

生命保険会社の新規制導入に伴う ファンドルックスルー対応

国内生命保険業界は2025年度からソルベンシーマージン比率の計測・開示に関する新規制が適用される。新規制の目玉は負債の時価評価だが、ファンドルックスルー対応も見逃せない大きな影響をもつ。しかしデータ加工負担など実務面ではいくつかの課題がある。

有価証券運用に占める “ファンド投資”の位置づけ

国内生命保険業界において、2025年度から、ソルベンシーマージン比率の計測・開示に関する新規制（経済価値ベースのソルベンシーマージン比率算出）が導入される。新規制における変更点は多岐にわたるが、中でも、影響が大きく、関係者の関心が高いのが、負債の時価評価である。しかし、それ以外にも重要な変更点がある。本稿ではこのうち、有価証券投資の規模が大きい国内生命保険会社にとって無視できない、資産サイドにおけるファンド投資（投資信託等形態での投資）のリスク計測にかかるルックスルー¹⁾対応について取り上げる。

新規制の影響を考える上で、まず、国内の生命保険会社の有価証券運用において、いわゆる“ファンド投資”がどの程度の割合を示しているかを見てみたい。

生命保険協会が開示している、国内生命保険会社（約40社合計）の有価証券勘定の種類別内訳をみると、資産サイドの約8割を占める有価証券のうち、大部分が国債、外国国債で構成されている²⁾。生保のバランスシートの特徴である保険契約の超長期性を踏まえたデュレーションマッチと、将来の運用収益確保、という2つの観点からアセットミックスに反映されているものと考えられる。

有価証券の中で、いわゆる“ファンド投資（投資信託形態での投資）”は、『その他の証券』、および、『外国証券』（一部）等³⁾に計上されている。『その他の証券』をみると、有価証券運用全体の約5%を占めており、過去約5年、この割合は大きく変動していない。

しかしながら、昨今の運用手法の多様化や手数料低減等により、最終投資家がファンド投資を選択するインセンティブが高まりつつある。国内生保業界においても、ERM（全社リスク管理）高度化、資本効率向上の一助として、ファンド投資を活用した運用手法の多様化が進む可能性もあり、今後生保各社の有価証券運用において、ファンド投資の位置づけ（投資額、ウェイト）が将来的に高まっていく可能性は十分にあるだろう。

ルックスルー対応によるメリット

ファンド投資にかかる構成銘柄のルックスルー対応（リスク量の計測精緻化）は、規制対応はもとより、内部管理としてのリスク管理業務の高度化にも大きなメリットがある。

図表1は、金融庁の開示資料等から、新規制における資産種類ごとの掛け目を抜粋したものである⁴⁾。例えば、先進国のソブリン債や、投資適格社債を主たる構成資産としているファンドなどでは、ルックスルー対応をしない場合、“その他の株式（いわゆる非上場株式にあたるもの）”と

図表1 資産種類ごとのリスク量掛け目（例）

ファンド内の構成資産（例）		リスク量計算の掛け目（例）				
大分類	中分類	金利	スプレッド	株式	信用	不動産
債券	ソブリン債（格付区分1）	5%程度				
債券	準ソブリン債（都道府県債等）	5%程度	最大5%程度			
債券	社債（投資適格 格付区分3）	5%程度	5%程度		4.5%	
ローン	バンクローン等（格付区分7）				35%	
株式	先進国市場における上場株式			35%		
株式	新興市場における上場株式			48%		
株式	ハイブリッド債・優先株式			11%		
REIT	上場REIT					25%
REIT	私募REIT					25%
株式	その他の株式（プライベートエクイティ等）			49%		

（出所）金融庁などの開示資料を基に野村総合研究所作成

NOTE

- 1) 投資信託（ファンド）形態での投資について、その組入資産を、投資家である保険会社が直接保有しているときのみ、組入資産の明細ベースで管理する対応を指す。
- 2) 詳細については、以下リンクの生命保険事業概況、年次統計（2022年度）、貸借対照表を参照。
<https://www.seiho.or.jp/data/statistics/summary/>
- 3) 詳細については、上記リンクの生命保険事業概況、年次統計（2022年度）、有価証券明細表を参照。
- 4) 掛け目について、厳密には個別資産の格付、公共部門・民間部門の区別、デュレーション、REITのレバレッジ、負債サイドの特性等により、より複雑な条件分岐が発生するが、ここでは、紙面の都合上、ある仮定を置いた上で簡素化している。（例：債券については5年満期一括償還、金利・スプレッドの変動幅は100bp、REITはレバレッジ考慮前etc）。詳細については、金融庁開示の仕様書等を参照。
- 5) 現行の中期経営計画の中では、資本効率の向上に関するKPIとして、ROE、ROEV等が用いられているケースがいくつか見られる。詳細については、各社の開示資料を参照。

いう扱いになり、リスク量計測に用いる掛け目が大きく上昇する。このため、規制対応という観点からも、ルックスルー対応を行うインセンティブは高いといえる。

いくつかの生命保険会社を対象にファンド投資部分について、ルックスルーを実現した場合としない場合と比較してリスク量の試算を行った結果、資産運用リスク量が最大で3～4割程度減少する可能性があるという試算結果が得られている。

また、ルックスルーデータが整備されると、エクスポージャーの名寄せ管理等もしやすくなり、資産運用リスク量の構成項目である、集中リスクの算出も可能となる。

図表2にあるように、国内の多くの生保が、中期経営計画の中で、ERM高度化、資本効率の向上等を目標に掲げている⁵⁾。ファンド投資のルックスルーベースでのモニタリングが実現すれば、こうした経営課題への対応

の一助となり、ひいては企業価値の向上にもつながるだろう。

ルックスルー対応にあたっての実務面での課題

ファンド投資にかかるルックスルー対応は、規制資本、内部管理の両面でメリットが大きい。しかしながら、実務面では、ルックスルー対応を実現するには、データの取得、加工等の作業が必要となり、現場レベル（特に、ミドル、バック部門）の業務負荷が増加する。

例えば、外国籍投信のルックスルーデータをアドミニストレータ等から受領する際は、データフォーマットや、データ受領タイミングについて、アドミニストレータとの調整を行う必要が生じる。これは一例に過ぎないが、こうした類いの連鎖する負担は広範囲にわたって存在する。経営の課題として人員増強等の対策を講じる必要が生じる可能性がある。

今後、生保各社においては、資本効率向上、管理高度化というメリットと、業務負荷およびコストの増加の両方を勘案した上で、ルックスルーに関する対応方針の検討が進むとみられる。その際、生保各社、ひいては業界全体の業務効率化に資するような、標準化されたルックスルーデータ授受の仕組み構築を望む声も上がってくるのではないかと考えられる。

Writer's Profile



津田 航 Wataru Tsuda

資産運用サービス事業一部
エキスパート
専門は有価証券システム等
focus@nri.co.jp

図表2 国内大手生保の中計目標（抜粋）

企業名	主な目標（資産運用、リスク管理関連）
日本生命 （大樹等含む）	円金利資産の長期化によるリスク圧縮 クレジット・オルタナティブ資産の積み増し
JA全共連	リスクコントロールおよび経営体力の積上げによる健全性の確保 海外資産等の取組みによる運用収益の上積み
かんぽ 生命	ESRの向上・安定化を目指し金利リスク削減等の対策を実施 新資本規制導入に向けたポートフォリオマネジメント手法の多様化
明治安田 生命	資産運用総合収益（トータルリターン）の向上に資する資産 運用手法の多様化・高度化 経済環境の変化や経済価値ベースの経営への移行をふまえたERM経営の実用化
第一生命	資本コストを上回るROE・ROEV 市場関連リスク削減の強化・加速による市場感応度の抑制
住友生命	収益性の高い資産への投資拡大など、許容可能な範囲内でリ スクテイクを拡大 為替ヘッジコストに対する収益感応度の抑制を進め、収益の安定化を図る 財務会計上の損益の変動リスクの見える化など、リスク管理の強化を図る
大同生命 太陽生命	経済価値ベースの資本規制の導入を見据え、不確実性が高く、リスク 対比リターンが低い、金利リスクの削減や政策保有株式の縮減を実施
富国生命	生産性の向上、収益性の向上
朝日生命	リスク・リターン・資本を経済価値ベースで包括的に管理す るERM態勢の構築 経済価値ベースでの運用収益検証

（出所）生保各社の資料を基に野村総合研究所作成