



**長期低金利後の  
生保リスク管理の展望**

生命保険会社の保険負債と  
資産運用における金利リスクの削減

## 目次

1. はじめに .....	2
2. 金利動向と生保会社の資産運用.....	3
3. 資本規制と金利リスク .....	4
4. 金利リスクとデュレーション・マッチング .....	6
5. ドイツの生命保険会社における資産・負債の変遷.....	7
6. 金利の上昇と解約リスク.....	9
7. 日本における生保の貯蓄性商品の機会と金利リスク.....	10

# 1. はじめに

生命保険は人々の生死や傷病等にかかるリスクを受け、また老後の備えを提供し、長い期間に亘り人々のライフステージをサポートする役割を果たしている。生命保険会社は契約者から将来に備えるための保険料を預かり、安定した財務運用を行い将来の支払いに備えている。将来の支払いを果たす能力を十分に確保するよう、生命保険会社は十分な資本を確保するよう規制を受けている。

生命保険会社の財務を考えると、バランスシート上の保険負債と運用資産のバランスによってそのリスクを捉えることができる。保険負債は、責任準備金や支払備金などの保険事業における保有契約について将来の保険金・給付金等の支払いのために確保される金額である。その保険負債に相対する資産は、通常、生命保険契約の長期性を勘案し、安定的に運用される。それゆえに、資産側も負債側も短期でポートフォリオを大きく変えることが難しいが、これをうまくコントロールしていくことが生命保険会社のリスク管理に求められる。

生命保険会社に対する資本規制が強化されつつある。欧州がソルベンシー II を導入し、日本においても同様の枠組みの経済価値ベースの資本規制（ESR）の導入が検討されている。日本の従来の資本規制においても予定利率リスクや資産運用リスクなど、保険負債と資産運用に関するリスクを把握する枠組みがある。新たな資本規制ではリスク計測の手法が精緻化され、金利の変動によるリスクの増減を将来のキャッシュフローに基づいた

シミュレーションにより把握することとなる。将来の金利の動向をどのように想定するかにより、捉えられる金利リスクは変わってくることになる。

日本の生命保険会社は、30年に亘る金利低下局面を経験した後、最近になって急速な金利上昇という新たな局面を迎えている。これは世界的な状況であり、市場環境変化の激しさに差があるものの、各国の生命保険会社は新たな局面にどのように適用していくかが問われている。

本稿では、市場環境が大きく変わる中で、生命保険会社がどのようにその資産と負債のポートフォリオを変化させ、環境変化に対応しようとしてきたか、その変遷をたどる。

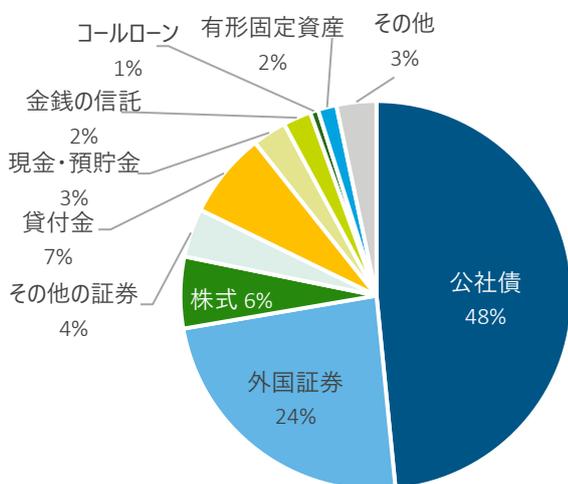
また本稿では、日本の状況をよりよく理解するために、生命保険料収入が多く、低金利環境において商品構成、資産ポートフォリオに大きな変化があったドイツを比較対象として取り上げる。ドイツの生命保険会社は貯蓄型商品が主体である。ドイツではソルベンシー II の導入により、金利リスクを低減させる方向へ商品構成、資産ポートフォリオを修正する取組が長い年月をかけて行われた。日本の生命保険は保障性商品が主体であり、商品、つまり保険負債のポートフォリオが異なるが、今後日本も高齢化が進み、貯蓄性商品に対する需要は引き続き存在すると想定されるので、貯蓄性商品主体のドイツの生命保険会社の取組みは参考になると考えられる。

## 2. 金利動向と生保会社の資産運用

### 日本の生命保険会社の資産運用

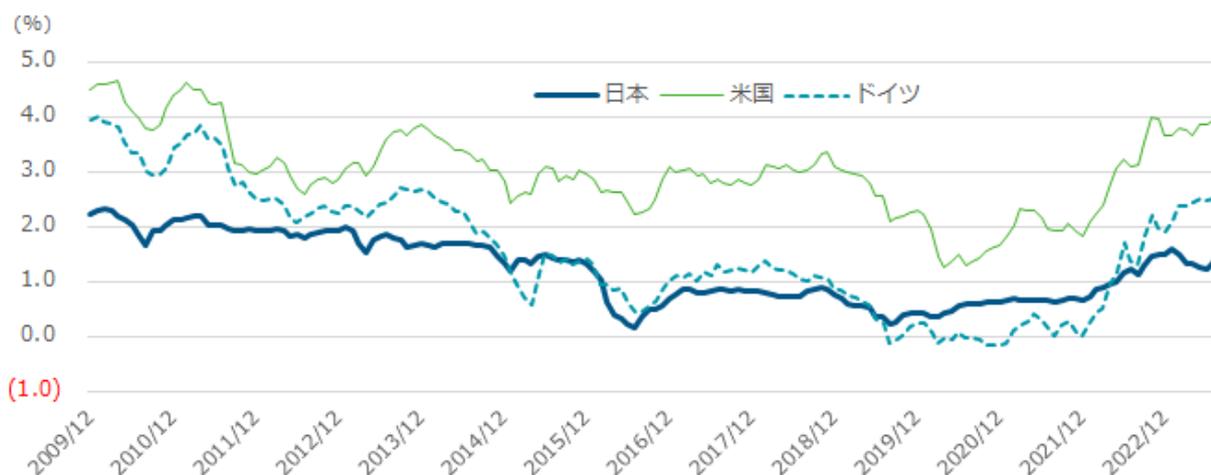
生命保険は長期的な契約に基づく事業であり、顧客から預かった保険料について、長期間に亘り安定的に一定の利回りを確保する必要がある。そのために、円建ての公社債等を軸に、安定性、収益性、流動性の原則に従ってバランスの取れた分散型ポートフォリオが構築される。（図表 1 参照）

（図表 1）日本の生命保険会社の資産内訳  
（2022 年度末）



（データソース）生命保険協会、「生命保険の動向 2023」、2023 年 11 月。

（図表 2）30 年国債利回りの推移



（データソース）investing.com。日ごと終値の月平均値の推移。

日本の生命保険会社の資産運用収益の 87%（2022 年度）は有価証券の利息・配当金が占める<sup>1</sup>。このような資産ポートフォリオにおいて、金利、特に長期国債の金利の動向は、生命保険会社の収益に大きな影響を与える。

### 低金利下の資産運用

リーマンショックに端を発する金融危機以降、世界的に金利の低下傾向が続き、日本およびドイツにおいても低金利状態が長期間継続した。（図表 2 参照）

長期間の低金利環境は 2 つの側面で生命保険会社に影響を及ぼす。(1)生命保険会社はその運用資産中に固定金利の債券が占める割合が大きく、資産運用収益が低くなる、(2)保険負債の割引率が低くなることでその現在価値が膨らむ。

日本の生命保険会社は、契約者に約束する予定利率を引き下げたり、運用利回りが小さくなればそれに連動して生保商品に適用する利率を見直す利率変動商品を販売拡大したりした。

<sup>1</sup> 生命保険協会、「生命保険の動向 2023」、2023 年 11 月。

### 3. 資本規制と金利リスク

#### 生命保険会社の資本規制とリスク管理

生命保険会社が取り扱う保険契約は長期に亘り将来的な保険金支払いを確実にやっていく必要があり、その支払能力を維持するために資本を適切かつ十分に確保するよう資本規制が行われている。

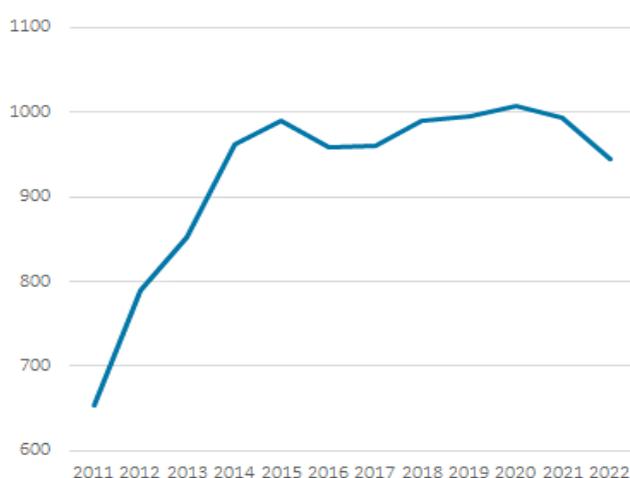
日本では、1996年に施行された保険業法の改正により、ソルベンシー規制が導入された。

#### 現行ソルベンシー規制における金利リスクの把握

現在、日本の生命保険会社にて適用されているソルベンシー・マージン比率の計算において、保険負債側の金利リスクは「予定利率リスク」として捉えられている。予定利率リスクは、責任準備金額を適用される予定利率によって区分して集計し、それぞれにリスク係数を乗じて計算される。階段状のリスク係数を適用することにより、高い予定利率が適用される責任準備金の額には高いリスク係数が割り当てられる。

資産側については、資産運用リスクの中に価格変動リスクが算入されている。資産側の金利リスクは区分して

(図表 3) 生命保険会社のソルベンシー・マージン比率の推移



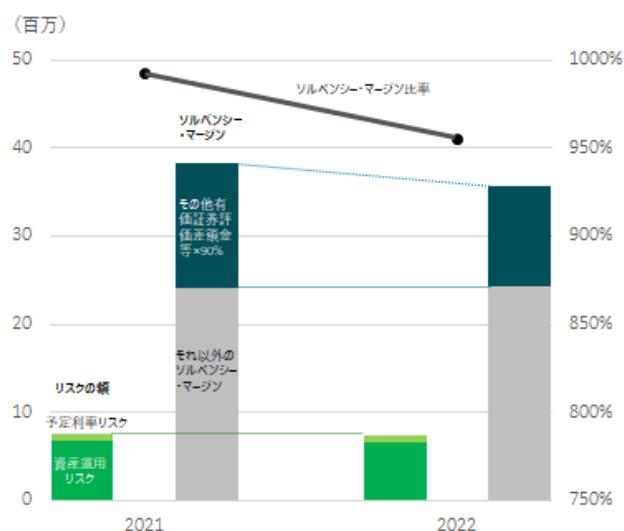
(データソース) 金融庁、「主要生命保険会社の令和5年3月期決算の概要」他過去の同資料。

捉えられておらず、資産の価格変動リスクとして、資産の額を国内株式、外国株式、国内公社債、外貨建債券等、不動産、金地金、商品有価証券の区分に分け、それぞれのリスク係数を乗じて計算する<sup>2</sup>。

2022年度決算において現行ソルベンシー・マージン比率が大きく減少した(図表3参照)。ソルベンシー・マージン比率の計算の各項目を見ると、予定利率リスクや資産運用リスクはポートフォリオに大きな変化がなく、それにリスク係数を乗じるだけなので大きな変動は見られない。一方で、ソルベンシー・マージンとして捉えられているその他有価証券評価差額金、つまり含み益が大きく減少しており、それがソルベンシー・マージン比率低下の要因となっている(図表4参照)。含み益の低下は、資産ポートフォリオのうち外貨建債券が海外の金利上昇に伴い評価額が低下したことによるところが大きい。

こうしてみると、現行ソルベンシー・マージン比率は、生命保険会社の資本の状況を表しているのだが、リスクの方は係数が固定されており、金利の上昇によるリスクの変動が捉えられていない。

(図表 4) 現行ソルベンシー・マージン計算にみられるリスクとマージンの変動



(データソース) 大手4社の決算数値の合計。

<sup>2</sup> 現行ソルベンシー・マージン比率の計算におけるリスクは、予定利率リスクおよび資産運用リスクの他に、第三分野保険の保険リスク、最低保証リ

スク、経営管理リスクがある。

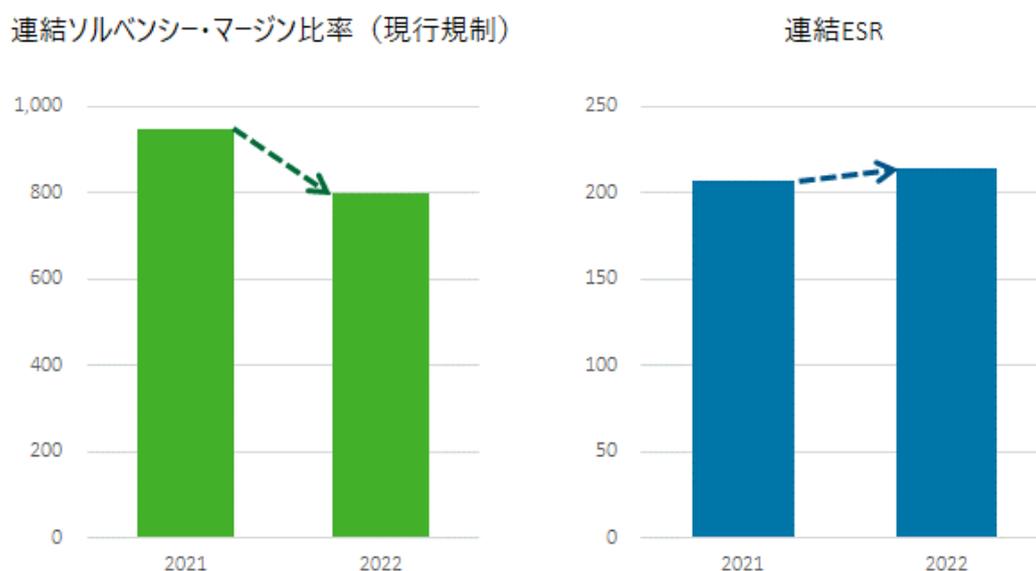
## 新たな資本規制における金利リスクの把握

欧州におけるソルベンシー II の導入に始まり、世界的に保険会社の資本規制の高度化が進んでいる。日本では金融庁が経済価値ベースのソルベンシー規制（ESR）について 2025 年 4 月から施行といったタイムラインを念頭に基準の最終化に向けて検討を行ってきた。2023 年 8 月にはフィールドテストの仕様書およびテンプレートが公表され、同年 11/12 月までに回答が求められている。

2023 年のフィールドテストにおいて、金利リスクについては通貨ごとに無リスク金利のイールドカーブが設定され、平均回帰シナリオおよびストレスシナリオ 4 つの計 5 つのシナリオの組合せに基づき計算することとなっている。金利についてシナリオを設定し、金利の変動を想定してそれによって生じるリスクを計算するのである<sup>3</sup>。

経済価値ベースのリスク管理では、資産および保険負債に共通の金利シナリオを設定し、シミュレーションによってリスクを計算することにより、資産・負債を統合的に評価することができる。金利が上昇すれば、債券価格が小さくなると並行して、保険負債の評価額も小さくなる。この評価額の伸び縮みが資産と負債の間でうまく同期がとれていれば、金利変動によるリスクは生じない。

（図表 5）連結ソルベンシー・マージン比率（現行規制）と連結 ESR



（データソース）2021 年・2022 年ともに開示を行っている大手 3 社の数値の単純平均

いくつかの生命保険会社は規制が施行される以前から独自に ESR の開示を行っている。現行の規制における指標、ソルベンシー・マージン比率は、前述のように 2021 年から 2022 年にかけて大きく減少したが、新たなソルベンシーの指標、ESR ではそのような動きは見られない（図表 5 参照）。このように新たな指標ではソルベンシーの評価が異なってくる。経営戦略にも異なる示唆を与えることになる。

## 生命保険会社における資産運用リスク管理

日本の生命保険業界は 1990 年代にいくつかの会社の破綻を経験した後、新たな資本規制が検討される以前に長い期間をかけて資産運用リスクを小さくするよう資産のポートフォリオを変化させてきた。生命保険会社が内部管理として取り組んできたリスク管理では、保険引受リスクとともに、資産運用リスクとして市場リスク（金利リスク、株式リスク等）、不動産投資リスク等を把握するものであり、ESR 同様に資産と負債を統合的に評価する。このような取組により、日本の生命保険会社は資産運用リスクの管理を強化してきた。

<sup>3</sup> 金利シナリオは標準シナリオが策定されているが、日本の円通貨について生命保険会社が内部モデルで用いているイールドカーブおよびシナリオを用いることが認められている。内部モデルを使用する場合は、今回の試行

において自己評価によりその妥当性を検証することとなっている。

## 4. 金利リスクとデュレーション・マッチング

### 生保決算資料に見る金利リスク削減の取組

日本の生命保険会社においてはその資産ポートフォリオに占める債券などの有価証券の割合が多いことから、金利リスクが大きくなっている。金利リスクを削減する対策として、例えば次のような2つの対策がとられてきた<sup>4</sup>。

- ① 保険料算出に用いる新契約予定利率の引下げ
- ② 資産デュレーションの長期化

### 予定利率の引き下げ

1990年代初頭には日本の生命保険商品の予定利率は5%を超えていた。その後、日本の生命保険会社各社は商品改定ごとに予定利率を引き下げてきた。その結果、平均予定利率は徐々に低下してきている（図表6参照）。2013年から2021年までは一定水準以上の運用利回りを確保できており、順ざやは拡大していった。

### デュレーション・マッチング

金利リスクを削減するには、資産と負債が金利の変動に感応し同期して伸び縮みし、ギャップを生じないようにすればよい。この金利に対する感応度をデュレーションという。

債券は将来のキャッシュフローが定まっているので、将来において保険金支払等によるキャッシュフローと一致するように債券ポートフォリオを構築することも考えられる。これをキャッシュフロー・マッチングという。しかしながら、生命保険は超長期の契約が多いため、キャッシュフローを完全にカバーするような債券が存在しないことがある。したがって、生命保険会社では、往々にして完全なキャッシュフロー・マッチングではなく、資産と負債の金利感応度を揃えるデュレーション・マッチングの手法をとっている。

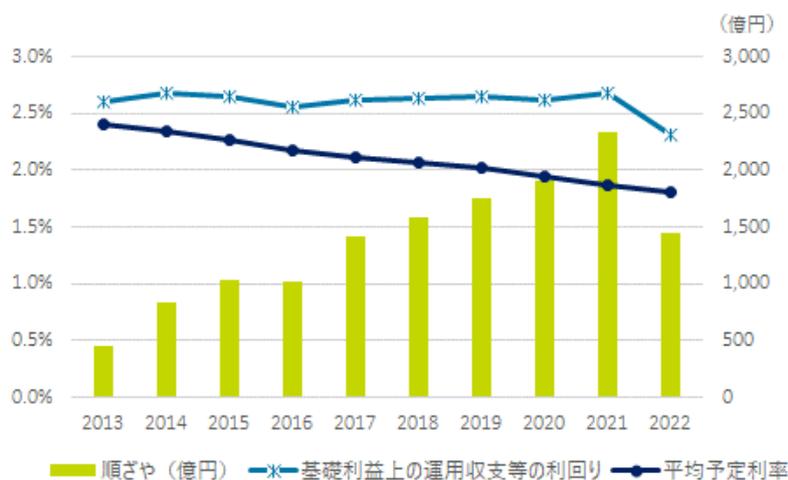
### 資産の長期化

文献<sup>5</sup>によると、日本の大手生保は、保有資産のデュレーションの長期化に営々と取り組んできていることがわかる。特に国債のデュレーションの長期化は顕著であり、貸付や地方債は国債ほどの長期化はなされていない。資産のデュレーションを長期化することで保険負債とのデュレーションギャップを狭め、金利リスクを削減してきている。

### 資産の長期化

文献<sup>5</sup>によると、日本の大手生保は、保有資産のデュレーションの長期化に営々と取り組んできていることがわかる。特に国債のデュレーションの長期化は顕著であり、貸付や地方債は国債ほどの長期化はなされていない。資産のデュレーションを長期化することで保険負債とのデュレーションギャップを狭め、金利リスクを削減してきている。

（図表6）平均予定利率および基礎利益上の運用収支等の利回り



（データソース）開示を行っている大手3社の数値。利回りおよび平均予定利率は一般勘定責任準備金の額による案分平均、順ざやの額は単純平均。

<sup>4</sup> 川崎智久、「生命保険会社における経済価値ベース指標 - 内部管理での活用と資本規制への導入 -」、経済価値ベースのソルベンシー規制等に関する有識者会議 第二回資料、2019年8月8日。川崎は金利リスクだけでなく株式リスクも含めた市場リスクに着目しており、日本の生命保険会社の対策として予定利率の引き下げ、資産デュレーションの長

期化に加え、株式投資の抑制を取り上げている。

<sup>5</sup> 小藤康夫、「ソルベンシー規制が生保会社の資産運用に及ぼす影響 - 資産側デュレーションと金利感応度の関係を中心として」、日本保険学会 関東部会報告、2013年9月13日。

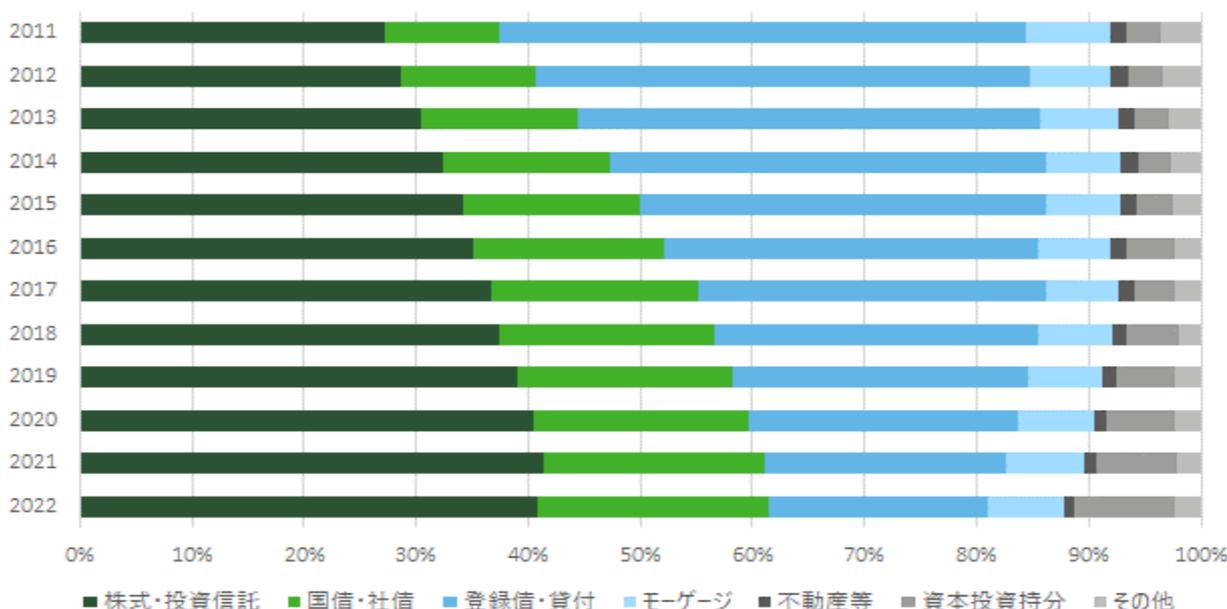
## 5. ドイツの生命保険会社における資産・負債の変遷

### 金利上昇局面における生保商品

世界的に低金利の状態が長く続いたが、2021 年以降、急速な金利上昇が起こった。金利の上昇は生命保険会社の資産運用収益を押し上げる効果を持つと期待される。一方で、保有契約にかかる資産は長期保有を前提に低金利時代に手配された長期の債券であり、金利上昇によって債券価格が下落し評価損、売却損を生じる。生命保険会社は低金利環境では感じなかった運用利回りを高めるプレッシャーを感じるようになる<sup>6</sup>。

このような状況で、急速な金利環境の変化にどれほど迅速に対応できるか、3 つの観点で生命保険会社の手腕が問われている。(1)機動的に金利を引き上げる他の金融商品への流出を防ぎ保有契約を継続する、(2)保険料設定と商品ミックスを工夫し商品魅力を維持する、(3)再保険および M&A を用いて資本効率を上げる<sup>7</sup>。

(図表 7) ドイツの生命保険会社の資産構成推移



(データソース) GDV, “Die deutsche Lebensversicherung in Zahlen 2023”およびバックナンバー。

### ドイツの生命保険会社の資産構成の変化

ドイツでは 2008 年の金融ショック後、金利が下降し続け、2019 年 8 月<sup>8</sup>には 30 年長期国債もマイナス金利となった。ドイツの金利の低下は日本よりも急であり、また契約期間中一定の最低保証を行う保有契約が多く<sup>9</sup>、低金利の影響は大きかったと考えられる。

ドイツの生命保険会社の資産構成をみると、図表 7 のとおり株式・投資信託の割合が徐々に拡大し、登録債<sup>10</sup>・貸付の割合が減少し、資産ポートフォリオが変わってきていることがわかる。この時期にドイツの生命保険会社はソルベンシー II による新たな資本規制への対応を進め、金利リスクを削減するよう債券以外の資産を拡大し、市場および規制環境への対応を図ってきた<sup>11</sup>。

<sup>6</sup> NAIC, “The Impact of Rising Rates on U.S. Insurer Investments”, Capital Markets Special Report, Feb. 22, 2023.

<sup>7</sup> Alexander Tall, Jeff Raven, Jack Pizzo, “The Impact of a Rising Interest Rate Environment on Life Insurance”, Oct. 2021.

<sup>8</sup> 日本経済新聞、「ドイツ「金利沈没」の衝撃」、2019 年 8 月 22 日。

<sup>9</sup> Elia Berdin, Christoffer Kok, Katri Mikkonen, Cosimo Pancaro, Josep Maria Vendrell Simon, European Central Bank, “Euro area insurers and the low interest rate environment”, Financial Stability Review, 2015

Vol.2.

<sup>10</sup> 債権の名称や額面、債券保有者について登録し管理する債券。(Namenschuldverschreibungen)

<sup>11</sup> 砂本直樹、「想定される意図せざる影響について—ドイツ生保の事例から考える—」、経済価値ベースのソルベンシー規制等に関する有識者会議 第 3 回資料、2019 年 9 月 20 日。

## ドイツにおける商品シフト

ドイツの生命保険会社は極限的な低金利環境下において資産ポートフォリオを変化させるとともに、商品ミックスも変化させてきた。

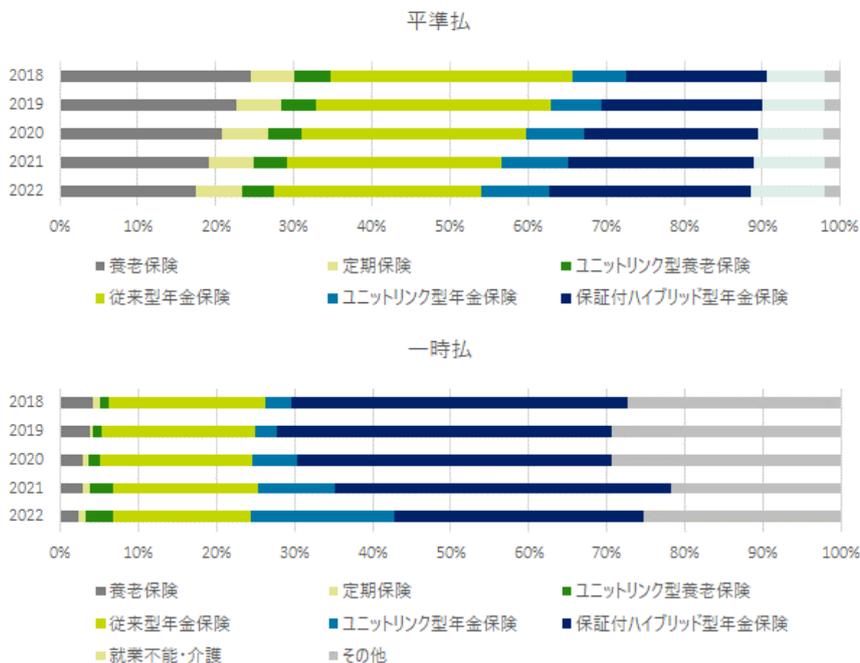
ドイツの生命保険は有配当の年金商品が主体である。金利の低下局面において、保有契約のために確保すべき利回りと資産運用利回りとのギャップが大きくなり<sup>12</sup>、ドイツの生命保険会社は配当基準利回り<sup>13</sup>の引き下げを余儀なくされた。そこで、商品性を確保するために伝統的な有配当年金保険とユニットリンク型年金保険の特徴をあわせ持つハイブリッド商品等の金利変動に対応した商品の販売拡大を行った<sup>14</sup>。図表 8 のとおり、2018年から2022年の5年間の間でも、保証付きハイブリッド型年金保険およびユニットリンク型年金保険の保険料シェアが増加している。これらの商品は、資産運用の全部または一部を投資信託で行うものであり、従来型の

生命保険会社の資産運用よりも利回りがよい。また、ハイブリッド商品においては、予定利率を低く抑える代わりに、従来型の生命保険よりも高い利回りを確保するスキームを取り、毎年機動的に利回りを設定しアナウンスしている。また、契約者が投資信託と従来型の生命保険会社による資産運用との間で配分割合を選ぶことができる商品もある<sup>15</sup>。

## 金利リスク回避の商品による資本負荷の低減

ドイツで販売が拡大しているハイブリッド商品は、予定利率を低く抑えており、生命保険会社にとって金利リスクが小さくなる。したがって、リスクをカバーするために必要となる資本がより小さくて済むようになる。このような商品をキャピタルライト商品と呼び、経済価値ベースの資本規制が行われる中で欧州中心に生保会社が商品ミックスの中に多く取り入れる傾向がある<sup>16</sup>。

(図表 8) ドイツにおける生命保険商品別保険料の推移



(データソース) GDV, “Die deutsche Lebensversicherung in Zahlen”の各年の統計。

<sup>12</sup> EIOPA の実施したストレステストにおいて、欧州の保険会社のデレージョンギャップはベースライン・シナリオで平均 4.2 年であったのに対し、ドイツの生命保険会社においては 10 年と大きかった。(Elia Berdin, Christoffer Kok, Katri Mikkonen, Cosimo Pancaro, Josep Maria Vendrell Simon, European Central Bank, “Euro area insurers and the low interest rate environment”, Financial Stability Review, 2015 Vol.2.)

<sup>13</sup> 契約者配当の計算に用いる利回りで資産運用実績等を基に設定さ

れる。

<sup>14</sup> 前脚注 11 に同じ。(砂本直樹)

<sup>15</sup> Allianz ウェブサイト, “Perspektive”.

<<https://www.allianz.de/vorsorge/vorsorgekonzept/perspektive/>> (visited on Dec. 27, 2023)

<sup>16</sup> Fitch Ratings, Non-rating action commentary, “European Life Insurers Continue Shift to Capital-Light Products”, Mar. 4, 2020.

## 6. 金利の上昇と解約リスク

### 金利の上昇による解約リスクの増加

金利の上昇によって他の金融商品の利回りが引き上げられる中、生命保険はそれほど機動的に利回りを引き上げることができない。他の金融商品に魅力を感じた消費者が低金利時期に契約した貯蓄型の生命保険から利回りが有利な他の金融商品にスイッチすることが懸念される<sup>17</sup>。解約となった場合、生命保険会社は当該保険契約から生じる将来の利益を失うことになる<sup>18</sup>。

欧州保険・年金監督当局（EIOPA）が 2023 年 1 月に公表した Risk Dashboard<sup>19</sup>ではイギリス離脱後の EU27 か国において 2021 年第 4 四半期に対前年同期で若干の解約率の上昇（0.4%ポイント）を示している。2023 年 11 月に行われたドイツの大手生命保険会社の営業担当役員へのインタビュー記事では、銀行定期預金の金利上昇による競争激化により、貯蓄性一時払の生命保険商品の利回りを少しずつ引き上げているが販売において 20%減少を経験している。しかしながら、解約率に目立った変化はないとしている<sup>20</sup>。イタリアでは 2022 年から解約率が徐々に上昇しており、生命保険会社の経営を圧迫しているとの報告がある<sup>21</sup>。

### 金利の上昇と流動性リスク

金利上昇に伴い解約率が当初の想定を上回って上昇すると、想定外のキャッシュアウトが生じる。生命保険会社は長期性の資産を主体に保有しており、急なキャッシュアウトに対応するのが難しい。生命保険会社が長期の資産を足元のキャッシュアウトに充てるために取り崩す場合、低金利下で手当てしている資産は金利上昇局面で評価額が下がっており、想定していない資産売却

損が生じる。金利の上昇から解約リスクの上昇、さらに流動性リスクへの波及が懸念される<sup>22</sup>。

### 解約リスクのシナリオ

日本の金融庁が 2023 年に行ったフィールドテストでは、解約リスクを(1)大量解約、(2)上昇ストレス、(3)下降ストレスの 3 つのシナリオによって計測することとなっている。これはソルベンシー II の標準フォーミュラと同じ枠組みとなっている。ベースラインとなるのは過去の解約の経験データである。解約率は金利等の影響を受けると想定されるが、急速な金利上昇局面において解約率がどのような動向を示すか、詳細なデータが不足している<sup>23</sup>。

また EIOPA は、2020 年に行ったリスク削減手法に関するコンサルテーションペーパー<sup>24</sup>において、解約リスクは通常一時的に発生する大量解約が主要リスクとなるが、失業率の増加や金利状況に変化、不正募集行為があった場合、複数年に亘って解約率が上昇する現象がみられるとしている。その影響は、単年度では限定的でも複数年にかけて大きなものとなると考えられるとしている。しかしながら、複数年に亘る解約率上昇は標準フォーミュラには含まれておらず、これを保険会社各社が ORSA にてカバーすべきであるとしている。

### 解約リスクの転嫁

EIOPA は解約リスクの削減策として、再保険の利用を挙げている<sup>25</sup>。解約リスクをカバーする再保険として、解約返戻金の額が保有契約に対する資産の市場価格を上回った場合に支払う非比例再保険と、解約による追加的なキャッシュアウトをカバーする流動性ファシリティがあるとされる<sup>26</sup>。

<sup>17</sup> Fitch Wire, Fitch Ratings, “Eurovita Woes Show Rising Rates Can Hurt Weaker Life Insurers”, Mar. 2, 2023.

<sup>18</sup> 一定の解約が生じることを前提に組み立てられている一部の商品では、解約率の低下が収益の低下につながる場合がある。

<sup>19</sup> EIOPA, “Risk Dashboard January 2023”, EIOPA-BoS/23-26, Feb. 7, 2023.

<sup>20</sup> Welt Online, “Allianz erhöht Zinsen; Erlebt die Lebensversicherung jetzt ein Comeback?“, Dec. 11, 2023.

<sup>21</sup> Fitch Wire, Fitch Ratings, “Italian Life Insurers Face Profit Dent from Higher Surrenders”, Apr. 17, 2023.

<sup>22</sup> Nicolaus Grochola, Helmut Gründl, Christian Kubitzka, European Central Bank, “Life insurance convexity”, Working Paper Series No. 2829, Jul. 13, 2023.

<sup>23</sup> Russell Monro and Al’Nair Escalante, “Reinsurance and the risk of dynamic lapse”, The Actuary, Jul. 6, 2023.

<sup>24</sup> EIOPA, “EIOPA Consultation Paper on draft Supervisory Statement on the use of risk mitigation techniques by insurance and reinsurance undertakings”, Jan. 31, 2023.

<sup>25</sup> 同上。（EIOPA）

<sup>26</sup> 同上。（EIOPA）

## 7. 日本における生保の貯蓄性商品の機会と金利リスク

### 金利上昇と貯蓄性商品

生命保険会社が置かれている金利環境は金利上昇局面に入り、一つの転期を迎えていると言える。日本の生命保険の販売において個人年金や養老保険などの貯蓄性商品の割合は比較的小さく、死亡保障や疾病入院保障を軸に置いた保障性商品が中心となってきた。また、市場金利の上昇も欧米のように急速ではない。そういった意味では、欧米ほどの金利上昇による金利リスク、解約リスク、流動性リスクの増加を感じないマーケットであるのかもしれない。しかしながら、消費者の貯蓄商品に対する認識の変化や海外の高い金利に対する期待は、少なからず生命保険にも影響を与えるものと考えられる。

### 日本における貯蓄性商品の機会と金利の変化

日本の家計貯蓄性向は 1970 年代から低下傾向にあったが、2013 年にマイナスとなって底を打ち、2015 年以降少し上昇してきている。財政や社会保障の先行き懸念があり家計における貯蓄率を高める要因が存在する<sup>27</sup>。

日本の生命保険市場では外資系や大手保険会社は貯蓄系商品を販売の主軸とする子会社を中心に貯蓄型商品の販売が拡大している。特に 2022 年は海外の高い金利による運用を目指した外貨建ての一時払商品が生命保険各社の保険料収入を大きく押し上げた。同時に為替リスクを避ける消費者について円建ての貯蓄性商品の需要が喚起され、2023 年には大手保険会社の一部で一時払終身保険の予定利率引上げが行われた<sup>28</sup>。

新契約の動向をみると利率変動型の商品の販売が

拡大し、契約の途中で予定利率を変更するスキームを採用した一時払の終身保険や介護保険が発売されている<sup>29</sup>。契約の途中で予定利率を変える商品は消費者に将来の金利上昇時の対応を示すとともに、将来の金利の変動リスクも勘案した形となる。

### 日本の生命保険会社における金利リスク再考

日本の生命保険会社は、予定利率の引き下げと資産側のデレーションを長くすることで金利リスクを削減してきた。金利上昇局面に入ると、予定利率の引上げをどういったタイミングでどの程度行うかという経営判断を求められるようになってくる。また、より高い利回りを求めて資産ポートフォリオの見直しも進むと考えられる。金利リスクを抑制するのに加えて、金利上昇から波及する解約リスク、流動性リスクをコントロールするという難しいかじ取りが生命保険会社に求められる。

保険負債側では、利率変動型の商品が導入され 10 年、15 年という一定年数を経た時点を計算基準日としてその時点における国債の流通利回り等の市中金利をもとに予定利率が見直される。銀行の定期預金等に比べれば長い期間での利率変動ではあるが、一部の商品で金利の変化に契約の途中で対応するようになっている。

ドイツでは、商品ポートフォリオをユニットリンクとのハイブリット型商品にシフトして資産運用のポートフォリオを変え、金利リスクの削減を行ってきた。債券や株式以外の金利変動の影響が少ないインフラ投資を拡大させ、資産運用利回りを向上させるという生命保険会社もある<sup>30</sup>。消費者の投資に関する姿勢や資産運用環境も異なるので、ドイツで成功したやり方を単純になぞることはできないが、日本においても生命保険会社の資産運用、販売する保険商品についてさらなる工夫が求められる時代が訪れている。

<sup>27</sup> 齋藤潤、「齋藤潤の経済パーズアイ（第 118 回）、家計貯蓄率はなぜ上昇しているのか」、日本経済研究センター、2022 年 2 月 1 日。

<sup>28</sup> 住友生命、「一時払終身保険の保険料率の改定について」、2023 年 10 月 30 日および日本生命、「一時払終身保険の保険料率の改定について」、2023 年 12 月 2 日。

<sup>29</sup> 日本生命、「ニッセイ予定利率変動型一時払い通増終身保険（毎

年通増型）パンフレット、2022 年 10 月版」および明治安田生命ニュースリリース、「5 年ごと配当付き利率変動型一時払介護終身保障保険（指定通貨建）の発売について」、2023 年 9 月 11 日。

<sup>30</sup> 前脚注 11 に同じ。（砂本直樹）

## 責任者

小林 晋也／Shinya Kobayashi

マネージングディレクター

ファイナンシャルサービスーズ

デロイト トーマツ リスクアドバイザリー合同会社

[shinya.kobayashi@tohmatu.co.jp](mailto:shinya.kobayashi@tohmatu.co.jp)

笹田 尚宏／Naohiro Sasada

マネージングディレクター

ファイナンシャルサービスーズ

デロイト トーマツ リスクアドバイザリー合同会社

[naohiro.sasada@tohmatu.co.jp](mailto:naohiro.sasada@tohmatu.co.jp)

## 執筆者

海老崎 美由紀／Miyuki Ebisaki

マネジャー

ファイナンシャルサービスーズ

デロイト トーマツ リスクアドバイザリー合同会社

[miyuki.ebisaki@tohmatu.co.jp](mailto:miyuki.ebisaki@tohmatu.co.jp)

竹内 正子／Masako Takeuchi

デロイト トーマツ グループ合同会社

[masako.takeuchi@tohmatu.co.jp](mailto:masako.takeuchi@tohmatu.co.jp)

# Deloitte.

## デロイト トーマツ

デロイト トーマツ グループは、日本におけるデロイト アジア パシフィック リミテッドおよびデロイトネットワークのメンバーであるデロイト トーマツ合同会社ならびにそのグループ法人（有限責任監査法人トーマツ、デロイト トーマツ リスクアドバイザー合同会社、デロイト トーマツ コンサルティング合同会社、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー合同会社、デロイト トーマツ 税理士法人、DT 弁護士法人およびデロイト トーマツ グループ合同会社を含む）の総称です。デロイト トーマツ グループは、日本で最大級のプロフェッショナルグループのひとつであり、各法人がそれぞれの適用法令に従い、監査・保証業務、リスクアドバイザー、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザー、税務、法務等を提供しています。また、国内約 30 都市に約 2 万人の専門家を擁し、多国籍企業や主要な日本企業をクライアントとしています。詳細はデロイト トーマツ グループ Web サイト、[www.deloitte.com/jp](http://www.deloitte.com/jp) をご覧ください。

Deloitte（デロイト）とは、デロイト トウシュ トーマツ リミテッド（“DTTL”）、そのグローバルネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびそれらの関係法人（総称して“デロイトネットワーク”）のひとつまたは複数指します。DTTL（または“Deloitte Global”）ならびに各メンバーファームおよび関係法人はそれぞれ法的に独立した別個の組織体であり、第三者に関して相互に義務を課しまたは拘束させることはありません。DTTL および DTTL の各メンバーファームならびに関係法人は、自らの作為および不作為についてのみ責任を負い、互いに他のファームまたは関係法人の作為および不作為について責任を負うものではありません。DTTL はクライアントへのサービス提供を行いません。詳細は [www.deloitte.com/jp/about](http://www.deloitte.com/jp/about) をご覧ください。

デロイト アジア パシフィック リミテッドは DTTL のメンバーファームであり、保証有限責任会社です。デロイト アジア パシフィック リミテッドのメンバーおよびそれらの関係法人は、それぞれ法的に独立した別個の組織体であり、アジア パシフィックにおける 100 を超える都市（オーストラリア、バンコク、北京、ベンガルール、ハノイ、香港、ジャカルタ、クアラルンプール、マニラ、メルボルン、ムンバイ、ニューデリー、大阪、ソウル、上海、シンガポール、シドニー、台北、東京を含む）にてサービスを提供しています。

Deloitte（デロイト）は、監査・保証業務、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザー、リスクアドバイザー、税務・法務などに関連する最先端のサービスを、Fortune Global 500® の約 9 割の企業や多数のプライベート（非公開）企業を含むクライアントに提供しています。デロイトは、資本市場に対する社会的な信頼を高め、クライアントの変革と繁栄を促し、より豊かな経済、公正な社会、持続可能な世界の実現に向けて自ら率先して取り組むことを通じて、計測可能で継続性のある成果をもたらすプロフェッショナルの集団です。デロイトは、創設以来 175 年余りの歴史を有し、150 を超える国・地域にわたって活動を展開しています。“Making an impact that matters”をバース（存在理由）として標榜するデロイトの 45 万人超の人材の活動の詳細については、[www.deloitte.com](http://www.deloitte.com) をご覧ください。

本資料は皆様への情報提供として一般的な情報を掲載するのみであり、デロイト トウシュ トーマツ リミテッド（“DTTL”）、そのグローバルネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびそれらの関係法人が本資料をもって専門的な助言やサービスを提供するものではありません。皆様の財務または事業に影響を与えるような意思決定または行動をされる前に、適切な専門家にご相談ください。本資料における情報の正確性や完全性に関して、いかなる表明、保証または確約（明示・黙示を問いません）をするものではありません。また DTTL、そのメンバーファーム、関係法人、社員・職員または代理人のいずれも、本資料に依拠した人に関係して直接または間接に発生し得る損失および損害に対して責任を負いません。DTTL ならびに各メンバーファームおよび関係法人はそれぞれ法的に独立した別個の組織体です。

Member of  
**Deloitte Touche Tohmatsu Limited**

© 2024. For information, contact Deloitte Tohmatsu Group.



**IS 669126 / ISO 27001**



**BCMS 764479 / ISO 22301**