

生命保険会社の国際比較 — バランスシート構成の違いと金融安定への含意 —

金融機構局 鷲見和昭、稲場広記、今久保圭

Bank of Japan Review

2017年4月

生命保険会社は、長期の保険契約を履行するために長期の資産運用を行うという、他の金融機関にはない独特の機能を担っている。この基本的な機能は各国の保険会社に共通だが、提供している保険商品や運用している金融資産は様々である。こうした違いは、資産や負債のデュレーション・ミスマッチなど、会社ごとの財務リスクの違いとなって表れ、ひいては、システミックな影響力の違いにも繋がりが得る。本稿は、こうした問題意識のもと、日本、ドイツ、英国、米国の保険会社のバランスシート構成について、国際比較を行ったものである。

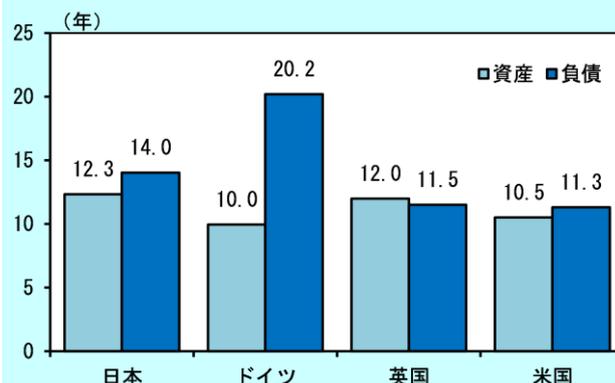
はじめに

生命保険は、死亡リスクに対する死亡保障のほか、長生きリスクに対する生存保障など、被保険者の長期にわたる経済リスクをヘッジする手段として提供される。いずれも長期の保険契約に基づくものであり、保険会社は保険料を将来の保険金支払いのための責任準備金として積み立てるとともに、これを原資に長期の資産運用を行う。その負債デュレーション（保険金支払いまでの期間）と資産デュレーション（資産運用における投資期間）は、いずれも10年超の長期に及ぶ（図表1）。このように長期の保険契約を履行するために長期の資産運用を行う保険会社は、従来、金融資本市場における「ショックの緩衝役（shock absorber）」と位置付けられてきた。

近年、金融システムにおける保険会社のプレゼンスが高まるなか、そのシステミックな影響力が再評価されている。なかでも、プレゼンス拡大に伴うショックの波及経路の変化は、金融安定に関する国際的な議論のなかで、大きな関心事項となっている¹。世界的な低金利環境の長期化に対する保険会社の対応も、論点のひとつである。もっとも、システミックな影響力は、実際に提供している保険商品や運用している金融資産によって変わり得る。本稿では、こうした問題意識のもと、生命保険の取り扱いが多い日本、ドイツ、英国、米国の保険会社のバランスシート構成について、

国際比較を行う²。

【図表1】資産・負債デュレーション



(注) 日本は2015年度末、米国は2015年末、ドイツ・英国は2013年末。日本は大手4社ベースの試算値。

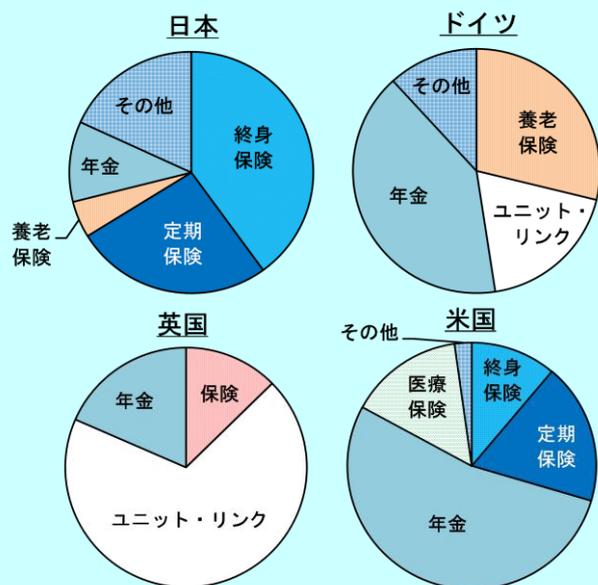
(出所) ACLI、EIOPA、ムーディーズ、各社開示資料

保険商品構成の違い

保険会社が提供している保険商品は、国ごと、会社ごとに様々である。例えば、死亡保険ひとつとっても、保障期間が予め定められた定期保険と、一生保障が続く終身保険に分けられる。保険金の給付額が予め確定している定額保険もあれば、運用成績に応じて給付額が変動する変額保険もある。各国の保険商品構成は、社会保障制度の整備状況や社会的慣習に基づく被保険者のニーズという需要側の要因に加え、保険会社がどのような商品を提供できるかという供給側の要因にも左右される。

前掲図表 1 のとおり、負債デュレーションは、ドイツが 20 年と 4 か国のなかでは最長であり、次いで日本の 14 年、英国と米国の 11 年という順である。これら 4 か国の保険商品構成の特徴をみると、負債デュレーションが相対的に長いドイツと日本では、養老保険や終身保険など契約期間の長い定額保険の取り扱いが多い(図表 2)。反対に、負債デュレーションの短い英国と米国では、ユニット・リンク(投資信託に類似した変額商品の一種)や変額年金を中心とした個人年金など、変額商品の取り扱いが多くなっている。

【図表 2】 保険商品構成



(注) 日本は 2015 年度末、ドイツ・米国は 2015 年末、英国は 2012 年末。団体保険・団体年金を除く。日本は保有契約高ベース、その他の国は保険料ベース。

(出所) ABI、ACLI、GDV、LIMRA、生命保険協会

(定額保険中心のドイツと日本)

ドイツでは、第二次大戦以降、低水準で安定したインフレのもと、長期契約・利回り保証型の貯蓄性商品が国民の資産形成手段として幅広く受け入れられてきた。なかでも、30 年と契約期間の長い養老保険や個人年金は、税制優遇・補助金を背景に長らく選好されてきた³。これらの優遇策のうち、養老保険に対する税制優遇は 2005 年に既に廃止されている。もっとも、既契約分が残存していることもあり、保険会社の負債デュレーションは 20 年超と、資産デュレーション対比で著しく長い。

また、2011 年には、保険金支払いをより確実なものとするために追加責任準備金制度が導入さ

れ、市場金利が保険商品の保証利率を下回った際に、責任準備金を積み増すことが義務付けられた。もともとの負債デュレーションの長さも相まって、責任準備金の積立負担は増す方向にある。こうしたなか、ドイツの保険会社は、同負担を抑制する目的もあってユニット・リンクなど変額商品の販売に注力するようになっており、その取り扱いが急速に拡大している。

わが国の保険商品構成は、世帯主向けの終身保険をはじめとする死亡保障型の取り扱いが多いことが特徴である。片働きの核家族という戦後の家族構成のもと、世帯主を失うことによる経済的損失の補償ニーズの強さが、利回り保証付きの死亡保障型を中心とした商品提供に繋がったとみられる。営業員による訪問販売という独特の手法のもと、死亡保障型の販売を促進してきたことも、その普及に一役買った面がある。終身死亡保険の残存期間は平均 30 年以上と長く、これが負債デュレーションの長さに直結している⁴。単身世帯・共働き世帯の増加や 2001 年以降の医療保険など第三分野商品の段階的解禁を背景に、生存保証型の取り扱いが増加傾向にあるが、死亡保障型は今なお中核を占めている。

(変額保険中心の米国と英国)

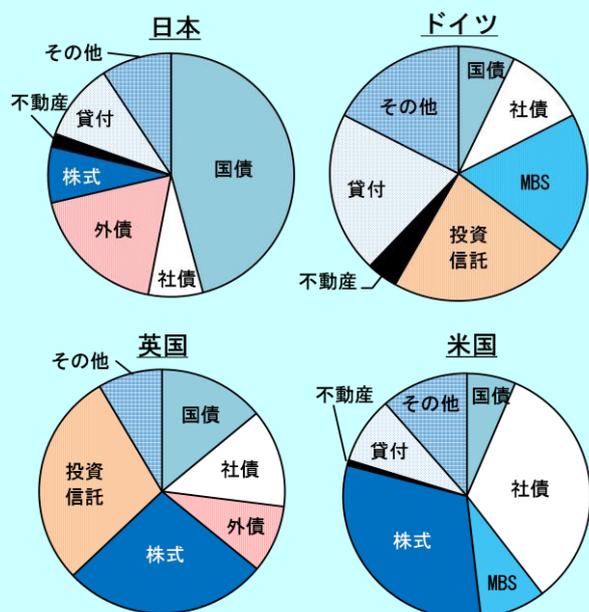
負債デュレーションの相対的に短い米国において、保険商品構成の大半を占めるのは、個人年金と医療保険である。個人年金は、1980 年代以降、家計の資産形成手段として広く普及してきた。また、医療保険は、公的医療保険制度が確立されていないなかで、民間の保険商品として発展を遂げてきた。このほか、定期保険やユニバーサル保険(定期預金と定期保険のハイブリッド商品)の取り扱いも多い。

同じく負債デュレーションが相対的に短い英国では、一時払いの変額商品が保険商品構成の大半を占めている。1970 年代以降、中核商品は保障商品から貯蓄性商品へシフトしており、現在でも貯蓄を重視した商品が提供されている。その代表格がユニット・リンクの個人年金である。なお、米・英国とも、個人年金の多くは保証利率の低い変額商品であり、確定債務が小さい。このため、契約期間の長い個人年金であっても、負債デュレーションに及ぼす影響は軽微である。

運用資産構成の違い

前掲図表1のとおり、各国の資産デュレーションは10~12年と、負債デュレーションに比べてばらつきは小さいが、運用資産構成はやはり各国で様々である(図表3)。基本的には、定額保険の取り扱いが多ければ、一般勘定で管理する資産が多くなり、変額保険の取り扱いが多ければ、その運用実績を保険金に直接反映するために、分離(特別)勘定で管理する資産が多くなる。

【図表3】運用資産構成



(注) 日本は2015年度末、ドイツ・米国は2015年末、英国は2014年末。日本と米国は一般勘定と分離(特別)勘定の合計。ドイツと英国はユニット・リンクを含む全勘定。

(出所) ACLI、GDV、ONS、生命保険協会

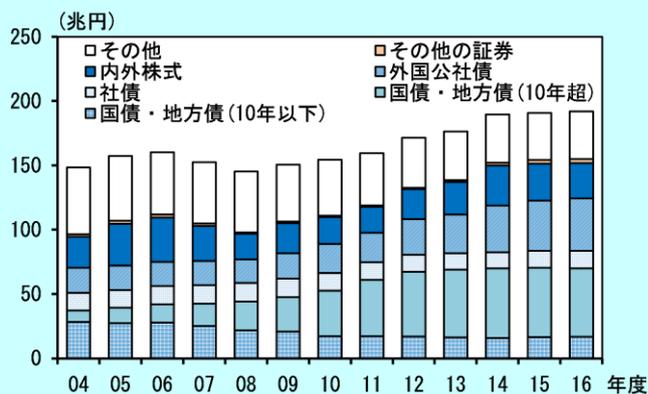
運用資産の選択は、様々な要因から影響を受ける。金融資産ごとのリスク・リターンや流動性に関する評価に基づいて資産ポートフォリオを構築するという点は、保険会社も一般の投資家と同様である。また、各国の金融資本市場の構造の違いにも左右される。長期の負債デュレーションに合わせて資産デュレーションを長期化するという、保険会社に特有の事情もある。このほか、ソルベンシー規制など保険監督・規制の影響も小さくない。こうしたなか、日本では超長期国債を、米国では社債と株式を主軸とした運用が行われている。一方、ドイツと英国では、投資信託を活用するなど運用資産の多角化が進んでいる。

(債券運用中心の日本)

わが国では、利回り保証型を中心とした商品提

供を反映して、総資産の97%を一般勘定が占めており、その運用責任は保険会社が負っている。資産別にみると、国債の運用比率が他国と比べて突出して高い一方、社債や投資信託の運用比率は僅少である。国債の運用比率が高い要因のひとつに、2000年に保険会社に特有の会計区分として導入された責任準備金対応債券が挙げられる。金利変動による資産と負債の時価変動が一致するように管理している債券は責任準備金対応債券として区別され、時価評価の適用対象外とすることが認められている。このため、資産負債管理(ALM)の観点からは、長期国債の保有が容易となっている。加えて、2000年代以降は、運用利回りの確保とデュレーション・ミスマッチの解消を目的に、超長期国債を中心とした運用が行われるようになった(図表4)。

【図表4】わが国生保の運用資産構成



(注) 集計対象は大手9社。直近は16年9月末。一般勘定ベース。「その他の証券」は、投資信託など。「その他」は、現預金、貸付金、不動産など。

(出所) 各社開示資料

また、2010年以降は、外債を積み増す動きが明確となっている。なかでも、外貨建て債券の運用比率の高さは、他国ではみられない特徴である。その背景には、内外の利回り格差のほか、制度面では、2010年度に改正されたソルベンシー規制において、外貨建て債券のリスク係数が引き下げられたことも影響している模様である。保有外債の60~70%は為替リスクをヘッジしているが、最近では、ヘッジコストの高止まりを受けて、米国国債よりも利回りの高い、米国社債を積み増す動きもみられる。

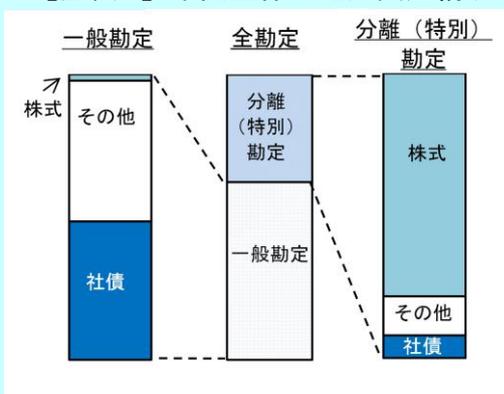
(社債・株式運用の米国)

米国の一般勘定では、市場に厚みがある国内社債での運用が中心となっている。米国社債の平均

償還年限は 17 年と、中長期債が中心の本邦社債市場に比べて十分に長い。このため、他の金融資産に頼らずとも、社債運用により、運用利回りを確保しつつ資産デフレをコントロールすることが可能となっている。

また、分離勘定で管理する資産が総資産の 40% 弱と高い割合を占めている点も、米国の特徴である (図表 5)。これは、変額年金の取り扱いが多いことを反映したものであり、わが国とは対照的に、被保険者が運用リスクを直接負担する割合が高くなっている。同勘定では、確定拠出年金 (401 (k)) の主たる運用手段である株式の運用比率が 80% 近くを占めている。

【図表 5】米国生保の運用資産構成



(注) 2015 年末。
(出所) ACLI

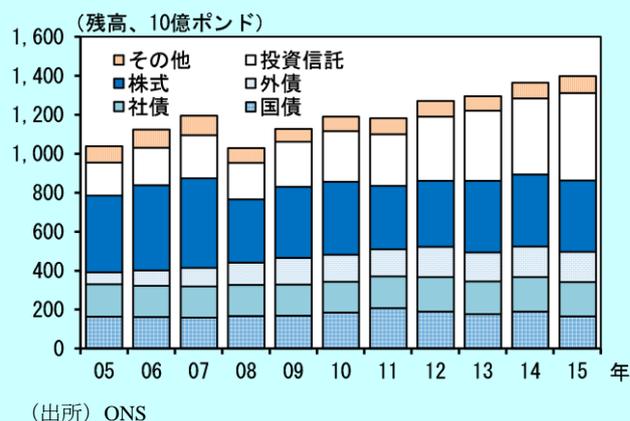
(多角的な運用のドイツと英国)

ドイツの保険会社も、わが国と同様、運用利回りの確保とデフレ・ミスマッチの解消が資産運用上の論点となっている。このうち前者については、高い保証利率に見合った運用利回りを確保するために、早くから運用資産の多角化が進められてきた。その結果、MBS や投資信託、貸付など幅広い資産を保有するに至っている。一方、後者のデフレ・ミスマッチは、引き続き大きな課題として残っている。負債デフレが 20 年と突出して長いうえ、国債市場においては超長期債 (30 年債) の発行が少なく、国債運用による資産デフレの長期化も容易ではない⁵。

英国でも、貯蓄性商品を中心とした保険商品構成を反映して、ドイツと同様、早くから運用資産の多角化が進められてきた。国債や株式のほか、社債や投資信託などに分散して運用されている。

特に、ユニット・リンクに紐付いた投資信託の運用比率が高いことが特徴である (図表 6)。ユニット・リンクに紐付いた投資信託の運用成果は被保険者に直接還元されることから、ユニット・リンクの取り扱いが拡大しているドイツや英国もまた、被保険者が運用リスクを直接負担する割合が高くなっている。

【図表 6】英国生保の運用資産構成



金融システムの安定への含意

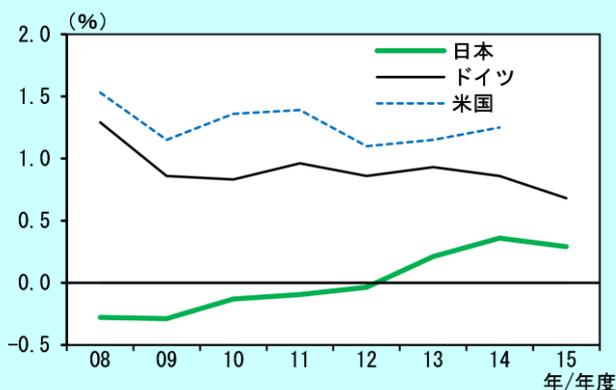
主要国における保険部門は近年規模を拡大させており、資産規模で見ると、各国の金融システムにおいて銀行部門に次ぐ地位を占めている。こうしたなか、保険市場と他市場との繋がりや強まる方向にある。また、世界的な低金利環境が長期化していることも、運用利回り、標準利率 (責任準備金の計算利率)、予定利率 (保証利率) の低下圧力を通じて、保険会社の利回り追求姿勢や金融システムにおけるリスクマネーの所在に変化をもたらしている。こうした金融システムにおける潜在的な脆弱性の度合いもまた、保険商品や運用資産の構成の違いに応じて様々である。

(利回り追求姿勢の前傾化)

運用利回りの低下圧力あるいは利鞘 (運用利回りと予定利率の差) の縮小圧力は、保険金支払い原資の減少要因となるため、高利回り資産や低格付け資産の積み増しなど、保険会社の利回り追求姿勢を前傾化させる方向に働く。特に、ドイツや日本のように、利回り保証型の取り扱いが多く、かつ保証利率が高い先では、こうした傾向が顕著であり、低金利環境が続くなかでも、利鞘の大幅な悪化は回避されている (図表 7)⁶。ドイツでは、

運用利回りの改善を企図して、ドイツ以外のユーロ域内向けや米国向けのエクスポージャーを徐々に高めている（図表 8）。また、わが国では、イールドカーブがフラット化し、超長期国債運用による運用利回りの確保と資産デュレーションの長期化が両立しにくくなるなか、前述のとおり、ヘッジ付き外債を積み増す動きが明確となっている。外債の運用比率はここ 5 年で 15% から 20% まで上昇するなど、海外の債券市場からの影響を受けやすくなっているほか、為替スワップ市場からの影響も受けやすくなっている。

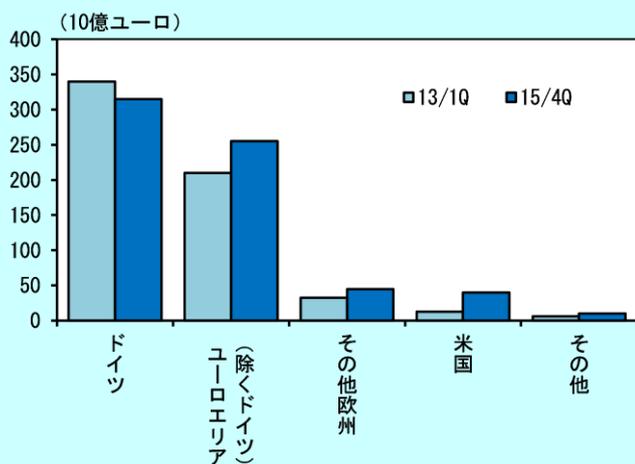
【図表 7】 利鞘



(注) 利鞘は、運用利回りと平均予定利率の差。日本は大手 4 社ベース。

(出所) Bundesbank、NAIC、各社開示資料

【図表 8】 ドイツ生保の運用資産構成



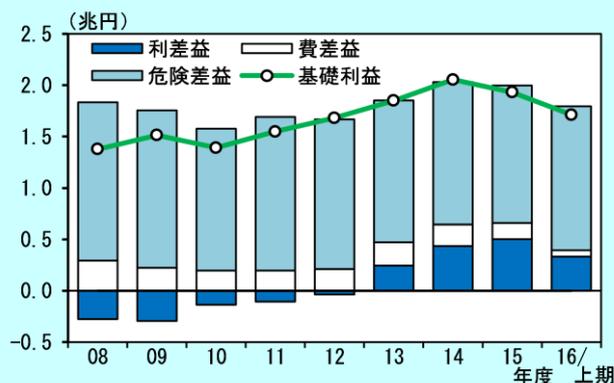
(注) 仕向け地別の投資残高。

(出所) Bafin、Bundesbank

もっとも、利回り追求姿勢が前傾化しているとはいえ、これまでのところ、その度合いは限定的なものにとどまっている。例えば、わが国の場合、予定死亡率（保険契約時の想定死亡率）と実績死亡率の差から生じる危険差益（死差益）が収益バッファとなっており、これが過度な利回り追求を

抑制する要因となっている（図表 9）⁷。わが国では、死亡保障額が名目 GDP を 2 倍以上上回るなど、死亡保障型の取り扱いが突出して多いことに加え、諸外国に例をみない急速な長寿化が進んでいる。こうしたなか、実績死亡率が予定死亡率を下回る状態が続いており、利差益を大きく上回る危険差益を毎年計上してきた。わが国では 2012 年度までは利差損（逆鞘）の状態にあったが、この間、保険会社が期間収益を確保し、内部留保を積み上げることができたのも、危険差益によるところが大きい。

【図表 9】 わが国生保の基礎利益



(注) 集計対象は大手 4 社。16 年度上期は年率換算値。

(出所) 各社開示資料

英国とドイツでは、保険会社自体の利回り追求とは別に、家計が利回り追求姿勢を強めた結果、期待利回りの高いユニット・リンクの取り扱いが増加している。こうした家計の投資行動の変化は、保険会社を通じた投資信託向けエクスポージャーを拡大させ、保険市場と投資信託市場の繋がりを強めている面がある。ユニット・リンクに紐付いた投資信託の運用は、家計の投資判断をより色濃く反映する分、機関投資家としての長期的な投資行動よりも、短期的な投資行動がとられやすいことが指摘されている。このため、投資信託の元本割れリスクが高まると、保険契約とそれに紐づく投資信託の解約が殺到し、資産売却が集中することで、市場が混乱することが想定される。この点が、保険会社を通じた新たなショックの波及経路として、国際的な議論のなかで注目を集めている論点のひとつである。

米国では、保険会社の運用利回りはなお 5% 台と高い水準を維持している。この間の資産ポートフォリオの変化をみると、債券の投資年限を限界的に長期化させたり、格付けが 1 ノッチ下の運用

比率を引き上げたのみで、リスク性資産の運用比率を高める動きは相対的に弱い⁸。保険会社自体の利回り追求姿勢の変化は限定的だが、オープンエンド型の投資ファンドが高い利回りを求めて社債市場に参入してきたことで、結果として、社債市場を通じた保険会社と投資ファンドの繋がりが強まっている面がある。投資ファンドの売買が価格変動を増幅させることで、保険会社の運用行動にも影響が及ぶ可能性が指摘されている。

（標準利率の低下圧力）

標準利率は責任準備金の計算利率であり、保険価値の割引率に相当する。同利率が低下すると、責任準備金の積立負担が増すことから、短期的には負債コストの増加要因となる。もっとも、中長期的な観点からみれば、責任準備金の確保に繋がることから、生命保険運営の安定要因でもある。

この点、わが国の標準利率は、他国との対比でも、市場金利の低下に対する感応度が高く、保守的に設定されている。特に、金利リスクの高い円建て一時払い終身については、四半期ごとの改定のタイミングで標準利率に市場金利の低下が反映されることから、負債コストの増加が顕在化しやすい。ドイツや米国では、標準利率の改定頻度は年1回である。こうしたこともあって、わが国では、4か国のなかで保険会社による販売抑制の影響がもっとも強く表れている。円建て一時払い終身を中心に保険料値上げや販売停止が相次いでいるほか、2017年度からは平準払い保険にも保険料値上げの動きが広がっている。

（予定利率の低下圧力）

予定利率は、被保険者に予め保証する利回りであり、予定運用収益の算出根拠や保険料の割引率ともなる。同利率の引き下げは、保険料率（保険金額に占める保険料総額の割合）の上昇要因となる。保険会社は、短期的には、市場金利が低下するなかでも相対的に高めの予定利率を設定することで、保険商品（特に貯蓄性商品）の投資対象としての魅力を維持する誘因をもつ。もっとも、既契約分の予定利率の引き下げは困難であるため、実際には、予定利率は、責任準備金と保険料収入がバランスするよう、中長期的な観点から設定されている。

わが国では、銀行預金と並び、定額の生命保険は利回りの保証された貯蓄手段として発展を遂げてきた。家計の金融資産に占める割合をみると、生命保険は12%と、銀行預金の48%に次ぐ規模となっている。予定利率の引き下げや一部商品の販売停止により、従来、定額の生命保険で運用されていた家計の貯蓄性資金が、今後、どのような商品で運用されるかという点は、家計の資産運用行動という観点だけでなく、金融システムにおけるリスクマネーの所在という観点からも注目に値する。

おわりに

本稿では、保険会社のバランスシート構成について国際比較を行った。長期の保険契約を履行するために長期の資産運用を行うという基本的な機能は各国で共通だが、提供している保険商品や運用している金融資産は様々である。こうした違いは、会社ごとの財務リスクの違いとなって表れ、ひいては、システミックな影響力の違いにも繋がり得る。

金融安定に関する国際的な議論のなかでも、保険業界に関する議論が活発になっている⁹。保険業界と金融システム全体の健全な発展を目指すうえで、今後も、各国の保険会社の共通点と相違点を踏まえつつ、ショックの波及経路の違いなど、システミックな影響力に対する理解を深めていくことが重要である。

¹ 次のレポートを参照。

International Monetary Fund, *Global Financial System Report*, April 2016.

² 各国の生命保険業界の動向については、次のレポートを参照。

【ドイツ】

Deutsche Bundesbank, *Financial Stability Review*, November 2016.

European Central Bank, *Financial Stability Review*, November 2016.

German Insurance Association, *Statistical Yearbook of German Insurance 2016*, November 2016.

中村亮一、「金利低下に保険監督当局はどう対応してきたのか—ドイツ Bafin の例—」、ニッセイ基礎研究所、2015年6月。

【英国】

Bank of England, *Financial Stability Report*, December 2015.

松岡博司、「英国生保業界の変容」、ニッセイ基礎研究所、2016年5月。

【米国】

American Council of Life Insurers, *Life Insurers Fact Book 2016*, November 2016.

Bruning, L., "Monitoring Interest Rate Risk: Low Interest Rate Study Update," National Association of Insurance Commissioners, April 2016.

宮本佐知子、「米国個人生命保険市場の現状と今後」「米国個人年金保険市場の現状と今後」、野村資本市場研究所・資本市場クォーターリー、2009年春号。

³ 養老保険の場合、一定の条件のもとで、保険料が所得控除の対象となったほか、満期保険金と解約返戻金は非課税とされていた。また、2001年の公的年金の給付削減を受けて設立された、被雇用者向けのリスター年金と自営業者向けのリールアップ年金は、所得控除や助成金の対象となっている。

⁴ 次のレポートを参照。

菅和聖・倉知善行・福田善之・西岡慎一、「わが国生命保険会社のバランスシート構造と国債投資」、日銀レビュー・シリーズ、No.2012-J-16、2012年11月。

⁵ 欧州では、2016年に、資産・負債の一体的な時価評価を求める経済価値ベースのソルベンシー規制（ソルベンシーII）が日米に先行して導入されたが、最長16年の経過措置が認められている。

⁶ わが国大手保険会社の利鞘は、2013年度に利差損（逆鞘）から利差益（順鞘）に転じている。利鞘の改善には、本文中で指摘した運用利回りの確保のほか、1980～90年代に契約した予定利率の高い保険商品が満期を迎えるなかで平均予定利率が低下傾向にあることも寄与している。

⁷ 実績運用利回りと予定利率の差から生じる収益を利差益、予定事業費と実績事業費との差から生じる収益を費差益、予定死亡率と実績死亡率の差から生じる収益を危険差益という。

⁸ 2011年から2015年までの残存年限別の債券構成は、残存5年超10年以下が29.2%→30.6%、残存10年超が34.6%→36.6%に拡大した。また、格付け別の債券構成は、A格相当以上が65.1%→62.4%に縮小した一方、BBB格相当が28.4%→31.7%に拡大した。

⁹ 次のレポートを参照。

Financial Stability Board, "FSB Assesses Implementation Progress and Effects of Reforms," February 2017.

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。

内容に関するご質問等に関しましては、日本銀行金融機構局金融第3課証券グループ（代表03-3279-1111）までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパー・シリーズは、<http://www.boj.or.jp>で入手できます。