

野村證券
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2017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2017年度配当率は、日本生命が減配、富国生命が据え置き、その他の3社は若干の増配となりました。株式配当等の増加によるインカム収益の増加や株価の上昇が、増配の要因になったと思われます。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、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2017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2017年度配当率をまとめたものです。2016年度と比較すると、日本生命が減配、富国生命は据え置き、第一・明治安田・住友が若干の増配となりました。

また、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、2017年末の水準は0.06%でした。また、図表には記載していませんが、10年国債応募者利回りの2017年度平均も0.06%となります。これらの利回り水準と比較すると、確定利付き商品としての生保一般勘定の優位性は、引き続き際だっていると考えるでしょう。

図表 1: 生保各社の 2017 年度一般勘定(団体年金区分)配当率

	保証利率	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				
			1.25					
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	
2017年度	配当率	0.28	0.25	0.09	0.56	0.10	0.60	0.06
	保証利率+配当率	1.53	1.50	1.34	1.81	1.35	1.90	

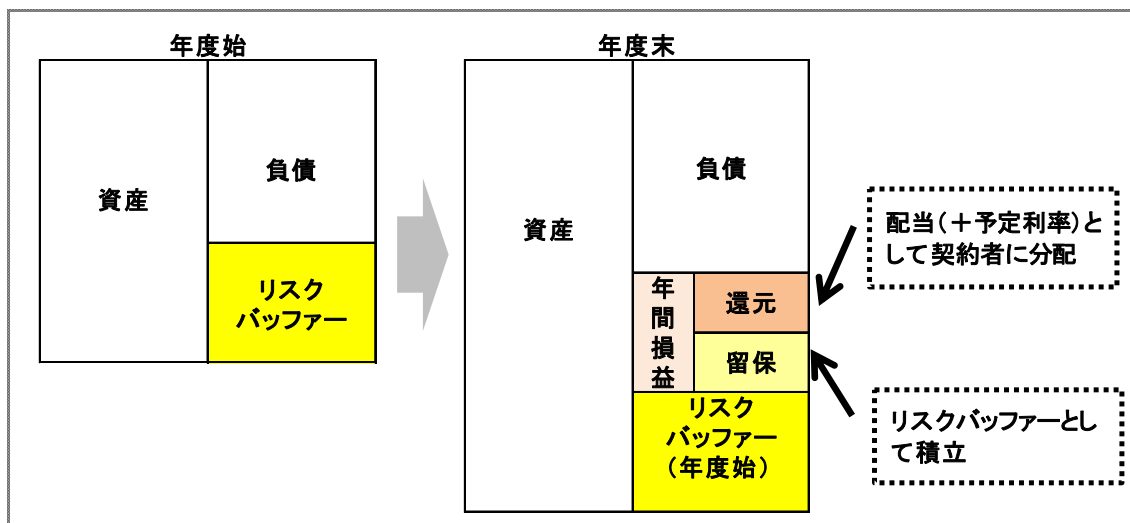
(注1) 解約控除型一般勘定についての配当率。なお、赤字は2017年度に減配となった箇所である。

(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證券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

このレポートは、年金基金運営およ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。年金基金運営およ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、野村證券およ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。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券、野村資本市場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、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

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

増配の背景

上で述べたように、生保一般勘定の2017年度配当率は、日本生命・富国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ことを考えてみます。

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) 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。

ここで言う時価ベースの損益とは、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。

まず、インカム収益については、2016年度までは低金利の長期化を背景として各社とも減少傾向にありましたが³、2017年度は株式配当の増加や外国公社債の残高増加による利息収入増加などの影響で、前年度並み、あるいは多少増加した会社が多いものと思われます。また、2017年度は株価が上昇したため、株式からのキャピタル損益も増加したと思われます。これらによりトータルの時価ベース損益が増加し、それが増配に繋がったものと推察されます⁴。

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 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効性があり、債券の入替えに伴い徐々に影響が現れる。

⁴ ただし、各社の配当還元ルールには、運用環境の変化やリスク水準の変化等を反映するため、一定の裁量の余地が設けられている。従って、トータル損益が増加しても増配にはならないこともあり得る。

図表 3: 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
2017 年度末	ソルベンシー・マージン比率	917.9%	881.8%	937.9%	873.6%	1081.2%
	リスクの合計額	29,599	14,352	16,236	9,433	2,729
	うち予定利率リスク相当額	3,712	2,136	1,451	2,005	322
	資産運用リスク相当額	25,145	11,630	14,242	7,094	2,328
	ソルベンシー・マージン総額	135,850	63,283	76,141	41,203	14,757
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
2017 - 2016	ソルベンシー・マージン比率	21.9%	31.3%	-7.6%	46.7%	-133.6%
	リスクの合計額	1,484	392	735	462	401
	うち予定利率リスク相当額	▲ 148	▲ 101	▲ 17	▲ 39	▲ 7
	資産運用リスク相当額	1,610	484	768	636	405
	ソルベンシー・マージン総額	9,889	3,914	2,857	4,112	616

(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

生保一般勘定に投資する際の留意点

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。

一方、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。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、2017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3は2017年度末と2016年度末の各社の状況です。

この表を見ると、2017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873%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1,081%もあります。

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。

次に、2016年度と比較してみると、日本・第一・住友が、若干改善しています。

一方、富国生命はソルベンシー・マージン比率が133%ほど減少しました。富国生命の決算説明資料によると、「オープン外債や外国株式の積み増しなどによるリスクの合計額の増加」がその理由とのこと。

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等の対象になることがあります。

図表4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。

2017年度末の実質純資産は、各社とも2016年度末よりも増加しています。内訳を見ると、各社とも株式の含み損益が増加しており、これが実質純資産増加の主要因と考えられます。

次に、2017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4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。他の各社についても高水準を維持しており、住友生命を除いて25%を超える水

図表 4: 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
2017 年度末	①実質純資産残高	171,536	95,588	98,275	60,018	16,903
	うち公社債含み損益	38,835	32,296	26,422	20,457	3,560
	株式含み損益	47,993	20,159	26,678	9,741	3,665
	外国証券含み損益	16,655	5,579	4,107	3,012	212
	②一般勘定資産残高	651,785	354,147	377,043	305,623	65,443
	①/②	26.3%	27.0%	26.1%	19.6%	25.8%
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%
2017 - 2016	①実質純資産残高	9,219	6,779	2,636	2,141	667
	うち公社債含み損益	531	▲ 144	544	▲ 290	▲ 148
	株式含み損益	5,051	3,281	3,196	1,736	817
	外国証券含み損益	▲ 1,118	361	▲ 2,635	▲ 1,059	▲ 696

(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

このレポートは、年金基金運営およ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。年金基金運営およ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、野村証券およ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。提供されたお客様限りでご使用ください。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、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

準にあります。また、住友生命もほぼ20%と十分に高い水準となっています。

その他の経営指標

ここまで確認した点をまとめると、2017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。

それでは、最後に参考として、生保会社の他の経営指標のうち、特に重要と思われるものを見てみましょう。

図表5は、生保会社の収益性指標である基礎利益と売上規模の指標である保険料等収入および保有契約年換算保険料の状況を示したものです。

基礎利益とは、保険料収入や保険金・事業費支払などの保険関係の収支と、利息および配当金等収入を中心とした運用関係の収支から構成され、生保会社の基礎的な期間収益の状況を表す指標とされています⁶。

さて、図表5を見ると、各社とも基礎利益が前年よりも増加しています。前記したように株式配当等の利息配当金収入が増加したことが、その主な要因となっています。図表5からは、生保各

社の2017年度決算の状況は、健全性指標だけではなく、収益性指標についても良好だったと言えます。

次に、売上規模の指標である保険料収入と保有契約年換算保険料⁷の状況を見てみましょう。

図表5の下段を見ると、保険料収入は、明治安田生命を除き、前年よりも減少していることが分かります。また、保有契約年換算保険料も、日本生命を除き、対前年で横ばいまたは減少となっています。

このように生保各社の2017年度の売り上げ規模は、対前年で横ばいまたは縮小しました。低金利が定着する中で、2017年度には生保会社の多くが、一時払い商品などの貯蓄性商品の予定利率引き下げや販売抑制を行いました。それらの影響が出たものと思われます。また、少子高齢化が進行する中では、死亡保険のような保障性商品の売り上げを増加させることも、なかなか難しい状況にあるようです。

生保各社の2017年度決算状況を総括すると、財務面(健全性および収益性)は良好な一方、売上規模の拡大という点に関しては課題を抱えていると言えるでしょう。

図表 5: 生保各社の収益性と売上規模

(億円)

		日本		第一		明治安田		住友		富国	
		2016年度	2017年度	2016年度	2017年度	2016年度	2017年度	2016年度	2017年度	2016年度	2017年度
収益性	基礎利益	6,350	6,682	3,922	4,291	4,723	5,467	3,377	3,526	889	975
			5.2%		9.4%		15.7%		4.4%		9.6%
売上規模	保険料等収入	46,473	44,884	25,476	23,220	26,159	27,195	33,155	25,086	5,744	5,672
	保有契約年換算保険料	35,627	36,657	21,472	21,458	22,500	22,511	23,253	23,299	4,123	4,043
			-3.4%		-8.9%		4.0%		-24.3%		-1.3%

(注) 表内の右上数値は、対前年の伸び率を示している。

(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

⁶ 基礎利益は、生保会社の基礎的な期間収益を示すものであるため、売却損益等のキャピタル損益や臨時的な損益は含めない。生保会社の基礎利益は、一般事業会社の営業利益や、銀行の業務純益に近いものと言える。

⁷ 年換算保険料とは、保険料の支払い方(月払い、年払い、一時払いなど)の違いを調整し、保険契約期間中に平均して保険料を支払うと仮定した場合に、生保会社が1年間で受け取る保険料収入のことである。

このレポートは、年金基金運営およ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。年金基金運営およ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、野村証券およ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。提供されたお客様限りでご使用ください。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、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

— 次号のお知らせ —

次号は

9月25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

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

このレポートは、年金基金運営およ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。年金基金運営およ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、野村証券およ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。提供されたお客様限りでご使用ください。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、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。