

新・生保一般勘定の研究



新・生保一般勘定の研究

はじめに

生命保険会社が団体年金向けに提供している一般勘定商品は、長きにわたった超低金利環境下では、ほとんど唯一の「安定的に収益を見込める資産」として、企業年金運用において大きな役割を果たしてきた。

1.25%という市場金利をはるかに上回る利率を保証し、さらに配当還元の可能性もある。また、金利上昇があっても評価損は発生しない。このような商品性を持った生保一般勘定商品は、超低金利下においては、企業年金側にとっては最も採用したい資産の一つである一方で、生保会社側は新規受託を抑制してきた。

また、各社間で商品性の大きな違いはなく、予定利率も大手生保 4 社間では 1.25%の横並びであった。したがって、企業年金側も「どこの生保会社の一般勘定を採用するか」については、大きな問題意識を持たずに済んでいた。

しかし、ここ数年で生保一般勘定を取り巻く環境は大きく変わった。

まず、生保会社に対する新たなソルベンシー規制が 2026 年 3 月から適用されたことにより、各生保は資本の充実・リスク管理の強化などが求められることとなった。2020 年の第一生命による予定利率の大幅引下げに始まり、その後も日本生命、明治安田生命と続いた生保一般勘定の商品性見直しも、新ソルベンシー規制対応を意図したものと考えられる。結果として一般勘定商品の横並びの商品性は完全に崩れたと言えよう。

また、近年の金利上昇により、金利だけでみれば生保一般勘定の予定利率は債券の利回りを下回っている。企業年金にとっては、「債券と一般勘定の選択をどのように行うか」、「一般勘定を採用する際には、どこの生保会社を選択するか」などが新しい課題となっている。

本稿はこのような環境変化を踏まえて、生保一般勘定についての総合的な考察を試みたものである。

筆者は、証券会社で年金コンサルティングに従事していた間に、二度にわたって生保一般勘定をテーマにしたレポートを執筆した¹²。その時々を環境を前提にして執筆したものである。本稿ではその後の環境変化を踏まえ、改めて生保一般勘定投資の在り方を考えてみたい。

以下では、最初に生保一般勘定と企業年金における位置づけについて再確認したうえで、ここ数年の生保会社の動きを振り返る。その後、生保一般勘定の仕組みを整理し、最後に「生保一般勘定に投資する際には、どこの生保を選ぶのがよいか」を考察する。

¹ 高松博之[2013]『生保一般勘定の研究(フィデューシャリー・リサーチ No.26)』、野村證券

² 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

新・生保一般勘定の研究

目 次

第Ⅰ章 生保一般勘定と企業年金運用	5
1. リターン(予定利率+配当率)の推移	5
2. 企業年金運用における生保一般勘定の位置づけ	7
(1) ポートフォリオにおける一般勘定比率	7
(2) 企業年金運用全体における一般勘定シェア	8
(3) 企業年金側の投資意向	9
3. 生保一般勘定に投資するメリット・デメリット	10
第Ⅱ章 近年の生保会社の主な動き	12
1. 商品性の見直し	12
(1) 第一生命	12
(2) 日本生命	13
(3) 明治安田生命	14
2. 顧客還元政策の変化	16
3. 責任準備金の推移(団年一般勘定)	18
第Ⅲ章 生保一般勘定の仕組み	20
1. 生命保険会社における区分経理	20
2. 予定利率保証とリスクバッファー	21
3. 資産運用	23
4. 解約控除	25
第Ⅳ章 今後の生保一般勘定への投資をどう考えるか	29
1. 金利環境の変化と生保一般勘定	29

新・生保一般勘定の研究

2. どの生保会社を選ぶか ～ 着眼点の整理	31
(1) 健全性	32
(2) 保証利率の期待値	32
(3) 配当の可能性	32
(4) 団体年金区分の収益性	33
(5) 団体年金区分のリスク耐性	33
(6) 団体年金区分の剰余金の状況	34
(7) 顧客還元への期待	34
【付録 1】生保一般勘定の「予定利率＋配当率」(2004 年度～2025 年度)	36
【付録 2】各社別の予定利率、配当率の推移(2015 年度～2025 年度)	37
【付録 3】経済価値ベースのソルベンシー規制について	38

第Ⅰ章 生保一般勘定と企業年金運用

1. リターン(予定利率+配当率)の推移

本章では企業年金運用における生保一般勘定の位置づけについて、現状および近年の変化を確認してみたい。最初に生保一般勘定の運用資産としての特徴を確認する。

企業年金の運用対象として生保一般勘定を見た場合、他の運用資産とは著しく異なる性質を持っている。具体的には以下の特性を有している。

- ①保証利率(予定利率)がある。そのため、運用環境がどんなに悪化しても最低保証として一定のリターン(予定利率)を確保できる。
- ②一般に安全性資産と位置付けられる国内債券には「金利上昇時には損失が発生する」というリスク(価格変動リスク)がある。しかし、生保一般勘定にはそのリスクもない。
- ③生保会社の決算後には剰余金の一部が配当として還元される可能性がある。予定利率に配当を加算したものが合計のリターンとなる。

ここで一般勘定のリターン(予定利率+配当率)の過去の実績を確認してみよう。

図表 1 は、2004 年度以降の生保一般勘定のリターン(予定利率+配当率)の推移をグラフにしたものである。対象は保有契約が多い 5 社(日本、第一、明治安田、住友、富国)とした。なお、比較のために 10 年国債応募者利回り(12 月末時点)および国内債券(野村 BPI)の年度リターンも表示している³。

図表 1 から観察されるポイントは以下の通りである。

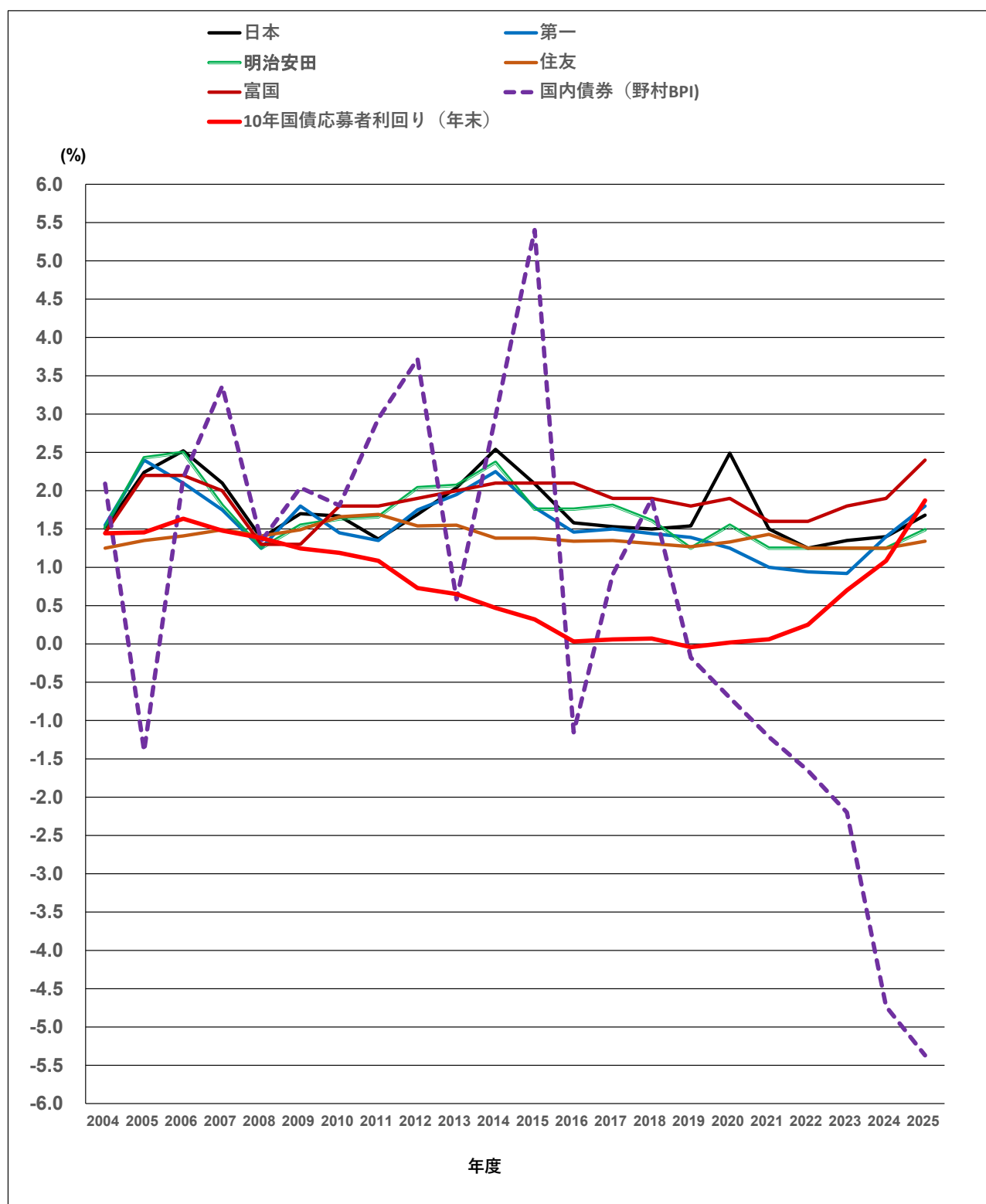
- ㊦「予定利率+配当率」の水準と 10 年国債利回りを比較すると、2008 年までは乖離は小さい。しかし、その後は長期金利が継続的に低下しゼロ近傍に近づく一方で、生保一般勘定の「予定利率+配当率」は 2020 年度まで 1.25%(富国は 1.30%)を超える水準を維持していた。この間は長期金利と比較して生保一般勘定のリターンは圧倒的に高い水準を維持していた。
- ㊧2021 年度以降は、予定利率引下げなどのリターンを抑制する生保会社の動きが目立った。一方で、長期金利は 2022 年ごろから上昇に転じ、生保一般勘定のリターンとの差は縮小傾向にある。2025 年度時点では富国生命を除き、生保一般勘定のリターンは長期金利(2025 年 12 月末)の水準を下回っている⁴。
- ㊨国内債券(野村 BPI)は金利上昇に伴う価格変動リスクが顕在化し、2020 年度以降はマイナスリターンが続いている。特に、2024 年度、2025 年度のリターンは大幅なマイナスであった。しかし、生保一般勘定には金利上昇の悪影響は生じていない。

³ なお、グラフの元データは【付録 1】として p.36 に掲載してある。

⁴ 本稿執筆中の 2026 年 7 月末の長期金利(10 年国債金利)の水準は 2.801%であり、富国生命の 2025 年度のリターン(2.40%)よりも高い。

新・生保一般勘定の研究

図表 1：生保一般勘定のリターン(「予定利率+配当率」)の推移



(注) 10年国債応募者利回りは12月末時点の値である。

(出所) 各社の公表資料より高松アクチュアリー事務所作成

新・生保一般勘定の研究

日銀による異次元緩和政策が開始して以来、長期にわたり継続した超低金利環境下で、生保一般勘定は、ほぼ確実に安定した利回りが期待できる唯一の資産として、企業年金運用において大きな役割を担ってきた。

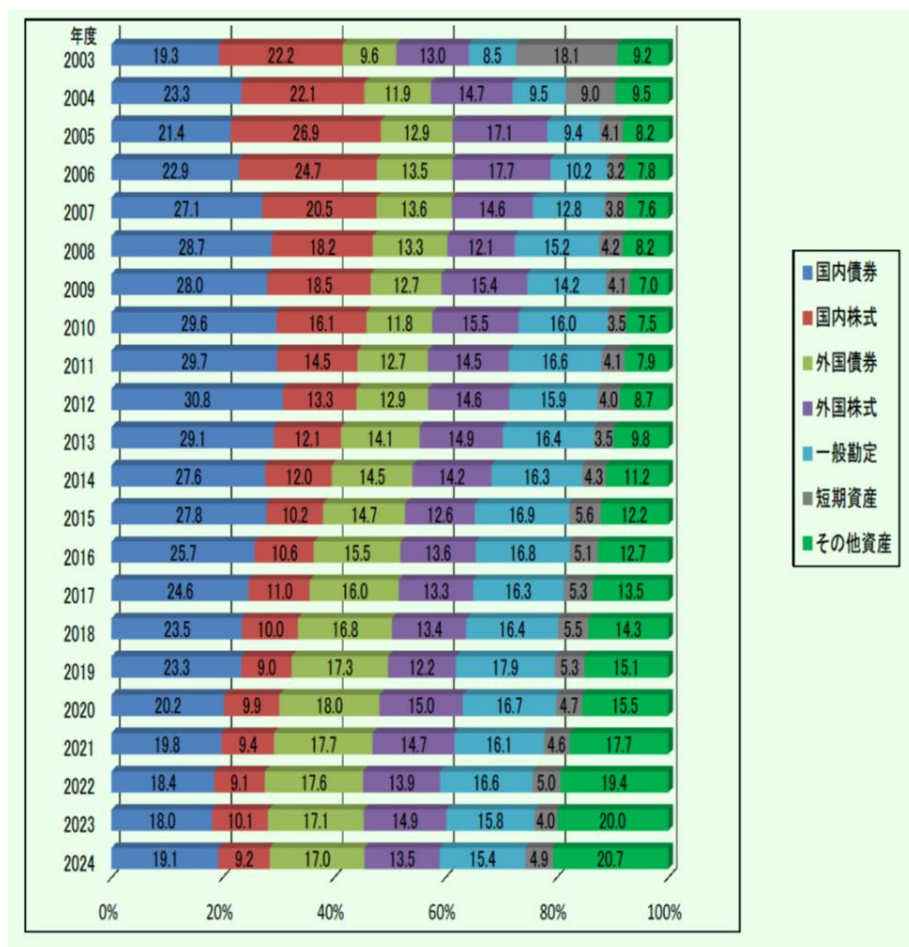
しかし、利回りだけでみると、すでに足元では長期金利が生保一般勘定のリターンを上回っている。近年は物価上昇が続いており、また円安傾向が続いていることなどを踏まえると、近い将来に金利がふたたび低下傾向に転ずる可能性は低いであろう。超低金利環境を脱したと言える現在の環境下で、各企業年金は生保一般勘定に投資する意義や目的を再整理することが必要となっている。

2. 企業年金運用における生保一般勘定の位置づけ

(1) ポートフォリオにおける一般勘定比率

本節では、企業年金運用における一般勘定の位置づけを、過去からの推移も踏まえて確認する。まず、資産ポートフォリオにおける生保一般勘定の比率をみてみよう。

図表 2：資産構成割合の推移(確定給付企業年金)(%)



(出所)企業年金連合会「企業年金実態調査結果(2024 年度概要版)」

新・生保一般勘定の研究

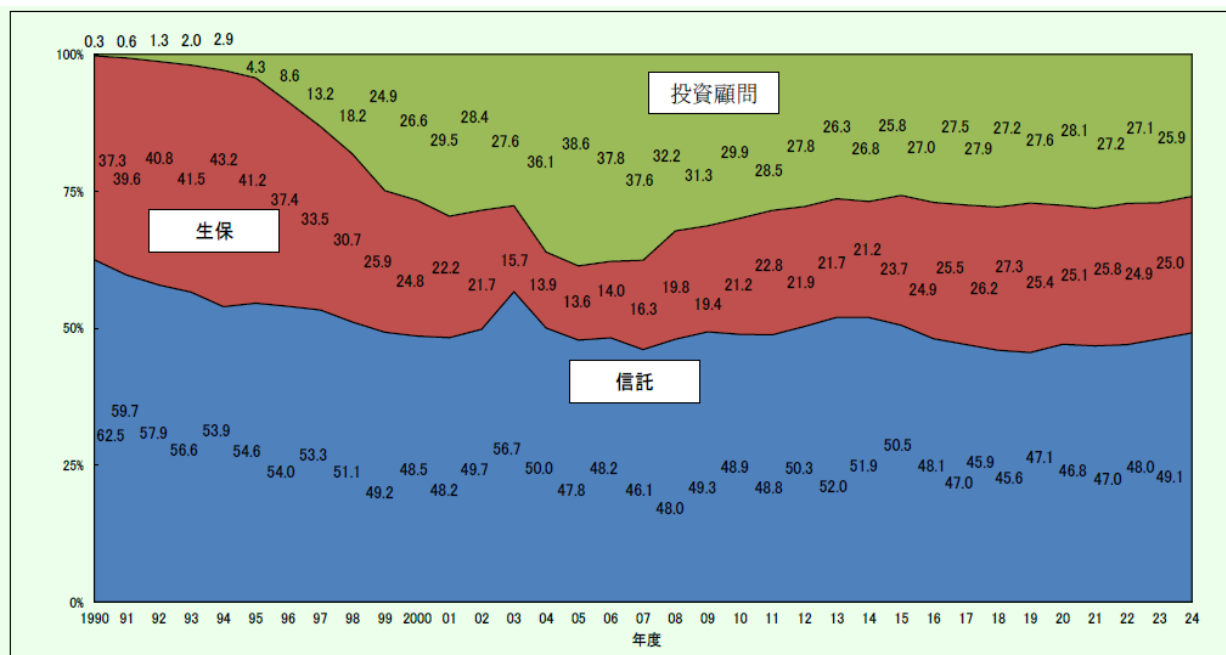
図表 2 は確定給付企業年金の資産構成割合（ポートフォリオ）の推移を示したものである。一般勘定を表している水色の部分に注目してみると、ポイントとして以下が挙げられる。

- ㊦ 2003 年度に 8.5% であった生保一般勘定の割合は、2019 年度には 17.9% まで拡大している。
- ㊧ 2020 年度以降は生保一般勘定比率が徐々に減少傾向にある。「一部生保による予定利率引下げ」が影響した可能性がある。
- ㊨ 一般勘定比率は減少傾向にはあるが、それでも 2024 年度末で 15.4% の割合を占めている。依然として「生保一般勘定は企業年金運用において重要な役割を果たしている」と言えるだろう。

(2) 企業年金運用全体における一般勘定シェア

次に、企業年金運用全体における一般勘定資産のシェアを確認してみよう。図表 3 は企業年金運用における受託機関シェアの推移を示したものである。

図表 3：企業年金運用における受託機関別シェアの推移（%）



(注) 信託協会及び生命保険協会の資料より作成。

2003年度までは厚生年金基金、2004年度以降は厚生年金基金と確定給付企業年金の合計値。適格退職年金は除いている。なお、JA共済連は生保に含めている。

(注) 上表の生命保険会社のシェアには特別勘定分も含む。ただし、太宗は一般勘定が占めているものと推察される（例えば、日本生命のディスクロージャー資料で確認すると、2025 年度末の特別勘定残高は団体年金全体の受託残高の 7.2% に過ぎない）。

(出所) 企業年金連合会「企業年金実態調査結果（2024 年度概要版）」

新・生保一般勘定の研究

1990年代前半には40%を超えていた生命保険会社の受託シェアは、1994年の一般勘定の予定利率引下げを契機に徐々に低下傾向を示し、2005年には13.6%まで落ち込んだ⁵。しかし、その後、前記したポートフォリオにおける一般勘定比率の上昇と並行して受託シェアも上昇し、ピークの2019年度には27.3%と投資顧問会社(27.2%)とほぼ同水準まで増加している。

この間は企業年金運用における生保一般勘定の重要性が増した時期と言えるであろう。その後は予定利率引下げの影響もあって若干減少している、それでも2024年度末で25%のシェアを占めている。

(3) 企業年金側の投資意向

ここまで「生保一般勘定の企業年金運用における位置づけ」について、過去から現在まで確認してきた。では、今後はどうなるのであろうか。

近年は金利上昇が進んでおり、前述したように、足元では一般勘定のリターンを長期金利が上回っている。また、後述するように、2020年以降は生保会社による商品性の見直しも行われている。このような環境変化の下で、企業年金側の生保一般勘定へのスタンス、あるいは採用意向に変化はあるのだろうか。

この点に関する公開情報としては、オルインによる年金プロダクトサーベイ⁶とJPモルガン・アセット・マネジメントによる企業年金運用動向調査⁷が参考になる。

図表 4: 生保一般勘定への投資意向に関する調査結果(ポイント)

	調査時期	調査対象	一般勘定への投資意向
オルイン 年金プロダクトサーベイ 2024	2024年8月	国内企業年金 137件	一般勘定を増額予定の企業年金の割合は18.2%、減額予定は7.3% 国内債券(パッシブ)を増額予定の割合は11.7%、減少予定は10.9%
JPモルガン・アセット・ マネジメント 「第17回企業年金運用 動向調査」	2025年4月 ～ 2025年6月	DB年金 75件	一般勘定を増加意向のDBは9.3%、減額意向は2.7% 国内債券を増加意向のDBは2.7%、減少意向は4.0%

(出所)株式会社想研「オルイン 年金プロダクトサーベイ 2024」、J.P.モルガン・アセット・マネジメント「第17回 企業年金運用動向調査」より
高松アクチュアリー事務所作成

図表 4 は上記した二つの調査結果のポイントをまとめたものである。なお、調査時期が 2024 年と 2025 年であり、現時点に比べると長期金利の水準が低い時期であることには注意が必要である。

⁵ 1994 年 4 月に生保一般勘定の予定利率はそれまでの 5.5%から 4.5%に引下げられた。その後、1996 年 4 月に 2.5%、1999 年 4 月に 1.5%、2002 年 9 月に解約控除型で 1.25%(従来型で 0.75%)と引下げが続いた。

⁶ 株式会社想研「オルイン 年金プロダクトサーベイ 2024(2024 年 11 月)」(<https://www.soken-inc.co.jp/survey/alin-6-product/>)

⁷ JP モルガン・アセット・マネジメント株式会社、「第 17 回企業年金運用動向調査(2025 年 8 月 29 日)」(<https://am.jpmorgan.com/content/dam/jpm-am-aem/asiapacific/jp/ja/literature/press-release/press-release-202508.pdf>)

新・生保一般勘定の研究

さて、この表をみると両調査とも「一般勘定に対する投資意向は国内債券に対するよりも強い」という結果が示されている。少なくとも 2024 年、2025 年の時点では、金利上昇に対する警戒感などを背景として、国内債券よりも一般勘定を選好する企業年金が多かったと言えよう。

本稿執筆時点(2026 年 7 月末)での長期金利は 2.8%台に達しており、図表 4 に示した調査時点からさらに金利上昇が進んだ。しかしながら、足元の物価上昇傾向や円安傾向、日米の金利差などを考慮すると、金利は今後も上がる可能性が高い⁸。したがって、筆者は「企業年金の生保一般勘定に対するニーズは、2026 年時点においても、依然として強いだろう」と推測している。

3. 生保一般勘定に投資するメリット・デメリット

ここまでみたように、企業年金運用における生保一般勘定の役割は大きく、また企業年金側の投資意欲も依然として高い。なぜ、生保一般勘定が選好されるのであろうか。ここで、企業年金が生保一般勘定に投資するメリットとデメリットを改めて整理してみよう(図表 5)。

まず、メリットとしては「予定利率が保証されている」とことと「配当が還元される可能性」があることにより、収益が安定していることが挙げられよう。特に、2010 年代の超低金利下では、予定利率の水準が 1.25%(富国生命は 1.30%)に据え置かれていたこともあり、収益の安定性は他資産に比べた場合の圧倒的なメリットであった。

また、金利上昇時であっても評価損が発生しないという点も大きなメリットである。図表 1 でも確認できるように、債券投資の場合は金利上昇時に評価損が発生する。しかし、生保一般勘定ではその心配はない。単年度の下方リスクを意識せざるを得ない企業年金にとっては、この点も大きな魅力となるであろう。

図表 5: 生保一般勘定に投資するメリット・デメリット

メリット	デメリット
①予定利率が保証されている。	①生保会社破綻時には、責任準備金が削減される可能性がある。
②決算結果によっては配当還元もある。	②金利水準によっては解約時に解約控除が発生する可能性がある。
③低金利時には「予定利率+配当率」の水準が他資産に比べて高い。	③高金利時には「予定利率+配当率」が他資産に劣後する可能性がある。
④金利上昇時でも評価損は発生しない。	④ディスクロージャーが不透明であり、運用内容を把握しにくい。

(出所)高松アクチュアリー事務所作成

⁸ ESP フォーキャスト調査(日本経済研究センター)の 2026 年 7 月調査によると『日本銀行の 26 年内の金融政策については、34 名が「利上げ」、3 名が「年内は動かない」と答えた』とのこと。なお、調査対象は日本経済の将来予測を行っている民間エコノミスト 37 名である(<https://www.icer.or.jp/esp/20260715.html>)。

新・生保一般勘定の研究

一方、生保一般勘定に投資する場合の最大のデメリットは、「生保会社が破綻した際には、責任準備金（企業年金にとっては預入資産）が削減される可能性がある」ことだろう。生保会社の破綻時には、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るが、一般勘定の責任準備金が100%保護されるとは限らない（図表6参照）。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る。したがって、生保一般勘定に投資する際は、生保会社の健全性に特に留意する必要がある。

図表 6: 生命保険会社の過去の破綻事例

会社名	破綻時期	責任準備金の削減割合
日産生命	1997年4月	0%
東邦生命	1999年6月	10%
第百生命	2000年5月	10%
大正生命	2000年8月	10%
千代田生命	2000年10月	10%
協栄生命	2000年10月	8%
東京生命	2001年3月	0%
大和生命	2008年10月	10%

（出所）各種資料より高松アクチュアリー事務所作成

他のデメリットで重要なのは「金利上昇時に解約する場合には、解約控除が発生する可能性がある」ことである。実際、2026年時点でも解約控除が発生している⁹。仮に、金利が高止まりして国内債券の金利上昇リスクが軽減した際には、生保一般勘定の「予定利率+配当率」の水準は円債の期待リターンに劣後する可能性が高い。しかし、その時点で生保一般勘定を解約すると、解約控除が上限まで発生することになる¹⁰。

⁹ 詳しくは p.25 参照

¹⁰ 本稿執筆時点である2026年7月時点での解約控除は、日本生命・第一生命・明治安田生命ともすでに上限に達している（p.27～p.28参照）。

新・生保一般勘定の研究

第Ⅱ章 近年の生保会社の主な動き

1. 商品性の見直し

第Ⅰ章では生保一般勘定の企業年金運用における位置づけを確認した。次に本章では、生保会社側の近年の動きを振り返る。2020 年以降に複数の生保会社が団体年金向け一般勘定の商品性を見直した。背景にあったのは 2026 年 3 月から導入された新ソルベンシー規制である¹¹。

図表 7: 生保一般勘定の商品性見直し(2020 年以降)

2020年10月	第一生命が予定利率引下げを発表 ・2021 年10 月より、団体年金一般勘定 の予定利率および予定事業費率を引下げたうえで、新規受託を再開する。 ・改訂後の予定利率は0.25%、予定事業費率は0.15%
2021年10月	日本生命が新商品「ニッセイ一般勘定プラス」を発表 ・2022年4月より発売 ・長期的視点に立った投資により、0.50%の予定利率を保証(手数料率は0.20%)
2022年4月	日本生命が既存契約の予定利率引下げを発表 ・2023年4月1日から団体年金一般勘定の予定利率および手数料率を見直す。 ・予定利率は1.25%から0.50%に引下げる。手数料率の上限を0.50%から0.35%に引下げる。
2024年4月	明治安田生命が商品性を見直しを発表 ・2025年4月 から企業年金の固定利率を1.25%から0.50%に下げる。 ・一方で、0.80%の利回りを3年保証して実質的に保証利率合計を1.30%とする。 ・原則止めていた団体年金保険の新規引き受けも9年ぶりに再開する。
2025年3月	日本生命が商品性を見直しを発表 ・2026年4月 以降、上乗せ利率(有期の予定利率、2階部分)を新設し、3階建ての仕組みとする。 ・2階部分については、6年分の上乗せ利率(有期の予定利率)を毎年設定・公表する。 ・1階部分と2階部分を合計すると、2026~2028年度の保証利率は「新規引受分:1.45%、既存契約分:1.30%」と2021年度までの保証利率(1.25%)を超える水準となる

(出所)各種資料より高松アクチュアリー事務所作成

図表 7 は 2020 年以降に行われた生保会社による商品性見直しの動きをまとめたものである。なお、住友生命と富国生命は見直しを行っていない。以下では、第一・日本・明治安田の見直し内容を確認する。

(1) 第一生命

2020 年 10 月に第一生命が団体年金向け一般勘定商品の予定利率引下げを発表した。ポイントは以下の通りである。

- ①2021 年 10 月から予定利率 1.25%を 0.25%まで引下げる。同時に予定事業費率も引下げ 0.150%(従前は 0.575%~0.150%)とする。
- ②配当還元ルールを見直し還元率を引下げる

¹¹ 新ソルベンシー規制については【付録 3】を参照のこと

新・生保一般勘定の研究

③予定利率を引下げる 2021 年 10 月から新規受託を再開する。

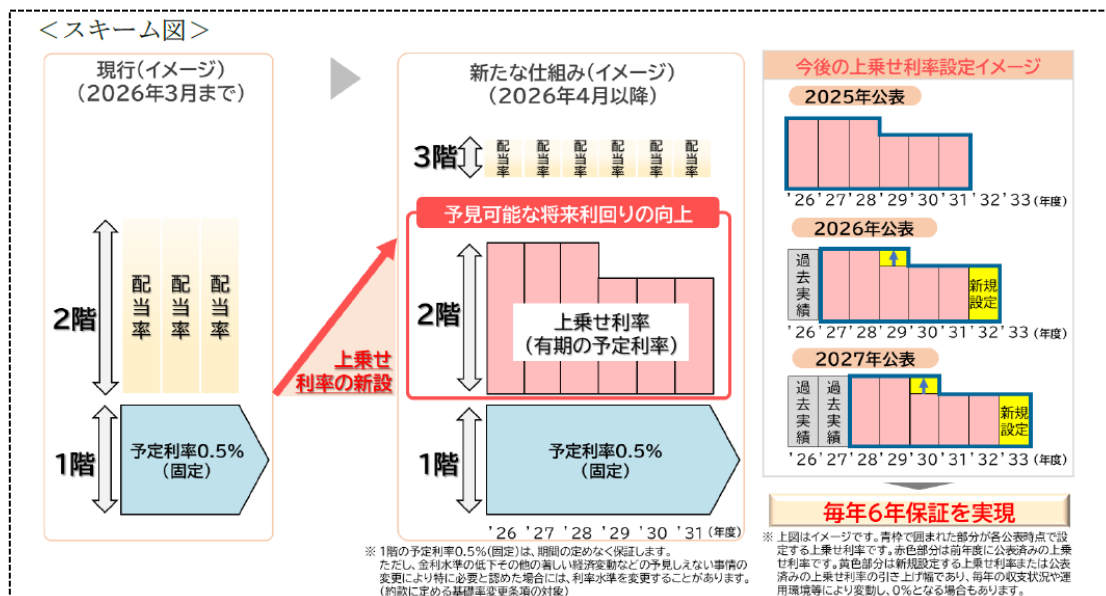
引下げ理由について第一生命のプレスリリース資料¹²では、「予定利率 1.25%と国内金利水準との著しい乖離を解消する必要がある」と説明している。しかしながら、この説明には大いに疑問がつくものであった。第一生命の団体年金決算資料に記載されている保有資産のインカム利回りは 2020 年当時でも 2%程度水準を記録しており、既存契約の予定利率引下げの理由としては甚だ根拠が乏しいものであった。配当還元の引下げを同時に公表していることを踏まえると、真の狙いは新ソルベンシー規制対応にあったと考えられる。

(2) 日本生命

日本生命による一般勘定商品の見直しは複数回にわたって行われた。

- ①2021 年 10 月に新商品「一般勘定プラス」の創設を発表。2022 年 10 月から発売を開始する。予定利率は 0.5%とし、新規受託はこの商品で行う。
- ②2022 年 4 月に既存契約の予定利率引下げを発表。引下げ時期は 1 年後の 2023 年 4 月からとし、引下げ後の予定利率は 0.5%とする。
- ③2025 年 3 月に一般勘定の商品性の見直しを発表。2026 年 4 月以降、上乗せ利率(有期の予定利率、2 階部分)を新設し 3 階建ての仕組みとする。2 階部分については 6 年分の上乗せ利率(有期の予定利率)を毎年設定・公表する。

図表 8: 日本生命が 2025 年 3 月に発表した 3 階建てのスキーム



(出所) 日本生命のニュースリリース「団体年金保険一般勘定の商品改定について」(2025 年 3 月 27 日)

¹² 第一生命のニュースリリース「団体年金保険 (一般勘定) の新規受託再開および特別勘定フロアセットプランの発売」(2020 年 10 月 29 日)

新・生保一般勘定の研究

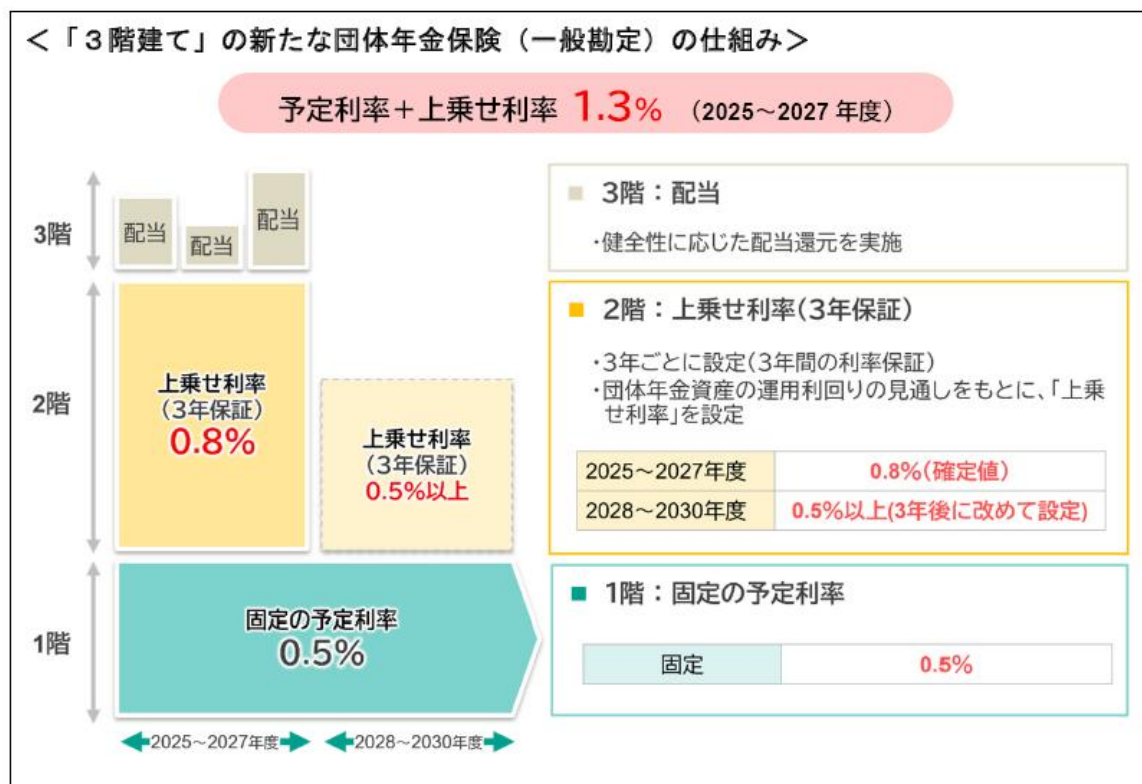
既存契約の予定利率引下げを公表した 2022 年 4 月のプレスリリース資料¹³では、引下げ理由について「長期安定的に団体年金商品を提供していくためには、中長期的な視点に立ったリスク管理および健全性の確保が必須」と述べており、2025 年度から導入された新ソルベンシー規制対応が商品性見直しの要因であることを示唆している。

また、2025 年 3 月に発表された商品性見直しは、次に取り上げる明治安田生命の商品スキームに影響されたものと推測される。実際、新しい商品の仕組みは明治安田生命の商品とほぼ同様である（図表 8）。

(3) 明治安田生命

2024 年 4 月に明治安田生命は、一般勘定商品の商品性の見直しを発表した¹⁴（図表 9）。「2025 年 4 月から商品性の見直しを行い、新たに 3 階建てのスキームを採用する。同時に新規引き受けも開始する」という内容である。

図表 9: 明治安田生命が 2024 年 4 月に発表した 3 階建てのスキーム



（出所）明治安田生命のニュースリリース「団体年金保険（一般勘定）の商品改定および新たなお引き受けについて」（2024 年 4 月 8 日）

¹³ 日本生命のニュースリリース「団体年金保険一般勘定の保険料率の改定 について」（2022 年 4 月 6 日）

¹⁴ 明治安田生命のニュースリリース「団体年金保険（一般勘定）の商品改定および新たなお引き受けについて」（2024 年 4 月 8 日）

新・生保一般勘定の研究

明治安田生命による商品改定のポイントは以下の通りである。

- ①利率の体系を予定利率・上乗せ利率・配当率の3階建てに変更する。
- ②1回部分にあたる固定の予定利率は1.25%から0.5%に引下げる。
- ③2階部分として上乗せ利率0.8%を3年間保証する。
- ④上乗せ利率は3年後に見直す。ただし、見直し後の上乗せ利率も3年間は0.5%以上とする。

この仕組みを見て筆者は「企業年金の運営実態への配慮と、新ソルベンシー規制への対応の両立を意図したものであり、画期的なスキームである」という感想を持った。実際、明治安田生命のニュースリリース資料では商品性見直しの狙いについて「団体年金保険（一般勘定）の財務の健全性を維持しながらお客さまに長期的に安定した商品をご提供するため」と説明している。明治安田生命は、第一生命や日本生命に比べて商品見直しの発表が遅くなったが、その分だけ十分に時間をかけて検討したものと思われる。

先行した第一生命の商品改定内容からは、一般勘定商品を採用している既存顧客への配慮は殆どみられない。日本生命の予定利率引下げも、第一生命よりはマイルドではあるが、既存顧客へのマイナス影響が生じることは避けられない。それに対し、明治安田生命の商品改定からは既存顧客へのマイナス影響を抑えようという工夫の跡が見られる。具体的には、以下のような配慮をしたものと推測される。

- ㊦2018年4月以降、わが国の企業年金(DB年金)は政策アセットミックス(基本ポートフォリオ)の策定が義務づけられている¹⁵。また、政策アセットミックスは、通常は5年ごとの再計算時に、次回再計算までの5年間を対象に作成する。具体的には、資産クラス別の期待収益率・標準偏差および相関係数を仮定して、最適化計算により最も効率的な資産構成割合を求める。
- ㊧企業年金が政策アセットミックスを策定する目的は、運用利回りで制度の予定利率を確保することである。したがって、生保一般勘定の予定利率(保証利率)引下げは、企業年金の運営に大きな影響を与える。第一生命のように0.25%まで予定利率(保証利率)を引下げられてしまうと、政策アセットミックスを見直さざるを得なくなる。
- ㊨予定利率引下げを反映して政策アセットミックスを見直すと、「生保一般勘定の割合を減らして、期待収益率の高いリスク性資産の割合を増やすことが必要」になる。しかし、多くの企業年金は生保一般勘定に対する根強いニーズがあり、減らすことには抵抗がある。というのも、生保一般勘定の「金利が上昇しても評価損が発生しない」という特性は、企業年金運営にとってメリットが大きいからである。特に、金利上昇リスクが現実的となってきた2024年の状況では、生保一般勘定のこの特性は大きな魅力になっている。

明治安田生命の商品改定は、このような企業年金の切実なニーズを踏まえたものと思われる。

¹⁵ 正確に言えば受託保証型DBを除く全てのDB年金が義務付けの対象である。

新・生保一般勘定の研究

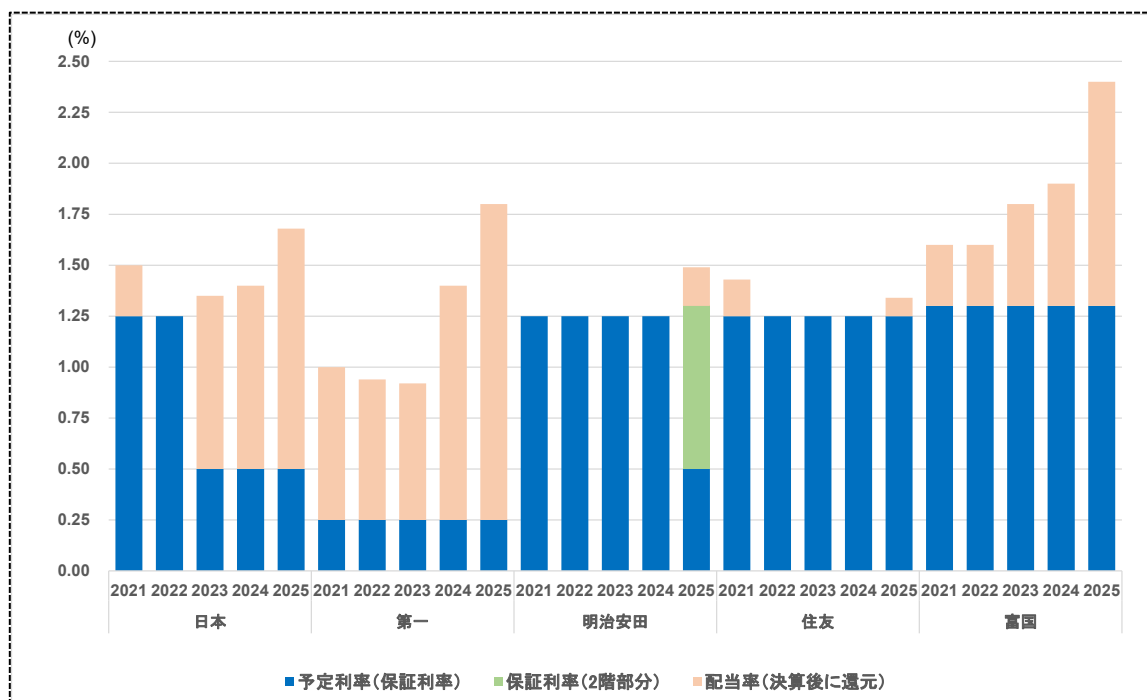
新商品では 2 階部分の利率も最低水準が保証されているので、政策アセットミックス策定の際の期待収益率は 2 階部分を含めて考えることが可能となる。向こう 3 年であれば 1.3%、次回再計算までの 5 年間で考えても最後の 2 年間は 1.0%以上が保証されている。「ダウンサイドリスクがない生保一般勘定の特性を維持したうえで、期待収益率をなるべく高く設定できるようにして欲しい」という企業年金のニーズに応えることが可能な仕組みになっていると評価できる。

実際、商品改定が実施された 2025 年度に、明治安田生命の団年一般勘定の責任準備金は対前年で 6.2%増加した¹⁶。新たなスキームが企業年金顧客から評価され、新規受託が増えたものと推測される。また、前記したように日本生命は明治安田生命の新商品とほぼ同じスキームを 2025 年 3 月に導入した。これらの事実を踏まえると、明治安田生命の商品改定が競争力強化につながったものと言える。

2. 顧客還元政策の変化

次章で説明するように、生保一般勘定という商品の仕組みは「生保会社が顧客から預かった資金を、一般勘定(団体年金区分)で運用し、予定利息と配当の形で顧客に還元する」というものである。ただし、生保各社によって資産運用方法や還元方法などには当然ながら違いがある。なお、還元方法とは「予定利息として還元するか配当として還元するか」という意味である。

図表 10: 生保各社の顧客還元率(予定利率、配当率)の推移



(出所) 生保各社の公表資料より高松アクチュアリー事務所作成

¹⁶ p.18 の図表 11 を参照

新・生保一般勘定の研究

図表 10 は 2021 年度以降の生保各社の顧客還元実績(予定利率および配当率)の推移をグラフにまとめたものである¹⁷。このグラフから推測される各社の還元政策を以下にまとめてみる。

- ①顧客還元にも最も積極的なのは富国生命である。予定利率は依然として 1.3%を維持している。また、配当率も高水準を維持している。「予定利率＋配当率」合計でみた顧客還元利回りは、他社を圧倒する水準を保っている¹⁸。
- ②住友生命は予定利率の確保に重点を置いていると思われる。予定利率は現時点でも 1.25%を維持しているが、配当還元は限定的である。後述するように住友生命の団体年金区分の資産ポートフォリオに国内株式は含まれていない。債券がポートフォリオの太宗を占めており、それを基に 1.25%の予定利率保証を継続している。
- ③明治安田生命は「顧客に対する保証利率の提供と団体年金区分の健全性確保の両立」を意図した政策を採用していると推測される。2024 年度までは 1.25%の予定利率を維持する一方で、配当還元は行っていない。2025 年度からは予定利率は 0.5%まで引下げ一方で、3 階建てスキームを採用し 1.3%の保証利率提供を行っている。2025 年度は配当による還元も行っており、予定利率引下げによる顧客デメリットを抑制する方策をとっている。
- ④日本生命の還元率の推移をみると、2023 年度の予定利率引下げ後は、配当還元をそれ以前よりも増やし、「予定利率＋配当率」で従前の予定利率である 1.25%を超える還元を行っている。それにもかかわらず、2023 年度以降は一般勘定の責任準備金が減少¹⁹しており、予定利率引下げの顧客に与えるデメリットは増配では補えていない可能性がある。なお、2026 年度から明治安田生命類似の 3 階建てスキームを採用することで、実質的に保証利率の引上げを行うこととした。
- ④顧客還元にも最もネガティブな姿勢を見せているのは第一生命である。0.25%という極端に低い予定利率の採用だけでなく、「予定利率＋配当率」の合計でも 2023 年度までは他社に大きく見劣りする水準であった。原理原則を踏まえると「予定利率の引下げにより必要リスクバッファが小さくなり、その効果で配当還元は他社を凌駕する」のが本来の形だと考えられる。したがって、2023 年度までの消極的な顧客還元については、顧客からの理解は得られないであろう。なお、2025 年度の配当は大幅に積み増しを行った。顧客還元方針が変化した背景は不明だが、責任準備金残高の継続的な減少²⁰が影響した可能性もある。

一般勘定の予定利率は長きにわたってほぼ横並びであったため、企業年金にとっては「どこの生保会社の商品を採用しても大差はない」と考えることもできた。しかし、上記したように、近年は予定利率も

¹⁷ 図表 10 作成の基である「各社別の予定利率、配当率の実績」については、【付録 2】を参照のこと。

¹⁸ 富国生命は個人保険においても配当還元に積極的であり、2025 年度決算時点において 14 年連続の増配を継続中である。

¹⁹ p.18 の図表 11 を参照

²⁰ 同上

新・生保一般勘定の研究

配当政策も各社で大きな違いがある。そのため、生保一般勘定に投資する際は「どこの生保会社を利用するか」という観点での検討も欠かせないとする。

3. 責任準備金の推移(団年一般勘定²¹)

企業年金にとっては、生保一般勘定は年金資産の一部を構成することになる。逆に、生保会社にとっては、団体年金向け一般勘定商品は団体年金保険契約として負債の一部を構成することになり、その残高は、決算時に責任準備金²²として貸借対照表の負債の部に計上される。

したがって企業年金が生保一般勘定という資産を増加させれば、生命保険会社の団年一般勘定の責任準備金が増加することになる。逆に企業年金が生保一般勘定を解約すれば、団年一般勘定の責任準備金が減少する。すなわち、責任準備金残高の変動をみることで、企業年金からの受託が増加しているのか減少しているのかを、ある程度推測できる。

図表 11 : 主要生保会社の年度末責任準備金推移(団年一般勘定)

(億円)

	日本		第一		明治安田		住友		富国	
	残高	前年比	残高	前年比	残高	前年比	残高	前年比	残高	前年比
2011年度	96,064		51,501		61,206		18,603		-	-
2012年度	99,885	4.0%	51,526	0.0%	63,013	3.0%	20,065	7.9%	-	-
2013年度	103,604	3.7%	52,853	2.6%	65,800	4.4%	20,336	1.4%	-	-
2014年度	107,946	4.2%	53,049	0.4%	67,396	2.4%	20,289	-0.2%	-	-
2015年度	111,988	3.7%	51,423	-3.1%	69,657	3.4%	19,716	-2.8%	-	-
2016年度	114,873	2.6%	51,148	-0.5%	70,372	1.0%	19,701	-0.1%	-	-
2017年度	117,364	2.2%	50,898	-0.5%	71,390	1.4%	19,829	0.6%	-	-
2018年度	120,815	2.9%	50,345	-1.1%	72,237	1.2%	19,912	0.4%	21,188	-
2019年度	123,238	2.0%	50,135	-0.4%	72,960	1.0%	19,912	0.0%	21,503	1.5%
2020年度	125,905	2.2%	49,909	-0.5%	73,544	0.8%	19,824	-0.4%	21,586	0.4%
2021年度	128,337	1.9%	45,463	-8.9%	74,148	0.8%	20,153	1.7%	21,799	1.0%
2022年度	130,786	1.9%	44,973	-1.1%	74,416	0.4%	20,201	0.2%	21,901	0.5%
2023年度	129,127	-1.3%	45,674	1.6%	74,282	-0.2%	20,192	0.0%	21,902	0.0%
2024年度	127,690	-1.1%	43,697	-4.3%	72,964	-1.8%	20,081	-0.5%	21,876	-0.1%
2025年度	126,899	-0.6%	42,465	-2.8%	77,499	6.2%	19,732	-1.7%	22,207	1.5%

(注1)前年比が1%を超えるマイナスの箇所を黄色でマークした。

(注2)富国生命の2017年度以前の責任準備金を記載していない理由は、ディスクロージャー資料のバックナンバーが現在のHPに掲載されておらず数値を集めることができなかったためである。

(注3)上記の数値には、企業年金向けの生保一般勘定商品の他にDB・DC 向けの有期利率保証型商品(GIC)等の責任準備金残高も含まれている。内訳は開示されていないが、太宗は生保一般勘定商品が占めていると思われる。

(出所)各社のディスクロージャー資料より作成

²¹ 本稿では、一般勘定商品を生保会社側の立場から呼ぶ場合に「団年一般勘定」という用語を用いる。

²² 生保会社では、団年一般勘定の責任準備金を過去法で算定する。すなわち、キャッシュフローと予定利率を使用していわゆる「コロガシ計算」を行う。また、保有契約に対して配当を分配すると、それは保険料に振り替えられ、責任準備金の増加要因となる。

新・生保一般勘定の研究

図表 11 は本稿で取り上げている主要生保会社の団体年金責任準備金（一般勘定）の年度末残高をまとめたものである。対前年で 1%以上のマイナスを記録した箇所を黄色でマークした。また、特に注目される明治安田生命の 2025 年度の伸び率をピンクでマークした。

この表でマイナスが最も大きな箇所は、第一生命の 2021 年度であり、2020 年度末から 8.9%減少している。2021 年 10 月から実施した予定定利率の大幅な引下げ（1.25%から 0.25%に引下げ）が影響したものと推測される。第一生命における責任準備金の減少傾向はその後も継続しており、2025 年度は 2.8%の減少となっている。

次に、日本生命の責任準備金残高の推移をみると、2023 年度から減少傾向に転じている。やはり、2023 年 4 月に実施した予定利率引下げ（1.25%から 0.50%に引下げ）が解約等につながった可能性がある。2026 年 4 月に実施する商品性見直し（明治安田生命類似の 3 階建てスキームの採用）の効果が注目される。

一方で明治安田生命は、2025 年 4 月の商品性見直しが受託増加につながった可能性が高く、2025 年度の責任準備金は対前年度で 6.2%増加した。日本生命・第一生命の責任準備金が減少している中で、際立った増加率となっている。商品性見直しが顧客に評価された結果だと言えよう。

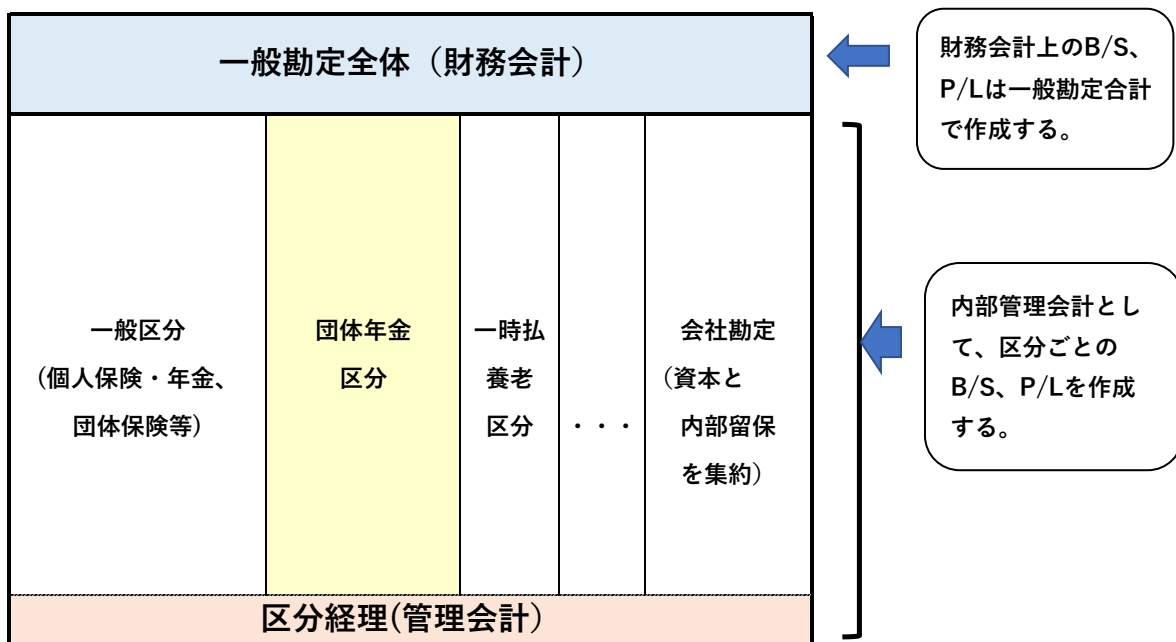
なお、2024 年度については表に記載した全社で責任準備金が減少している。要因は不明だが可能性としては「金利上昇により解約控除が増加しつつある局面で、一部の顧客が解約を急いだ」ことが考えられる。

第Ⅲ章 生保一般勘定の仕組み

1. 生命保険会社における区分経理

生保一般勘定で予定利率保証を行うためには、当然ながらそのための財源が必要になる。かつては団体年金の予定利率保証を「個人保険で生じた収益を流用して行っているのではないか（内部補助）」と、他業界から批判される時代もあった。しかし、1996 年度からは内部管理会計としての区分経理が導入され、個人保険等からの内部補助は不可能な仕組みとなっている^{23,24}。

図表 12: 生命保険会社の区分経理（概念図）



（出所）高松アクチュアリー事務所作成

1996 年以降、生命保険会社は個人保険等も含めた一般勘定全体を、内部的に複数の勘定に区分している。この区分は、単に損益を区分するだけでなく資産・負債も区分している。ここで、資産も分けたことが、区分経理実施以前と比べて最も変化した点である。

負債はもともと商品単位で分かれているが、資産については区分経理実施までは一般勘定全体で合同運用をしていた²⁵。そのため、例えば団体年金分の資産を特定することはできず、「団体年金として

²³ 区分経理は、96 年の保険業法改正時に導入された仕組みである。内部管理会計という位置付けではあるが、実質的には監督当局から義務付けられている（金融庁の「保険会社向けの総合的な監督指針」で区分経理の実施が求められている）。

²⁴ 区分経理の詳細については、当事務所作成の『生命保険会社の区分経理～仕組みと効果』（2023 年 9 月）を参照のこと（<https://takamat.net/%e3%83%80%e3%82%a6%e3%83%b3%e3%83%ad%e3%83%bc%e3%83%89%e3%82%b3%e3%83%bc%e3%83%8a%e3%83%bc/>）

²⁵ 当時は「一般勘定はドンブリ勘定である」と揶揄されることもあった。

新・生保一般勘定の研究

の資産構成割合」という概念もなかった。それが区分経理実施に伴い、資産も区分毎に別々に管理して別々に運用するということになった²⁶。

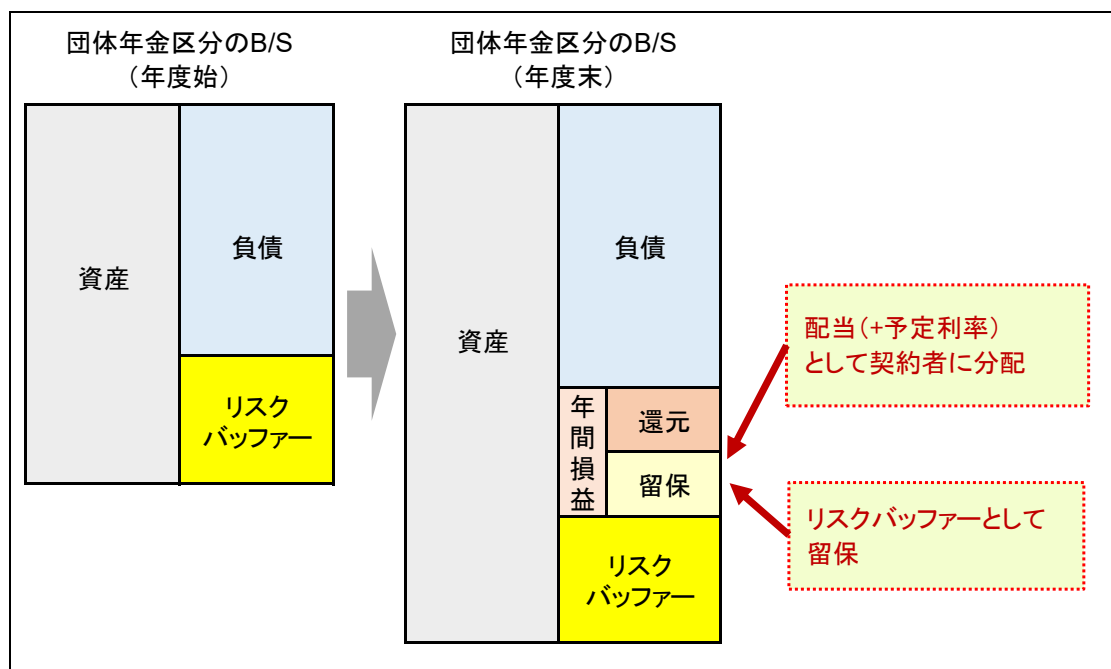
図表 12 は区分経理の概念図である。最低限、一般区分（個人保険、個人年金、団体保険等を含む）・団体年金区分・会社勘定は各社とも区分している²⁷。現在では、その他に一時払養老保険のような貯蓄性商品を区分している会社も多いものと思われる。

このように区分経理を行っているので、現在は各区分の損益や財政状況を別々に把握できる。具体的には、区分毎に B/S と P/L を作成している。そのため、例えば個人保険と団体年金の予定利率に差があっても、そのコストはそれぞれが属する区分で負担することになり、団体年金の予定利息の負担を個人保険が負うことはない。

2. 予定利率保証とリスクバッファー

生保一般勘定では予定利率の保証を行っている。しかし、生保会社の団体年金区分では株や外国証券のようなリスク性資産も保有しているので、例えばリーマンショックのような大きなリスク事象が発生した場合には、団体年金区分の損益が予定利率保証に必要な額を賄えない可能性もある。そのような場合に備えて、団体年金区分ではリスクバッファーを積み立てている。

図表 13: 団体年金区分の B/S と予定利率保証



（出所）高松アクチュアリー事務所作成

²⁶ 区分経理開始時点（1996 年 4 月始）に、それまで合同で運用していた資産を各区分に割り振った（オールドマネーの配賦処理）。基本的には各区分の負債額比例で、各資産を銘柄単位で均等に配分した。

²⁷ 団体年金区分と会社勘定を設けることは、監督当局（金融庁）から実質的に義務付けられている。

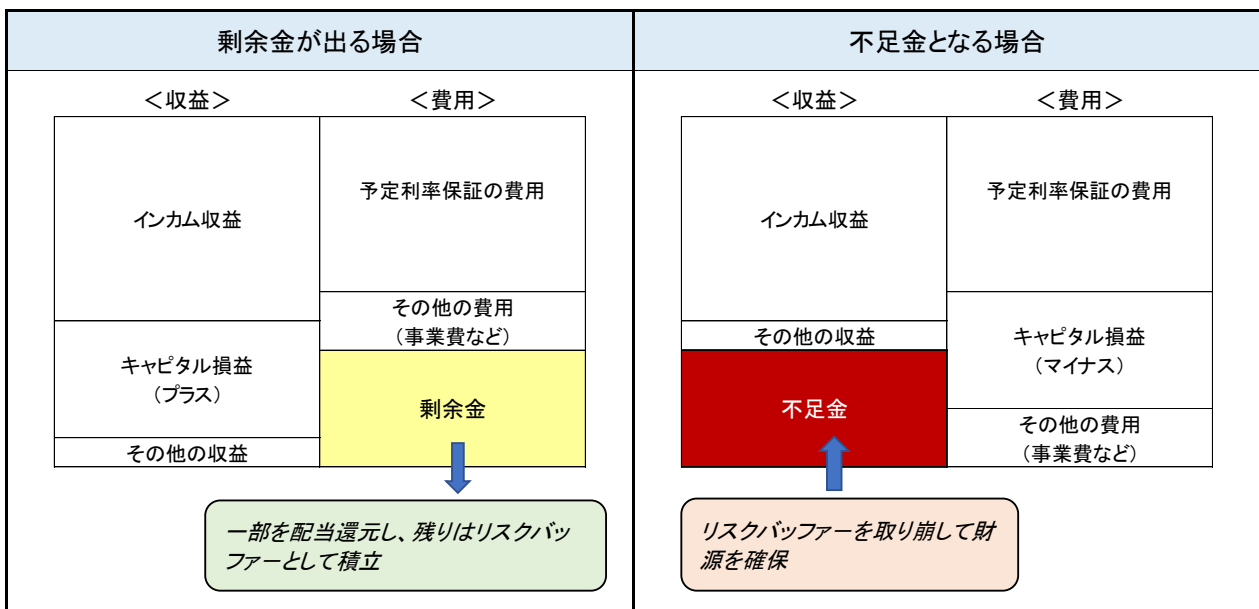
新・生保一般勘定の研究

図表 13 では団体年金区分の B/S の年始と年末の変化を示している。団体年金区分で発生した収益（利息配当金収入、付加保険料、価格変動損益など）から費用（予定利率保証に必要な財源、人件費、物件費など）を控除した金額が年間の損益になる。

図表 13 の右側に示したように、決算時には「年間損益（時価ベース）のうち、今後の予定利率保証に必要な額（リスクバッファー）を留保し、残りを配当として還元する」というのが、団体年金区分の原則的な財政運営方法である。

ここで予定利率保証に不可欠なのがリスクバッファーである。団体年金区分で不足が発生する場合には、リスクバッファーを取り崩して予定利率保証の財源を確保する。逆に剰余が発生する場合には、その一部を留保しリスクバッファーとして積み立て、剰余を配当として還元する（図表 14 参照）。

図表 14: 団体年金区分の剰余・不足とリスクバッファー（概念図）



（出所）高松アクチュアリー事務所作成

図表 14 でわかるように団体年金区分の予定利率保証を支えているのは、インカム収益とリスクバッファーである。したがって、毎年の決算後に生保会社から提供される団体年金決算報告書を確認する際には、その 2 点に特に注目することが重要である。

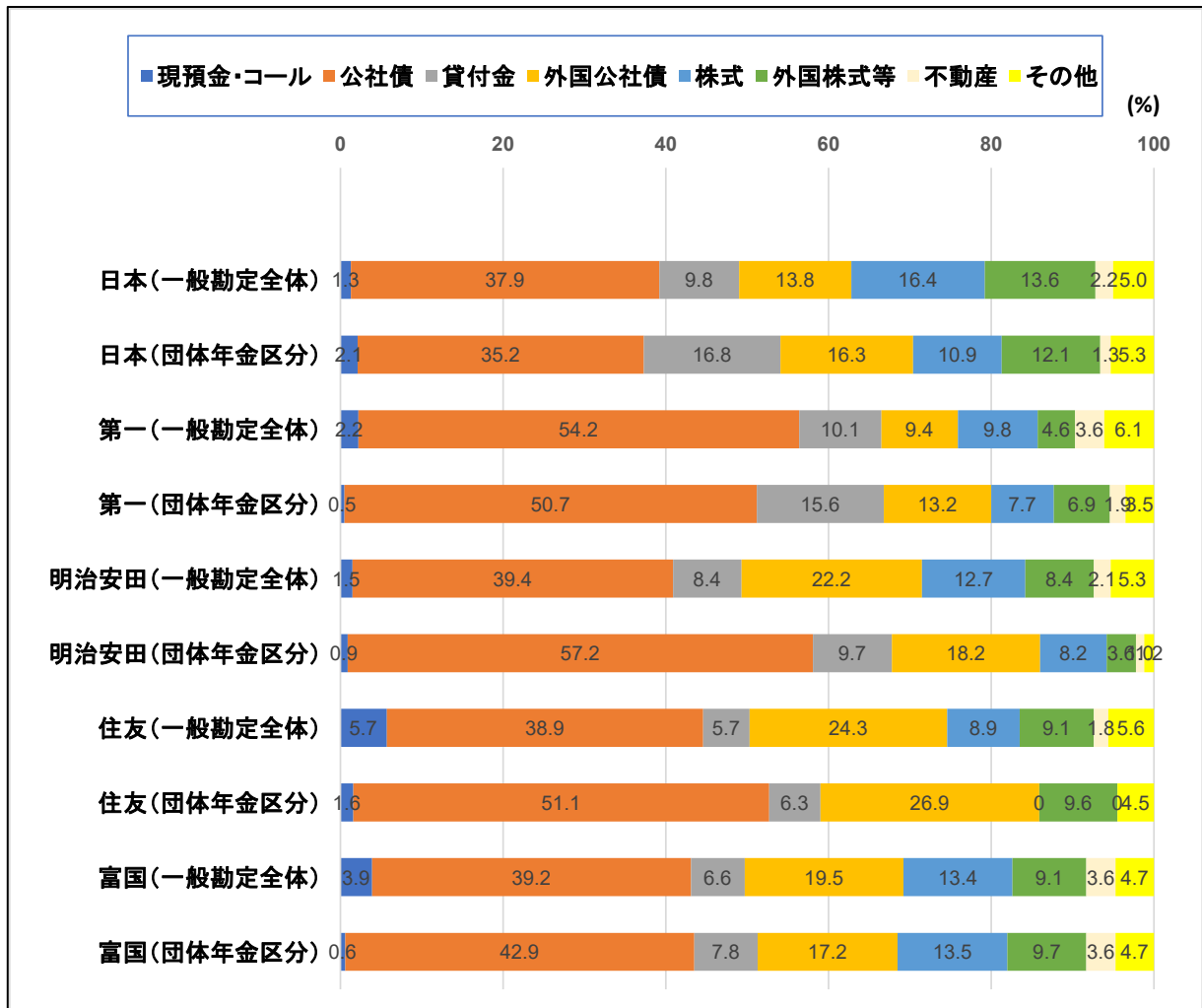
なお、リスクバッファーには危険準備金・価格変動準備金といったオンバランスで保有されているものと、オフバランスの有価証券含み益がある。しかし、生保各社の団体年金決算報告資料では、リスクバッファーの内訳について必ずしも十分な開示は行われていない。企業年金基金あるいは規約型 DB の企業年金担当者が、生保会社から一般勘定についての決算報告を受ける際には、リスクバッファーの額や内訳について詳しくヒアリングするなどの対応が必要である。

新・生保一般勘定の研究

3. 資産運用

前記したように、生命保険会社では一般勘定について区分経理を行っており、団体年金の資産は他の商品とは区分して資産運用を行っている。以下では、団体年金区分の資産運用の最近の特徴を、一般勘定全体との比較を行うことで確認する。

図表 15: 一般勘定全体および団体年金区分の資産ポートフォリオ (2024 年度末)



(出所) 企業年金連合会「生保各社の 2024 年度決算の一般勘定及び団体年金区分の資産状況について」より作成 高松アクチュアリー事務所作成

図表 15 は、生保会社が一般勘定の資産をどのように運用しているかを見たものである。大手 4 生保と富国生命を対象とし、一般勘定全体と団体年金区分の資産ポートフォリオを比較した。なお、図表 15 のグラフだけでは分かりにくいので、図表 16 には各社の資産構成割合を表形式で示した資料も掲載した。

新・生保一般勘定の研究

図表 16: 一般勘定全体および団体年金区分の資産構成割合(2024 年度末)

(%)

	日本 (一般勘定 全体)	日本 (団体年金 区分)	第一 (一般勘定 全体)	第一 (団体年金 区分)	明治安田 (一般勘定 全体)	明治安田 (団体年金 区分)	住友 (一般勘定 全体)	住友 (団体年金 区分)	富国 (一般勘定 全体)	富国 (団体年金 区分)
現預金・コール	1.3	2.1	2.2	0.5	1.5	0.9	5.7	1.6	3.9	0.6
公社債	37.9	35.2	54.2	50.7	39.4	57.2	38.9	51.1	39.2	42.9
貸付金	9.8	16.8	10.1	15.6	8.4	9.7	5.7	6.3	6.6	7.8
外国公社債	13.8	16.3	9.4	13.2	22.2	18.2	24.3	26.9	19.5	17.2
株式	16.4	10.9	9.8	7.7	12.7	8.2	8.9	0	13.4	13.5
外国株式等	13.6	12.1	4.6	6.9	8.4	3.6	9.1	9.6	9.1	9.7
不動産	2.2	1.3	3.6	1.9	2.1	1.0	1.8	0	3.6	3.6
その他	5.0	5.3	6.1	3.5	5.3	1.2	5.6	4.5	4.7	4.7
確定利付き資産合計	62.8	70.4	75.9	80.0	71.5	86.0	74.6	85.9	69.2	68.5
株式+外国株式	30.0	23.0	14.4	14.6	21.1	11.8	18.0	9.6	22.5	23.2

(出所) 企業年金連合会「生保各社の 2024 年度決算の一般勘定及び団体年金区分の資産状況について」より高松アクチュアリー事務所作成

図表 15 と図表 16 から確認できる主なポイントを挙げてみよう。

- ①一般勘定全体、団体年金区分とも確定利付資産(現預金、公社債、貸付金、外国公社債)がポートフォリオの中心となっている。また、団体年金区分と一般勘定全体の確定利付き資産比率を比較すると、富国生命を除き、団体年金区分の方が大きい。
- ②リスク性資産(株式、外国株式)の割合は、各社のリスク選好度合いやリスク許容度によって差がある。一般勘定全体では日本生命が 30%と他社よりも株の比率が多い。明治安田・富国が 20%台、第一と住友は 10%台である。
- ③団体年金区分のリスク性資産比率をみると、日本・明治安田・住友は一般勘定全体よりも小さい。第一と富国は一般勘定全体とほぼ同水準である。
- ④富国生命は、一般勘定全体と団体年金区分の資産構成に大きな違いは見られない。

一般的に言って、生保会社にとっては、死亡保険を中心とした個人保険の収益性が団体年金よりも高い。これは、団体年金の収益源の殆どが利差益(資産運用損益から予定利息を控除したもの)であるのに対し、個人保険の場合には、死差益(死亡率の予定と実績の差から生ずる収益)や費差益(事業に要するコストの予定と実績の差から生ずる収益)といった他の収益源が存在するためである。

したがって、個人保険の資金を運用する際には、死差益をリスクバッファーとすることにより、団体年金よりもより多くのリスクをとることが可能となる。富国生命を除いた各社において、一般勘定合計のポ

新・生保一般勘定の研究

ートフォリオが団体年金区分単独よりも大きなリスクをとっている理由としては、その点が大きいと考えられる。

なお、富国生命においては団体年金区分でもリスク性資産を 20%以上保有しており、第一・明治安田・住友よりもリスク性資産の割合が多い。同社は生保一般勘定の予定利率を 1.3%と設定しており、また配当率についても高水準の還元を続けているなど、団体年金事業への取組姿勢も他生保とは異なる方針をとっている。背景には独自の思想や戦略があるものと推測され、それが積極的な資産ポートフォリオに繋がっているのだろう。

4. 解約控除

2022 年以降の継続する金利上昇により、本稿執筆時点(2026 年 7 月)では、長期金利の水準が生保一般勘定の利回り(予定利率+配当率)を超えている。そのため、年金基金や企業年金の中には「一般勘定を解約して国内債券に投資する方がベターではないか」と考える方もいるだろう。

しかし、一般勘定の解約に際しては解約控除が発生する可能性があるので、解約の是非を判断する際にはそのコストも考慮する必要がある。そこで以下では、生保一般勘定の解約控除について、その算定方法・考え方・解約控除率の推移等を確認する。

図表 17: 団体年金向け一般勘定商品の解約控除率(大手 3 生保)

	解約控除率の計算方法	控除率 上限(%)
日本 (確定給付企業年金保険)	(A-B)×5 (A) 引出し時の10年利付国債の応募者利回り (B) 10年利付国債応募者利回りの過去5年間の平均値	6.25
日本 (一般勘定プラス)	(A-B)×10 (A) 引出し時の20年利付国債の応募者利回り (B) 20年利付国債応募者利回りの過去10年間の平均値 (ただし、契約日からの期間が10年に満たない場合は契約日から引出し時までの期間に入札された20年利付国債応募者利回りの平均値)	10
第一 (解約控除型)	(A-B)×5 (A) 解約等の申し込み時10年利付国債の応募者利回り (B) 10年利付国債応募者利回りの過去5年間の平均値	6.25
明治安田	(A-B)×5 (A) 直近(前月)の10年利付国債の応募者利回り (B) 10年利付国債応募者利回りの過去平均(過去5年平均または過去10年平均のいずれか低い方)	5

(出所)各社の公表資料より高松アクチュアリー事務所作成

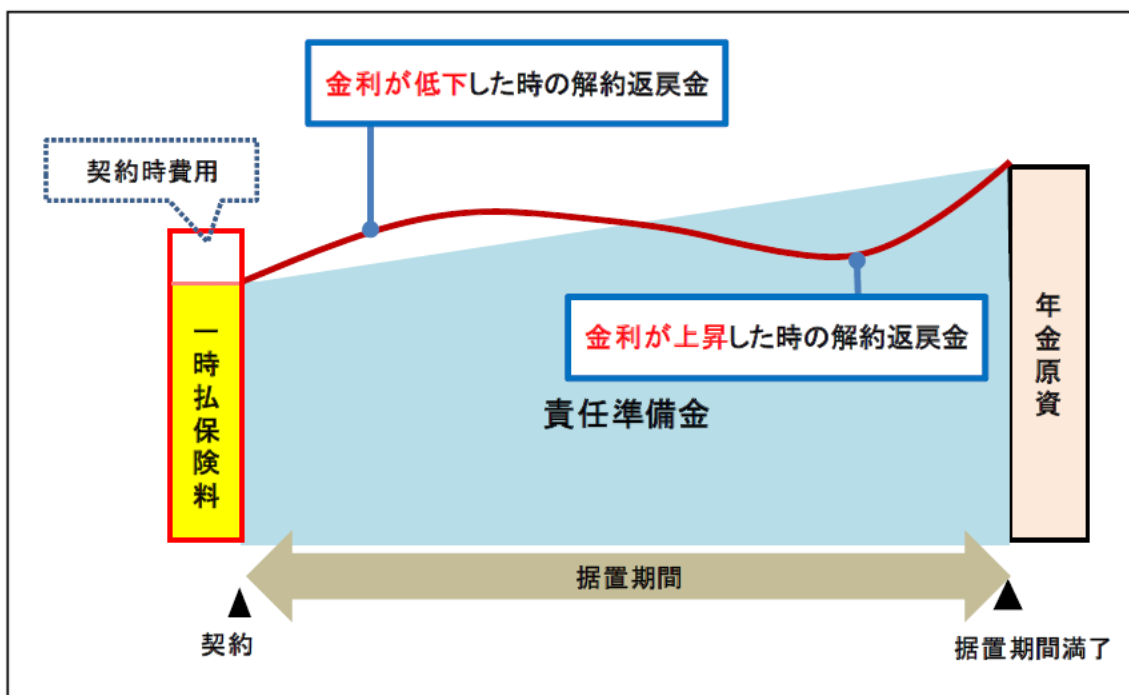
図表 17 は「一般勘定を解約した際に適用される解約控除率の算出方法」をまとめたものである。なお、対象は大手生保 3 社とした。

新・生保一般勘定の研究

これをみると、3 社ともほぼ同じ考え方を採用しており、「解約時の市場金利水準と過去の一定期間の平均金利水準との関係」で解約控除率が決定される仕組みとなっている。日本生命（確定給付企業年金保険）と第一生命は全く同じ計算方法であり、明治安田生命の場合は「過去 5 年平均と過去 10 年平均の低い方」を用いる点と、上限を 5%としている点が日本・第一と異なっている。

大手 3 社の解約控除率算出方法の背景にある考え方は、市場価格調整（MVA, market value adjustment）と呼ばれるものである。これは、米国生保が貯蓄性保険商品について 1980 年代後半から採用しているもので、「解約時の保険契約の簿価価格と投資対象資産の市場価格との調整」を行うための仕組みである。金利上昇時には貯蓄性保険の資金で運用している資産（債券を想定）に評価損が発生しているので、保険契約解約に伴い対応する資産を売却すれば実現損が生じる。MVA は、「保有資産の売却損に相当する額を解約返戻金から控除することで、他の保険契約者の負担を避けること」を意図した仕組みだと言える²⁸。

図表 18: 市場価格調整の仕組み: 一時払定額年金（銀行窓販用）の代表的な例



（出所）高松アクチュアリー事務所作成

現在では、わが国においても、銀行で販売されている一時払いの貯蓄性商品などで、市場価格調整による解約控除の仕組みが採用されている（図表 18 を参照）。また、生保会社が確定拠出年金向けに販売している「利率保証年金」においても、解約時には市場価格調整を適用している。

²⁸ 逆に金利低下局面では、図表 18 に示したように、解約返戻金は責任準備金よりも大きくなる。

新・生保一般勘定の研究

図表 17 の解約控除率の計算方法を再確認すると、日本生命(確定給付企業年金保険)・第一生命・明治安田生命の解約控除率計算方法はほぼ同じであり、「10 年国債金利の過去 5 年(あるいは 10 年)の平均と解約時点の金利の差に 5 を掛ける仕組み」となっている。

この式からは、以下の 2 点を仮定して解約控除方式を設定したものと推測される。

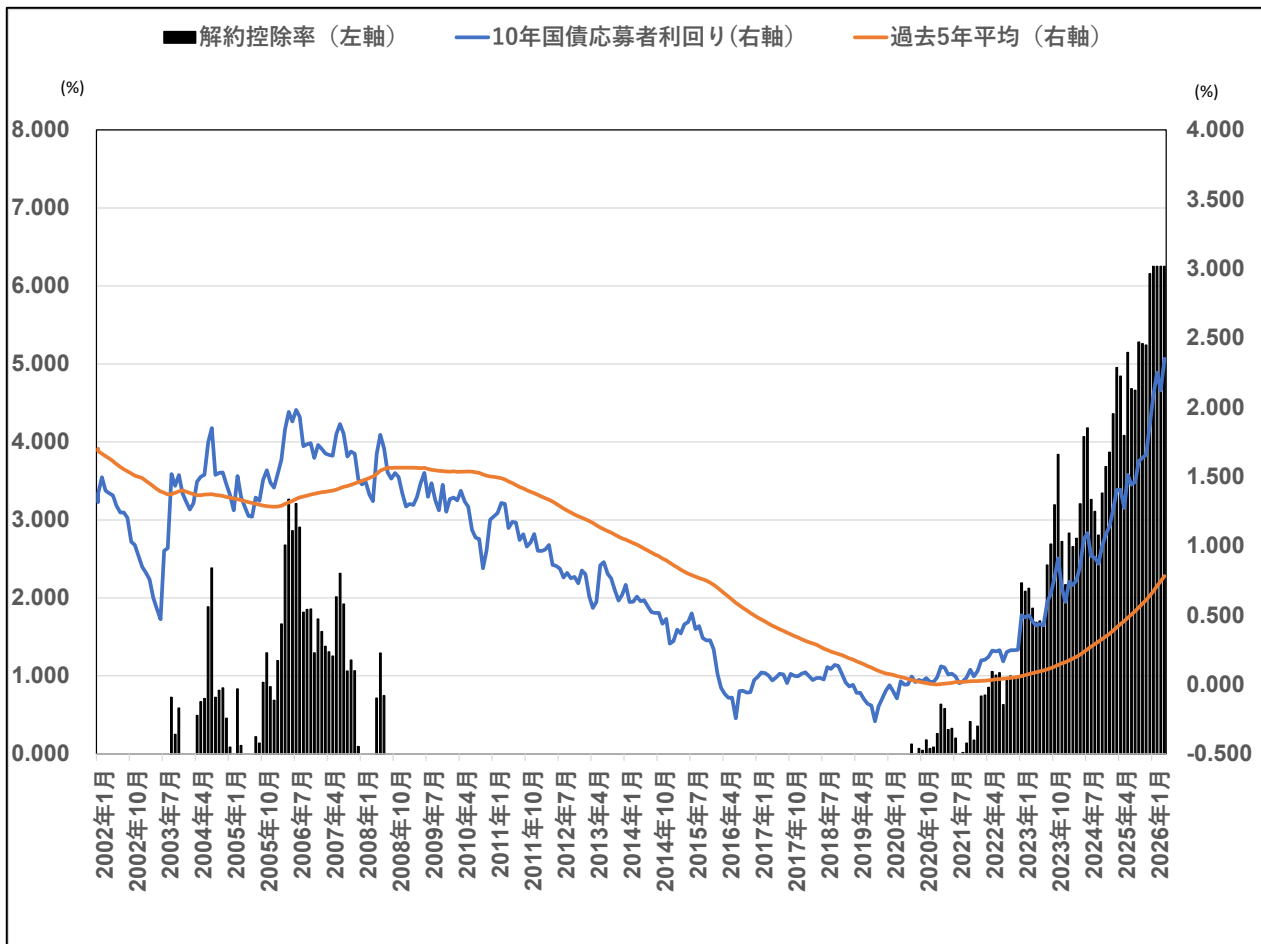
(前提 1) 団体年金区分では債券を毎月平準的に購入している

(前提 2) 資産の平均的な残存期間(デュレーション)は 5 年

この前提に基づき、「保有している(と仮定した)債券の平均利回りと解約時点の金利水準の差の 5 倍を資産時価の減少幅と見なし、それを解約時に控除する仕組み」にしたものと推測される。

この算式に基づけば、過去の平均金利よりも足元の金利が高いときに解約控除が発生する。言い換えれば金利上昇局面で解約控除が発生することになる²⁹。

図表 19: 2002 年以降の長期金利と解約控除率の推移(日本生命、第一生命の場合)



(出所) 財務省 HP より高松アクチュアリー事務所作成

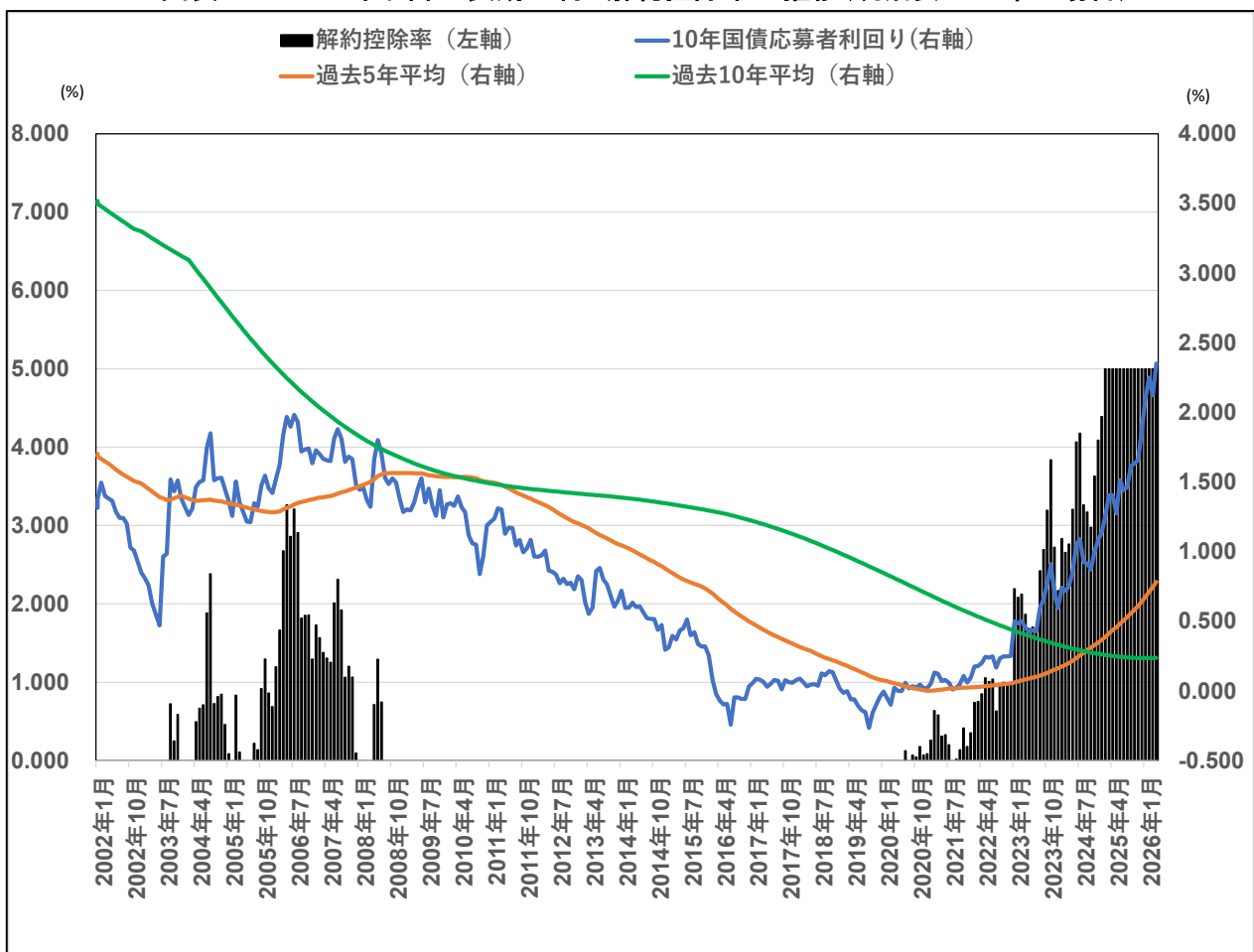
²⁹ なお、団体年金向け一般勘定商品では、金利低下時に解約返戻金が責任準備金を超えることはない。この点は個人向け貯蓄性商品と仕組みが異なる。

新・生保一般勘定の研究

図表 19 は 2002 年 1 月以降の日本生命(確定給付企業年金保険)と第一生命の解約控除率を試算したものをグラフで示したものである。2008 年半ばから 2019 年半ばまでは金利低下傾向を反映して解約控除は発生していない。しかし、その後は金利上昇傾向に転じたため解約控除が復活した。金利上昇に伴い解約控除率も増加し、2026 年 1 月以降は解約控除率の上限(6.25%)に張り付いている。

参考までに、明治安田生命の解約控除率も試算してみた(図表 20)。日本・第一とは計算式が異なるため若干の違いはあるが傾向は変わらない。2025 年 2 月以降は解約控除率の上限である 5%に張り付いている。

図表 20: 2002 年以降の長期金利と解約控除率の推移(明治安田生命の場合)



(出所) 財務省 HP より高松アクチュアリー事務所作成

第Ⅳ章 今後の生保一般勘定への投資をどう考えるか

1. 金利環境の変化と生保一般勘定

2022 年ごろまでの超低金利環境下においては、生保一般勘定は「安定的に収益を確保できるほとんど唯一の資産」と言えた。そのため多くの企業年金が一般勘定の投資を希望する一方で、生保会社は受託抑制のスタンスを維持していた。

図表 21: 10 年国債金利の推移



(出所) 財務省 HP より高松アクチュアリー事務所作成

しかしながら、近年の金利上昇により 2026 年 7 月の 10 年国債金利は 3%に近い水準に達している(図表 21)。また、国内債券のベンチマークとなる野村 BPI についても 2026 年 7 月末時点で利回りが 2.46%と生保一般勘定の予定利率をはるかに超える水準にある。

このような環境下にある年金基金や企業年金は、生保一般勘定への投資をどのように考えれば良いだろうか。

まず、一部の公的年金などのように自家運用債券を満期保有目的で保有している場合には、生保一般勘定に投資する意味は小さいだろう。債券を簿価評価して満期保有する場合は、金利上昇リスクは意識する必要がない。生保一般勘定の予定利率が国債金利に大きく劣後する以上は、生保一般勘定投資への意義は見出しにくい。

次に、多くの一般的な企業年金のように、野村 BPI をベンチマークとするパッシブファンドに投資する場合を考える。

新・生保一般勘定の研究

足元ではベンチマークの利回りは2.5%程度でありロールダウン効果を加えると、いわゆるキャリアで3%以上の収益が期待できるだろう。しかし、デューレーションは8年程度であるため、0.4%を超える金利上昇があると年間の収益率はマイナスになってしまう可能性がある。企業年金の財政運営基準（継続基準）では負債を実勢金利で評価する方法は採用されていないため、金利上昇による債券ファンドのマイナスリターンは企業年金の財政悪化につながる。

仮にキャリアでの収益が4%程度まで上昇して0.5%程度の金利上昇リスクがあってもプラスのリターンが望めるようになれば、国内債券を生保一般勘定よりも優先して考えることも可能になるだろう。しかしながら、現時点では金利上昇リスクを意識せざるを得ない企業年金においては、生保一般勘定と国内債券を組み合わせるのが妥当な選択肢ではないかと考える。

図表 22: 国内債券と生保一般勘定 ～ 投資する場合のメリット・デメリット比較

	国内債券（パッシブ）	生保一般勘定
メ リ ツ ト	●利回りが生保一般勘定よりも高い。 ●ロールダウン効果も期待できる。 ●安全性資産の中核の役割を担う。 ●投資可能額に制限がない。	●金利上昇があっても資産額に変動はない（価格変動リスクがない）。 ●予定利率に加えて配当も期待できる。 ●価格変動がなく、他資産との相関がない。 ●（生保会社が了解すれば）給付対応のファンドとしても利用できる可能性がある。
デ メ リ ツ ト	●金利上昇リスクがあり、金利上昇時にはマイナスリターンとなる可能性がある。 ●給付資金確保のために売却しても、売却損が発生する可能性がある。	●解約控除がある。 ●生保会社間でリターンに差がある。 ●ディスクロージャーが不十分 ●生保側の意向によっては投資額が制限される。 ●生保会社の破綻リスクに留意する必要がある。

（出所）高松アクチュアリー事務所作成

また、図表 22 に記載したように、生保一般勘定のメリットとして「価格変動がなく、他資産との相関もない」点も挙げられる。したがって、債券よりも収益率が劣ったとしても生保一般勘定を含めることにより、ポートフォリオの効率（シャープレシオなど）が改善する可能性もある。さらに、生保会社が了解する場合には、給付専用ファンドやキャッシュ代替としての活用も考えられる。

ただし、投資可能額や保有可能額などについて、生保側の意向により制限される可能性もあることには留意が必要である。一般勘定資産を受託することは、生保会社にとってはリスク量の増加を意味するので、経営状況や金融環境等によっては引き受けが難しくなることもありうるだろう。実際、数年前までは、生保会社は一般勘定での新規受託を原則として拒否していた。新規投資が制限される可能性があることには、留意が必要である。

新・生保一般勘定の研究

2. どの生保会社を選ぶか ～ 着眼点の整理

2021 年以前の生保一般勘定の予定利率は、大手生保 4 社間では同一であった。富国生命の予定利率は 1.3% であったが、概ね「どこの生保に預けても大差はない」という感覚を企業年金関係者はもっていたであろう。

しかし、現在はまったく環境が変わった。予定利率については、最も高い富国生命は 1.3%、最も低い第一生命は 0.25% である。また、日本生命と明治安田生命は 3 階建ての予定利率・配当率体系を採用している。配当率についても、生保会社間で大きな差がついている。したがって、企業年金が生保一般勘定に資金を預ける際には、生保会社の選択を慎重に行うことも必要となっている。

本節ではこのような問題意識から、「生保一般勘定に投資する際の生保会社の選択」について、着眼点と考え方を検討する。

図表 23: 生保会社を選択する際の着眼点と指標

	着眼点	指標	開示状況 (現行)	補足
(1)	健全性	・ソルベンシーマージン比率(ESR)	○	・生保会社の破綻リスクを評価する。
(2)	保証利率の期待値	・予定利率の体系と水準	○	・企業年金が基本ポートフォリオ策定の際には、この率を一般勘定の期待リターンとする。
(3)	配当の可能性	・配当還元方法(仕組み、考え方) ・配当率の実績 ・予定利率も含めた還元率の実績	○	・配当還元は時価ベースの剰余をベースとしているか？ ・リスクバッファ留保額についての考え方 ・時価ベース剰余に対する還元率の実績
(4)	団体年金区分の収益性	・インカム利回り(資産別) ・時価利回り(資産別) ・団体年金区分のポートフォリオ ・有価証券残存期間別残高 ・保有公社債の期末残高利回り	△	・団体年金区分の将来的な収益性を評価する。それが、配当率も含めた還元率の期待値予測の基となる。
(5)	団体年金区分のリスク耐性	・リスクバッファの額 (オンバランス、オフバランス、会社勘定での保有分を含む) ・有価証券含み益	△	・リーマンショックのように大きなダウンサイドリスクが発生した際の耐性を評価する。
(6)	団体年金区分の剰余金の状況	・団体年金区分の損益計算書 (資産運用関係以外も含む)	×	・団体年金区分の収益のうち、顧客に還元されていないコスト等を把握する。それにより生保会社の顧客還元姿勢を評価することが可能になる。
(7)	顧客還元への期待	・生保会社の姿勢(定性的に評価する)	—	・長期的にみると、生保一般勘定は団体年金区分の収益(コスト控除後)が、予定利率と配当率の形で還元される。 ・したがって、団体年金区分の収益性を長期的に評価したうえで、生保会社の顧客還元姿勢を評価することが望ましい。

(出所) 高松アクチュアリー事務所作成

新・生保一般勘定の研究

図表 23 は「生保会社を選択する際の着眼点と指標」を整理してみたものである。以下で、それぞれの着眼点について補足説明を加える。

(1) 健全性

まず、最初に健全性の観点で生保会社の破綻リスクを評価することが必要である。

p.11 で述べたように、生保会社が破綻した場合は責任準備金が削減されるリスクがある。実際、過去の事例では 8 度の破綻のうち 6 つのケースでは責任準備金の削減が行われた(図表 6 参照)。

健全性の指標としては ESR(経済価値ベースのソルベンシー比率)を確認すればよい。100%以上が健全性の目安である。ここまで参照してきた大手生保(日本・第一・明治安田・住友)および富国生命の連結 ESR は 2026 年 3 月末時点で 200%近傍にあるので、どこの生保会社であっても破綻リスクは小さいと評価できる³⁰。

(2) 保証利率の期待値

2 点目の着眼点は「保証利率の期待値」、言い換えれば「確実に保証される利率の水準」である。

年金基金や企業年金が基本ポートフォリオを策定する際には、資産クラス別に期待リターンを設定することが必要である。生保一般勘定のリターンは保証利率(予定利率)と配当率から構成されるが、配当率については不確実である。したがって、期待リターンとしては確実に保証される予定利率を用いることが基本である。

ただし、日本生命と明治安田生命は保証利率が 2 階建てとなっている。期待リターンとしては 1 階部分および 2 階部分の保証利率の合計とすればよいであろう。なお、2 階部分については、3 年間は確定しているとともに、その後の 3 年間についても最低保証利率が設定されている。期待リターンを 5 年平均で策定する場合は、それらの値を用いて 5 年平均を算出すればよいだろう。

(3) 配当の可能性

3 点目の着眼点は、配当への期待である。

一般勘定のリターンは予定利率と配当率から構成される。原理原則としては「予定利率保証後の剰余金のうち、今後の予定利率保証に必要な額(リスクバッファ)を留保した後の残額が配当として還元される」ことになる。予定利率が低いほどその保証に必要なリスクバッファが少なくて済むはずなので「低予定利率、高配当率」となり、リターン合計では低予定利率の会社が高予定利率の会社を凌駕するはずである。

³⁰ 2026 年 3 月末の規制ベースの ESR は、2026 年 7 月時点では公表されていない。しかし、各社の内部基準ベースの連結 ESR は公表されており、その水準は 200%近傍にある(<https://takamat.net/opinion/2686/>を参照)。

新・生保一般勘定の研究

しかし、実際には予定利率が最も低い第一生命は、2023 年度まで「予定利率＋配当率」も 5 社間で最も低かった。また、予定利率が最も高い富国生命は配当にも積極的である。これらの実態を踏まえると、配当還元にあたっては各社の配当政策が大きく反映していることが分かる（【付録 2】参照）。

したがって、配当の可能性を評価するためには、配当還元の考え方や算定式などを吟味すると同時に、その背景にある配当政策も評価することが望ましい。

なお、時価ベースの剰余ではなく簿価ベースの剰余を配当のベースとしている生保会社も存在するが、この考え方では配当のベースとなる金額を恣意的に操作することが可能となる。すなわち、配当率の決定ルールが開示されていても、配当ベースを恣意的に操作することにより、配当率を恣意的に抑制することが可能になる。

これは区分経理の仕組みを理解していないか、あるいは顧客に対する誠実性に欠けると評価せざるを得ない。そのような考え方を採用している生保会社の一般勘定は勧められない。

(4) 団体年金区分の収益性

第三章で述べたように生保一般勘定の予定利率と配当率の財源は、団体年金区分で保有している資産からの運用収益である。したがって、生保一般勘定からどの程度の還元が期待できるかを検討するためには、団体年金区分の収益性を評価することが必要である。

収益性の実績を評価するためには、決算の利回りを資産クラス別に確認することになる。なお、簿価ベースの利回りは恣意的に操作可能なので、インカム利回り与时価利回りを確認する。今後の収益性を評価するためには保有資産の構成と各資産の期待運用収益を評価することになる。キャピタル関係は不確定であるが、インカム収益については保有資産の利回りや残存期間別構成などを確認すればよい。

なお、一般勘定全体のディスクロージャー資料では、これらの保有資産の収益性を評価する情報が概ね開示されている。しかし、団体年金区分で保有する資産の収益性を評価する情報は、十分には開示されていない。年金基金や企業年金側で生保会社に要求することが望ましい³¹。

(5) 団体年金区分のリスク耐性

生保会社の団体年金区分では債券のような安全性資産だけではなく、株式や外国証券などのリスク性資産にも投資している。リーマンショックのような大きなストレスイベントが発生すれば、当然ながら団体年金区分でも大きな損失が発生する可能性がある。

³¹ 生保会社は伝統的に情報開示に消極的である。したがって、開示を要求したとしても拒絶される可能性が高いだろう。それでも、年金基金や企業年金側として必要な情報については開示要求を続けることが望ましいと考える。

新・生保一般勘定の研究

そのような損益状況の場合に生保会社は団体年金区分で保有しているリスクバッファーを取り崩して予定利率保証を行う。したがって、予定利率保証の頑健性を評価するためには、リスクバッファーの水準を評価することが欠かせない。

残念ながらこの点についての生保会社の開示は不十分である。株式含み益の開示は各社とも行っているが、オンバランスのリスクバッファーの開示については各社で濃淡があり、一部の生保ではまったく開示を行っていない。改善を望みたい。

(6) 団体年金区分の剰余金の状況

現在、生保会社が団体年金区分の決算報告用に作成している資料には、損益計算書は含まれていない。資産運用収益・費用の内訳は開示されているが、それ以外の収益・費用は開示されていない。そのため顧客にとって重要な以下のような情報は全く不明である。

- 団体年金区分のインカム利回りと配当率の差の部分、言い換えれば顧客に還元されない収益はどのように処理されているのか。
- 団体年金事業にどの程度のコスト(人件費や物件費など)がかかっているか。
- 会社全体の費用、例えば本社ビルや全社に係るシステム投資の減価償却費、本社部門の人件費や物件費等の費用を団体年金区分ではどの程度負担しているか
- 法人税の負担は団体年金区分でどの程度行っているか。
- 株式会社の場合、株主配当の負担を団体年金区分でどの程度行っているか。

生保会社の顧客への還元状況や還元姿勢を正しく評価するためには、資産運用関係損益に加えてこれらの情報も必要である。団体年金区分の損益計算書が開示されれば、年金基金や企業年金側でコスト全体を評価することが可能になる。この点についても改善を望みたい。

(7) 顧客還元への期待

生保会社の顧客還元姿勢には各社間で差がある。

筆者は以前に証券会社で年金コンサルティング業務を担当していたが、その際には生保会社の団体年金担当者と接する機会が度々あった。当時、彼らとコミュニケーションする中で、各社の顧客還元姿勢の違いを肌で感じていた。

例えば、ある生保は「株主への還元を最優先としており、顧客還元にはネガティブな姿勢」が明白であった。一方で、「新ソルベンシー規制対応のためには予定利率を見直さざるを得ないが、顧客の負担や悪影響もできるだけ避けたい」と考えている生保会社もあった。また、「予定利率保証をしているのだから、それ以上の還元はできるだけ避けたい」と考えている生保もあった。

このような還元姿勢が、予定利率(体系・水準)や配当率に関する各社間の差となって顕在化するのだと筆者は考えている。

新・生保一般勘定の研究

したがって、今後の一般勘定投資にあたっては、生保会社の還元姿勢を考慮することも不可欠と考える。年金基金や企業年金においては、生保側担当者等とのコミュニケーションなどを通じて、各社の顧客還元姿勢を定性的に評価することが望ましい。

以上

新・生保一般勘定の研究

【付録 1】生保一般勘定の「予定利率＋配当率」(2004 年度～2025 年度)

(%)

	日本	第一	明治安田	住友	富国	国内債券 (野村BPI)	10年国債応募 者利回り (年末)
2004年度	1.51	1.55	1.52	1.25	1.45	2.09	1.45
2005年度	2.24	2.40	2.43	1.35	2.20	-1.40	1.46
2006年度	2.52	2.10	2.50	1.41	2.20	2.17	1.63
2007年度	2.10	1.75	1.81	1.49	2.00	3.37	1.48
2008年度	1.38	1.25	1.25	1.41	1.30	1.34	1.38
2009年度	1.70	1.80	1.55	1.49	1.30	2.04	1.25
2010年度	1.67	1.45	1.63	1.66	1.80	1.81	1.19
2011年度	1.37	1.35	1.66	1.69	1.80	2.94	1.09
2012年度	1.69	1.75	2.04	1.54	1.90	3.72	0.73
2013年度	2.04	1.95	2.07	1.55	2.00	0.58	0.65
2014年度	2.54	2.25	2.37	1.38	2.10	2.97	0.47
2015年度	2.09	1.78	1.76	1.38	2.10	5.40	0.32
2016年度	1.58	1.46	1.76	1.34	2.10	-1.15	0.03
2017年度	1.53	1.50	1.81	1.35	1.90	0.90	0.06
2018年度	1.50	1.44	1.61	1.31	1.90	1.89	0.07
2019年度	1.54	1.39	1.25	1.27	1.80	-0.18	-0.04
2020年度	2.49	1.25	1.55	1.33	1.90	-0.70	0.02
2021年度	1.50	1.00	1.25	1.43	1.60	-1.21	0.06
2022年度	1.25	0.94	1.25	1.25	1.60	-1.65	0.25
2023年度	1.35	0.92	1.25	1.25	1.80	-2.20	0.70
2024年度	1.40	1.40	1.25	1.25	1.90	-4.73	1.08
2025年度	1.68	1.80	1.49	1.34	2.40	-5.37	1.87

(出所) 各社の公表資料より高松アクチュアリー事務所作成

新・生保一般勘定の研究

【付録 2】各社別の予定利率、配当率の推移(2015 年度～2025 年度)

(%)

		日本		第一	明治安田	住友	富国
		一般勘定	一般勘定プラス				
2015 年度	予定利率	1.25		1.25	1.25	1.25	1.30
	配当率	0.84		0.53	0.51	0.13	0.80
	合計	2.09		1.78	1.76	1.38	2.10
2016 年度	予定利率	1.25		1.25	1.25	1.25	1.30
	配当率	0.33		0.21	0.51	0.09	0.60
	合計	1.58		1.46	1.76	1.34	1.90
2017 年度	予定利率	1.25		1.25	1.25	1.25	1.30
	配当率	0.28		0.25	0.56	0.10	0.60
	合計	1.53		1.50	1.81	1.35	1.90
2018 年度	予定利率	1.25		1.25	1.25	1.25	1.30
	配当率	0.25		0.19	0.36	0.06	0.50
	合計	1.50		1.44	1.61	1.31	1.80
2019 年度	予定利率	1.25		1.25	1.25	1.25	1.30
	配当率	0.29		0.14	0.00	0.02	0.30
	合計	1.54		1.39	1.25	1.27	1.60
2020 年度	予定利率	1.25		1.25	1.25	1.25	1.30
	配当率	1.24		0.00	0.30	0.08	0.60
	合計	2.49		1.25	1.55	1.33	1.90
2021 年度	予定利率	1.25		0.25	1.25	1.25	1.30
	配当率	0.25		0.75	0.00	0.18	0.30
	合計	1.50		1.00	1.25	1.43	1.60
2022 年度	予定利率	1.25	0.50	0.25	1.25	1.25	1.30
	配当率	0.00	0.20	0.69	0.00	0.00	0.30
	合計	1.25	0.70	0.94	1.25	1.25	1.60
2023 年度	予定利率	0.50	0.50	0.25	1.25	1.25	1.30
	配当率	0.85	0.65	0.67	0.00	0.00	0.50
	合計	1.35	1.15	0.92	1.25	1.25	1.80
2024 年度	予定利率	0.50	0.50	0.25	1.25	1.25	1.30
	配当率	0.90	1.05	1.15	0.00	0.00	0.60
	合計	1.40	1.55	1.40	1.25	1.25	1.90
2025 年度	予定利率	0.50	0.50	0.25	0.50	1.25	1.30
	保証利率(2階部分)				0.80		
	配当率	1.18	1.33	1.55	0.19	0.09	1.10
	合計	1.68	1.83	1.80	1.49	1.34	2.40

(出所)各社の公表資料より高松アクチュアリー事務所作成

新・生保一般勘定の研究

【付録 3】経済価値ベースのソルベンシー規制について

2026 年 3 月末から保険会社に対して「経済価値ベースのソルベンシー規制」が適用されている。新規制の特徴は、資産だけでなく負債についても経済価値評価（時価評価）を行うことであり、結果として負債についても金利変動リスクが発生することになる。

2020 年以降に第一生命・日本生命・明治安田生命が、団体年金向け一般勘定商品の予定利率を引下げたが、その背景には「新ソルベンシー規制への対応がある」と推測される。新規制下における負債の金利変動リスクを小さくするためには、負債のデュレーション³²を短くすることが有効である。そして、上記した生保会社が実施した「予定利率引下げや予定利率保証期間の短縮化」は、負債デュレーションを短くするという効果がある。

以下では、読者の理解に資するよう、新ソルベンシー規制の概要を説明する。その後、大手生保 3 社が行った商品性見直しとの関係について述べる。

(1) 従来のソルベンシー規制（ソルベンシー・マージン比率）の問題点

「経済価値ベースのソルベンシー規制」が導入されるまでは、生保会社の健全性に関する指標としてソルベンシー・マージン比率が使用されていた。「この比率が一定水準（200%）を下回ったならば、早期是正措置が取られる」という規制であった。

しかし、ソルベンシー・マージン比率の算出にあたっては、ロック・イン（割引率、発生率等の基礎率を契約時点において固定する）方式の負債評価に基づく会計上のバランスシートを前提としている。またリスク計測手法はエクスポージャー³³額に定率の掛目を乗じる単純な手法による部分が多い。そのため、以下のような問題点があった。

- ①金利低下時には資産時価が増加し負債は変動しないため、ソルベンシー・マージン比率が改善する。しかし、金利低下により負債の経済価値（時価）も増加しているはずであり、従来規制では保険会社の健全性を正しく評価できない。
- ②特に、（多くの生保会社のように）負債のデュレーションが資産より長い場合には、金利低下により負債時価は資産時価よりも増加し会社の健全性は悪化するはずである。従来規制ではその影響は評価できない。

³² デュレーションとは債券や債務についての平均残存年数のことである。計算方法は、各期のキャッシュフローの現在価値（金利を用いて算出する）を用いて、それぞれのキャッシュフローの残存年数を加重平均する。デュレーションが長いほど、金利変化に対する、各期のキャッシュフローの現在価値の合計（すなわち債券や債務の時価評価額）の変動性が大きくなるという性質を有している。

³³ 英語表記「exposure」の日本語読みで、投資家が保有する金融資産のうち、市場の価格変動リスクや特定のリスクにさらされている金額や残高、その比率のこと。

新・生保一般勘定の研究

③従来規制では負債の経済価値(時価)評価を行っていないため、例えば保険会社が ALM³⁴によりリスク管理を行っていても、(規制上は)リスク量やマージンの適切な評価に繋がらない。

(2)新規制の概要

新たなソルベンシー規制(経済価値ベースのソルベンシー規制)の特徴は、資産・負債とも経済価値で評価する点である。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」という意味である。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る³⁵。

資産についてはおおむね市場価格が利用できる。しかし、保険負債は一般的には市場で取引されておらず、市場価格は存在しない。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」ことで求めることになる³⁶(付録図1)。

付録図1 「現行の責任準備金」と「負債の経済価値」～ 算出方法の比較

現行の責任準備金算出方法	新規制：「負債の経済価値」算出方法
①将来キャッシュフロー(CF)の計算 ・将来の死亡率等は基礎率通りと仮定 ・解約は織り込まない	①将来キャッシュフロー(CF)の計算 ・将来の死亡率・経費率等は実態に基づき設定 ・解約も織り込む
②責任準備金(保険料積立金)の算出 ・上記のCFの現在価値を算出(事業費を除く) ・「支払現価-収入現価」が責任準備金(保険料積立金) ・割引率は予定利率(固定) ・事業費は責任準備金計算には含めない	②負債の経済価値の算出 ・上記のCFの現在価値を算出(事業費・解約返戻金も含む) ・「支払現価-収入現価」が負債の経済価値 ・割引率は評価時点の市場金利(リスクフリーレート、年限別) ・事業費・解約返戻金も負債計算に含める

(出所)各種資料より高松アクチュアリー事務所作成

³⁴ 負債の特性に応じて適切に資産配分を行い、資産と負債を総合的に把握し管理すること。リスクを適切にコントロールしつつ、リスクの最小化を図るリスク管理手法の一つ。例えば、一時払いの貯蓄性保険については、保険料で保険期間と同年限の債券を購入することにより金利変化による資産と負債の変動を連動させることが可能になる。

³⁵ 一般に「負債の時価」と「負債の経済価値」は、同じ意味で使用されている。

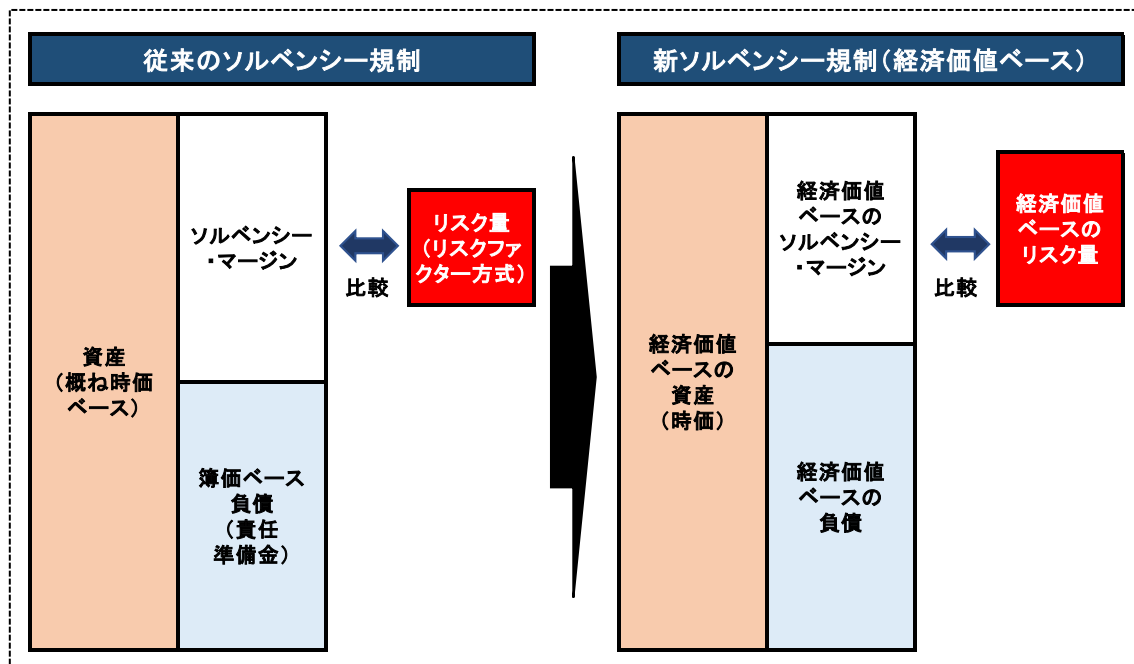
³⁶ なお、負債のキャッシュフローを求める際には、将来の死亡・解約等の発生や費用についても、保険料計算に用いる基礎率ではなく、最もありそうな仮定を置いて求める(この手法は「ベスト・エスティメイト」(最良推計)と呼ばれる)。

新・生保一般勘定の研究

付録図 2 は、従来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ある。「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、変更はない。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る。

左側の従来規制では、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る。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る。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る。従って、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ない(簿価ベース)。それに対し、新規制では前記したように、資産だけでなく負債も経済価値で評価されることになる(時価ベース)³⁷。その結果、例えば金利が低下すれば負債の増加要因になる。

付録図 2 経済価値ベースのソルベンシー規制 ～ 従来規制との比較



(出所)各種資料より高松アクチュアリー事務所作成

また、リスク量の計算方法も新規制では変わる。従来は、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た。これは、「リスク対象金額に係数を乗じる」という方法で、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ている。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る³⁸。

³⁷ 厳密には、経済価値ベースの保険負債は「将来キャッシュフローの現在推計」と「将来のキャッシュフローの不確実性に備えるためのリスクマージン」から構成される。

³⁸ リスクの測定は保有期間1年、信頼水準99.5%のVaRに基づく。

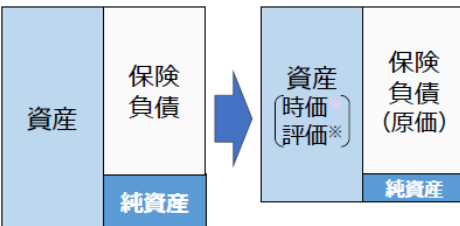
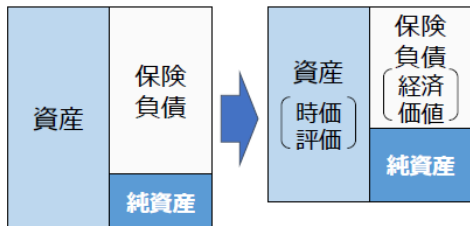
新・生保一般勘定の研究

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

例えば、金利が低下した時の影響を考えると、従来方式では債券価格の上昇により資産が増加し、負債は変動しない³⁹。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る。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する。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場合、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る。結果として、ソルベンシー・マージンは減少し、健全性が悪化する。

金利上昇時の影響は、上記と反対にソルベンシー・マージン（純資産）は増加し、健全性は改善することになる。このように、金利変動の健全性に与える影響は、従来規制と新規制で逆になることが予想される（付録図 3 を参照）。

付録図 3 従来規制と新規制の枠組みの比較

	現行規制（SMR）	新規制（ESR）
保険負債の評価	原則ロックイン (決算時の金利等を反映しない)	時価評価 (決算時の金利等を反映)
金利上昇時の純資産への影響	 純資産が減少（※資産が「その他有価証券」の場合）	 純資産が増加（負債デュレーションの方が長い場合）
リスク	リスク係数を乗じて算出 (ファクター方式)	純資産の変動をリスク量として計上 (ストレス方式、ただし一部はファクター方式等)
金利に係るリスク	債券の価格変動等リスク（金利上昇がリスク）、 予定利率リスク（金利下落がリスク）を計上	金利リスク（ALMリスク）を計上 ※ 資産と負債がミスマッチしているほど高いリスク量 ※ 負債デュレーションの方が長い場合、金利下落がリスク

（出所）金融庁「経済価値ベースのソルベンシー規制の概要」（2025 年 7 月 23 日）

(3) 大手 3 生保による商品性見直しと新ソルベンシー規制

付録図 1 に示したように、経済価値ベースの負債は「（実態の死亡率や解約率を用いて算出した）将来キャッシュフローを、評価時点の市場金利で割引く」ことにより算出する。したがって、経済価値を評価する時点の金利よりも予定利率が高ければ、経済価値ベースの負債額は従来基準（簿価ベース）より

³⁹ なお、満期保有目的債券および責任準備金対応債券は簿価評価であるため、金利変動があっても資産額は変わらない。

新・生保一般勘定の研究

りも膨らむことになる。すなわち、金利水準が 1.25%を下回っている環境では、予定利率が 1.25%の生保一般勘定の負債額(経済価値ベース)は簿価ベースよりも大きくなることと予想される。

このような仕組みなので、新規制が生保経営にあたる影響は、市場金利の水準によって変動すると考えられる。低金利環境下では、新規制により負債が増加しソルベンシー・マージンが減少する。逆に高金利環境では、負債が減少しソルベンシー・マージンが増加する⁴⁰。

したがって、「低金利環境下では予定利率を引下げることが、新ソルベンシー規制への対応上はプラスに働く」ことになる。逆に、実勢金利が予定利率を上回る環境では、予定利率引下げの効果は大きくない。

以上の議論を前提にして、第一生命・日本生命・明治安田生命が商品見直しを公表した時点の金利水準を確認してみよう。

まず、第一生命が予定利率引下げ(1.25%→0.25%)を公表したのは 2020 年 10 月であるので、2020 年 10 月 1 日の国債金利を基にして算出したスポットレートを確認する(付録図 4)。

付録図 4 2020 年 10 月 1 日時点のスポットレート

	国債金利 (2020年10月01日)	スポットレート
1年	-0.140%	-0.140%
2年	-0.130%	-0.130%
3年	-0.129%	-0.129%
4年	-0.129%	-0.129%
5年	-0.109%	-0.109%
6年	-0.110%	-0.110%
7年	-0.100%	-0.100%
8年	-0.069%	-0.069%
9年	-0.023%	-0.023%
10年	0.022%	0.022%
15年	0.256%	0.260%
20年	0.408%	0.418%
25年	0.508%	0.524%
30年	0.611%	0.636%
40年	0.629%	0.650%

(出所)財務省 HP より高松アクチュアリー事務所作成

上表をみると 15 年のスポットレート(0.260%)がほぼ引下げ後の予定利率の水準(0.25%)に相当する。団体年金向け一般勘定商品の負債デュレーションは公表されていないが、仮に 15 年程度とすると「負債経済価値計算に用いる金利」に見合った水準まで予定利率を下げたことになる。

次に、日本生命が予定利率引下げ(1.25%→0.5%)を公表した 2022 年 4 月時点のスポットレートを確認する(付録図 5)。

⁴⁰ なお、この部分の説明は「負債デュレーションが資産デュレーションよりも長い」ことを前提にしている。

新・生保一般勘定の研究

付録図 5 2022 年 4 月 1 日時点のスポットレート

	国債金利 (2022年4月1日)	スポットレート
1年	-0.075%	-0.075%
2年	-0.040%	-0.040%
3年	-0.045%	-0.045%
4年	-0.012%	-0.012%
5年	0.026%	0.026%
6年	0.063%	0.063%
7年	0.102%	0.102%
8年	0.147%	0.148%
9年	0.186%	0.187%
10年	0.226%	0.227%
15年	0.469%	0.477%
20年	0.701%	0.724%
25年	0.824%	0.857%
30年	0.918%	0.962%
40年	0.963%	1.006%

(出所)財務省 HP より高松アクチュアリー事務所作成

付録図 5 で確認すると 2022 年 4 月 1 日時点の 15 年のスポットレートは 0.477%であり、日本生命一般勘定の引下げ後の予定利率(0.5%)とほぼ同水準となる。

付録図 6 は、明治安田生命が商品性の見直しを公表した 2024 年 4 月のスポットレートである。この時の見直し内容は「予定利率は 0.5%に下げる。ただし、1 階部分(0.5%)と 2 階部分の合計で 3 年間は 1.3%を最低保証する。その後の 3 年間も 1.0%を最低保証する」というものであった(p.14 参照)。

付録図 6 2024 年 4 月 1 日時点のスポットレート

	国債金利 (2024年4月1日)	スポットレート
1年	0.035%	0.035%
2年	0.195%	0.195%
3年	0.206%	0.206%
4年	0.288%	0.288%
5年	0.389%	0.390%
6年	0.409%	0.410%
7年	0.487%	0.490%
8年	0.574%	0.578%
9年	0.659%	0.666%
10年	0.765%	0.776%
15年	1.173%	1.212%
20年	1.511%	1.595%
25年	1.670%	1.779%
30年	1.806%	1.946%
40年	1.960%	2.144%

(出所)財務省 HP より高松アクチュアリー事務所作成

新・生保一般勘定の研究

付録図 6 によると 2024 年 4 月 1 日時点の 15 年スポットレートは約 1.2%であり、1・2 階部分合計の保証利率(1.3%)とほぼ見合った水準となっている。将来 CF が複雑な改定なので、単純に 15 年のスポットレートと比較するのは適切ではないかもしれない。それでも、第一や日本と比べると実勢金利が高い環境にあったことが、明治安田生命の判断に影響を与えたことは間違いないだろう。

最後に新ソルベンシー規制が初めて適用される 2026 年 3 月末のスポットレートを確認してすると、15 年のスポットレートは 3%を超えている(付録図 7)。

生保会社にとっては、この金利水準で団体年金向け一般勘定商品の予定利率を引下げる必要性は低く、また顧客の納得性を得るのも難しいであろう。したがって、「第一・日本・明治安田以外の生保会社は、予定利率引下げを行わないだろう」と筆者は予想している。

付録図 7 2026 年 3 月 31 日時点のスポットレート

	国債金利 (2026年3月31日)	スポットレート
1年	1.102%	1.102%
2年	1.375%	1.377%
3年	1.503%	1.506%
4年	1.677%	1.684%
5年	1.804%	1.815%
6年	1.913%	1.928%
7年	2.019%	2.039%
8年	2.139%	2.168%
9年	2.257%	2.295%
10年	2.366%	2.415%
15年	2.927%	3.071%
20年	3.284%	3.528%
25年	3.589%	3.979%
30年	3.640%	4.011%
40年	3.713%	4.081%

(出所)財務省 HP より高松アクチュアリー事務所作成

以上

新・生保一般勘定の研究

＜高松アクチュアリー事務所のご案内＞

【代表者プロフィール】

アクチュアリーかつ年金数理人であり、また資産運用に関する専門性も有している。

東北大学理学部数学科卒業。1980年4月に第一生命保険に入社。専門スキルを活かし多分野の業務に従事した。主な経験分野は「年金数理、保険数理、商品開発、リスク管理、経営企画、人事」などである。

特に、2001年から2006年の間は「企業年金数理室長」として、企業年金2法への対応、退職給付会計導入への対応、厚生年金基金の代行返上・解散、総合基金の財政悪化への対応等を指揮した。また、第一フロンティア生命の取締役商品事業部長として、保険会社経営に携わる経験も有している。



2011年に野村証券フィデューシャリーマネジメント部に入社。公的年金・企業年金(DCを含む)向けに年金制度および資産運用(含むリスク管理)のコンサルティングに従事。特に被用者年金一元化後の共済年金の資産運用に関しては、我が国でNo.1のコンサルティング実績があると自負している。

2022年9月末で野村証券を退社、高松アクチュアリー事務所を開設。2023年3月に「たかまつ社労士事務所」を併設。

社団法人日本アクチュアリー会正会員、年金数理人、証券アナリスト

出身地は北海道、趣味は水泳と映画鑑賞、好きな野球チームは広島カープ

事務所名	高松アクチュアリー事務所
代表者	高松 博之
所在地	神奈川県横浜市
電話番号	050-6875-4376
FAX	050-3588-2244
HP	https://takamat.net/

新・生保一般勘定の研究

新・生保一般勘定の研究

2026 年 8 月 第 1 版発行

発 行 高松アクチュアリー事務所

電 話 050-6875-4376

[https:// takamat.net](https://takamat.net)

このレポートは、企業経営の参考となる情報の提供を目的としたものであり、特定の経営管理手法をご提言するために作成したものではありません。

このレポートのいかなる部分も一切の権利は高松アクチュアリー事務所に帰属しており、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。

