

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2018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2018年度配当率は、主要生保の全社で減配となりました。国内株式の下落がその主たる要因と思われます。しかしながら、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2018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は主要な5社の2018年度配当率をまとめたものです。2017年度と比較すると、全社で減配となりました。「保証利率+配当率」の水準を見ると、最も高いのは富国生命で1.80%となります。

最低は住友生命で1.31%です。

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、2018年末の水準は0.07%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2018年度平均は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、減配後であっても、引き続き際だっていると言えるでしょう。

図表1: 生保各社の2018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	
2014年度	配当率	1.29	-	1.00	1.12	0.13	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
	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
	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
	保証利率+配当率	1.53	1.50	1.34	1.81	1.35	1.90
2018年度	配当率	0.25	0.19	0.07	0.36	0.06	0.50
	保証利率+配当率	1.50	1.44	1.32	1.61	1.31	1.80

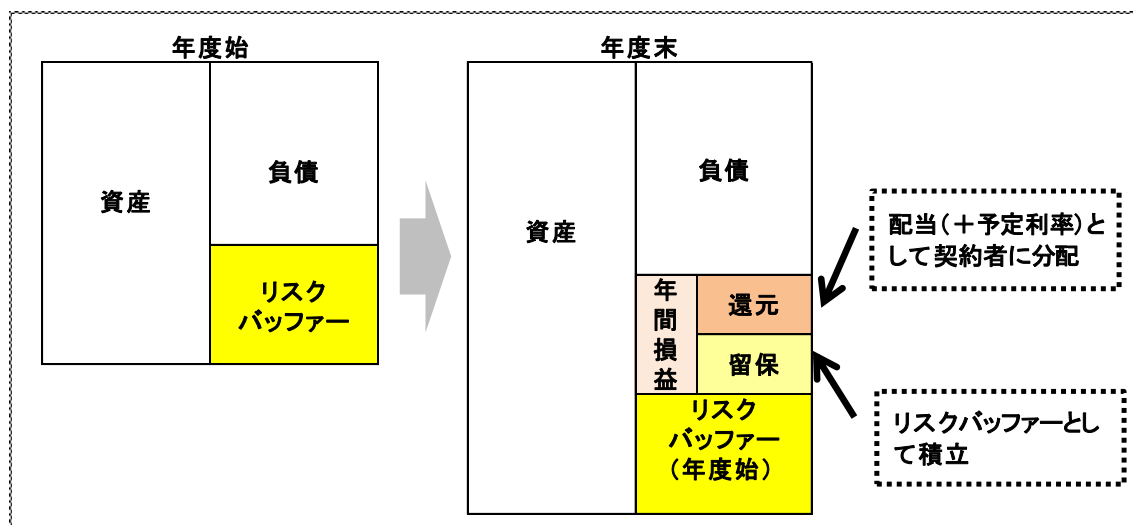
(注1) 解約控除型一般勘定についての配当率。なお、赤字は2018年度に減配となった箇所である。

(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

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。

図表 2: 企業年金向け一般勘定: 配当還元の考え方 (概念図)



(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

### 減配の背景

上で述べたように、生保一般勘定の2018年度配当率は、主要な全社で減配となりました。では次に、減配の要因はという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<sup>1</sup>)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)を留保し残りを還元する」というものです<sup>2</sup>。

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。

<sup>1</sup> 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。

<sup>2</sup> 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

まず、インカム収益については、基本的なトレンドとしては低金利の長期化を背景として各社とも減少傾向にあると思われます<sup>3</sup>。ただし、ここ数年は株式配当の増加や外国公社債の残高増加に伴う利息収入の増加などが、インカム収益の増加要因にもなっています。

一方、キャピタル損益については、2018年度は国内株式が下落したため、マイナスとなった会社が多いと思われます。

インカム要因とキャピタル要因を組み合わせた結果として、各社とも減配になったものと推察されます<sup>4</sup>。

<sup>3</sup> 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。

<sup>4</sup> 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、インカム収益やキャピタル損益の増加(減少)が直ちに増配(減配)に繋がるとは限らない。

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。

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%
2017	117,364	50,898	71,390	19,829	259,481	1.3%
2018	120,815	50,345	72,237	19,912	263,309	1.5%

(注) 年度末責任準備金。なお、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

### 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、生保会社にとっては、超低金利下での企業年金向け一般勘定の新規受託は、経営の負担になります。というのも、生保会社が今でも高い利回りを提供できる理由は、過去に購入した高利回りの債券を保有しているからです。それらの債券は簿価評価であるため、今でも高いインカム収益の源泉となっています。

しかし、一般勘定の新規受託が増加し、それらの新規資金で実勢利回りの債券を購入すると、保有債券全体の平均利回りは下がります。結局、新規マネーが増加すると、生保会社にとっては保証利率の負担が重くなります。こういう事情か

らここ数年、生保会社は一般勘定の受託を抑制してきました。

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おり、ここ数年は1%台の増加率となっています。新規受託が全くなかったとしても、「保証利率+配当率」相当分は責任準備金の増加要因になることを踏まえたと、実際の新規受託は極めて限定的ではないかと思われるます。

なお、図表3の4社のうち、第一生命では2015年以降の責任準備金残高が継続的に減少しています。特に厳しい受託スタンスをとっているものと推察されます。

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。

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
2018 年度末	ソルベンシーマージン比率	933.3%	970.8%	983.3%	930.1%	1189.7%
	リスクの合計額	30,380	13,180	15,892	9,505	2,606
	うち予定利率リスク相当額	3,646	2,026	1,465	1,969	314
	資産運用リスク相当額	25,978	10,594	13,854	7,198	2,214
	ソルベンシーマージン総額	141,777	63,980	78,138	44,204	15,501
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
2018 - 2017	ソルベンシーマージン比率	15.4%	89.0%	45.4%	56.5%	108.5%
	リスクの合計額	781	▲ 1,171	▲ 344	72	▲ 124
	うち予定利率リスク相当額	▲ 66	▲ 110	14	▲ 36	▲ 8
	資産運用リスク相当額	834	▲ 1,037	▲ 388	104	▲ 114
	ソルベンシーマージン総額	5,927	697	1,997	3,000	744

(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

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、2018年度末の状況を確認します<sup>5</sup>。

<sup>5</sup> 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、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。

### 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2018年度末と2017年度末の各社の状況です。

この表を見ると、2018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930%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1,189%もあります。

次に、2017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。また、改善要因を各社別にみると、第一・明治安田・富国ではソルベンシー・マージンの積み増しだけではなく、資産運用リスクも減らしていることが分かります。

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。

### 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。

2018年度末の実質純資産は、各社とも2017年度末よりも増加しています。内訳を見ると、各

社とも公社債および外国証券の含み損益が増加しており、株式含み損益は各社とも減少しています。また、各社とも実質純資産の増加額が含み損益合計の増加額を上回っており、オンバランスの実質純資産も増加しているものと推察されます。

なお、資産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%を超える水準にあります。また、住友生命も20%を超えており十分に高い水準となっています。

ここまで確認した点をまとめると、2018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。

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
2018 年度末	①実質純資産残高	-	98,783	101,931	65,566	17,795
	うち公社債含み損益	42,990	34,776	28,904	22,588	3,901
	株式含み損益	41,777	17,914	23,351	9,083	3,042
	外国証券含み損益	21,515	7,396	6,005	5,882	734
	②一般勘定資産残高	668,267	349,696	384,507	319,168	66,130
	①/②	-	28.2%	26.5%	20.5%	26.9%
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%
2018 - 2017	①	-	3,195	3,655	5,548	892
	うち公社債含み損益	4,155	2,480	2,482	2,131	340
	株式含み損益	▲ 6,216	▲ 2,246	▲ 3,327	▲ 657	▲ 623
	外国証券含み損益	4,860	1,817	1,898	2,870	522

(注) 日本生命では、2018年度末の実質純資産について連結ベースの金額しか開示していない。

(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され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30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%<sup>\*1</sup>(税抜1.3%)(20万円以下の場合)、2,808円<sup>\*2</sup>(税抜2,600円))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。

\*1,\*2 2019年10月1日以降、消費税率10%が適用される分については、\*1は1.43%、\*2は2,860円となります。

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。