

野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング  
フィデューシャリー・マネジメント部  
高松 博之

### 生保一般勘定の予定利率引下げ～その背景を考える

日本生命が企業年金向け一般勘定商品の予定利率引下げを発表しました。日本生命の公表資料によると、2023年度から既存契約の予定利率が0.5%に引下げられます。今回の年金ニュース解説では生保一般勘定の予定利率引下げの背景を考えてみます。

#### 日本生命の公表内容

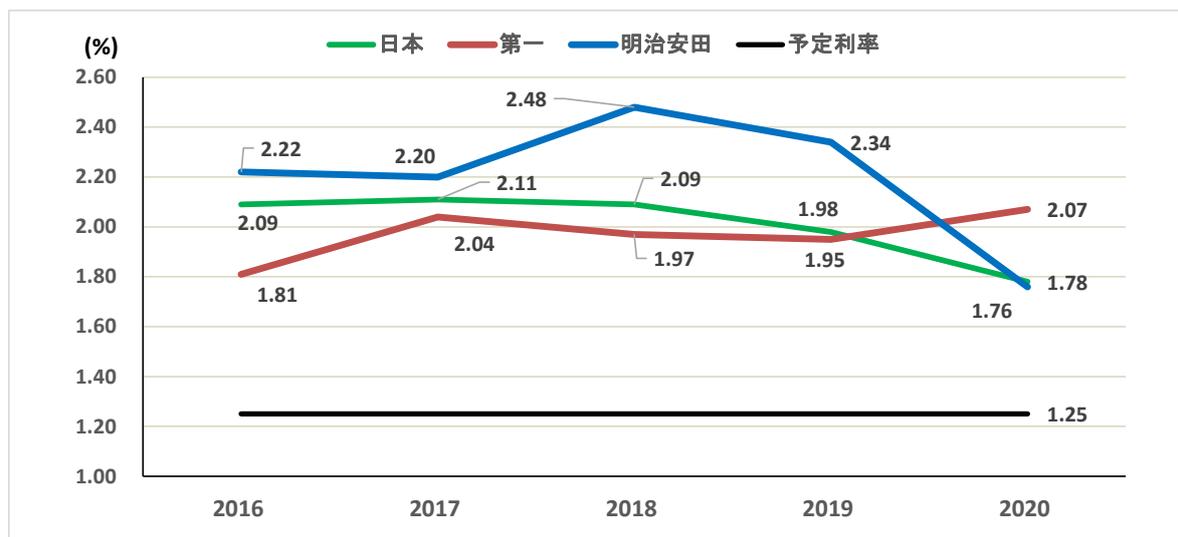
日本生命は4月6日のニュースリリースで、2023年4月1日から団体年金一般勘定の確定給付企業年金保険、厚生年金基金保険(H14)、新企業年金保険(H14)の保険料率(予定利率および手数料率)を見直すことを公表しました<sup>1</sup>。

公表内容によると、予定利率は現行の1.25%

から0.5%に引き下げられます。また、手数料率の上限を0.5%から0.35%に引き下げるとのことです。

生保会社の団体年金向け一般勘定商品の予定利率引下げは、第一生命に次いで2社目となりました。以下では生保一般勘定の予定利率引下げの背景について考えてみます。

図表 1 大手 3 社の団体年金区分インカム利回り



(出所) 各社の団体年金決算報告資料より NFRC 作成

<sup>1</sup> 拠出型企業年金保険は見直しの対象となっていない。

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、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。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複製、転送または再配布することはご遠慮ください。

## 低金利の影響

報道によると日本生命の予定利率引下げの理由として「長引く低金利による運用難」と「新たな資本規制」の2点が挙げられています。

まず、最初に低金利の影響を見てみましょう。前ページの図表1は、大手生保3社の団体年金区分のインカム利回りを見たものです<sup>2</sup>。このグラフから、3社ともインカム利回りが予定利率の1.25%を大きく超えていることが分かります。つまり、現状ではこれらの生保会社は利息配当金収入等のインカム収益だけで予定利率を十分に賄うことができていると言えます。

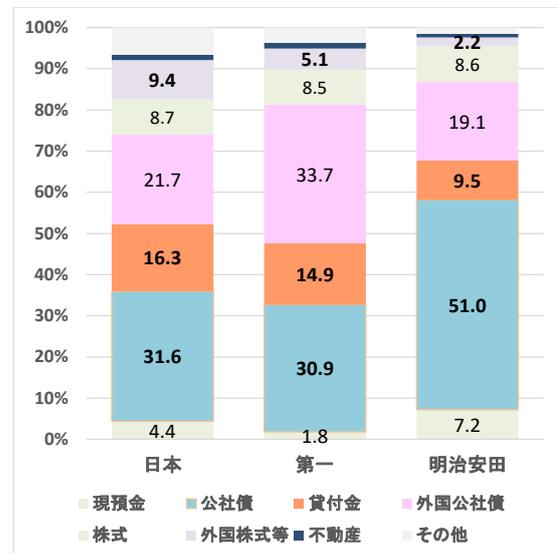
超低金利下にも関わらず生保会社が高いインカム利回り確保している理由は、「生保の会計基準では、原則としてPLに評価損益を計上しない」ためです。

年金運用の世界では時価会計が当たり前になっています。資産価格変動にともなう評価損益は、PLに計上されます。また、例えば金利が低下すると債券価格が上昇するため、それ以降の利回りは下がります。

しかし、生保会社の会計基準では、損益計算上は有価証券にかかわる評価損益が計上されません。そのため、過去に購入した高利回りの債券から得られるインカム収益は、毎年の決算でそのまま計上されています<sup>3</sup>。

図表2は、大手生保3社の団体年金資産の内訳を見たものです。この図で分かるように、団体年金資産は確定利付資産が中心となっています。また、この図にはありませんが、公社債について

図表2 大手3社の団体年金資産内訳  
(2020年度末)



(出所) 各社の団体年金決算報告資料より NFRC 作成

は満期までの期間が10年を超える超長期債のウエイトが高くなっています。

図表1でみた団体年金資産の高いインカム利回りを支えているのは、これらの確定利付資産だと推測されます。団体年金区分で保有している高利回り債券からの利息収入がインカム収益の中心となっており、それが高いインカム利回りに繋がっているものと思われます。

しかし、長引く超低金利により、確定利付資産の平均利回りが徐々に低下することは避けられません。それが今回の予定利率引下げの背景にあると考えられます。実際、図表1をみると、各社ともインカム利回りが緩やかに低下傾向にあることが分かります<sup>4</sup>。

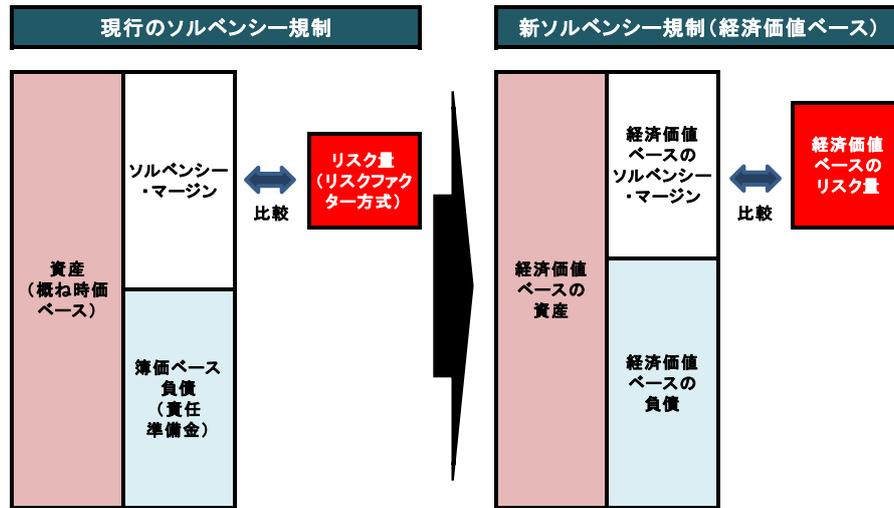
<sup>2</sup> 生保会社では、個人保険等も含めた一般勘定全体を内部的にいくつかの単位に区分している。この区分は損益だけでなく、資産・負債も区分している。図表1は各社の団体年金区分のインカム利回りである。

<sup>3</sup> 正確に言えば「売買目的有価証券」については、評価損益をPLに計上する。ただし、売買目的有価証券の保有は特別勘定が中心となっており、一般勘定での保有はごくわずかである。

<sup>4</sup> 図表1ではインカム利回りが前年よりも上昇しているケースもあるが、その理由としては株式配当金の増加や外債の利息収入が円安により増加したことなどが考えられる。

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、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。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村證券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複製、転送または再配布することはご遠慮ください。

図表3 経済価値ベースのソルベンシー規制 ～ 現行との比較



(出所) NFRC 作成

### 新ソルベンシー規制の概要

日本生命の予定利率引下げの理由としては、新資本規制(新ソルベンシー規制)の影響も挙げられています。以下では、新ソルベンシー規制の概要を確認したうえで、生保一般勘定の予定利率引下げとの関係を考えてみます。

金融庁では、2019年の5月に設置した有識者会議において、保険会社向けの新たなソルベンシー規制に関する検討を行ってきました。検討結果をまとめた報告書は、2020年の6月に公表されています。なお、新規制の導入時期について報告書では「2025年4月より施行といったタイムラインを念頭において、着実な検討を進める必要がある」としています。すなわち、早ければ3年後の2025年から新規制が導入される可能性があります。

新たなソルベンシー規制の特徴は、資産・負債とも経済価値で評価する点です。ここで「経済価値で評価する」とは「金融市場に含まれる情報と整合的に評価する」という意味です。つまり、市場価格が利用できる場合はそれを使い、市場価格が利用できない場合は、市場と整合的な手法を用いて資産・負債を評価することになります。

資産についてはおおむね市場価格が利用できません。しかし、保険負債は一般的には市場で取引されておらず、市場価格は存在しません。そのため負債の経済価値(時価)は「保険契約から生じるキャッシュフローを予測し、その現在価値を評価時点の金利を用いて計算する」ことで求めることとなります。

図表3は、現行規制と新規制でのソルベンシー評価方法の違いを図にしたものです。「ソルベンシー・マージンを(資産－負債)で算出し、それをリスク量と比較する」ことについては、変更はありません。しかし、資産・負債およびリスク量の算定方法が変わることになります。

図表3左側の現行規制では、資産については、責任準備金対応債券や満期保有目的の債券を除き、ほぼ時価評価されています。しかし、負債である責任準備金の算定に用いる利率は販売時点での利率を固定して使用しています。また、死亡率や事業費率の仮定も契約時点のものをそのまま使用しています。したがって、金利の低下や死亡率・解約率等の変動などは負債の計算に反映されず、ソルベンシー・マージンの額にも影響しません(簿価ベース)。

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、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。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複製、転送または再配布することはご遠慮ください。

図表4 ESRとソルベンシー・マージン比率の比較(例示)

		2020年3月末	2021年3月末
第一生命 ホールディングス	ESR(%)	195	203
	連結ソルベンシー・マージン比率(%)	884	958
T&D ホールディングス	ESR(%)	198	225
	連結ソルベンシー・マージン比率(%)	1,107	1,094

(出所) 各社公表資料よりNFRC作成

それに対し、図表3右側の新規制では資産だけでなく負債も経済価値で評価されることとなります(時価ベース)。その結果、例えば金利が低下すれば負債の増加要因になります。

また、リスク量の計算方法も新規制では変わります。現在は、リスクファクター方式と呼ばれる比較的簡素な方法が採用されています<sup>5</sup>。

それに対し新規制では「各種変数(金利、株価、為替、死亡率、解約率等)が、大きく変動した時のソルベンシー・マージンの変動幅」としてリスクが測定されます。

新しいリスク計算方法の採用により、現行と比較して特に大きな影響が出ると予想されるのは、金利リスクです。

例えば、金利が低下した時の影響を考えると、現行では債券価格の上昇により資産が増加し、負債は変動しません。そのためソルベンシー・マージン比率は改善することになります。

しかし、新規制では金利低下の影響により、資産だけでなく負債も増加します。一般に、生保会社では資産のデュレーションよりも負債のデュレーションの方が長いため、資産の増加分よりも負債増加分の方が大きくなると想定されます。結果として、ソルベンシー・マージンは減少し、健全性が悪化します。つまり、金利変動の健全性に与える影響は、現行規制と新規制で逆にな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>6</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比率と比較して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、2021年3月末の連結SM比率958%に対してESRは203%と4分の1以下の水準になっています。

### 生保経営への影響

わが国の生保会社でも新たなソルベンシー規制を意識したと思われる行動がすでに見られます。一つ目は資本の増強です。ここ数年、特に大手生保において「内部留保増しと劣後債等の調達により資本増強を図る」動きが顕著です。

二つ目はリスクの削減あるいはコントロールです。まず、ALMの推進という観点から、生保の資産運用は長期の債券が中心となっています。また、一部の生保ではリスク量を抑制するために、株式残高を削減しています。

経済価値でソルベンシーを評価する新規制では、負債にも金利変動リスクが発生します。特に、「保険期間が長く予定利率が固定された伝統的な終身保険や年金保険」は、金利リスクが大きくなります。この問題に対処するために、すでに一部の生保では、「再保険活用による既存契約の

<sup>5</sup> 例えば国内株式の価格変動リスクは「時価残高×20%」という計算式で求める。

<sup>6</sup> Economic Solvency Ratioの略

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、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。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複製、転送または再配布することはご遠慮ください。

金利リスク削減」に取り組んでいます<sup>7</sup>。

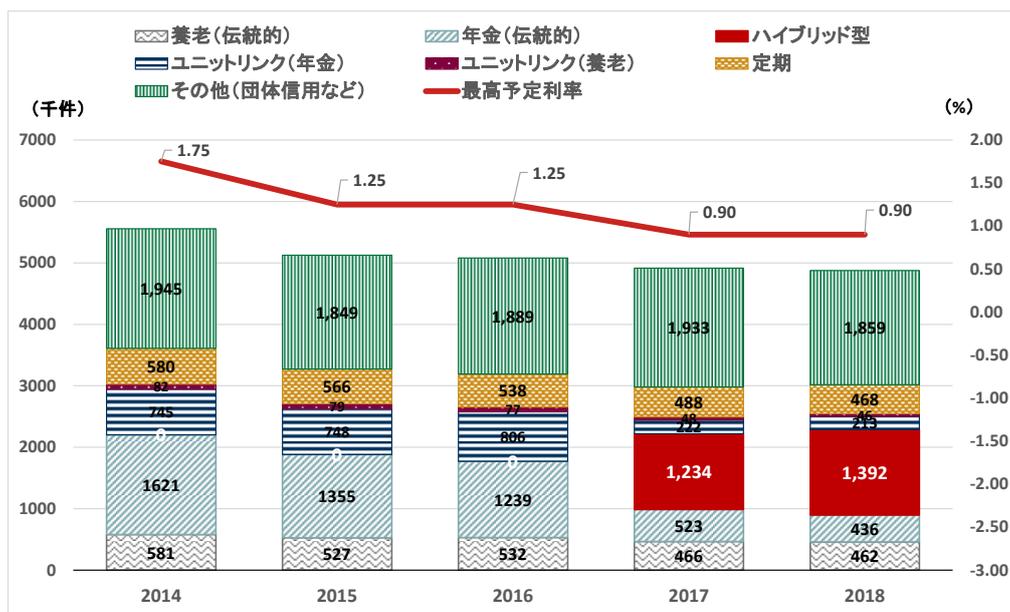
また、新規契約の金利リスクを削減するためには、商品性を見直すことも考えられます。実際、2016年からソルベンシーⅡが導入されているヨーロッパでは、伝統的な商品から革新的な商品への移行も起こっています。

て生保商品の変革が起こる可能性があると考えます。

### 生保一般勘定の見通し

生保一般勘定についての今後の注目点は、第一・日本以外の各社の動きです。

図表5 ドイツにおける新契約件数・最高予定利率の推移(例示)



(出所) 金融庁資料より NFRC 作成

図表5はドイツの生保会社における新契約商品件数と最高予定利率の推移を見たものです。規制が導入されたのは2016年ですが、2017年からはっきりとした変化がみられます。まず、最高予定利率が引き下げられています。また、伝統的な予定利率保証のある年金商品が大きく減少し、代わりにユニットリンク型やハイブリッド型商品<sup>8</sup>への移行が進んでいることがわかります。

わが国でも新規規制を契機に、個人保険も含め

結論を言えば、筆者は「各社とも、新ソルベンシー規制が導入予定の2025年までには、一般勘定の商品性を見直すだろう」と予想します。

新規規制は現行規制よりも厳しく、生保会社の健全性の目安であるソルベンシー・マージン比率は、大きく減少することが予想されます。しかし、生保会社は新規規制でのソルベンシー・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ります。

その結果、個人保険・団体年金とも経営に大きな影響が出るだろうと予想しています。

予定利率が1.25%の生保一般勘定について、市場金利を用いて負債の経済価値を評価すると、今よりも負債が増加し資本が減少することになります。また、負債の金利リスクの管理も新規制で

<sup>7</sup> 例えば、第一生命は2018年度と2020年度に「既契約ブロックの一部(払込満了後の終身保険)」を再保険会社へ出再した。

<sup>8</sup> ハイブリッド型の商品とは、例えば「予定利率の保証はないかわりに、伝統的な商品よりも高い配当利回りを提供するような商品」が挙げられる。

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、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。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複写、転送または再配布することはご遠慮ください。

は必要になります。この問題に対処するためには、生保一般勘定の商品性の見直しがどうしても必要になるだろうと考えます。

ただし、各社の見直し後の予定利率が、日本生命の0.5%や第一生命の0.25%と同水準になるかどうかは不透明です。実際、日本生命と第一生命の見直し後の予定利率には差がつかしました。本来、見直し後の予定利率の水準や配当還元ルール等の商品性については、各社毎の考え方や方針・団体年金区分の財政状況などが反映されるべきだと考えます。

生保各社がそれぞれに創意工夫して、「新規制にも対応し、かつ顧客にとっても魅力的な商品」を開発することを期待したいと思います<sup>9</sup>。

— 次号のお知らせ —

次号は

**4月25日(月)**

発行予定です。

<sup>9</sup> 生保一般勘定の仕組みや新ソルベンシー規制のより詳細な説明については、高松博之[2020]『生保一般勘定の研究(Ⅱ)(フィデューシャリー・リサーチNo.62)』(野村證券)を参照

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、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。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村證券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複写、転送または再配布することをご遠慮ください。

### 《MSCI データの利用に関する注意事項》

本資料中に含まれる MSCI から得た情報は MSCI Inc. (「MSCI」) の独占的財産です。MSCI による事前の書面での許可がない限り、当該情報および他の MSCI の知的財産の複製、再配布あるいは指数などのいかなる金融商品の作成における利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任をいかなる場合にも一切負いません。MSCI および MSCI 指数は MSCI およびその関連会社のサービス商標です。

### 《FTSE 世界国債インデックスに関する注意事項》

FTSE 世界国債インデックスは、FTSE Fixed Income LLC により運営され、世界主要国の国債の総合収益率を各市場の時価総額で加重平均した債券インデックスです。このインデックスのデータは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLC は、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利は FTSE Fixed Income LLC に帰属します。

### 《金融商品取引法に基づく情報開示》

会社名： 野村フィデューシャリー・リサーチ & コンサルティング株式会社  
金融商品取引業者： 登録番号 関東財務局長(金商) 第 451 号  
加入協会： 一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号(第 011-00961 号)  
報酬等： 当社がサービスの対価として、お客様にご負担いただく報酬(税込)の上限は下表の通りですが、投資助言の対象、運用手法、サービス内容等に応じて、お客様との協議により個別に決定いたします。報酬額の計算方法はお客様との個別協議に基づいて決定するために、事前に表示することができません。

	助言契約	一任契約
年間基本料率 もしくは年間報酬額 <sup>(※)</sup>	0.55% もしくは 2,200 万円	0.825%

<sup>(※)</sup> 上記は単一のサービスに対するものであり、複数のサービスを組み合わせた契約には当てはまりません。

投資リスク

当社の業務に関して、お客様が負担する投資リスクには主に以下のようなものがあり、投資する商品の価格が変動しますので、運用資産に損失が生じ、元本を割り込むおそれがあります。

- 株価変動リスク： 株式相場の変動により、投資する株式等の価格が変動するリスクがあります。
- 金利変動リスク： 市場金利の変動により、投資する債券等の価格が変動するリスクがあります。
- 為替変動リスク： 通貨価格の変動により、投資する外貨建て資産の価格が変動するリスクがあります。
- 信用リスク： 投資する証券の発行体の信用状況の変化により当該証券の価格が変動するリスクがあります。
- 流動性リスク： 流動性に乏しい商品(プライベート・エクイティ・ファンド等)について、不利な条件でしか換金できないリスクがあります。
- デリバティブ固有のリスク： デリバティブ(先物・オプション等)が対象資産の価格変動と連動しないリスクがあります。
- 投資対象リスク： プライベート・エクイティ・ファンドは、ベンチャー企業を含む非公開企業を投資対象とするため、一般に高いリスクを有します。
- 投資案件が確保されないリスク： プライベート・エクイティ・ファンドは、当初想定された金額を満たす投資案件が確保されないリスクがあります。

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・発行： 野村フィデューシャリー・リサーチ & コンサルティング株式会社  
(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒103-0007 東京都中央区日本橋浜町3-21-1 日本橋浜町Fタワー16F  
TEL: 03 6703 3991 Email: [nenkin@jp.nomura.com](mailto:nenkin@jp.nomura.com)