

### 生保会社の2020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2020年度配当率は、第一生命を除く各社で増配となりました。株価の上昇などにより好調だった2020年度の運用実績を反映したものとと思われます。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、引き続き高い水準にあります。一方で、業績面ではコロナ禍による対面営業の自粛などにより、厳しい結果となりました。

#### 企業年金向け一般勘定の2020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)が約束されており、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2020年度配当率をまとめたものです。2019年度と比較すると、第一生命を除く各社で増配となりました。特に、日本生命の配当率は1.24%と、前年の0.29%から大幅

な増配となっており、予定利率と配当率を合計すると2.49%という非常に高い水準のリターンになります。

2020年度の配当率が第一生命を除き増配となった背景には、株価の上昇などにより好調だった運用実績があると思われます。生保会社は、年間の事業運営の結果で剰余が生じた場合には、その一部を契約者に配当として還元します。2020年度は特に資産価格上昇によりキャピタル

図表1 生保各社の2020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)
		運動方式	定率方式				
	保証利率	1.25				1.30	
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
2020年度	配当率	1.24	0.00	0.00	0.30	0.08	0.60
	保証利率+配当率	2.49	1.25	1.25	1.55	1.33	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2020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「市中金利運動方式」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 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
2020 年度末	ソルベンシーマージン比率	1007.5%	937.2%	1069.1%	840.5%	1261.6%
	リスクの合計額	35,170	14,917	16,504	12,552	2,928
	うち予定利率リスク相当額	3,212	1,793	1,179	1,815	298
	資産運用リスク相当額	31,117	12,571	14,759	10,366	2,549
	ソルベンシーマージン総額	177,174	69,905	88,222	52,750	18,473
2019 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
2020 - 2019	ソルベンシーマージン比率	28.3%	-47.2%	-0.2%	-33.1%	-29.2%
	リスクの合計額	6,853	2,216	2,605	2,419	546
	うち予定利率リスク相当額	▲ 275	▲ 118	▲ 231	▲ 72	▲ 8
	資産運用リスク相当額	7,008	2,332	2,793	2,474	547
	ソルベンシーマージン総額	38,520	7,393	13,909	8,486	3,094

(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

・ゲインが増加したと思われる、それが増配につながったものと推測されます。

### 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。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。以下では、その二つの指標について、2020年度末の状況を確認します。

### 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2は2020年度末と2019年度末の各社の状況です。

この表を見ると、2020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840%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1,260%もあります。

次に、2019年度と比較してみると、日本生命を除き各社ともソルベンシー・マージン比率が若干悪化しています。株価上昇による含み益増加の影響でソルベンシー・マージン総額は増えていますが、一方でリスクも増加したためソルベンシー・マージン比率がわずかに悪化したものと思われる。

図表3 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
2020 年度末	①実質純資産残高	-	96,470	106,847	67,845	19,492
	うち公社債含み損益	31,450	25,961	22,601	16,366	2,831
	株式含み損益	58,642	21,114	29,794	12,226	3,703
	外国証券含み損益	30,823	9,708	6,046	7,911	1,712
	②一般勘定資産残高	727,469	378,510	419,811	345,952	70,530
	①/②	-	25.5%	25.5%	19.6%	27.6%
2019 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%
2020 - 2019	①実質純資産残高	-	3,040	11,880	4,371	2,398
	うち公社債含み損益	▲ 7,749	▲ 6,256	▲ 3,723	▲ 4,289	▲ 643
	株式含み損益	26,862	8,503	12,233	6,235	1,605
	外国証券含み損益	8,158	476	▲ 512	▲ 61	745

(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

### 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3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。

2020年度末の実質純資産は、各社とも2019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益が大きく増加しており、それが実質純資産増加の主要因と思われます。

なお、資産規模の影響を加味するために、図表3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富国生命が最も高くなっています。他の各社についても依然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、2020年度末時点での生保各社の健全性は、現行指標で見ると十分に高い水準にあり特段の不安はないと言えます。

図表4 ESRとソルベンシー・マージン比率の比較(例示)

		2019年3月末	2020年3月末
第一生命 ホールディングス	ESR(%)	169	195
	連結ソルベンシー・マージン比率(%)	870	884
T&D ホールディングス	ESR(%)	189	198
	連結ソルベンシー・マージン比率(%)	1,093	1,107

(出所) 各社公表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

### 新ソルベンシー規制の影響

上記したように、生保会社の健全性指標は良好な状態が続いています。

それにもかかわらず、ここ数年、特に大手生保は内部留保の積み増しや劣後債等の調達により、さらに資本を増強させる動きをみせてきました<sup>1</sup>。

これらの動きの背景には、新ソルベンシー規制への対応という意図があると思われます。なお、新ソルベンシー規制は早ければ2025年から導入される可能性があります。

新ソルベンシー規制の特徴は、資産・負債を経済価値で評価することです。本稿では詳細は省きます<sup>2</sup>が、特に負債の経済価値評価(時価評価)により、現行規制よりもソルベンシー・マージンが減少しリスクが増加することが予想されます。

図表4は、新規制におけるソルベンシー・マージン比率(ESR<sup>3</sup>)と連結ソルベンシー・マージン比率(SM比率)を共に公表している上場生保グループの資料を基に作成したものです。

これを見ると、現行のSM比率と比較すると、ESRは大きく減少することが分かります。例えば第一生命ホールディングスでは、2020年3月末

の連結SM比率884%に対してESRは195%と4分の1以下の水準になっています。T&Dホールディングスでは、さらに大きな差があります。

生保各社は、新規制におけるソルベンシー・マージン比率についても健全性を示せるような水準を確保する必要がある<sup>4</sup>と考えられ、それは経営行動にも影響を及ぼすだろうと予想しています。

今後は、「生保各社が新規制にどのように対応するか」という点についても、注目していきたいと思えます。

### 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生保会社の業績面への影響を確認してみます。

次ページの図表5は、大手生保4社の個人保険・個人年金新契約年換算保険料およびその対前年増加率をグラフにしたものです。

このグラフからは、個人保険・個人年金合計の新契約年換算保険料が、各社とも2019年度に比べて減少していることがわかります。また、対前年度増加率をみると、各社とも2019・2020と2年度連続で大幅マイナスとなっています<sup>5</sup>。2020年度の実績を2018年度と比較すると▲25%～▲35%程度のマイナス幅となります。

<sup>1</sup> 例えば、最大手の日本生命は2014年末の自己資本4.2兆円を2020年度末に6.5兆円まで増強するという目標を設定し、積増しを図ってきた。なお、この目標はすでに達成済みである。

<sup>2</sup> 新ソルベンシー規制の概要については、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。

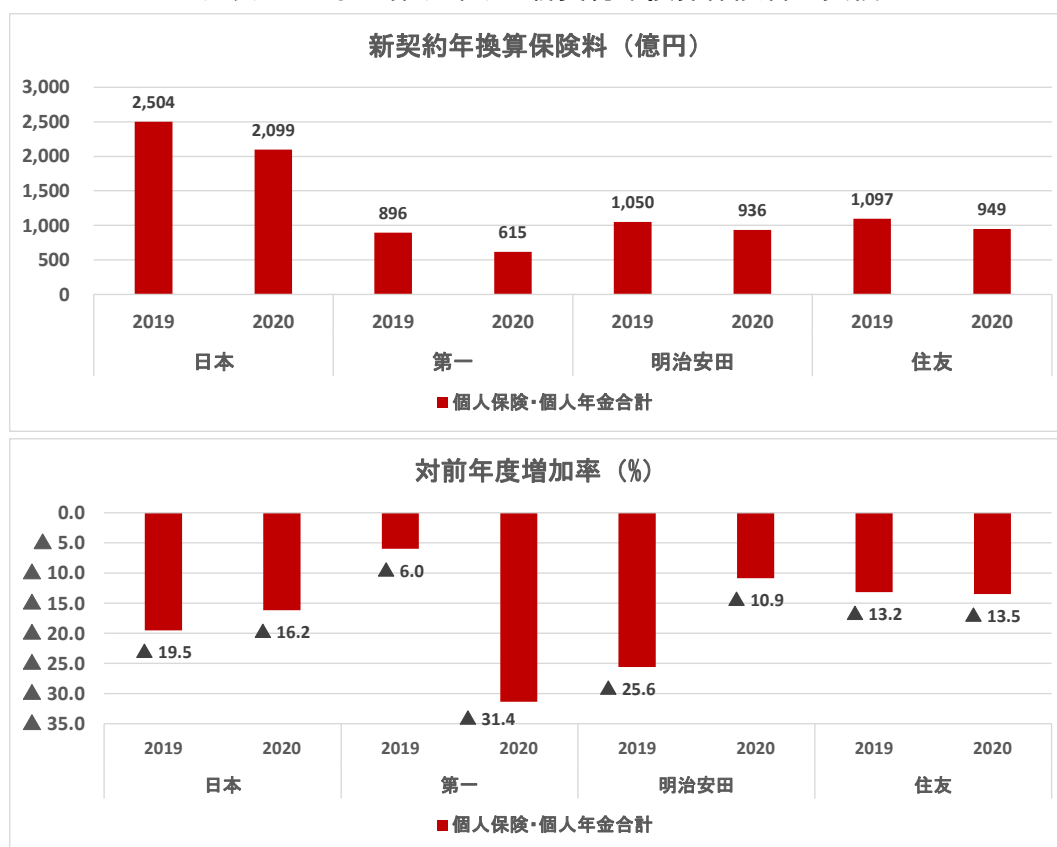
<sup>3</sup> Economic Solvency Ratioの略

<sup>4</sup> なお、現行のソルベンシー・マージン比率では200%が健全性の目安となる水準だが、新規制では100%が基準になるものと思われる。

<sup>5</sup> 2019年度については経営者保険および外貨建て保険の販売減少がマイナスの主要因と思われる。

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。

図表5 大手生保(4社)の新契約年換算保険料の実績



(出所) 各社の決算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

営業職員チャンネルが主体のこれらの伝統的大手生保では、コロナ禍による対面販売自粛が、新契約業績に強く影響を及ぼしたものと推測されます。

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、新規契約が減少しても、収益面での影響は直ちには表れません。

しかし、コロナ禍の影響により新契約減少が継続すれば、収益面でも徐々にマイナスの影響が

出てくるものと思われます。

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。

## — 次号のお知らせ —

次号は

**9月21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1.43%(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。