

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

生保会社の2021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について、2021年度のリターン水準を「予定利率+配当率」で見ると、住友生命を除き2020年度よりも減少しています。要因としては、株価の下落に加え、2025年からの導入が予定されている新ソルベンシー規制の影響もあるものと思われます。一方で、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。

企業年金向け一般勘定の2021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、予定利率が保証されており、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2021年度配当率をまとめたものです。なお、最上段には2021年度末時点の予定利率を記載してあります。

第一生命が2021年10月から予定利率を下げ

ましたので、各社の配当率だけを比較しても意味がありません。そこで図表1の「予定利率+配当率」、すなわちトータルでのリターンの欄に注目してみましょう。

2021年度の数値が赤字で表示されているのは、2020年度よりも「予定利率+配当率」が減少したことを意味しています。ご覧のように、住友生命を除きトータルでのリターンが前年度よりも減少しています。

図表1 生保各社の2021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)
	予定利率 (2021年度末時点)	1.25	0.25	1.25	1.25	1.30	
2017年度	配当率	0.28	0.25	0.56	0.10	0.60	0.06
	予定利率+配当率	1.53	1.50	1.81	1.35	1.90	
2018年度	配当率	0.25	0.19	0.36	0.06	0.50	0.07
	予定利率+配当率	1.50	1.44	1.61	1.31	1.80	
2019年度	配当率	0.29	0.14	0.00	0.02	0.30	-0.04
	予定利率+配当率	1.54	1.39	1.25	1.27	1.60	
2020年度	配当率	1.24	0.00	0.30	0.08	0.60	0.02
	予定利率+配当率	2.49	1.25	1.55	1.33	1.90	
2021年度	配当率	0.25	0.75	0.00	0.18	0.30	0.06
	予定利率+配当率	1.50	1.00	1.25	1.43	1.60	

(注1) 解約控除型一般勘定についての配当率。第一生命は「解約控除が市中金利連動方式」の配当率

(注2) 赤字は2021年度の「予定利率+配当率」が前年よりも減少した箇所である。

(注3) 第一生命の2021年9月末までの予定利率は1.25%であり配当率はゼロである。

(出所) 各社の資料より NFRC 作成

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
2021 年度末	ソルベンシー・マージン比率	1059.7%	907.3%	1061.6%	809.0%	1234.2%
	リスクの合計額	33,973	14,291	16,758	12,346	3,108
	うち 予定利率リスク相当額	2,671	1,657	1,026	1,754	222
	資産運用リスク相当額	30,482	12,098	15,174	10,224	2,803
	ソルベンシー・マージン総額	180,011	64,838	88,956	49,944	19,179
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
2021 - 2020	ソルベンシー・マージン比率	52.2%	-29.9%	-7.5%	-31.5%	-27.4%
	リスクの合計額	▲ 1,197	▲ 625	254	▲ 206	180
	うち 予定利率リスク相当額	▲ 541	▲ 136	▲ 153	▲ 61	▲ 76
	資産運用リスク相当額	▲ 634	▲ 473	415	▲ 142	254
	ソルベンシー・マージン総額	2,837	▲ 5,067	734	▲ 2,806	706

(出所) 各社の資料より NFRC 作成

なお、第一生命の配当率は0.75%と他社よりも高いですが、予定利率が0.25%なのでトータルのリターンは1.00%となります¹。

日本生命・明治安田生命・富国生命は2020年度に比べて減配となりました。特に、日本生命の配当率は大幅に減少しています。減配となった理由としては、株価の下落によるキャピタル損益の減少に加えて、新ソルベンシー規制への対応も考えられます。

年金ニュース解説No.882²で述べたように、保険会社向けの新しい資本規制が2025年度に導入される可能性があります。新規制は現行規制よりも厳しいため、新規制下でも十分な健全性を確保するためには資本や内部留保の一層の充実が必要になります。

今年度の決算で一般勘定の配当率を減少させた生保会社は、配当による顧客への還元よりも、新規制に備えるために内部留保の充実を優先させたのではと考えています。

ソルベンシー・マージン比率

次に、生保各社の健全性の状況のみてみましょう。新規制導入までは、現行のソルベンシー・マージン比率と実質純資産(および含み益)が、生保会社の健全性指標になります。

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2021年度末と2020年度末の各社の状況です。

この表を見ると、2021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809%ですから、現行規制を前提にすると、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1,234%もあります。

¹ 第一生命の2021年9月末までの予定利率は1.25%であり、その期間に対応する配当率はゼロである。

² 年金ニュース解説 No.882「生保一般勘定の予定利率引下げ～その背景を考える」(高松 博之)、2022年4月11日

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。

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
2021 年度末	①実質純資産残高	-	83,555	99,008	59,572	18,871
	うち公社債含み損益	21,351	18,043	16,248	10,882	1,950
	株式含み損益	56,250	19,620	29,273	11,420	3,520
	外国証券含み損益	28,122	5,920	3,773	2,779	1,732
	②一般勘定資産残高	753,599	374,623	434,710	356,779	72,768
	①/②	-	22.3%	22.8%	16.7%	25.9%
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%
2021 - 2020	①実質純資産残高	-	▲ 12,915	▲ 7,839	▲ 8,273	▲ 621
	うち公社債含み損益	▲ 10,099	▲ 7,918	▲ 6,353	▲ 5,484	▲ 880
	株式含み損益	▲ 2,392	▲ 1,494	▲ 521	▲ 806	▲ 183
	外国証券含み損益	▲ 2,701	▲ 3,788	▲ 2,273	▲ 5,131	20

(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 NFRC 作成

一方で、2020年度末と比較すると、日本生命を除きソルベンシー・マージン比率は減少しています。この主要因は、株価の下落や米国金利上昇を背景とした有価証券含み益の減少だと思われます。なお、日本生命のソルベンシー・マージン比率が改善しているのは、劣後債等の募集により、有価証券含み益の減少を補えたためと考えられます³。

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。2021年度末の実質純資産は、各社とも2020年度末よりも大きく減少しています。内訳を見ると、各社とも公社債含み損益の減少幅が大きいことが分かります。また株式・外国証券の含み損益も減少傾向にあります。株価下落と内外の金利上昇の影響が現れたと言えるでしょう。

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20%を超える水準にあります。また、住友生命も約17%と十分に高い水準となっています。

³ 日本生命は、2021年5月に「円建て劣後ローン(2,000億円)」、2021年9月に「米ドル建て劣後債(9億米ドル)」を調達した。

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)

		2021年 3月末	2022年 3月末
第一生命 ホールディングス	ESR(%)	203	227
	連結ソルベンシー・マージン比率(%)	958	902
明治安田生命 グループ	ESR(%)	209	211
	連結ソルベンシー・マージン比率(%)	1,152	1,135
T&D ホールディングス	ESR(%)	227	236
	連結ソルベンシー・マージン比率(%)	1,094	1,026

(出所) 各社公表資料より NFRC 作成

ここまでみてきたことをまとめると、2021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。

新ソルベンシー規制の影響

前記したように、保険会社向けの新資本規制(新ソルベンシー規制)が、2025年から導入される可能性があります。新規制の特徴は、資産・負債を経済価値で評価することです。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(ESR⁴)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、2022年3月末の連結SM比率902%に対してESRは227%と4分の1以下の水準になっています。明治安田生命グループや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⁵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。

実際、第一生命や日本生命が生保一般勘定の予定利率引下げを行ったのは、新ソルベンシー規制への対応という意味合いがあると思われる。今後、生保各社が新規制にどのように対応するかが注目されます。

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、2021年度は2020年度よりも増加したことがわかります。対前年度増加率をみると、2020年度は各社とも大幅マイナスだったのに対し、2021年度はプラスとなっています。

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、2020年度はコロナ禍による対面販売自粛(主に2020年4月から6月)の影響が強く

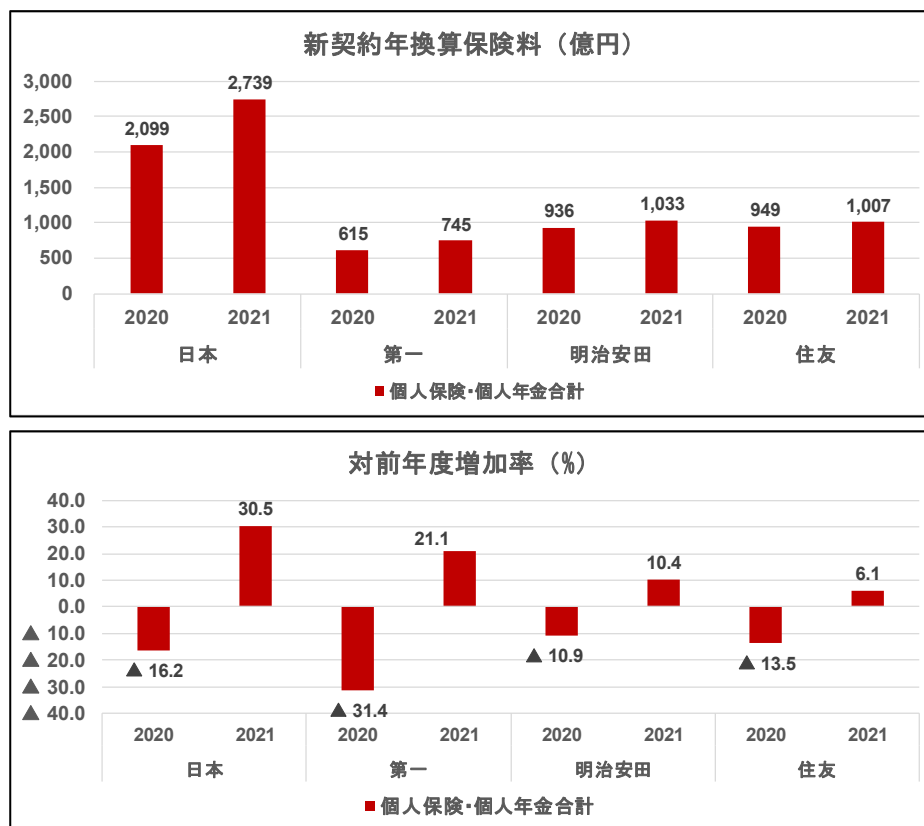
⁵ なお、現行のソルベンシー・マージン比率では200%が健全性の目安となる水準だが、新規制では100%が基準になるものと思われる。

⁴ 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。

出ましたが、2021年度は年間を通じて対面販売を行えたことの影響が大きかったと言えるでしょう。

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 NFRC 作成

— 次号のお知らせ —

次号は

9月20日(火)

発行予定です。

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。

《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 ^(※)	0.55% もしくは 2,200 万円	0.825%

^(※) 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。

<https://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