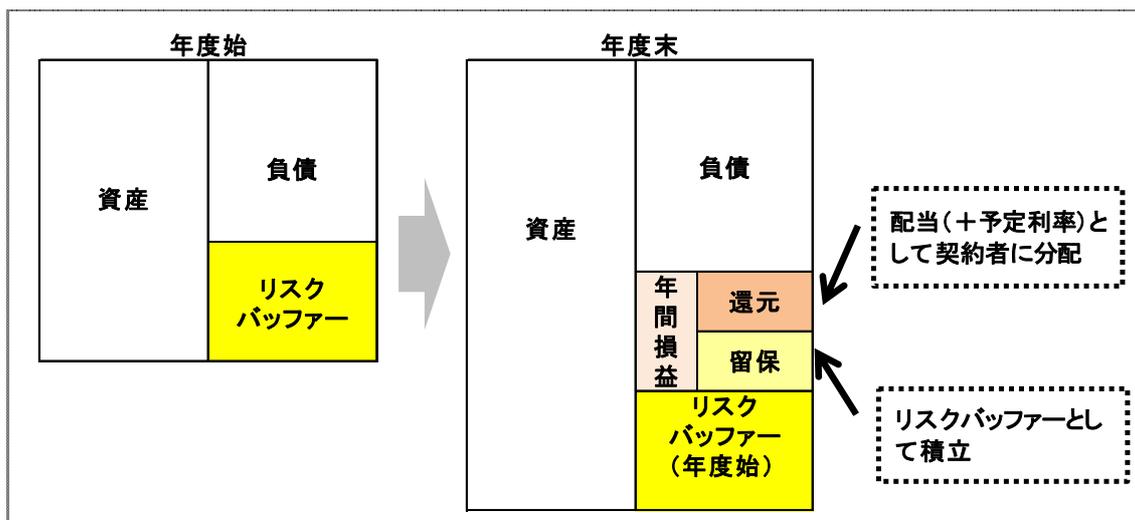
このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されました御客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

増配の理由

上に述べたように、企業年金向け一般勘定商品の2014年度配当率は住友生命を除き増配となりました。では次に、増配の要因はどのようなのかを考えてみます。

いての国内株式の上昇により、各社とも会社会計でみると株式含み益が増加しています。団体年金区分に限定した株式含み益は公表されていませんが、増加している可能性は高いものと推測されます。

図表 2: 企業年金向け一般勘定: 配当還元の考え方(概念図)配当率



(出所)野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

図表2は、企業年金向け一般勘定商品の配当率が、どのような仕組みで決められているかを図にしたものです。

生保各社で配当還元を決めるための算式やテーブルは異なりますが、根底にある考え方は共通だと言えます。それは、「(区分経理における団体年金区分¹)毎年の時価ベースの損益のうち、今後の予定利率保証のために必要な額(リスクバッファー)を留保し残りを還元する」というものです²。

後でみるように、2014年度は前年度に引き続

その結果、団体年金区分の時価ベースの年間損益も増加し、配当率の上昇につながったものと思われます。

責任準備金の推移

上でみたように、ここ数年、生保一般勘定の利回りは国債を大きく上回っています。また、債券は金利上昇時に評価損が発生するというリスク(金利上昇リスク)がありますが、生保一般勘定ではその心配もありません。

年金基金が、退職給付会計等の影響で毎年の下方リスクを意識せざるを得ないことを考えると、生保一般勘定は魅力的な投資対象であると言えます。

¹ 生保会社では、個人保険等も含めた一般勘定全体を内部的にいくつかの単位に区分している。この区分は損益だけでなく、資産・負債も区分している。

² 詳しくは、フィデューシャリー・リサーチNo.26「生保一般勘定の研究」(2013年9月)を参照

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されました御客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送を行わないようお願い致します。

図表 3: 大手 4 社の団体年金(一般勘定)の責任準備金推移

(億円)

	日本	第一	明治安田	住友	4社計	対前年比
2004	70,656	48,656	63,576	22,898	205,786	-
2005	69,311	49,422	61,280	21,028	201,041	-2.3%
2006	72,089	51,661	60,479	20,690	204,919	1.9%
2007	76,119	52,439	60,082	19,227	207,867	1.4%
2008	81,016	51,922	59,777	18,445	211,160	1.6%
2009	85,238	51,309	60,289	18,451	215,287	2.0%
2010	89,654	50,715	60,254	17,959	218,582	1.5%
2011	96,064	51,501	61,206	18,603	227,374	4.0%
2012	99,885	51,526	63,013	20,065	234,489	3.1%
2013	103,604	52,853	65,800	20,336	242,593	3.5%
2014	107,946	53,049	67,396	20,289	248,680	2.5%

(注) 上記の数値には、企業年金向け一般勘定商品の外にDB・DC向けの有期利率保証型商品(GIC)等の責任準備金残高も含まれている。内訳は開示されていないが太宗は企業年金向け一般勘定商品が占めているものと思われる。

(出所) 各社ディスクローズ資料より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

では、生保一般勘定の残高はどの程度増加しているのでしょうか。

図表3は、大手生保4社の団体年金(一般勘定)の責任準備金推移をみたものです。4社合計で見ると、2005年は対前年比がマイナスですが、その後増加に転じ2011年以降は伸び率が高くなっています。やはり、ここ数年は、生保一般勘定に資金が流入しているものと推測されます。

国債利回りが低位にとどまる中、昨年に続いて増配となった生保一般勘定の今後の伸びが注目されます。

生保一般勘定に投資する際の留意点

生保一般勘定に年金資産を預ける場合の最大の留意点は、生保会社が破綻するリスクです。

生保破綻時には、特別勘定の責任準備金については全額が保護される仕組みがありますが、一般勘定の責任準備金が100%保護されるとは限りません。個人保険の顧客も企業年金の顧客も責任準備金が削減される可能性があります。

実際、過去の生保会社の破綻の事例を振り返ると、8度の破綻のうち6度は責任準備金が削減されています(図表4)。生保一般勘定を採用する場合には、その会社の健全性に留意することが大事です。

図表 4: 生保会社の過去の破綻事例

会社名	破綻時期	責任準備金の削減割合
日産生命	1997年4月	0%
東邦生命	1999年6月	10%
第百生命	2000年5月	10%
大正生命	2000年8月	10%
千代田生命	2000年10月	10%
協栄生命	2000年10月	8%
東京生命	2001年3月	0%
大和生命	2008年10月	10%

(出所) 各種資料より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

生保会社の健全性指標は、ソルベンシー・マージン比率と実質純資産(および含み益)になります。以下では、その二つの指標について、2014年度末の状況を確認します³。

には問題がないと言えます。最も高いのは富国生命で1,169%もあります。

また、2013年度と比較してみると、各社ともソルベンシー・マージン比率が改善しています。

図表 5: 生保各社のソルベンシー・マージン比率

(単位)億円

		日 本	第 一	明 治 安 田	住 友	富 国
2014 年度末	ソルベンシーマージン比率	930.8%	913.2%	1041.0%	944.2%	1169.3%
	リスクの合計額	28,836	15,902	13,814	7,280	2,390
	うち予定利率リスク相当額	3,861	2,448	1,541	2,155	359
	資産運用リスク相当額	24,240	12,865	11,762	4,513	1,951
	ソルベンシーマージン総額	134,210	72,610	71,907	34,373	13,972
2013 年度末	ソルベンシーマージン比率	779.0%	772.1%	945.5%	888.2%	1099.9%
	リスクの合計額	24,226	12,357	11,696	6,274	2,017
	うち予定利率リスク相当額	3,896	2,562	1,576	2,204	359
	資産運用リスク相当額	19,668	9,205	9,635	3,253	1,579
	ソルベンシーマージン総額	94,372	47,704	55,292	27,863	11,091
2014 - 2013	ソルベンシーマージン比率	151.8%	141.1%	95.5%	56.0%	69.4%
	リスクの合計額	4,611	3,546	2,119	1,007	373
	うち予定利率リスク相当額	▲ 35	▲ 114	▲ 35	▲ 49	▲ 0
	資産運用リスク相当額	4,573	3,660	2,127	1,259	373
	ソルベンシーマージン総額	39,839	24,907	16,614	6,510	2,881

(出所) 各社の資料より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

ソルベンシー・マージン比率

まず、ソルベンシー・マージン比率の状況を確認します。図表5は2014年度末と2013年度末の各社の状況です。

この図を見ると、2014年度末のソルベンシー・マージン比率は、各社とも健全性の目安とされる200%を大きく超過していることが分かります。最も低い第一生命でも913%ですから概ね健全性

改善した要因を見ると、全社ともソルベンシー・マージン総額が大きく増加していることがわかります。なかでも日本生命は約4兆円も増えていきます。マージンの増加要因には内部留保の増加、有価証券含み益の増加、あるいは基金等の資本性調達手段の増加が考えられますが、2014年度は株価の上昇による株式含み益の増加が、特に寄与したものと思われます。

一方、リスク量についても、各社とも増加しています。さらにリスクの内訳を確認すると、予定利率リスクが減少する一方で、資産運用リスクが増加しています。

リーマンショック以降、生保各社は資産運用リ

³ ここでは、団体年金区分だけではなく、一般勘定合計で見ている。区分経理は内部管理が目的であり、仮に、団体年金区分が債務超過状態になっても、個人保険等も含めた会社全体で健全性を維持できていれば、生保会社が破綻することはない。

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

スクの削減に努めてきましたが、ここ数年は資産運用リスクが増加傾向にあります。株価等の上昇による健全性の改善により、多少スタンスが変わってきたのかもしれませんが。

実質純資産と有価証券含み益

生保会社の健全性を見るための指標としては、ソルベンシー・マージン比率の他に実質純資産があります。

実質純資産とは、時価ベースの総資産から実質的な負債を差し引いたものを指します。例えば、劣後債のような負債性資本調達手段とされるものはソルベンシー・マージン比率の算定上はマージンに含めますが、実質純資産には含まれません。実質純資産がマイナスになると、ソルベン

シー・マージン比率のレベルに関わらず、金融庁による業務停止命令が発動されます。

図表6は、各社の実質純資産およびその構成要素の一つである有価証券含み益をまとめたものです。

各社とも2014年度末の実質純資産は、2013年度末よりも大きく増加しています。これには、株式を始めとした有価証券含み益の増加が大きく寄与していることが読み取れます。

次に、2014年度末の実質純資産の絶対額の大きさを見てみると、日本生命が他社を圧倒しています。

なお、規模の影響を加味するために、図表6には一般勘定資産残高と実質純資産の比率を載せました。この比率についても日本生命が最も高

図表 6: 生保各社の実質純資産・有価証券含み益の状況

		(単位)億円				
		日 本	第 一	明 治 安 田	住 友	富 国
2014 年度末	①実質純資産残高	164,477	91,012	88,993	52,705	16,072
	うち公社債含み損益	27,354	22,368	16,736	15,723	3,274
	株式含み損益	49,919	17,857	24,172	7,693	3,176
	外国証券含み損益	31,537	12,961	11,371	6,876	1,896
	②一般勘定資産残高	611,694	356,557	356,134	250,128	65,303
	①/②	26.9%	25.5%	25.0%	21.1%	24.6%
2013 年度末	①実質純資産残高	115,241	60,197	64,381	38,619	12,114
	うち公社債含み損益	18,534	13,813	11,056	10,383	2,329
	株式含み損益	28,293	9,318	14,618	3,494	1,693
	外国証券含み損益	17,414	6,270	5,691	3,795	1,256
	②一般勘定資産残高	555,633	328,200	335,046	237,712	61,335
	①/②	20.7%	18.3%	19.2%	16.2%	19.8%
2014 - 2013	①実質純資産残高	49,236	30,815	24,613	14,086	3,958
	うち公社債含み損益	8,820	8,555	5,680	5,341	945
	株式含み損益	21,626	8,539	9,554	4,200	1,483
	外国証券含み損益	14,123	6,691	5,681	3,082	639

(出所) 各社の資料より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

くなっています。ただ、他の各社も前年より改善しており、全社が20%を超える水準にあります。

ここまで確認した点をまとめると、2014年度末時点での生保各社の健全性は、ソルベンシー・マージン比率で見ても、実質純資産で見ても、特段の不安はないと言えます。

弊誌の記事はバックナンバーも含めてホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集: 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、
野村資本市場研究所、野村総合研究所

発行: 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター
(年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2

アーバンネット大手町ビル

TEL: 03 (6703) 3991

FAX: 03 (6703) 3981

Email: nenkin@jp.nomura.com

— 次号のお知らせ —

次号は

9月7日(月)

発行予定です。

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されました御客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送を行わないようお願い致します。

野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.404%(税込み)(20万円以下の場合は、2,808円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第142号

加入協会／日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会