

生保会社の2015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2015年度配当率は日本・第一・明治安田生命が減配となりました。厳しい運用環境が背景にあると思われます。ただし、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を確認すると、依然として高い水準にあります。

企業年金向け一般勘定の2015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2015年度配当率をまとめたものです。この表を見ると日本・第一・明治安田の各社で減配となったことがわかります。ここ数年は、好調な運用実績を背景として、住友生命を除く各社は増配傾向にありましたが、2015年は減

配に転じています。

それでも、日本生命と富国生命は保証利率と配当率の合計が2%を超えています。最低の住友生命でも、保証利率と配当率の合計は1.38%あります。

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。

図表 1: 生保各社の 2015 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)	
		連動方式	定率方式					
		保証利率				1.25	1.30	
2011年度	0.12	-	0.10	0.41	0.44	0.50	1.09	
	1.37	-	1.35	1.66	1.69	1.80		
2012年度	0.44	-	0.50	0.79	0.29	0.60	0.73	
	1.69	-	1.75	2.04	1.54	1.90		
2013年度	0.79	-	0.70	0.82	0.30	0.70	0.65	
	2.04	-	1.95	2.07	1.55	2.00		
2014年度	1.29	-	1.00	1.12	0.13	0.80	0.47	
	2.54	-	2.25	2.37	1.38	2.10		
2015年度	0.84	0.53	0.38	0.51	0.13	0.80	0.32	
	2.09	1.78	1.63	1.76	1.38	2.10		

(注1) 解約控除型一般勘定についての配当率。なお、赤字は2015年度に減配となった箇所である。

(注2) 第一生命は、2015年度から解約控除の算定に「市中金利連動方式」を導入した。

(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

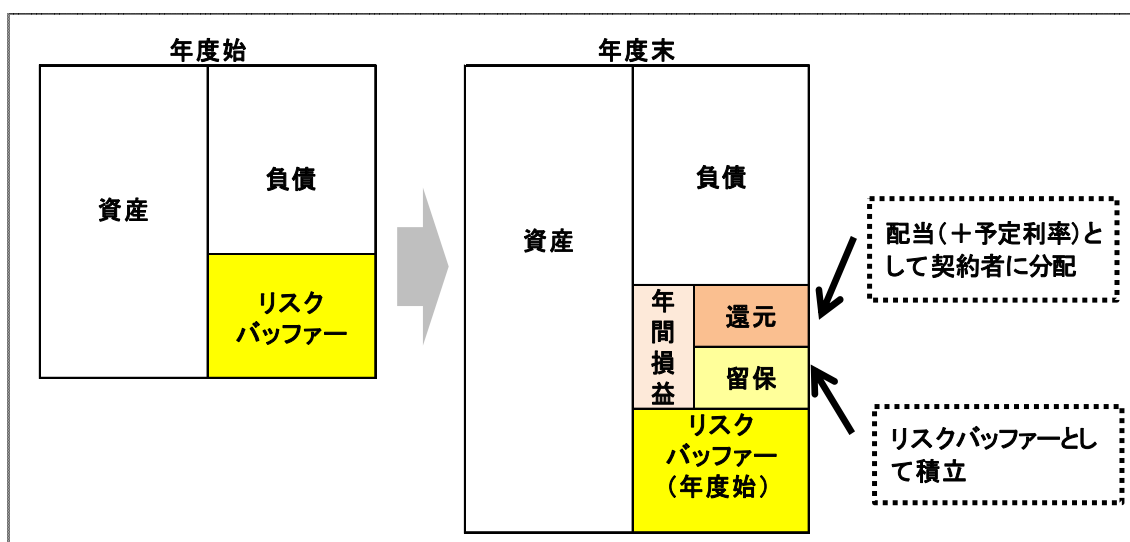
このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

減配の背景

上に述べたように、企業年金向け一般勘定商品の2015年度配当率は住友生命・富国を除き減配となりました。では次に、減配の要因はどのようなことなのかを考えてみます。

減少しています。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、減少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: 配当還元の見え方(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)の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、2015年度は国内株式の下落により、各社とも会社合計でみると株式含み益が

その結果、団体年金区分の時価ベースの年間損益も減少し、配当率の下落につながったものと思われる³。

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。2015年は減配となりましたが、国債利回りに比べると、生保一般勘定の利回りは依然として高い水準となっています。

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。

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

³ 後に見るように公社債の含み益は増加している。しかし、生保各社は債券の含み益を配当還元財源には含めていない。

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。

図表 3: 大手 4 社の団体年金(一般勘定)の責任準備金推移

	日本	第一	明治安田	住友	4社計	(単位)億円 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%
2015	111,988	51,423	69,657	19,716	252,784	1.7%

(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大部分は企業年金向け一般勘定商品が占めていると思われる。

(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

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。

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。

ただし、2015年は第一・住友が責任準備金残
高を減少させています。厳しい運用環境や超低
金利が、生保会社の受託スタンスにも影響を与
えている可能性も考えられ、今後の動向が注目
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ると言えま
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。

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。

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
2015 年度末	ソルベンシー・マージン比率	903.7%	900.8%	938.5%	835.4%	1321.8%
	リスクの合計額	26,938	14,967	14,503	7,966	2,080
	うち予定利率リスク相当額	3,861	2,330	1,503	2,101	335
	資産運用リスク相当額	22,375	12,056	12,487	5,247	1,669
	ソルベンシー・マージン総額	121,726	67,417	68,055	33,276	13,746
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
2015 - 2014	ソルベンシー・マージン比率	-27.1%	-12.4%	-102.5%	-108.8%	152.5%
	リスクの合計額	▲ 1,899	▲ 935	688	685	▲ 310
	うち予定利率リスク相当額	0	▲ 118	▲ 38	▲ 53	▲ 24
	資産運用リスク相当額	▲ 1,865	▲ 809	725	734	▲ 282
	ソルベンシー・マージン総額	▲ 12,485	▲ 5,193	▲ 3,852	▲ 1,097	▲ 226

(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

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。

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、2015年度末の状況を確認します⁴。

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2015年度末と2014年度末の

各社の状況です。

この図を見ると、2015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。最も低い住友生命でも835%ですから概ね健全性には問題がないと言えそうです。最も高いのは富国生命で1,321%もあります。

次に、2014年度と比較してみると、富国生命を除く各社でソルベンシー・マージン比率が減少しています。

減少した要因を見ると、各社ともソルベンシー・マージン総額が減少していることがわかります。2015年度は株価の下落による株式含み益の減少が影響しているものと思われます。

一方、リスク量については、減少している会社と増加している会社に分かれます。要因としては株価下落による国内株式残高の減少が、リスクの減少にも繋がった可能性があります。

⁴ 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を行わないようお願い致します。

図表 6: 生保各社の実質純資産・有価証券含み

		(単位) 億円				
		日 本	第 一	明 治 安 田	住 友	富 国
2015 年度末	①実質純資産残高	168,472	100,729	95,157	61,374	16,789
	うち公社債含み損益	47,166	40,230	31,610	26,144	4,579
	株式含み損益	36,567	13,128	17,878	5,697	2,372
	外国証券含み損益	24,667	8,027	8,287	6,575	1,343
	②一般勘定資産残高	620,758	349,716	357,895	259,548	64,108
	①/②	27.1%	28.8%	26.6%	23.6%	26.2%
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%
2015 - 2014	①実質純資産残高	3,995	9,717	6,163	8,669	717
	うち公社債含み損益	19,812	17,861	14,875	10,421	1,305
	株式含み損益	▲ 13,352	▲ 4,729	▲ 6,294	▲ 1,996	▲ 804
	外国証券含み損益	▲ 6,870	▲ 4,934	▲ 3,084	▲ 301	▲ 553

(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

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せんが、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2015年度末の実質純資産は、2014年度末よりも増加しています。内訳を見ると、株

式と外国証券の含み損益は減少していますが、公社債含み損益が増加しており、トータルでは実質純資産残高が増加しています。金利の低下による債券含み益の増加が寄与したものと思われる。

次に、2015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。この比率については第一生命が最も高くなっています。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、2015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。

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。

— 次号のお知らせ —

次号は

9月12日(月)

発行予定です。

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、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

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会の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
(野村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

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。