

外国証券投資を拡大する生保の収益性

【ポイント】

1. 生保は外国証券への投資を拡大することで収益性の維持に努めてきたが、収益性を示す基礎利回りは為替変動の影響を受けている。
2. しかし、仮に1ドル80円の円高局面であっても、基礎利回りは相応の水準を維持できる状況にあり、大幅な逆ざやに転じる可能性は低い。
3. 一方、基礎利回りには表れないが、近年上昇傾向にある為替ヘッジコストが資産運用収益全体を押し下げており、積み上がったヘッジ付外債への対応が問われる。

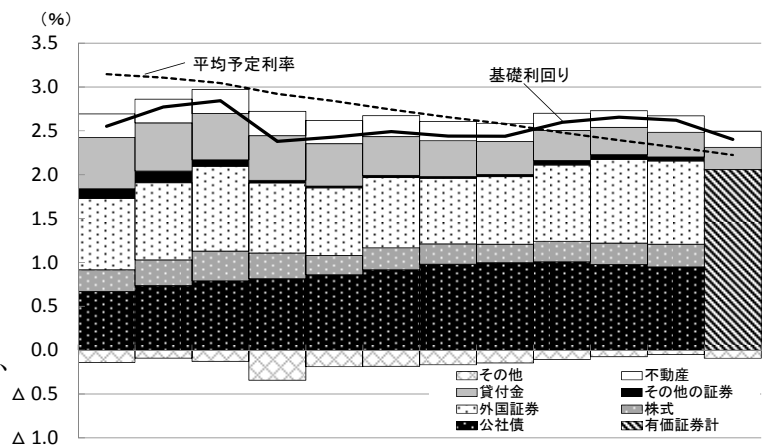
平成 28 年度上半期における国内主要生保の決算を確認すると、本業による利益を示す基礎利益のうち、資産運用による利差益の縮小が目立ったが、これは円高の進行により外国証券の利息配当金等収入が円換算ベースで目減りしたことなどによる。国内金利が低位で推移し、収益機会を外国証券に求める動きが活発となるなか、本稿では、収益性を示す指標のひとつとして、利差に関わる「基礎利回り」に焦点を当て、増加する外国証券による影響を整理したい。なお、本稿における資産及び収益費用などは国内主要生保 9 社（日本、明治安田、第一、住友、太陽、三井、大同、朝日、富国）の合計値である。

1. 基礎利回りの状況

基礎利回りは、生保の負債の大部分を占める責任準備金に対して、主に利息配当金等収入がどれだけ得られるかを示したものであり、お客さまからお預かりした資金を運用することで安定的に得られる収入の利回りを表している。この基礎利回りが、お客さまに約束した予定利率を上回れば利差益となるが、下回れば利差損、つまり逆ざやとなる。

リーマンショック以降、国内金利が一段と低下し、公社債の新規投資利回りが低下するなか、生保は新規資金や償還資金をより利回りの高い外国証券などにシフトすることで収益性を維持してきた。そのなか、外国証券による利息配当金は、日銀の量的・質的金融緩和を受けた円安進行下において基礎利回りを押し上げ、平成 25 年度にはバブル崩壊後続いた逆ざやを解消することに貢献した（図表 1）。しかし、平成 28 年度上

図表 1. 基礎利回りに対する各資産の寄与度



(資料) 各社ディスクロージャー資料より富国生命作成
 (備考) 28年度上半期はデータの制約により有価証券計(公社債、株式、外国証券、その他の証券の合計)としている

半期においては、円安の巻き戻しを受けて外国証券の利息配当金は円換算ベースで減少し基礎利回りは低下、利差益は縮小している。

外国証券から得られる外貨ベースの利息配当金については、各社の決算資料を確認する限り為替ヘッジを行っているケースはほとんどみられないことから、為替レートの変動が基礎利回りの主要な変動要因のひとつとなっているものと推測される。

2. 為替レートの変動が基礎利回りに与える影響

そこで、為替レートの変動が基礎利回りに与える影響がどの程度であるかを確認したい。ここでは、米ドルと他の主要通貨の変動率が同程度になると仮定し、各年度における実際の為替レートの水準から対ドルでの為替レートの変動に対する基礎利回りの感応度と、円安（1ドル120円）、円高（1ドル80円）シナリオ時における基礎利回りを推計する。

基礎利回りの為替感応度は、過去10年間において多少の振れはあるものの、対ドル1円の変動に対して基礎利回りはおよそ0.8bp前後の変動幅で推移している。足元の為替レートの変動幅は大きくなっているが、対ドルで10円程度円高が進行したとしても基礎利回りの低下幅は10bp以内にとどまる。

また、円安、円高シナリオ時の基礎利回りの推移を確認すると、1ドル80円の円高水準でも2%を超える利回りを確保することが出来ている（図表2）。平成25年度の逆ざや解消には円安進行による外国証券の利息配当金の増加が寄与したと前述したが、仮に円高局面が続いていたとしても平成26年度には逆ざやを解消しており、外国証券へのシフトによる収益性の維持が奏功しているようである。円高に進んだ平成28年度上半期の基礎利回りについても、同様の計算方法で試算すると、円高シナリオ時でも平均予定利率と同程度を確保出来たものとみられる。

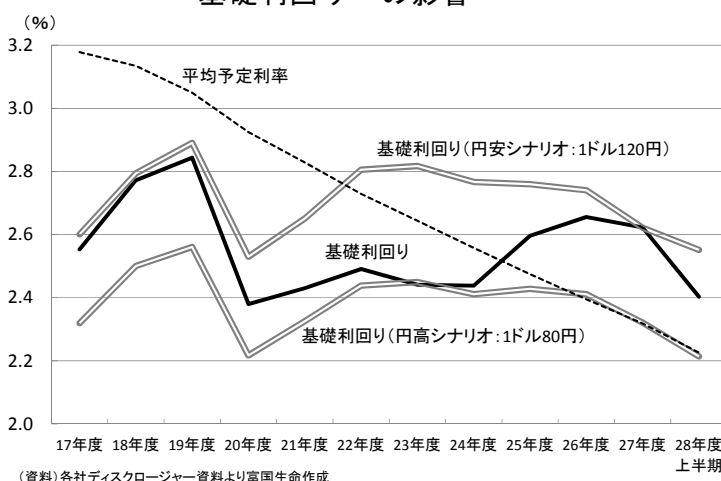
このように、為替レートの変動は基礎利回りの変動要因となっているものの、その影響は限定的であり、極端な円高とならない限りは大幅な逆ざやに転じる可能性は低いと言えよう。

3. 為替ヘッジコストの状況

円高局面においても一定の基礎利回りを確保出来ることは分かったが、基礎利回りに表れないコストが資産運用収益全体を下押ししていることも忘れてはならない。

生保は外国証券への投資における為替リスクを回避するため、主に為替先渡取引などにより為替ヘッジを行うが、これには為替ヘッジコストがかかる。しかし、長期保有を前提として安定的に得られる利息配当金等収入などが基礎利回りに含まれる一方、有価証券の売却益や金融派生商品による収益などはこれに含まれず、為替ヘッジコストについても本

図表2. 為替レートの変動による
基礎利回りへの影響



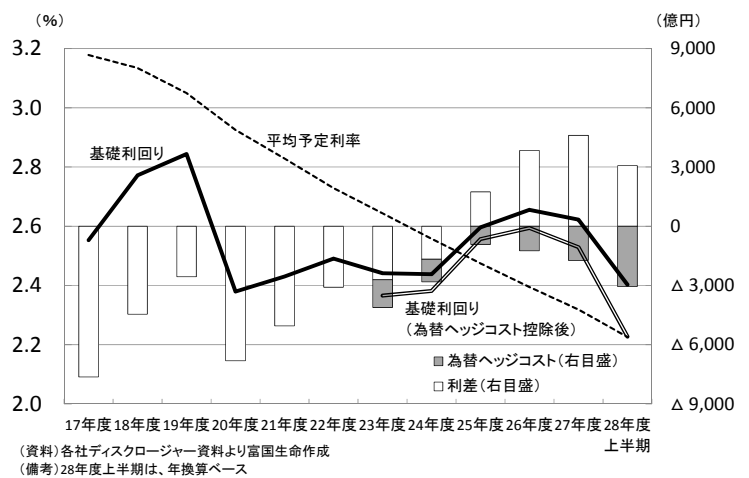
業以外で発生したキャピタル損益として整理されている。

為替ヘッジコストについては、リーマンショック後、世界的な金融緩和が続く状況において、主要な投資対象となる米ドルと日本円の短期金利差はほとんどなかったため、極めて低位で推移していた。国内金利の低下により円金利資産への投資妙味が薄まるなかでは、わずかな為替ヘッジコストで海外金利の恩恵を受けることが出来るヘッジ付外債の魅力が増し、円金利資産の代替として徐々に残高を拡大することとなった。さらに、昨年2月のマイナス金利政策の導入は、ヘッジ付外債を積み増す動きを加速させ、平成28年度上半期にかけて為替先渡取引の残高は27兆円と、10年前の4倍にまで膨れ上がった。しかし、近年は日米の金融政策の方向性の違いなどから対ドルでの為替ヘッジコストが拡大し、直近のピークで年率2%程度（3ヵ月物ベース）にまで上昇している。こうしたヘッジ付外債の増加、そして日米短期金利差の拡大という2つの要因により、生保における為替ヘッジコストが急増している。

このように基礎利回りには表れない形で、急増する為替ヘッジコストが資産運用収益全体を下押ししているが、そもそもヘッジ付外債は、元本の為替変動リスクを受けることなく外国の長期金利を享受する代わりに、短期金利の変動などによる為替ヘッジコストの変動リスクを負うものであり、現在のように短期金利差が拡大する局面では為替ヘッジコストを控除した実質利回りが低下する性質を持つ資産である。これを考慮し、為替ヘッジコストが「実質的な」基礎利回りに与える影響を確認したい。

為替ヘッジを3ヵ月物の為替先渡取引で行うという前提で、外貨建資産の9割を占める米ドル、ユーロ、ポンド、加ドル、豪ドルの5通貨について既存の為替ヘッジにかかるコストを推計すると、平成28年度上半期における為替ヘッジコストは、年間約3,000億円と利差益を相殺する規模に達し、これを基礎利回りから控除した場合、基礎利回りは2.4%から2.2%近くまで押し下げられる（図表3）。

図表3. 為替ヘッジコスト控除後の基礎利回り



FRB（米連邦準備制度理事会）は短期金利の指標となるフェデラルファンド金利の誘導目標を年0.50%～0.75%としており、今年も継続的な利上げが行われる場合、利上げ幅と同程度かそれ以上に為替ヘッジコストが上昇する可能性が高く、今後の見通しについても厳しい状況が予想される。仮に年2回25bpずつの引上げを行い、為替ヘッジコストも同じく50bp上昇した場合、来年度の為替ヘッジコストは約3,900億円となり、年3回の引上げで75bp上昇した場合は、約4,100億円まで増加すると試算される。こうしたコストを受け入れるのか、許容できる為替リスクとのバランスを考えつつ、積み上がったヘッジ付外債を削減するのか、今後の各社の対応が問われる。

（財務企画部 田中 郁人）