

### 生保会社の2019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2019年度配当率は、日本生命を除く各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。一方で、中期的にはコロナショックへの営業面での対応など大きな経営課題も抱えています。

#### 企業年金向け一般勘定の2019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2019年度配当率をまとめたものです。2018年度と比較すると、日本生命を除く各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1.60%となります。最低は明治安田生命で

1.25%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、2019年末の水準はマイナス0.04%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2019年度平均はマイナス0.1%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、引き続き際だつていると言えるでしょう。

図表 1: 生保各社の 2019 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<br>応募者利回り<br>(年末) |
|--------|----------|------|------|------|------|------|-------------------------|
|        |          | 連動方式 | 定率方式 |      |      |      |                         |
|        |          | 保証利率 | 1.25 |      |      |      |                         |
| 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                    |
| 2019年度 | 配当率      | 0.29 | 0.14 | 0.07 | 0.00 | 0.02 | 0.30                    |
|        | 保証利率+配当率 | 1.54 | 1.39 | 1.32 | 1.25 | 1.27 | 1.60                    |

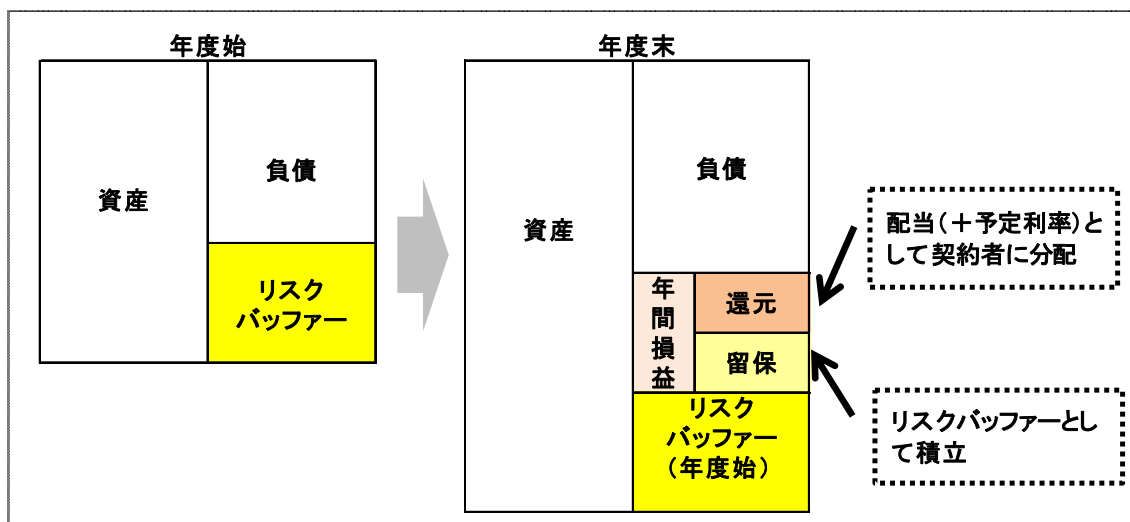
(注1) 解約控除型一般勘定についての配当率。なお、赤字は2019年度に減配となった箇所である。

(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)



(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2019年度配当率は、日本生命を除き減配となりました。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(含み益の増減を含む)

<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

を合計したものです。

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>。また、2019年度のキャピタル損益については、コロナショックの影響により年度末にかけて国内株式が大きく下落したため、マイナスとなった会社がほとんどと思われます。

インカム収益の減少傾向とキャピタル損益のマイナスを配当率に反映させた結果、2019年度は減配とした会社が多くなったものと推察されま<sup>4</sup>す。

<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遅効性があり、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: 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     |
| 2019<br>年度末       | ソルベンシーマージン比率 | 979.2%  | 984.4%  | 1069.3% | 873.6% | 1290.8% |
|                   | リスクの合計額      | 28,317  | 12,700  | 13,899  | 10,133 | 2,383   |
|                   | うち予定利率リスク相当額 | 3,487   | 1,911   | 1,411   | 1,888  | 306     |
|                   | 資産運用リスク相当額   | 24,109  | 10,239  | 11,965  | 7,892  | 2,001   |
|                   | ソルベンシーマージン総額 | 138,654 | 62,512  | 74,313  | 44,264 | 15,379  |
| 2018<br>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  |
| 2019<br>-<br>2018 | ソルベンシーマージン比率 | 45.9%   | 13.6%   | 86.0%   | -56.5% | 101.1%  |
|                   | リスクの合計額      | ▲ 2,063 | ▲ 480   | ▲ 1,993 | 628    | ▲ 223   |
|                   | うち予定利率リスク相当額 | ▲ 160   | ▲ 115   | ▲ 54    | ▲ 82   | ▲ 8     |
|                   | 資産運用リスク相当額   | ▲ 1,870 | ▲ 354   | ▲ 1,888 | 694    | ▲ 213   |
|                   | ソルベンシーマージン総額 | ▲ 3,122 | ▲ 1,468 | ▲ 3,825 | 60     | ▲ 122   |

(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、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、生保一般勘定は引き続き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、現行ではソルベンシー・マージン比率と実質純資産(および含み益)になります<sup>5</sup>。以下では、その二つの指標について、2019年度末の状況を確認します<sup>6</sup>。

**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2019年度末と2018年度末の各社の状況です。

この表を見ると、2019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

<sup>5</sup> 金融庁は保険会社向けの新たなソルベンシー規制を検討中であり、早ければ2025年に新規制が導入される可能性がある。詳しくは、年金ニュース解説No.835「保険会社向け新ソルベンシー規制～概要と予想される影響」(2020年6月1日)を参照のこと。

<sup>6</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。

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。

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そうです。最も高いのは富国生命で1,290%もあります。

次に、2018年度と比較してみると、住友生命を除き各社ともソルベンシー・マージン比率が改善しています。株価下落による含み益減少の影響でソルベンシー・マージン総額は総じて減少していますが、一方でリスクも減少したためソルベンシー・マージン比率が改善したものと思われる。

### 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。

2019年度末の実質純資産は、各社とも2018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が大きく減少しており、年度末にかけた株価下落の影響がうかがわれます。ただし、各社とも実質純資産の減少額は含み損益合計の減少額を下回っており、オンバランスの実質純資産が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依然

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    |
| 2019<br>年度末       | ①実質純資産残高  | -       | 93,430  | 94,967  | 63,474  | 17,094 |
|                   | うち公社債含み損益 | 39,199  | 32,216  | 26,324  | 20,655  | 3,473  |
|                   | 株式含み損益    | 31,780  | 12,611  | 17,561  | 5,991   | 2,098  |
|                   | 外国証券含み損益  | 22,665  | 9,232   | 6,558   | 7,972   | 967    |
|                   | ②一般勘定資産残高 | 678,687 | 356,457 | 387,344 | 322,335 | 67,062 |
|                   | ①/②       | -       | 26.2%   | 24.5%   | 19.7%   | 25.5%  |
| 2018<br>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%  |
| 2018<br>—<br>2017 | ①実質純資産残高  | -       | ▲ 5,353 | ▲ 6,964 | ▲ 2,092 | ▲ 701  |
|                   | うち公社債含み損益 | ▲ 3,791 | ▲ 2,560 | ▲ 2,579 | ▲ 1,933 | ▲ 428  |
|                   | 株式含み損益    | ▲ 9,997 | ▲ 5,303 | ▲ 5,790 | ▲ 3,093 | ▲ 944  |
|                   | 外国証券含み損益  | 1,150   | 1,836   | 553     | 2,090   | 233    |

(注) 日本生命では、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。

として高水準を維持しており、住友生命を除いて25%程度の水準にあります。また、住友生命も約20%と十分に高い水準となっています。

ここまでみてきたことをまとめると、2019年度末時点での生保各社の健全性は、コロナショックにもかかわらず十分に高い水準にあり、特段の不安はないと言えます。

### コロナショックの生保経営への影響

最後にコロナショックの今後の生保経営への影響を考えてみます。

まず、収益面については、短期的には大きな影響は出ないものと思われます。というのも、生保の利益は保有契約から生じる部分が大部分を占めているからです。

コロナショックの影響による営業自粛などにより、生保会社の新規契約も激減しています<sup>7</sup>。しかし、ストックビジネスを特徴とする生保において

は、すでに保有している契約から継続的に保険料収入があり、それが利益の大半を生みます。従って、コロナの影響で新規契約が減少しても、収益面での影響は直ちには現れません。

一方で、コロナショックの影響により、対面販売が制約されることは、中長期的には大問題だろうと考えます。

これまで生保経営を支えてきた営業職員というチャンネルは、対面販売があるからこそ機能してきたと言えます。一般的には顧客のニーズが顕在化していない生保商品を販売するには、対面販売で粘り強く顧客のニーズ喚起をすることが極めて重要です。それをオンライン販売などで代替することは、容易なことではないでしょう。

今後どのように販売チャンネルや販売手法を変えていくかが、中長期的には生保経営の最大の課題になっているのではと考えます。

<sup>7</sup> 2020年8月13日付け日本経済新聞の報道によると、2020年4-6月期の大手生保の新契約年換算保険料は対前年比で3割から6割程度減少している。

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14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1.43%(税込み)(20万円以下の場合は、2,860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。