

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2016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2016年度配当率は明治安田生命を除く各社で減配となりました。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は、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2016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(以下、「生保一般勘定」という)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2016年度配当率をまとめたものです。この表を見ると明治安田生命を除く各社で減配となったことがわかります。なかでも、日本

生命と第一生命は、2015年度に続き2年連続の減配となりました。

このように2016年度の配当率は減配となりましたが、それでも生保一般勘定の確定利付き商品としての優位性には変わりありません。図表1の右側の欄には、10年国債応募者利回りを参考として載せていますが、2016年末の水準は0.03%でした。また、図表には記載していません

図表 1: 生保各社の 2016 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	
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	
2015年度	配当率	0.84	0.53	0.38	0.51	0.13	0.80	0.32
	保証利率+配当率	2.09	1.78	1.63	1.76	1.38	2.10	
2016年度	配当率	0.33	0.21	0.08	0.51	0.09	0.60	0.03
	保証利率+配当率	1.58	1.46	1.33	1.76	1.34	1.90	

(注1) 解約控除型一般勘定についての配当率。なお、赤字は2016年度に減配となった箇所である。

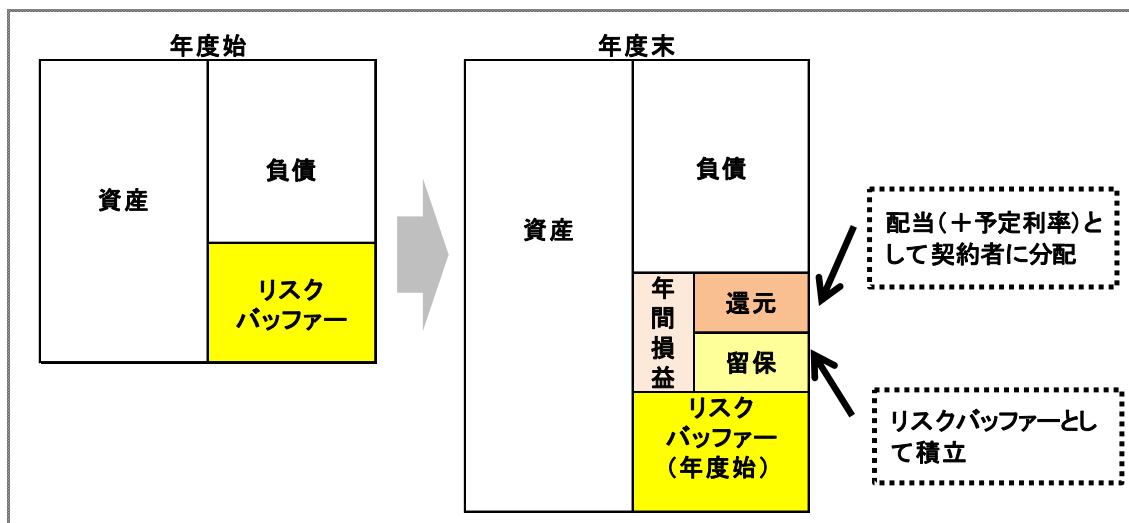
(注2) 第一生命は、2015年度から解約控除の算定に「市中金利連動方式」を導入した。

(出所) 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。

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

が、10年国債応募者利回りの2016年度平均を計算するとマイナス0.04%となります。これらの利回り水準と比較すると、生保一般勘定の利回りの高さは際だっています。

減配の背景

上に述べたように、生保一般勘定の2016年度配当率は明治安田生命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。

図表2は、生保一般勘定の配当率が、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

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。

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を行わないようお願い致します。

です²。

ここで言う時価ベースの損益は、利息配当金収入を中心としたインカム収益と、資産価格変動によるキャピタル損益を合計したものです。このうちインカム収益は、低金利の長期化を背景として生保各社とも減少傾向にあります³。2016年度は株価が上昇したため、株式からのキャピタル損益は増加したと思われませんが、インカム収益減少の影響が勝ったものと思われます。

また、一部の生保では配当還元ルールの見直しも行っており⁴、これも減配の要因になった可能性があります。配当還元ルール見直しの背景に

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 生保各社は国内公社債の大部分を責準対応債券あるいは満期保有債券として、簿価評価している。従って、過年度に購入し現在も保有している高利回りの債券からは、実勢利回りよりも高い利息収入が得られる。そのため、市場金利低下のインカム収益全体への影響には運動性があり、債券の入替えに伴い徐々に影響が現れる。

⁴ 「年金情報No.728(2017.2.6)」によると、日本生命と第一生命が配当還元ルールの見直しを行った。

図表 3: 大手 4 社の団体年金(一般勘定)の責任準備金推移

	(単位)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%
2015	111,988	51,423	69,657	19,716	252,784	1.7%
2016	114,873	51,148	70,372	19,701	256,094	1.3%

(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大部分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

は、マイナス金利政策導入などの厳しい運用環境を踏まえて、「生保一般勘定の長期的な安定性を確保するために、リスクバッファの留保を従来よりも厚くする」という考え方があるものと思われる。

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年度・2016年度は減配となりましたが、前述したように、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。

年金基金が、退職給付会計等の影響で毎年の方下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2006年度以降は増加を続けており、特に2011年度から2014年度の間は高い伸び率を示しました。この時期には、生保一般勘定に資金が流入したものと推測されます。

しかし、2014年度以降は、4社合計で見た対前年比が低下しています。また、第一・住友は2015年度以降に、責準残高を減少させています。日本と明治安田も責準残高は増加していますが、その増加幅は縮小しています。

長引く超低金利やマイナス金利政策の導入などにより、生保会社は一般勘定について抑制的な受託スタンスをとっています。その影響が責任準備金残高の推移に表れていると思われる。

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

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。

の顧客も責任準備金が削減される可能性があります。従って、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、2016年度末の状況を確認します⁵。

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4は2016年度末と2015年度末の各社の状況です。

この表を見ると、2016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826%ですから概ね健全性には問題がないと言えます。最も高いのは富国生命で1,214%もあります。

次に、2015年度と比較してみると、日本・明治安田・住友については、ソルベンシー・マージン比率の水準はほぼ変わりません。

第一生命は、ソルベンシー・マージン比率が下がり、またソルベンシー・マージン総額とリスクの双方が前年から減少しています。これは2016年10月に持株会社化を行った影響と思われます。また、富国生命は資産運用リスクの増加により、ソルベンシー・マージン比率が減少しました⁶。

図表 4: 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
2016 年度末	ソルベンシーマージン比率	896.0%	850.5%	945.5%	826.9%	1214.8%
	リスクの合計額	28,115	13,960	15,501	8,971	2,328
	うち予定利率リスク相当額	3,860	2,237	1,468	2,044	328
	資産運用リスク相当額	23,535	11,147	13,473	6,458	1,923
	ソルベンシーマージン総額	125,960	59,368	73,284	37,092	14,140
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
2016 - 2015	ソルベンシーマージン比率	-7.7%	-50.3%	7.0%	-8.5%	-107.0%
	リスクの合計額	1,177	▲ 1,007	999	1,006	248
	うち予定利率リスク相当額	▲ 1	▲ 94	▲ 35	▲ 57	▲ 6
	資産運用リスク相当額	1,159	▲ 909	986	1,211	254
	ソルベンシーマージン総額	4,235	▲ 8,049	5,229	3,816	394

(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

⁵ 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。

⁶ 富国生命の決算説明資料によるとリスクが増加した理由は「オープン外債の積増し」とのことである。

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
2016 年度末	①実質純資産残高	162,317	88,809	95,640	57,877	16,236
	うち公社債含み損益	38,304	32,440	25,878	20,747	3,708
	株式含み損益	42,942	16,879	23,482	8,004	2,848
	外国証券含み損益	17,773	5,218	6,741	4,071	908
	②一般勘定資産残高	634,982	347,827	367,627	288,043	64,900
	①/②	25.6%	25.5%	26.0%	20.1%	25.0%
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%
2016 - 2015	①実質純資産残高	▲ 6,155	▲ 11,920	483	▲ 3,497	▲ 553
	うち公社債含み損益	▲ 8,862	▲ 7,790	▲ 5,733	▲ 5,398	▲ 871
	株式含み損益	6,375	3,751	5,604	2,307	476
	外国証券含み損益	▲ 6,894	▲ 2,808	▲ 1,546	▲ 2,504	▲ 435

(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5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損益をまとめたものです。

2016年度末の実質純資産は、明治安田を除き2015年度末よりも減少しています。内訳を見る

と、各社とも株式の含み損益は増加していますが、公社債と外国証券の含み損益が減少しています。内外金利の上昇が、含み損益を減少させた要因と言えそうです。

次に、2016年度末の実質純資産の絶対額の大きさを見てみると、引き続き、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5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明治安田生命が最も高くなっています。ただし、他の各社も高水準を維持しており、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、2016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。

— 次号のお知らせ —

次号は

9月19日(火)

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等を行わないようお願い致します。