

米国損害保険業界における資産運用の状況

－ERM 経営と ROE 向上を考えるヒントを求めて－

グループリーダー 主席研究員 牛窪 賢一

目 次

1. はじめに
2. ERM 経営、企業価値および ROE の基本的な考え方
 - (1) ERM 経営の目的
 - (2) 企業価値の定義とアプローチ手法
 - (3) ROE の考え方と求められる水準
3. 損害保険業界の ROE と収益の源泉（日米比較）
 - (1) 損害保険業界の ROE
 - (2) 保険引受損益と資産運用収益
4. 損害保険業界の資産運用（日米比較）
 - (1) 資産運用の収益性の違い
 - (2) 運用資産の構成の違い
 - (3) 資産運用環境としての債券市場の違い
5. 米国損害保険業界における資産運用の変化
 - (1) 損害保険業界全体における変化
 - (2) 主要損害保険会社の資産運用
6. おわりに

要旨

近年、ERM（統合的リスク管理）やROE（自己資本利益率）に対する関心が高まっている。このような関心の背景には、企業が企業価値の継続的な拡大を実現するためにはどうすればよいのかという問題意識がある。

損害保険会社は、資本を利用し、主に保険引受と資産運用においてリスクをとり、収益をあげている。したがって、損害保険会社のERM経営やROE向上について考えるためには、保険引受だけでなく、資産運用についても理解する必要がある。このような考えから、本稿では、わが国損害保険業界との比較も交え、世界最大の損害保険市場を形成する米国損害保険業界の資産運用の状況について紹介することとした。

米国損害保険業界のROEは、総じてわが国損害保険業界に比べ高い。この差が生じる一因として、両国における債券市場の環境の違い（債券市場の多様性、日米金利差）および両国損害保険業界の運用資産の構成の違いなどによる資産運用の収益性の差が挙げられる。

わが国損害保険業界は2014年度に史上最高益を記録した。しかし、ROEの水準にはまだ改善の余地があり、今後も企業価値を継続的に拡大するための取組みが求められている。米国との比較結果は、わが国損害保険業界にとって、資産運用環境という制約条件がある中で、政策株式の削減を進めるほか、信用リスクや流動性リスク等を含む多様なリスクをとり、これらを適切にコントロールすることを通じて資産運用の収益性を高める取組みが必要であることを示唆している。また、米国とわが国とでは債券市場などの運用環境が異なり、資産運用でリスクをとって高収益を生み出すことにも限界があることから、保険引受の収益性改善を進める取組みも欠かせない。保険引受と資産運用の両方のバランスを考慮したERM経営の実践が重要な鍵を握っていると考えられる。

1. はじめに

近年、ERM（Enterprise Risk Management、統合的リスク管理）に対する関心が高まっている。ERMの目的は、企業の資本、リスクおよびリターン（収益）を全社的視点で適切にコントロールすることを通じて、企業価値の継続的な拡大につなげることにある。保険会社の経営陣はもちろん、社員1人1人がERMの考え方や枠組みについて学習することは重要であり、そのための書籍や研修機会なども増えている。しかしながら、保険会社はどの程度の企業価値を創造し、どの分野でどの程度の収益をあげ、資本に対しどの程度の利益率を実現すればよいのかなどの具体的なレベル感のイメージも、ある程度持っていないとERMに対する理解が進みにくいと思われる。

他方、わが国では、機関投資家の行動原則である日本版スチュワードシップ・コードが2014年2月に金融庁から公表された。また、東京証券取引所が企業の統治指針として策定したコーポレートガバナンス・コードが2015年6月から適用されている。これらは、企業と機関投資家との対話を通じて中長期的な企業価値の向上を求める動きの表れであり、そのような動きの中で、資本の収益性を表すROE（Return On Equity、自己資本利益率）が注目を集めている。

損害保険会社は、資本を利用し、主に保険引受と資産運用においてリスクをとり、収益をあげている。したがって、損害保険会社のERM経営やROE向上について考えるためには、保険引受だけでなく、資産運用についても理解する必要がある。損害保険会社の資産運用の中心は債券である。近年は低金利の環境が続き、一定の金利収入を確保することが難しくなっており、このような状況が長引けば、保険会社の経営にも大きな影響を及ぼす可能性がある。

損害保険会社は、一般的に営業部門や保険金支払部門に従事する社員の割合が多く、保険に関する知識は豊富である社員が多い一方で、資産運用については財務部門経験者等を除きそれほど詳しくない場合もある。このため、本稿では、損害保険会社が企業価値を高めたり、一定の収益性を実現したりするために、資産運用がどのような役割を果たしているか、またどのような資産構成で運用が行われているかなどにつき取り上げることとした。

本稿では、世界最大の損害保険市場を形成する米国損害保険業界の資産運用につき紹介するが、レベル感の違いを把握できるよう、適宜わが国損害保険業界のデータと比較して提示する。また、業界全体の合計値や平均値だけでなく、米国の株式会社形態の代表的な損害保険会社であるオールステート、トラベラーズ、AIG、プログレッシブなどの例も取り上げて説明する。本稿の目的は、ERM経営の枠組みの解説や事例の紹介ではないが、ERM経営やROE向上について考える損害保険会社の社員のための基礎知識の一部として参考になることを狙いとしている。

なお、本稿における意見・考察は筆者の個人的見解であり、所属する組織を代表するものではないことをお断りしておく。

2. ERM 経営、企業価値および ROE の基本的な考え方

本項では、ERM 経営の目的を「企業価値の継続的な拡大」と捉え、企業価値とは何かにつき説明する。次に、企業価値との関連で取り上げられることが多い ROE の考え方と投資家から求められている水準などにつき紹介する。

(1) ERM 経営の目的

ERM(統合的リスク管理)という用語には必ずしも一律の定義があるわけではなく、用語の使用者により意味が異なる場合もある。金融庁の保険検査マニュアル(2014年6月)では、「統合的リスク管理とは、保険会社の直面するリスクに関して、潜在的に重要なリスクを含めて総体的に捉え、保険会社の自己資本等と比較・対照し、さらに、保険引受や保険料率設定などフロー面を含めた事業全体としてリスクをコントロールする、自己管理型のリスク管理を行うことをいう」とされている。

当研究所が編者となって2015年1月に刊行した「保険 ERM 経営の理論と実践」¹では、金融機関の経営者に求められているリスク経営の能動的かつ包括的な側面を強調するために、単なる「ERM」ではなく、「ERM 経営」の用語を使用している。ERM 経営を「各社の経営理念・ミッションなどを前提として、とるべきリスクと許容する損失を定め、健全性を確保しつつ収益性の維持向上を図り、企業価値の継続的な拡大を目指す経営」と定義している²。本稿は基本的にこの定義に従い、特にこの ERM 経営の定義の後半にある「収益性の維持向上」および「企業価値の継続的な拡大」の部分に焦点を当てる。

なお、ERM 経営においては、保険会社の事業遂行に伴うリスクを吸収するために必要な資本を意味するエコノミック・キャピタル、リスクの定量化、およびリスク調整後収益性等の考え方が特に重要であるが、紙面の関係もあり本稿では取り上げない。

(2) 企業価値の定義とアプローチ手法

本項では、ERM 経営の目的として継続的な拡大が求められている企業価値とは何か、および企業価値の評価に関するアプローチ手法につき説明する。

a. 企業価値の定義

企業価値の定義や考え方は必ずしも一様ではない³が、一般的には以下に示す2つの側面から説明されることが多い。1つは企業の値段すなわち「企業の市場価値」とし

¹ 当研究所では、ERM 経営のあり方について研究者・実務家一体となって研究し、その成果を発信し、ERM 経営の高度化を促進することを目的として、ERM 経営研究会を発足し、2013年5月以降、研究会を開催し議論を重ねてきた。「保険 ERM 経営の理論と実践」は、その成果を取りまとめた書籍である。

² この定義は、ERM 経営研究会が ERM 経営を、法律や規制・監督の観点ではなく、金融機関の経営のあるべき姿という観点で把握し、議論したいと考えたことを反映している。

³ 例えば、企業価値を株式価値と同義として捉える考え方のほか、企業が生み出す価値を幅広く捉え、株主、顧客、従業員、取引先等のステークホルダー価値の総和とする考え方もある。

ての側面であり、企業価値は、自己資本の市場価値（株式価値）と負債の市場価値（負債価値）とを合計した企業の総市場価値（企業価値＝株式価値＋負債価値）として定義される⁴。本稿での定義も基本的にこの立場に基づく。

企業価値の定義のもう1つの側面は、企業が将来生み出す経済的価値に着目したものであり、この場合、企業価値は、「企業が将来生み出すキャッシュフローの現在価値の合計」として定義される⁵。

b. 企業価値、株式価値および株価との関係

前記 a のように「企業価値＝株式価値＋負債価値」として捉えると、企業価値のうちの負債価値は、市場の金利水準が変化すればそれに応じて変化するものの、株式価値に比べ変動が少なく、また、金利は経営者にとっては基本的に外部環境から与えられる変数であってコントロールすることは難しい。したがって、経営者の取組みとして企業価値を拡大することは、株式価値を拡大することとかなり近い意味になる。

また、「株式価値＝株式時価総額＝1株当たり株価×発行済み株式数」であり、発行済み株式数を一定とすれば、株式価値の拡大と株価の上昇とは基本的に一致する。これらのことから、企業価値の拡大、株式価値の拡大および株価の上昇は、いずれも同一のベクトル上にあると捉えることができる。

c. 企業価値の評価に関するアプローチ手法

企業価値の評価に関しては様々なアプローチ手法がある。また、企業価値の変動の多くは、株式価値の変動によって引き起こされるため、株式価値の変動について説明できれば、企業価値の変動についてもかなりの部分が説明できる。ここでは株式価値評価のアプローチ手法として配当割引モデル、ならびに企業価値評価のアプローチ手法としてキャッシュフロー割引モデルおよび EVA（Economic Value Added：経済的付加価値）を取り上げ、概要を図表 1 に整理した⁶。

キャッシュフロー割引モデルや EVA を利用した企業価値の評価において特に重要なことは、一般に投資家（資本の提供者）が求める収益率として捉えられる資本コストを考慮しこれを反映する必要があること、および企業価値の拡大のためには、短期

⁴ 細田道隆、牛窪賢一、竹原正篤「環境経営と企業価値」損保ジャパン総研クォーターVol.40（損保ジャパン総合研究所、2002.5）

⁵ これら2つの定義は1つのことを2つの側面からみたものであり、単純化すると以下のように説明できる。ある人（Aさんとする）が、企業価値に相当するお金を払って、ある企業の株式と負債を全て手に入れたとすると、Aさんは、当然その企業が将来生み出す全てのキャッシュフローを受け取ることができる。この取引でAさんは、現在のお金（株式と負債の市場価値合計）と、企業が将来生み出すキャッシュフローとを交換したことになる。このことから、企業価値は、企業が将来生み出すキャッシュフローの現在価値の合計に見合うように市場で値付けされていると考えることができる。

⁶ 1990年代以降、キャッシュフロー割引モデルでは必ずしも十分ではないとの観点から、いくつかの企業価値評価手法が注目されるようになった。主なアプローチ手法としては、EVAのほか、リアル・オプション・アプローチ、行動ファイナンス等があげられる。これらの基本的な考え方については、前掲脚注4のレポートを参照願う。

的なキャッシュフロー（収益）の増大だけでなく、中長期的なキャッシュフロー（収益）の増大が必要であることなどであると考えられる。

図表 1 株式価値・企業価値の評価に関する主なアプローチ手法

評価手法	概 要
配当割引モデル	- 将来受け取ることができると予想される配当を現在価値に割り引き、これらの現在価値の合計額が株式の価値になるという考え方のモデルである。 - 株主から見て配当が究極的な投資のリターンと考えれば、非常にわかりやすい株式価値評価手法である。
キャッシュフロー割引モデル	- キャッシュフロー割引モデルによる企業価値の評価では、その企業が生み出す将来キャッシュフロー（注1）の期待値を、各期ごとに割り引いて現在価値を算出し、これを合計することによって企業価値を算出する。 - キャッシュフローを現在価値に割り引く際には、その投資のリスクに見合った割引率を用いる。通常、割引率には資本コスト（注2）が用いられる。 - 企業価値のより本質的な源泉は企業が資金（自己資本＋負債）提供者のために生み出すキャッシュフローであり、利益のうちどれだけを配当し、どれだけを内部留保するかという財務上の政策を変えても、企業の実体が変わらなければ企業価値は変わらないという考え方に基づいている。 - キャッシュフローには、会計上の利益よりも会計基準の影響を受けにくいという長所もある。
EVA（Economic Value Added：経済的付加価値）	- EVA（注3）は、企業がある年にあげたリターン（経済的利益）から資本コスト相当額を差し引くことによって得られる付加価値（注4）である。 - EVA は、資本市場が期待する収益（資金提供者が要求する利益水準）に対する事業収益の超過分を表している。EVA の考え方に立てば、企業価値は、簿価ベースの投下資本と、事業の付加価値（EVA）との合計となる。したがって、企業価値は、現在の簿価ベースの使用総資本（自己資本＋負債）と、企業が各期に生み出す EVA の現在価値との合計で表わされることになる。 - EVA による企業価値の評価と、キャッシュフロー割引モデルによる企業価値の評価とは、分析の視点がやや異なるだけで、よりどころとする原理は基本的に同じものである（どちらも割引キャッシュフロー法の応用である）。

（注1）事業活動から得られるキャッシュフローから、事業活動維持に必要なキャッシュアウトフローを控除したものであり、事業活動によって生み出された、企業が自由にできる資金。

（注2）株式のコストと負債のコストとを加重平均したコスト（WACC：Weighted Average Cost of Capital）として計算されることが多い。

（注3）米経営コンサルティング会社スターン・スチュアート社によって商標登録された経営指標。

（注4）キャッシュフロー・ベースに修正された税引後営業利益（NOPAT：Net Operating Profit After Tax）から資本コスト相当額を控除することによって算出される。

（出典：各種資料をもとに作成）

（3）ROE の考え方と求められる水準

ERM 経営では資本を有効活用してより多くの収益をあげることが求められている。実際の経営戦略においては、資本の収益性を表す指標として ROE の目標値が設定されていることも多い。

a. ROE の概要

ROE (Return On Equity : 自己資本利益率 : 当期純利益 / 自己資本) は、株主から預かった資本を企業がいかに関率的に利用しているかを示す指標であり、広い意味で企業価値の評価に関連するアプローチ手法の 1 つと捉えることができる。

ただし、ROE は、株式価値や企業価値を算出するための指標ではなく⁷、前記(2)c のキャッシュフロー割引モデルや EVA による企業価値の評価などと比べ、以下のような限界があり、データを利用する際には留意する必要がある。

- 景気変動等に伴う単年度の当期純利益の変動に大きな影響を受ける。
- 将来の利益のために、現在の利益を犠牲にしているような場合、これが反映されない(将来の利益を犠牲にして一時的に高い ROE を実現している場合もこれが反映されない)。
- 企業が利益を生むためにとっているリスクが考慮されていない。
- 投資家が求める資本コストの概念が含まれていないため、ROE だけみても企業価値が創造されているかどうかかわからない。
- 分子の当期純利益や分母の自己資本は会計基準によって影響される。

以上のことから、企業価値の継続的な拡大について考える場合、その ROE が資本コストとの比較から企業価値を生み出す水準にあるのかどうか、中長期的にその ROE 水準を維持・向上することが可能かどうかなどの観点が特に重要になる。

b. 投資家が求める ROE の水準

一般的にわが国企業の ROE は、欧米企業と比べ低水準にあるとされてきた。資本市場のグローバル化が進展する中で、わが国企業の ROE を高める必要性が指摘されている。

(a) 経済産業省のプロジェクトの最終報告書 (伊藤レポート)

わが国では、経済産業省が「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト⁸に取り組み、約 1 年にわたる議論を経て 2014 年 8 月、「最終報告書 (伊藤レポート)」を公表した。このプロジェクトでは、企業が持続的に企業価値を向上させるために何が必要かとの観点で対策が検討されており、伊藤レポートにはそのとりまとめとして主に以下のことが記載されている。

⁷ また ROE は、計算式の分母にも分子にも株価または株式時価総額が含まれていないため、PER (株価収益率) や PBR (株価純資産倍率) 等の投資指標とも性質が異なり、株価の割高や割安を直接的に判断する指標にもならない。

⁸ 座長は、伊藤邦雄一橋大学大学院商学研究科教授。

○ ROE 等の資本利益率の重視

企業の持続的成長は、長期的な視野を持つ投資家との協創の成果であり、それを評価する重要な指標が ROE 等の資本利益率である。国際的に見て広く認知されている ROE 等の経営指標を経営の中核的な目標に組み入れ、それにコミットした経営を実行すべきである。

○ 中長期的な ROE の向上

中長期的な ROE の向上が企業価値向上に向けた原資となり、それが様々なステークホルダー価値を高め、長期的な株主価値に結びつくという「企業価値経営」を実現することが肝要である。

○ 長期的に資本コストを上回ることが重要

ROE の水準を評価するに当たって最も重要な概念が資本コスト⁹である。長期的に資本コストを上回る利益を生む企業こそが価値創造企業であることを日本の経営陣は再認識し、理解を深めるべきである。

資本コストの水準については、「本プロジェクトでは、グローバルな機関投資家が日本企業に期待する資本コストの平均が 7%超との調査結果が示された。これによれば、ROE が 8%を超える水準で約 9 割のグローバル投資家が想定する資本コストを上回ることになる。個々の企業の資本コストの水準は異なるが、グローバルな投資家と対話をする際の最低ラインとして 8%を上回る ROE を達成することに各企業はコミットすべきである」とされている。

伊藤レポートでは、ROE から資本コストを控除した残りをエクイティ・スプレッドと定義し、エクイティ・スプレッドがプラス、すなわち ROE が資本コストを上回っている場合は企業価値が創造されているが、エクイティ・スプレッドがマイナス、すなわち ROE が資本コストを下回っている場合は、企業価値を破壊しているとの考え方も紹介されている¹⁰。

(b) わが国の損害保険会社が目標とする ROE の水準

わが国のいわゆる 3 メガ損害保険会社グループの株主構成は外国人株主の割合が 4 割程度となっており、外国人株主が期待する収益率を意識した経営が不可欠になっている。3 メガ損保はいずれも経営目標の 1 つとして ROE の向上を掲げており、

⁹ 伊藤レポートでは資本コストにつき以下のとおり解説されている。「資本コストとは、企業と株主・投資家の間にある暗黙の信頼関係、期待、役割と義務を含む財務・非財務両面を総合して企業が認識すべきコストと言え、これに関する経営規律のあり方と責任の明確化が求められていると考えられる。したがって、資本コストには、経営陣のコミットメント、情報開示や投資家とのコミュニケーション、将来の不確実性リスク等が総合的に反映される。また、資本コストの上昇は企業価値にマイナス要素となる。」

¹⁰ 理論的には「エクイティ・スプレッド×自己資本」の計算式によって、その期に創造された企業価値の金額が算出できるはずである。この金額は、資本を投入して事業活動を行ったことによって生み出された付加価値であり、基本的な考え方は EVA と共通している。

この目標水準を 7%以上としているところが多い。7%という水準は、前記(a)の伊藤レポートで示された調査結果において「グローバルな機関投資家が日本企業に期待する資本コストの平均が 7%超であった」ことと概ね整合的と考えられる。ただし、この水準はあくまでも、企業価値が創造されている（破壊されていない）とみなされる分岐点を示す最低基準と考えられていることには留意する必要がある。

3. 損害保険業界の ROE と収益の源泉（日米比較）

本項では、日米両国の損害保険業界の ROE について紹介したうえで、ROE を ROA（Return On Asset、総資産利益率）と財務レバレッジ（後記(1)c 参照）に分解して説明する。次に、損害保険会社の収益の源泉である保険引受と資産運用が、保険会社の収益にどのように貢献しているか紹介する¹¹。

(1) 損害保険業界の ROE

a. 日米損害保険業界の業績の概況

日米両国の損害保険業界の業績（当期純利益ベース）は、総じていえば、両国とも 2011 年を底にして回復基調にある（後記図表 8 および図表 9 参照）。

米国損害保険業界の業績は、2011 年に自然災害による被害の増加から減益となったが、2012 年、2013 年と増益が続いた。2014 年は前年比 12.5%の減益となったものの、2014 年も 2013 年同様、自然災害による大きな被害が少なく、比較的好調な業績が維持されている。

一方、わが国の損害保険業界の業績は、2011 年度は東日本大震災、タイの大洪水等の発生により赤字となったが、2012 年度には黒字に転換し、2013 年度も増益、2014 年度は前年度比 76.8%増の大幅な増益となり史上最高益を記録した¹²。

b. ROE

米国の損害保険業界の ROE¹³（2013 年）は 10.2%となっている（図表 2 参照）¹⁴。

¹¹ 本項 3 および次項 4 で使用するデータは、基準や対象範囲などの連続性の観点から、基本的に米国は 2013 年、わが国は 2013 年度を直近のものとし、状況に応じ 2014 年、2014 年度のデータも参考情報として掲載している。また、日米両国で、データの基準や対象範囲などは必ずしも同一ではない。このため、比較の際にはできるだけ実質的に基準などが近いデータを使用するよう心がけた。厳密な意味での比較はできないが、大まかなレベル感や方向性を把握することは十分可能と考えられる。

¹² 2012 年度以降の業績改善の背景には、自然災害による被害の減少や保険料率の引き上げ、資産運用収益の増加等がある。

¹³ A.M.Best, “BEST’S AGGREGATES & AVERAGES Property/Casualty United States & Canada”のデータをもとに「当期純利益／前期末と当期末の契約者剰余金の平均」として計算したもの。株式会社のほか相互会社等も含み、法定会計（Statutory Accounting Principles：SAP）ベースである（3 および 4 における米国のデータは基本的に同様）。なお、契約者剰余金（policyholders' surplus）は、保険会社の資産（総認可資産）から負債を差し引いた残りの金額のことであり、自己資本に相当する。

¹⁴ 2015 年 5 月 26 日に公表された ISO/PCI のレポートに基づく 2014 年の ROE は 8.4%となっている。

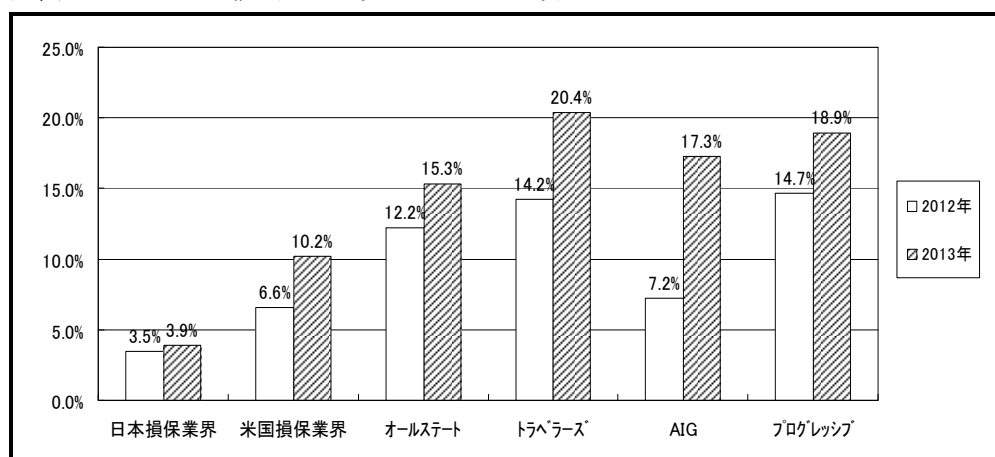
米国の一般的な主要企業の ROE（15%程度¹⁵）に比べ、米国損害保険業界の ROE は低水準にある。ただし、米国の損害保険市場は、わが国のような 3 メガ損保が寡占的に支配する市場とは大きく異なり、損害保険業界は 1,200 以上のグループ（2,700 社以上の保険会社）で構成されており、業界のデータには相互会社や中小の保険会社も多数含まれている。このため、業界全体ではなく、個々の保険会社の ROE に注目してみると、状況は大きく異なる。

米国の株式会社形態の大手社の ROE（2013 年）は、トラベラーズ 20.4%、プログレッシブ 18.9%、AIG 17.3%、オールステート 15.3%など、業界の平均水準よりもかなり高い。一方、マーケット・シェア上位 10 グループに入る大手であっても、ステートファーム、リバティ・ミューチュアル、ネーションワイド等の相互会社の ROE（2013 年）は、それぞれ 6.6%、5.9%、6.0%と非常に低く、業界平均を引き下げている（図表 3 参照）。

わが国損害保険業界の ROE（2013 年度）は 3.9%となっており、米国の損害保険業界の水準よりも低い。特に米国の大手の損害保険会社とは大きな差があることがわかる。ただし、わが国の 2014 年度の決算では、各社とも利益が大幅に増加しており、損害保険業界の ROE は 5.7%となっている¹⁶。

2009 年から 2013 年までの ROE の推移をみると、米国の損害保険業界はわが国の損害保険業界を常に上回っており、さらに、プログレッシブやトラベラーズは、米国損害保険業界の平均よりも高い ROE を持続させていることがわかる（図表 4 参照）。

図表 2 ROE の比較（2012 年および 2013 年）



（注）日本は 2012 年度および 2013 年度。日本：「ROE＝当期純利益／（前期末と当期末の純資産の平均）」。米国：「ROE＝当期純利益／（前期末と当期末の契約者剰余金の平均）」。

（出典：保険研究所「平成 26 年版インシュアランス損害保険統計号」（2014.12.30）、A.M.Best,

¹⁵ フォーチュン 500 社の製造業、サービス業等の平均的な ROE 水準。

¹⁶ 日本損害保険協会加盟の 26 社の合計。「当期純利益の各社合計／（前期末と当期末の純資産の平均の各社合計）」で計算。なお、3 メガ損保の中で最大の利益を計上した東京海上 HD の連結決算ベースの ROE は 7.8%となっている。

“BEST’S AGGREGATES & AVERAGES Property/Casualty United States & Canada”の 2013 Edition および 2014 Edition をもとに作成)

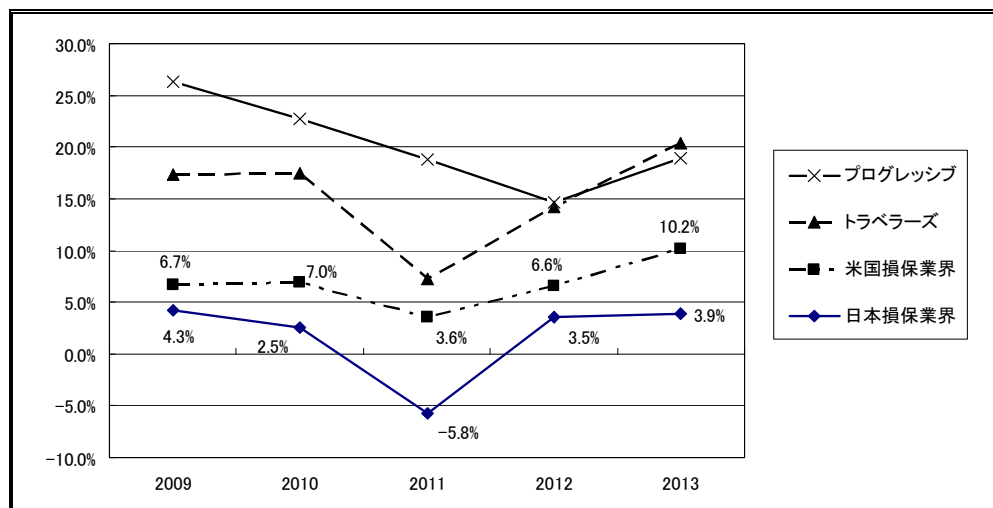
図表 3 上位 10 グループの主要指標

	保険グループ	正味計上保 険料 (百万ドル)	マーケット・ シェア (%)	コンパニ ット・レシ オ (%)	ROE (%)	ROA (%)	自己資 本比率 (%)
		2014 年		2013 年			
1	State Farm Group	57,946	11.7	99.1	6.6	3.1	48.2
2	Berkshire Hathaway Ins	32,036	6.5	88.0	11.4	6.5	57.3
3	Allstate Ins Group	27,825	5.6	93.6	15.3	5.8	38.7
4	Liberty Mutual Ins Cos	25,377	5.1	105.1	5.9	1.4	23.5
5	Travelers Group	21,898	4.4	89.4	20.4	5.3	27.0
6	Progressive Ins Group	19,432	3.9	94.0	18.9	5.1	26.9
7	AIG	18,864	3.8	101.3	17.3	4.7	27.2
8	Nationwide Group	18,318	3.7	101.2	6.0	1.9	31.1
9	USAA Group	15,224	3.1	95.2	6.9	4.0	58.1
10	Farmers Ins Group	14,436	2.9	101.7	5.4	1.1	21.0
	上位 10 グループ計	251,357	50.6	—	—	—	—
	損害保険業界の合計	496,581	100.0	95.8	10.2	3.8	38.3

(注) 各保険会社のマーケット・シェアは、ISO による業界の合計保険料をもとに算出。

(出典: A.M.Best, “BEST’S AGGREGATES & AVERAGES Property/Casualty United States & Canada”の 2013 Edition および 2014 Edition、A.M.Best, “BEST WEEK” (2015.6.8)、ISO ウェブサイト資料をもとに作成)

図表 4 ROE の推移 (2009 年～2013 年)



(注) 日本は 2009 年度～2013 年度。日本:「ROE=当期純利益／(前期末と当期末の純資産の平均)」。米国:「ROE=当期純利益／(前期末と当期末の契約者剰余金の平均)」。

(出典: 保険研究所「インシュアランス損害保険統計号」の平成 22 年版～平成 26 年版、A.M.Best, “BEST’S AGGREGATES & AVERAGES Property/Casualty United States & Canada”の 2010 Edition～2014 Edition をもとに作成)

c. ROE の分解

ROE の計算式は、以下のように ROA（総資産利益率）と財務レバレッジの 2 つの要素に分解することができる。

$$\begin{aligned}\text{ROE} &= \text{利益} / \text{自己資本} = \left[\text{利益} / \text{総資産} \right] \times \left[\text{総資産} / \text{自己資本} \right] \\ &= \text{ROA} \quad \times \quad (1 / \text{自己資本比率}) \\ &= \text{ROA} \quad \times \quad \text{財務レバレッジ}\end{aligned}$$

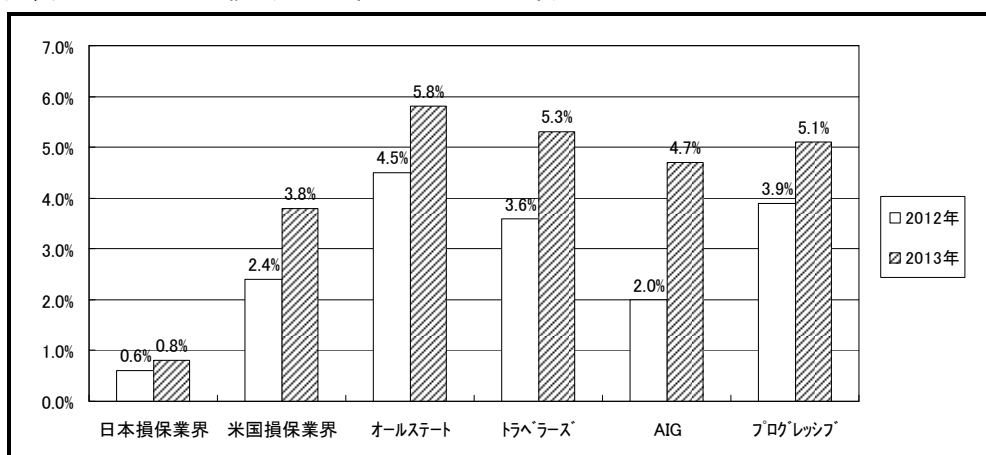
ROA は総資産をベースとする利益率であり、総資産が有効に活用されているかを表す。財務レバレッジは、自己資本比率の逆数であり、財務レバレッジが高いことは、一定の自己資本に対し使用している総資産が大きく、その分リスクを大きくとっていることを意味している。理論的には、ROA が一定の場合、財務レバレッジを高めれば ROE の数値は大きくなる。財務レバレッジがてこの効果を持つといわれる由縁である。

d. ROA（総資産利益率）

米国損害保険業界の ROA（2013 年）は 3.8% であり、わが国の損害保険業界（2013 年度）の 0.8% を大きく上回っている¹⁷（図表 5 参照）。特に、株式会社形態である大手社のオールステート、トラベラーズ、AIG、プログレッシブの ROA はいずれも 4% 台後半から 5% 台後半の水準にあり、わが国との開きは、ROE の場合以上に大きい。

ただし、わが国の 2014 年度の決算では、各社の利益が大幅に増加しており、損害保険業界の ROA は 1.3% となっている¹⁸。

図表 5 ROA の比較（2012 年および 2013 年）



¹⁷ 本稿の 3 および 4 における米国の損害保険業界および各社の総資産には、法定会計（SAP）ベースの総認容資産の数値を使用している。総認容資産は、一般会計基準（GAAP）よりも資産がやや保守的に見積もられており、什器・備品および支払期限から 90 日を超えた未収勘定等は資産として認められない。このため総認容資産は、実際の総資産よりも概ね 2～3% 小さくなっている。したがって、米国の ROA はわが国よりもやや高めに出ている（概ね 0.1% 程度）可能性があり、また、自己資本比率および財務レバレッジにも影響があるが、大まかなレベル感を把握するうえでは問題ないものと考えられる。

¹⁸ 日本損害保険協会加盟の 26 社の合計。「当期純利益の各社合計 / （前期末と当期末の総資産の平均の各社合計）」で計算。なお、大手 4 社の中で最も高い東京海上日動社の ROA は 2.1% であった。

(注) 日本は 2012 年度および 2013 年度。日本：「ROA＝当期純利益／（前期末と当期末の総資産の平均）」。米国：「ROA＝当期純利益／（前期末と当期末の総資産の平均）」。

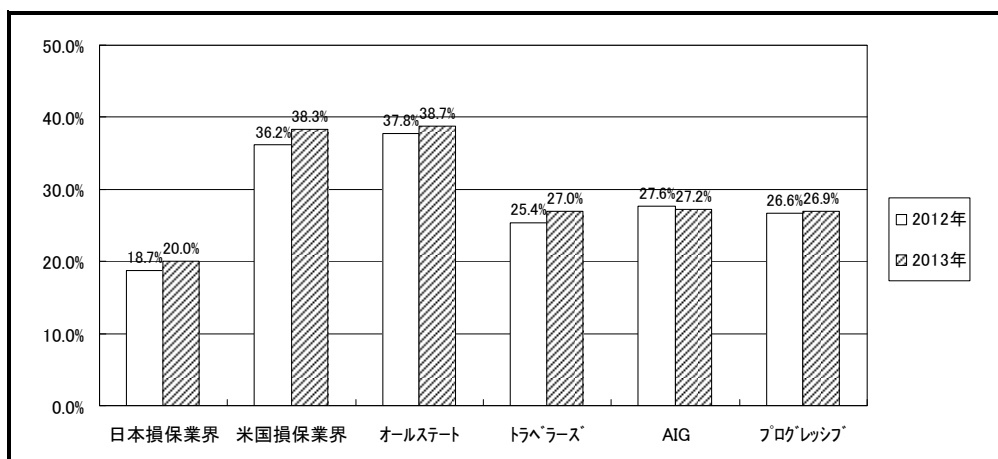
(出典：図表 2 と同様)

e. 自己資本比率

米国の損害保険業界の自己資本比率¹⁹（2013 年）は 38.3%と非常に高い（図表 6 参照）。特に 48.2%のステートファームと 57.3%のバークシャー・ハサウェイの 2 社が業界平均を引き上げている。オールステートは 38.7%で業界平均に近い。トラベラーズ、AIG、プログレッシブは、業界平均よりも 10%程度低く、いずれも 27%程度の水準となっている。わが国の損害保険業界の自己資本比率（2013 年度）²⁰は 20.0%であり、米国の損害保険業界に比べ、概ね半分の水準となっている。

一般的に自己資本比率が高いことは、他の条件を同じとすれば、財務的なリスクが低いことを意味している²¹。

図表 6 自己資本比率の比較（2012 年および 2013 年）



(注) 日本は 2012 年度および 2013 年度。日本：「自己資本比率＝当期末純資産／当期末総資産」。米国：「自己資本比率＝当期末契約者剰余金／当期末総資産」。

(出典：図表 2 と同様)

¹⁹ 「当期末契約者剰余金／当期末総資産」として計算。

²⁰ 「当期末純資産／当期末総資産」として計算。なお、純資産には、「資本金」、資本取引から生じた剰余金である「資本剰余金」、損益取引から生じた剰余金である「利益剰余金」などのほか、有価証券等の時価と取得原価との差額（その他有価証券評価差額金）なども含まれる。

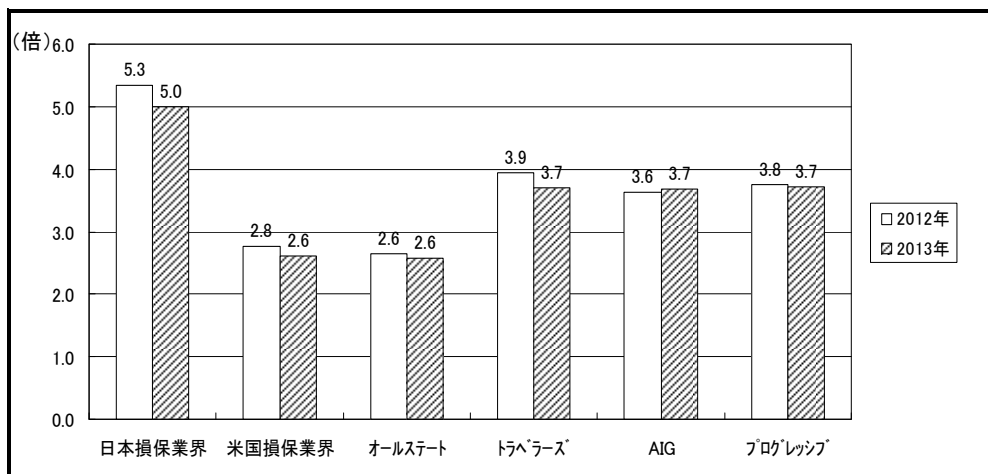
²¹ 一方、米国の損害保険業界は、保険需要に対し資本が過剰になっているとの見方もあり、資本の有効活用が十分図られていない、過剰資本に伴う需給要因から保険料引き下げ競争に陥りやすいなどの問題も指摘されている。1990 年代半ばには、既に過剰資本に陥っていたとの見方がある。保険会社が株主への還元よりも社内に資本を蓄積してきた背景としては、保険規制・監督当局からの要求、格付の維持・向上等の観点が挙げられている（長岡繁樹、牛窪賢一「米国損害保険市場の動向—1998 年の実績とトレンド—」損保ジャパン総研クォーターリーVol.30（1999.10））。

f. 財務レバレッジ

米国損害保険業界の財務レバレッジ（2013 年）は、2.6 倍であり、わが国（2013 年度）が 5 倍²²であるのに対し、概ね半分の水準にある（図表 7 参照）。米国損害保険業界は、一定の自己資本に対し、使用している総資産が少なく、総資産がリスク量と連動する前提で考えた場合は、とっている財務リスクが小さいことを示唆している。トラベラーズや AIG、プログレッシブの財務レバレッジは 3.7 倍の水準にあり、同様の前提で考えると、米国損害保険業界の平均よりも、やや大きめのリスクをとり、資本の有効活用を図っているとの見方ができる。

以上から、前記 b のように米国の損害保険業界（特に株式会社形態の大手損害保険会社）の ROE がわが国に比べ高いのは、財務レバレッジが高いためではなく、ROA が高いことによるところが大きいといえる。

図表 7 財務レバレッジの比較（2012 年および 2013 年）



（注）日本は 2012 年度および 2013 年度。日本：「財務レバレッジ＝当期末総資産／当期末純資産」。米国：「財務レバレッジ＝当期末総資産／当期末契約者剰余金」。

（出典：図表 2 と同様）

（2）保険引受損益と資産運用収益

保険会社の収益は、主として保険引受と資産運用によってもたらされている。本項では、保険引受損益と資産運用収益が、損害保険業界全体の当期純利益にそれぞれの程度貢献しているか、日米を比較して説明する。また、米国では個々の保険会社による違いも大きいためその例を紹介したうえで、負債の調達コストと資産運用利回りとの関係についても説明する。

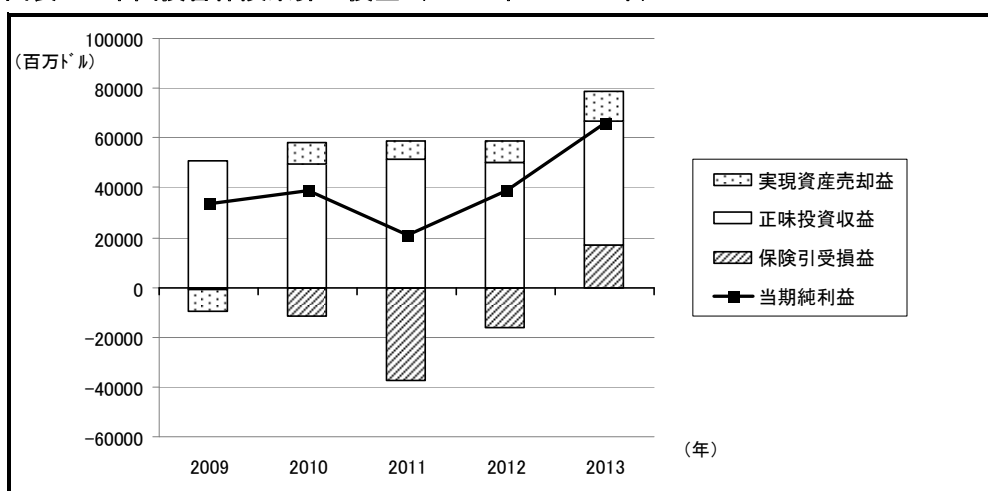
²² わが国（日本損害保険協会加盟の 26 社合計）の 2014 年度のレバレッジは 4.2 倍となっている。

a. 当期純利益への寄与

保険引受損益は、その年の巨大自然災害の発生に伴う被害の大きさに左右されやすく、年による変動が大きい（図表 8 および図表 9 参照）。また、赤字となることも多い。米国では 2008 年～2012 年の 5 年間連続で赤字であり²³、わが国も 2010 年度～2013 年度の 4 年間連続で赤字であった²⁴。保険引受損益は資産運用収益に比べ実額としては小さいものの変動幅が大きいため、当期純利益や ROE の大きな変動要因となっている。

一方、資産運用収益は日米とも毎年大きな利益を生み出しており、また保険引受損益に比べ安定している²⁵。日米とも保険引受損益は 2009 年から 2013 年の 5 年間の合計でみて赤字であることから、資産運用収益は保険引受損益の赤字をカバーしたうえで、さらに事業全体として利益をもたらしているということができ、資産運用収益が当期純利益や ROE に及ぼす影響も看過できない。

図表 8 米国損害保険業界の損益（2009 年～2013 年）



（注） 正味投資収益（Net Investment Income）は主に利息および配当金収入から成る。

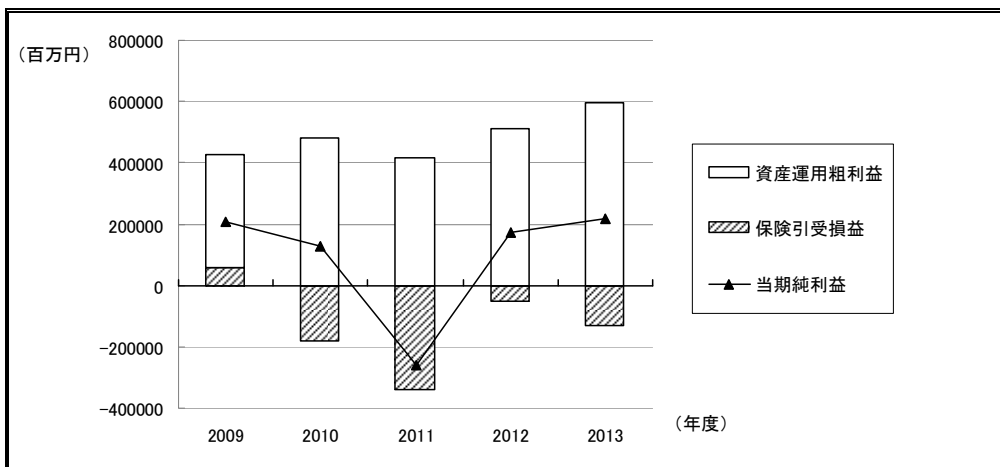
（出典：A.M.Best, “BEST’S AGGREGATES & AVERAGES Property/Casualty United States & Canada”の 2010 Edition～2014 Edition をもとに作成）

²³ 近年では、2011 年の保険引受損益の赤字が大きい。この年は竜巻が例年よりも多く発生したほか、ミシシッピ州やミズーリ州での洪水、テキサスの干ばつ、ハリケーン「アイリーン」などによる被害があった。2012 年にはスーパーstorm「サンディ」が発生し、米国史上 2 番目の大規模災害となったが、2012 年全体では前年より改善し、2013 年、2014 年は自然災害による被害が少なかった。

²⁴ わが国でも 2011 年度は、保険引受損益の赤字が大きく、これに伴い当期純損益も赤字となった。2011 年に発生した東日本大震災やタイの洪水などの大規模自然災害による影響が大きい。その後は、自然災害による被害の減少や自動車保険料の引き上げ等を背景として、保険引受損益は改善傾向で推移している。

²⁵ ただし、わが国の資産運用粗利益がリーマンショック直後の 2008 年に赤字に陥ったように、資産運用収益が大きく変動する場合もある。

図表 9 日本の損害保険業界の損益（2009 年～2013 年）



(注) 資産運用粗利益＝資産運用収益－資産運用費用。資産運用収益には、利息および配当金収入、有価証券売却益、積立保険料等運用益振替等が含まれる。資産運用費用には、有価証券売却損等が含まれる。

(出典：保険研究所「インシュアランス損害保険統計号」の平成 22 年版～平成 26 年版をもとに作成)

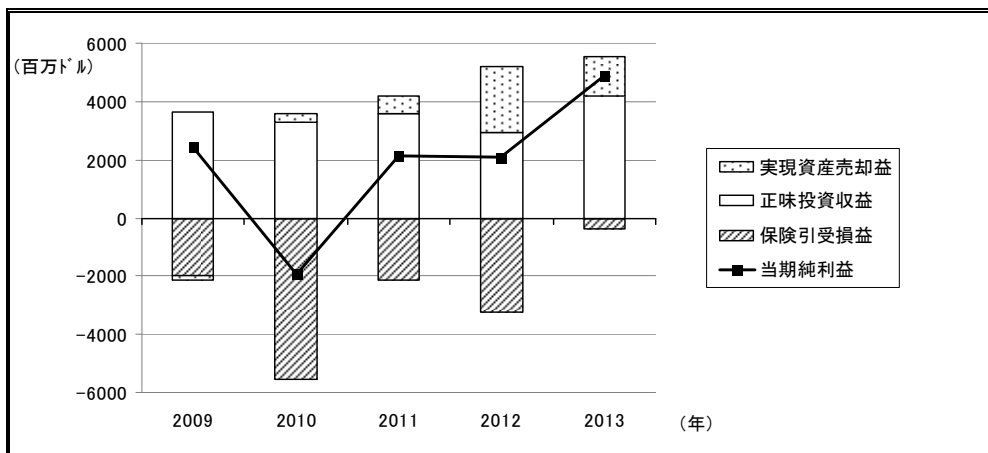
b. 米国の保険会社による違い

米国では、個々の保険会社により、保険引受で重点を置く分野や保険種目に特色がある。そのため、保険引受損益と投資収益が、保険会社の当期純利益にどの程度貢献しているかは、保険会社によりかなり異なる面がある。

例えば、AIG の保険引受損益はこれまで赤字となることが多く、利益は資産運用収益によりもたらされている（図表 10 参照）。AIG は賠償責任保険等の企業向け保険中心の保険会社であり、保険料の受入から保険金支払までの期間が長いロングテールの保険種目のウェイトが高い。このため、主として長期間滞留する資金の運用収益で利益をあげる構造になっている。2013 年は保険引受損益の赤字が大幅に減少したことを主因として ROE が大幅に向上している（2012 年 7.2%→2013 年 17.3%）。

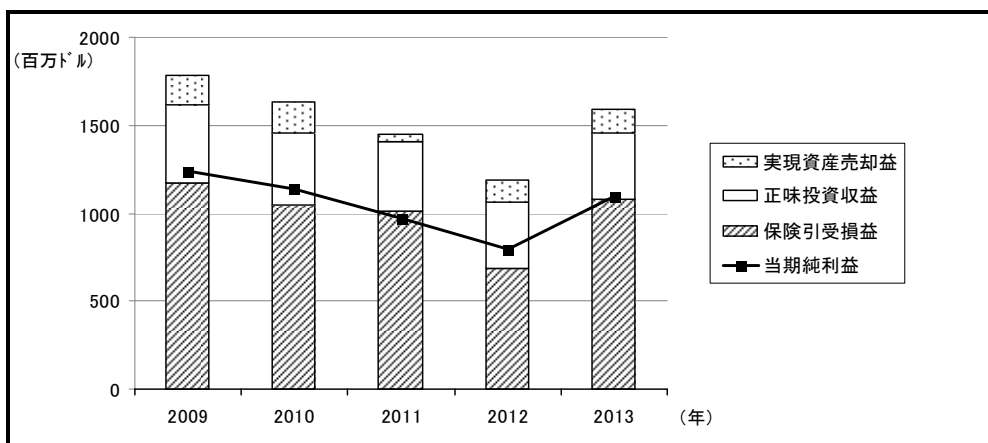
一方、プログレッシブは保険引受利益の貢献が大きく、基本的に保険引受利益中心に利益をあげる構造になっている（図表 11 参照）。プログレッシブは個人向け保険を中心とする自動車保険専門の保険会社であり、AIG に比べ保険料の受入から保険金支払までの資金の滞留期間が短い。プログレッシブは、保険引受損益の黒字を安定的に維持することを通じて、継続的に高い ROE 水準を実現している（過去 5 年間概ね 15%～25%で推移）。

図表 10 AIG の損益（2009 年～2013 年）



（出典：図表 8 と同様）

図表 11 プログレッシブの損益（2009 年～2013 年）



（出典：図表 8 と同様）

c. 負債の調達コストと資産運用利回りとの関係

一般的に損害保険会社の資産は、ALM（Asset Liability Management、資産・負債の総合管理）の観点から、その保険会社の負債の特性に合わせた運用が求められている。AIG の負債残高（2013 年末）は、年間の正味計上保険料の 3.7 倍（3 年 8 カ月分）なのに対し、プログレッシブの負債残高は同 0.9 倍（11 カ月分）となっている。この違いには、保険料受取から保険金支払までの期間の長さが反映されている。このような負債の特性の違いから、両社が資産として保有する長期債の平均残存期間にも大きな違いがあり、AIG は 4.3 年なのに対し、プログレッシブは 1.6 年とかなり短い²⁶。

図表 12 は、負債の調達コスト²⁷と資産運用利回り（対総資産）を試算して比較した

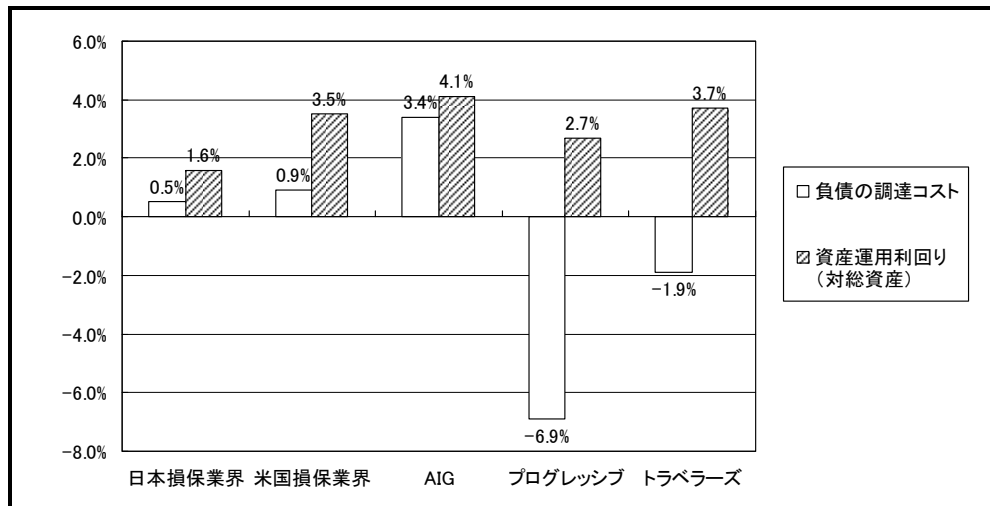
²⁶ 長期債の平均残存期間は、各社の 2014 年アニュアルレポートによる 2014 年末のデータ。

²⁷ 損害保険会社の負債の大部分は、保険引受に伴う未経過保険料や支払備金等であり、また保険引受損益の赤字は資金（保険料）を調達するためのコストと捉えることができる。そこで大まかな方法ではある

ものである。この試算によると、わが国では、負債の調達コストは0.5%となり、運用利回り1.6%との差は1.1%となった。一方、米国では負債コストが0.9%、運用利回りが3.5%でこの差は2.6%となった。米国はわが国よりも運用利回りが高いために事業全体としての収益率も高い結果となっている。

AIGは、この期間における保険引受損益の赤字額が大きかったため、負債の調達コストは3.4%と高く、運用利回り4.1%との差は0.7%にとどまった。一方、プログレッシブは、この期間、保険引受損益で大きな黒字を続けたため、負債の調達コストがマイナス6.9%となった（保険料をマイナス金利で調達したとみなす）。運用利回りは2.7%で米国損害保険業界平均に比べ低いものの、負債調達コストと運用利回りの差は9.6%と非常に大きい。AIGとプログレッシブの中間的位置付けとなるのがトラベラーズ²⁸である。AIG、トラベラーズ、プログレッシブの運用利回り（それぞれ4.1%、3.7%、2.7%）の違いには、各社の負債の特性²⁹を反映して、保有長期債の平均残存期間（それぞれ4.3年、3.7年、1.6年）が影響していると推測される。平均残存期間が短いプログレッシブでは、それだけで利回りが低くなる傾向があることに加え、ポートフォリオにおける資産の入れ替わりが早いため、市場金利が低下する環境下では、再投資に伴う利回り低下がポートフォリオ全体の利回り低下に、より早く反映されやすい。

図表 12 負債の調達コストと資産運用利回り（2009年～2013年の平均）



（注）「負債の調達コスト＝保険引受損益の各年平均／負債の各年平均」。日本：「資産運用利回り＝資産運用粗利益の各年平均／総資産の各年平均」。米国：「（正味投資収益＋実現資産売却益）の各年平均／総資産の各年平均」。

（出典：図表4と同様）

が、保険引受損益の赤字額の各年平均を当該期間の負債残高の平均で割ったものを、負債の調達コストとして計算した（2009年～2013年の平均）。

²⁸ トラベラーズは、概ね個人向け3割、企業向け7割の企業向け保険中心の保険会社である。

²⁹ トラベラーズの負債（2013年末）は、年間の正味計上保険料の2.6倍（AIGは3.7倍、プログレッシブは0.9倍）。米国の損害保険業界全体（2013年末）では2.3倍、わが国（2013年度）は3.0倍である。

4. 損害保険業界の資産運用（日米比較）

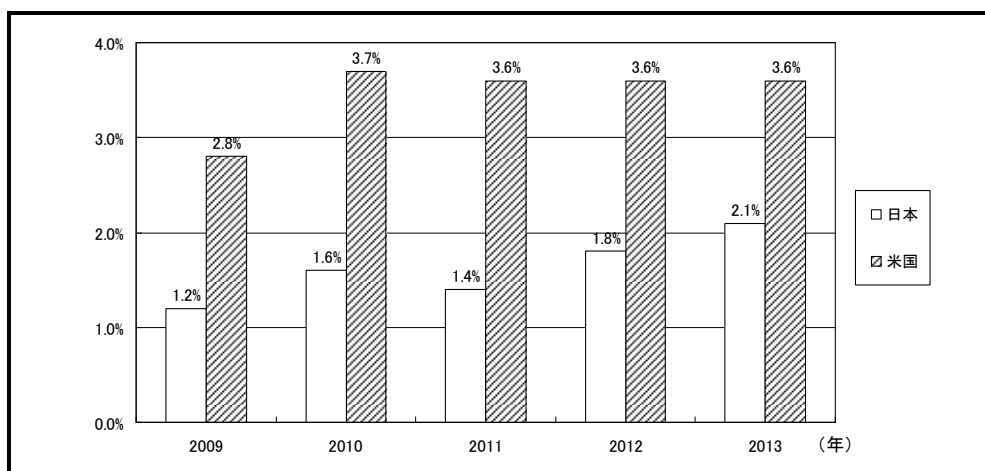
本項では、前記 3 で示した日米において ROA の水準に大きな差があるのはなぜかという問題意識に基づき、米国損害保険業界の資産運用の状況について、わが国との比較を含めて説明する。

(1) 資産運用の収益性の違い

保険引受損益については、2009 年～2013 年の 5 年間のうち、米国は 2013 年を除く 4 年間赤字、わが国は 2009 年度を除く 4 年間赤字であり、両国に際立った違いはないようにみえる³⁰。一方、両国での資産運用による収益性の違いは明確に存在し、これが日米損害保険業界の ROA の大きな差の一因になっていると考えられる。

資産運用利回り（対総資産）を比較すると、米国（2013 年）は 3.6%に対し、わが国（2013 年度）は 2.1%にとどまっている（図表 13 参照）。このような収益率³¹の違いの背景として、日米両国における損害保険業界の運用資産の構成の違い、ならびに資産運用環境としての債券市場の違い（債券市場の多様性および日米金利差）の存在が大きいと考えられる。

図表 13 資産運用利回り（対総資産）の比較（2009 年～2013 年）



（注）日本は 2009 年度～2013 年度。日本：「(資産運用収益－資産運用費用) / 前期末と当期末の総資産の平均」。米国：「(正味投資収益＋実現資産売却益) / 前期末と当期末の総資産の平均」。

（出典：図表 4 と同様）

³⁰ ただし、米国の大手社をみると、プログレッシブの保険引受損益は 5 年間とも黒字であり、オールステートとトラベラーズも、2011 年を除く 4 年間は黒字となっている。

³¹ なお、米国損害保険業界の正味投資収益は、低金利環境の中、減少傾向で推移している。正味投資収益の利回りも、2009 年の 4.0%から徐々に低下し、2013 年には 3.4%となっている。一方、わが国の運用資産利回り（インカム利回り）は 2009 年度の 2.0%からやや上昇し、2013 年度は 2.3%となっている。

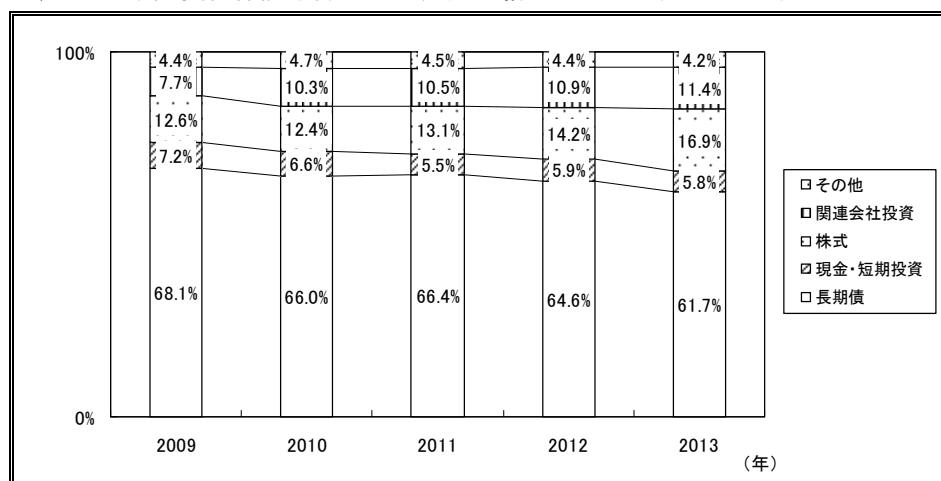
(2) 運用資産の構成の違い

a. 損害保険業界の運用資産の構成

米国損害保険業界の運用資産（2013 年末）は 1 兆 5,200 億ドルであり、運用資産の構成は、長期債 61.7%、株式 16.9%、短期投資 5.8%、関連会社投資 11.4%などとなっている（図表 14 参照）。長期債が過半を占めているのが特徴である。

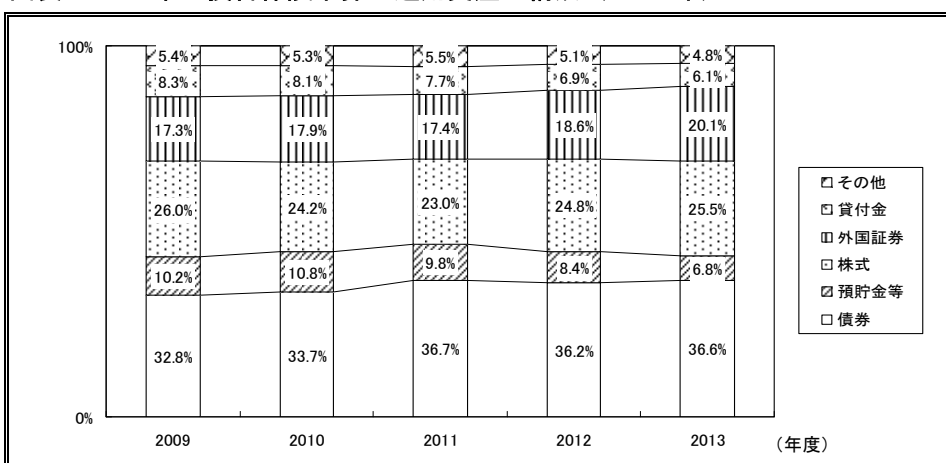
一方、わが国の損害保険業界の運用資産（2013 年度末）は 26 兆 4,528 億円であり、債券のウェイトは 36.6%と米国に比べかなり低く、株式のウェイトは 25.5%と米国よりも高い³²（図表 15 参照）。この株式のうちの一定割合が、いわゆる政策株式であり、多くの保険会社が ERM 経営の観点から政策株式の売却を進めている。

図表 14 米国損害保険業界の運用資産の構成（2009 年～2013 年）



（出典：図表 8 と同様）

図表 15 日本の損害保険業界の運用資産の構成（2013 年）



（出典：図表 9 と同様）

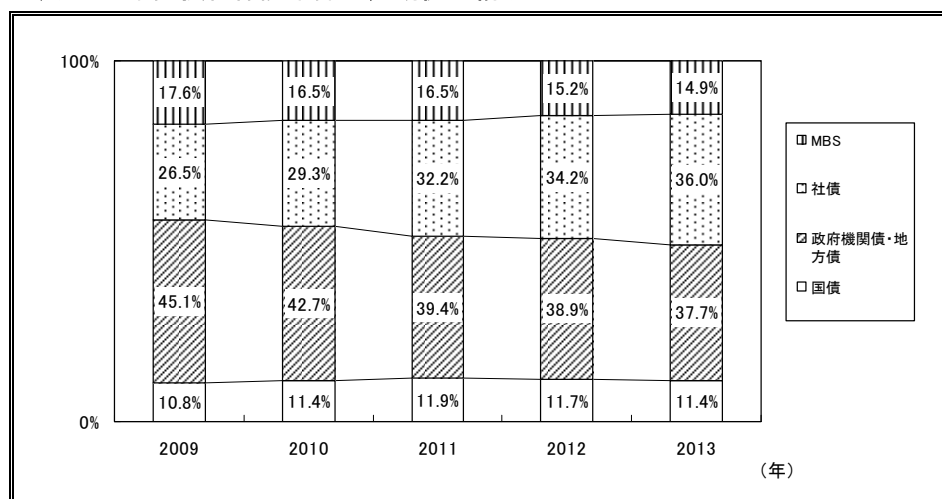
³² ただし、2013 年度に 20.1%を占めている「外国証券」の分類には、外国の債券や株式が含まれるため、「債券」と「株式」のウェイトは、外国債券や外国株式も含めると、表示上の数値よりも大きくなる。

b. 債券の構成

米国損害保険業界が保有する長期債の構成（2013 年末）では、政府機関債・地方債（37.7%）と社債（36.0%）のウェイトが大きい。MBS（後記(3)a 参照）も 14.9%を占めるが、国債のウェイトは 11.4%と小さい（図表 16 参照）。近年は社債のウェイトが拡大する傾向にあり、これは、低金利環境下において少しでも高い利回りを求めてややリスクの高い資産に資金をシフトしている表れである。

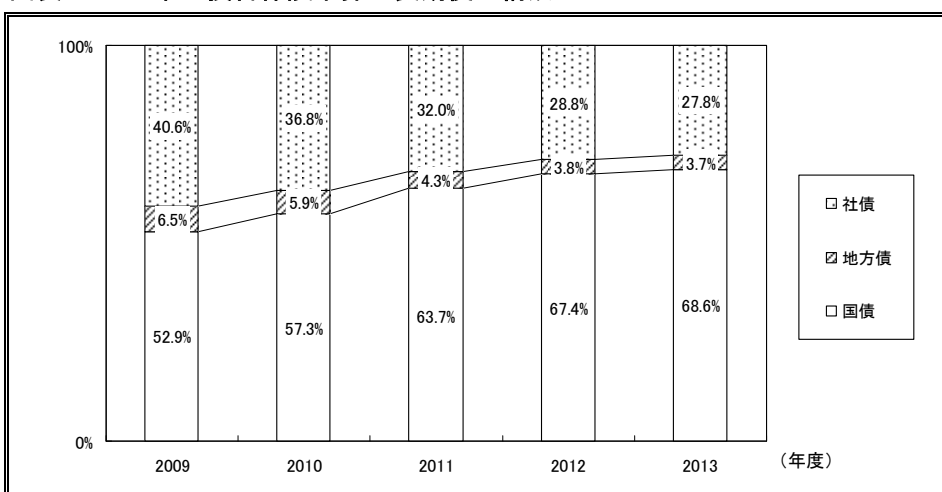
一方、わが国の債券の構成（2013 年度末）は、日本国債が 68.6%を占め社債が 27.8%でこれに続いている（図表 17 参照）。米国とは逆に、日本国債のウェイトが拡大し、社債のウェイトは縮小傾向にある。

図表 16 米国損害保険業界の長期債の構成



（出典：図表 8 と同様）

図表 17 日本の損害保険業界の長期債の構成



（出典：図表 9 と同様）

(3) 資産運用環境としての債券市場の違い

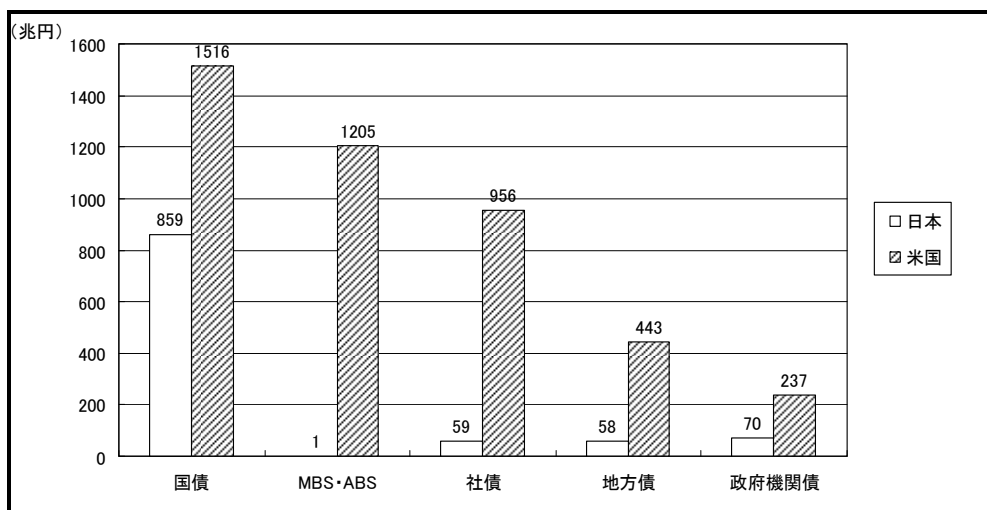
a. 債券市場の多様性の違い

米国の債券市場は、約 36 兆ドル（約 4,360 兆円）³³で世界最大の市場規模となっている。流通している債券の種類も豊富で、世界で最も活発な取引が行われている。国債だけでなく、ABS（Asset Backed Securities、資産担保証券）³⁴・MBS（Mortgage Backed Securities、モーゲージ証券）³⁵や社債市場も発達³⁶している（図表 18 参照）。

わが国の債券残高（2014 年 9 月末）は約 1,050 兆円である。国債が大きなウェイトを占めており、ABS・MBS や社債等の市場規模は米国に比べかなり小さい。

米国では、多くの保険会社がこのように多様化した債券市場を前提として、金利リスクに加え、社債投資により発行企業の信用リスクをとる、MBS 投資により期限前償還リスク³⁷や流動性リスクをとることなどを通じて利回りの向上を図っている。例えば、米国の債券市場では、A 格付の社債（10 年物）の利回りは、米国 10 年国債の利回りに比べ概ね 1%程度高い水準となっている。米国損害保険業界全体では、保有長期債の 36.0%が社債、14.9%が MBS である（前掲図表 16 参照）。また、オールステートや AIG などの個別会社をみても、概ね保有長期債の半分程度は社債または ABS・MBS での運用となっている（詳細は後記 5(2)を参照願う）。

図表 18 債券市場の発行残高（日米比較）



³³ SIFMA ウェブサイトによる 2015 年 3 月末のデータ。1ドル=120 円で換算。

³⁴ ABS は、各種資産の信用力やキャッシュフローを裏付け（担保）として発行される証券である。ローン債権、売掛債権、リース債権、クレジットカード債権など様々な債権を裏付けとして発行されている。

³⁵ MBS は、不動産担保融資の債権を裏付け（担保）として発行される証券である。主な種類として、住宅ローンを担保として発行される RMBS（住宅ローン担保証券）、オフィスビルやショッピングセンターなどの商業用不動産ローンを担保として発行される CMBS（商業用不動産ローン担保証券）などがある。

³⁶ この背景としては、わが国の企業の資金調達手段が銀行融資中心であるのに対し、米国では 1980 年代後半以降、企業が銀行融資に頼らず社債を積極的に発行するようになったことなどが挙げられる。

³⁷ MBS への投資では、MBS の担保になっている住宅ローンが金利低下局面で期限前償還されてしまい、期待していた利回りが確保できなくなってしまうリスクがある（期限前償還リスク）。このため、MBS は、同一の格付を有する国債等よりも相対的に高い利回りとなっているのが一般的である。

(注) 日本：2014年9月末の残高。米国：2015年3月末の残高。1ドル=120円で換算。日

本の「政府機関債」の項目は、政府保証債および財投機関債の残高。

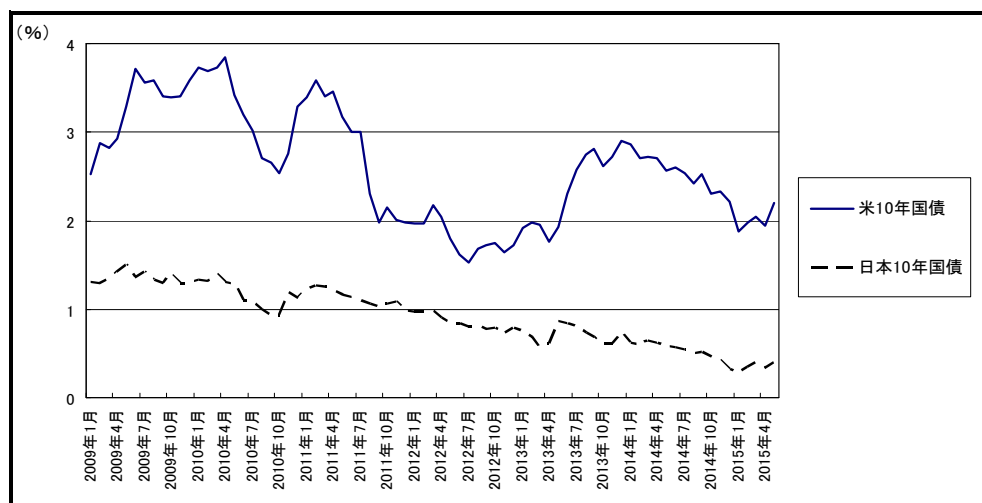
(出典：日本証券業協会ウェブサイト、SIFMA ウェブサイトのデータをもとに作成)

b. 日米金利差の存在

日米の金利水準についてみると、米国の10年国債の利回りは、2013年以降、概ね2～3%で推移している(図表19参照)。一方、わが国の10年国債利回りは、2012年以降、1%を下回る水準となっている。10年国債の日米金利差は、2009年以降1%～2%の水準で推移してきたが、2013年半ば以降は2%近い水準となっている。

このような日米金利差の存在は、前記(2)の運用資産の構成の違い³⁸および前記aの債券市場における多様性の違いと相まって、日米両国の損害保険業界の資産運用利回り(対総資産)の違いに大きく影響しており、さらにROA、ROEの水準の違いにも反映していると考えられる。

図表19 債券市場における金利水準の日米比較(2009年1月～2015年5月)



(出典：FRB ウェブサイトのデータ、財務省「国債金利情報」データをもとに作成)

³⁸ わが国では、運用資産に占める株式の割合が25.5%と高いが、株式市場の配当利回り(東証1部全銘柄の加重平均)は1.6%にとどまっている(2015年6月末)。

5. 米国損害保険業界における資産運用の変化

本項では、米国損害保険業界における近年の資産運用の変化について説明したうえで、主要大手損害保険会社の資産運用の現状および特徴的な変化について 2013 年～2014 年の動きを中心に紹介する。

(1) 損害保険業界全体における変化

近年、低金利の環境が続く中で、保険料収入による新規の流入資金や保有債券の満期資金等の再投資を行う際に、一定の利回りを確保することが難しくなっている。また、市中金利が上昇に転じた場合、保有債券の値下がりが懸念される。このような環境下で、米国損害保険業界の資産運用における特徴的な変化として次の 2 点が挙げられる。

○ 多様なリスクを有する資産への一部資金シフト

近年、ポートフォリオの過半を占める長期債のウェイトがやや縮小し、株式や関連会社投資のウェイトがわずかながら拡大している（前記図表 14 参照）。このような動きに加え、プライベート・エクイティ³⁹やヘッジファンド⁴⁰等への投資⁴¹も増えている。これらの変化は、債券よりもやや大きなリスクや多様なリスクをとることによって、少しでも高い利回りを求める姿勢の表れと考えられる⁴²。

○ 債券の平均残存期間の短期化（金利リスクの低減）

損害保険各社は、歴史的な低金利が続く中で、将来的に金利が上昇するリスクに備えて、債券の平均残存期間の短期化も進めている。損害保険業界が保有する債券全体での平均残存期間は、2009 年の 6.9 年から徐々に短期化し、2013 年は 6.3 年となっている。平均残存期間の短期化は、損害保険会社に、さらなる利回りの低下をもたらすことを意味するものの、金利リスクの低減を図ることをより優先した結果の表れと考えられる。

³⁹ プライベート・エクイティは、未上場企業の株式を意味する。通常は、過半数の株式を対象企業経営陣の了解のうえ取得し、経営をサポートして企業価値の向上に貢献し、株式公開（IPO）、第三者への譲渡などの方法で最終的に保有株式の売却を行うといった特徴がある。プライベート・エクイティへの投資は、これを直接所有する場合と、リミテッド・パートナーシップ形態などのファンドを通じて間接的に所有する場合があり、ここでは両方の所有形態を含んでいる。

⁴⁰ ヘッジファンドは、様々な取引手法を駆使して利益を追求することを目的としたファンドである。一般の投資信託は、投資対象や投資手法、情報開示などの規制があるが、ヘッジファンドは私募による投資信託であり、このような規制が緩く比較的自由な運用が可能である。金融派生商品等のリスクの高い金融商品に投資し高い利回りを目指すものも多い。

⁴¹ 債券や株式など伝統的投資とは値動きや収益の相関性が異なるプライベート・エクイティ、商品および不動産などへの投資、ならびにこれらに投資するファンド、ヘッジファンドなどへの投資は、代替投資（alternative investments）と呼ばれる。理論的には、代替投資を資産運用ポートフォリオに含めることによって、ポートフォリオ全体のリスク分散効果が高まり、潜在的にリスクを低減できる可能性がある。一方、代替投資には、取引市場が発達しておらず流動性が低い、開示情報が少なく透明性も低いなどの問題もあり、リスクが大きいとの指摘もある。

⁴² A.M.Best, “Best Journal” (2015.5.11)

プライベート・エクイティやヘッジファンドなどへの投資は増加傾向にあるものの、損害保険業界全体(2014 年末)で 231 億ドル(運用資産全体に占めるウェイトは約 1.5%)にすぎず⁴³、資産運用ポートフォリオ全体としては、依然として保守的な運用が継続されているとの見方ができる。

(2) 主要大手損害保険会社の資産運用

本項では、オールステート、トラベラーズ、AIG、プログレッシブの資産運用について、各社の 2014 年アニュアルレポートに基づき、運用資産の構成および近年における特徴的な変化を中心に説明する。これら 4 社の運用資産に占める長期債のウェイトはいずれも 70%以上であり非常に保守的といえるが、どのような長期債を中心に運用するか観点では、各保険会社により違いがみられる。

a. オールステート

(a) 運用資産の構成

オールステートの連結ベースでの損害保険部門の運用資産(2014 年末)は 391 億ドルであり、この構成は、長期債が 78.9%で最大のウェイトを占めている⁴⁴(図表 20 参照)。次いで、株式 7.9%、リミテッド・パートナーシップ⁴⁵6.4%などとなっている。

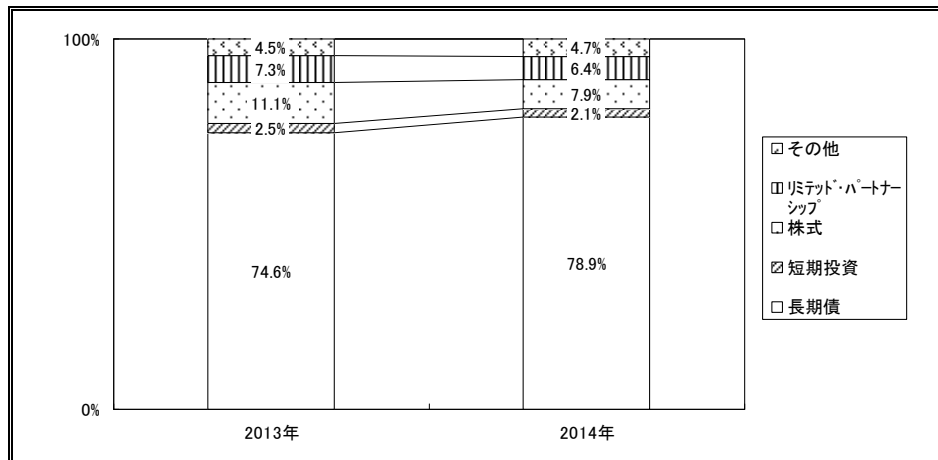
なお、生命保険部門も含めたオールステート全体での連結ベースの長期債の構成(2014 年末)は、社債 67.5%、地方債 13.6%、ABS・MBS9.4%、米国債 6.9%などとなっており、社債のウェイトが高いことが特徴となっている(図表 21 参照)。

⁴³ A.M.Best, “Best Journal” (2015.6.8)。A.M.Best では、現状、多くの損害保険会社にとってプライベート・エクイティやヘッジファンドへの投資は、小規模なレベルにとどまっており、過度な状態には至っていないとみている。ただし、保険会社は、ERM 経営の観点から、これらの投資につき戦略的利用方法、パフォーマンス、流動性、公正価値の評価方法等につき十分理解し説明できるようになっていることが必要だとしている。

⁴⁴ オールステート社 2014 年アニュアルレポート。

⁴⁵ リミテッド・パートナーシップは一種の投資信託である。米国のファンドでは、出資金とそれから得られる利益を限度に有限責任を負うリミテッド・パートナーと、リミテッド・パートナーに対して無限責任を負うゼネラル・パートナーによって構成されるリミテッド・パートナーシップの形態が採用されることが多い。リミテッド・パートナーは資金を出資してリターンを求めるのに対し、ゼネラル・パートナーは、リミテッド・パートナーシップの運営・管理を行う。一般的に、ゼネラル・パートナーは大きなリスクを負担するが、投資がうまくいった場合は大きなリターンを得られる。ファンドがリミテッド・パートナーシップの形態で設立されるのは、リミテッド・パートナーとして参加する投資家は、自分が投資した金額とその運用益だけに責任が限定されるメリットのほか、投資からのリターンはファンドで課税されることなく投資家に配分され、投資家は受け取ったリターンについて投資家の所在国でその国の税制に応じて課税されること、ゼネラル・パートナーとリミテッド・パートナーとの間の利益配分は、契約により柔軟に設定可能であることなどの点で優れているためである。

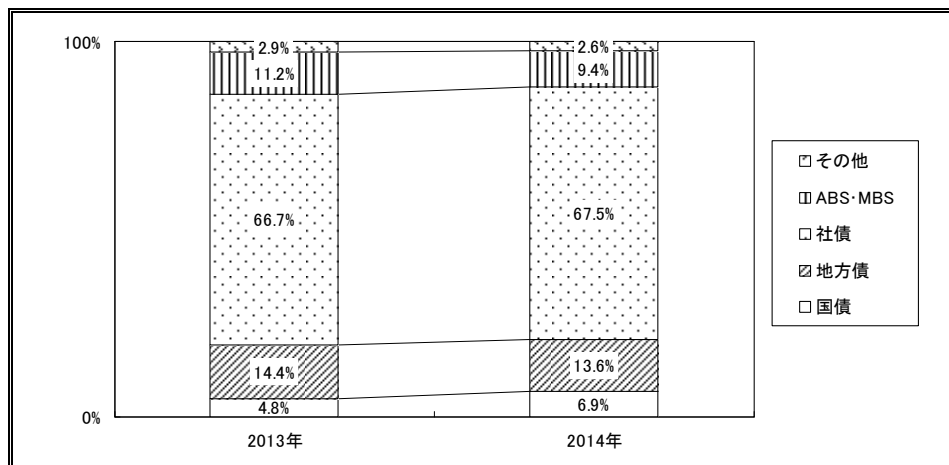
図表 20 オールステートの運用資産の構成（2013 年～2014 年）



（注）連結ベースにおける損害保険部門の資産構成。

（出典：Allstate, “2013 Annual Report” および “2014 Annual Report” をもとに作成）

図表 21 オールステートの長期債の内訳（2013 年～2014 年）



（注）連結ベースにおける生命保険部門を含むオールステート全体の長期債の構成。

2014 年の運用資産は 811 億ドルで、このうちの 624 億ドル（76.9%）が長期債。

（出典：Allstate, “2014 Annual Report” をもとに作成）

(b) 正味投資収益に占めるリミテッド・パートナーシップのウェイトの拡大

2014 年の正味投資収益は、債券利回りの低下および株式配当収入の減少などに伴い前年比 5.4%減少し 13 億ドルとなった。債券利回りの低下は、主に低金利の環境が続く中で、再投資のために新規購入した債券の利回りが既存ポートフォリオ全体の利回りよりも低いことによる。また、金利上昇リスクに備えて平均残存期間の短期化を図っていることも影響している。

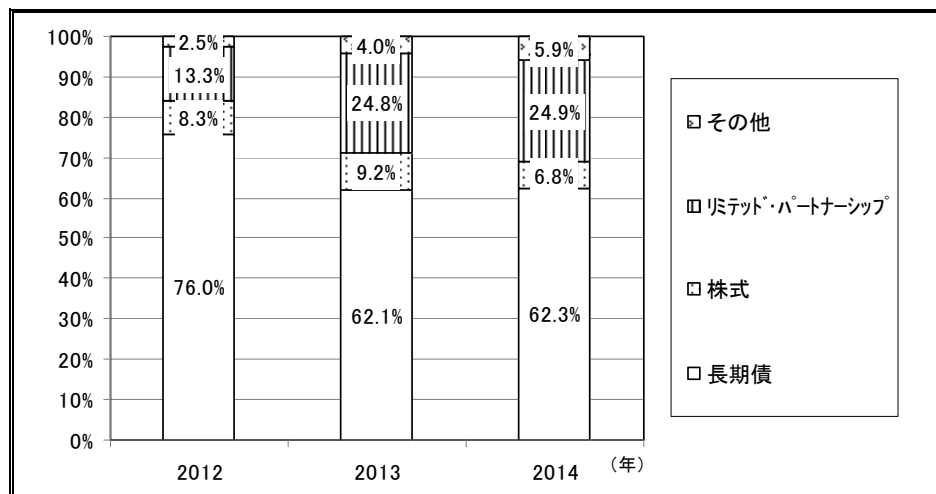
図表 22 は、オールステートの連結ベースの損害保険部門における正味投資収益の構成比である。2012 年に 76.0%を占めていた債券は、2014 年には 62.3%に縮小

している。これに対し、2013 年以降、正味投資収益に占めるリミテッド・パートナーシップのウェイトが大きく高まり、2014 年には 24.9%となっている。

運用資産全体の利回り（税引前）が、2013 年 4.0%、2014 年 3.6%と低下する中で、リミテッド・パートナーシップの利回り（税引前）は、2013 年 12.2%、2014 年 13.1%と非常に高い結果となった。リミテッド・パートナーシップによる投資収益がなければ、運用資産全体の利回りはもっと大きく低下していたはずである。

なお、オールステートにおけるリミテッド・パートナーシップの投資対象は、プライベート・エクイティや不動産ファンドなどで構成されている。リミテッド・パートナーシップのポートフォリオについては、ファンドマネージャー、ビンテージ・イヤー（ファンドの設立年）、採用戦略、地域等の様々な性質に基づき分散を図っている。

図表 22 オールステートの正味投資収益の構成（2012 年～2014 年）



（出典：図表 21 と同様）

b. トラベラーズ

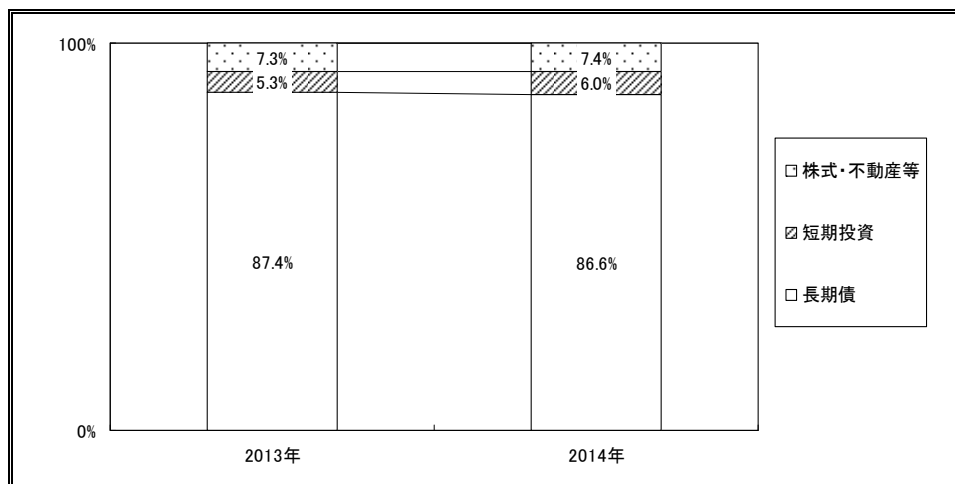
トラベラーズの運用資産（2014 年末）⁴⁶は 733 億ドルであり、この構成は、長期債が 86.6%と大きなウェイトを占めている（図表 23 参照）。次いで、株式・不動産等が 7.4%を占め、この中には、株式、不動産のほか、リミテッド・パートナーシップ形態でのプライベート・エクイティやヘッジファンド等が含まれている。

長期債の構成では、地方債等 52.9%、社債 36.7%のウェイトが大きい（図表 24 参照）。前年に比べ、地方債等のウェイトが縮小し、社債のウェイトが拡大している。また、金利上昇リスクに備えるため、短期投資のウェイト引き上げに加え、長期債の平均残存期間を 2013 年末の 3.9 年から 2014 年末は 3.7 年に短期化した。

⁴⁶ トラベラーズの 2014 年アニュアルレポートによる連結ベース。

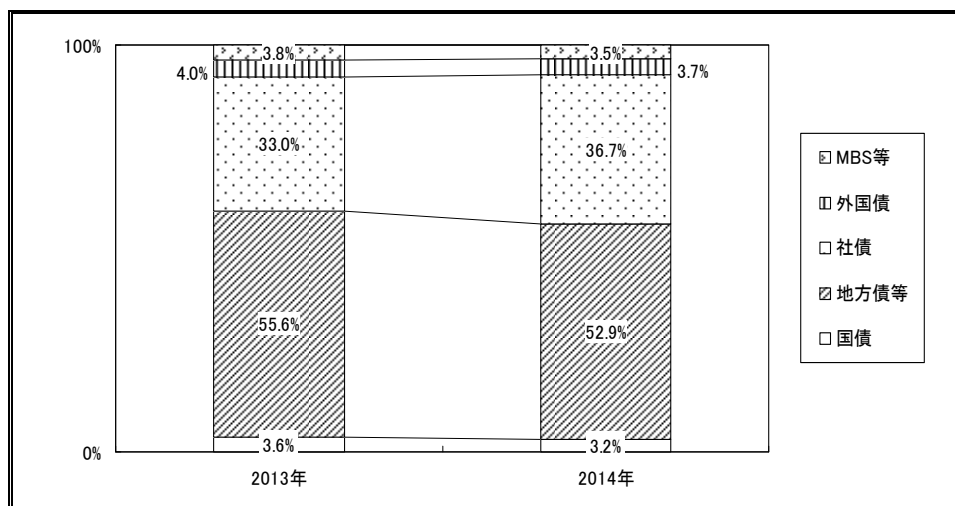
2013 年の正味投資収益は、再投資の利回りが低下したことを主因として前年比 6.0%減少したものの、2014 年は前年比 2.6%増加し 28 億ドルとなった。この増加の背景としては、長期債による正味投資収益はマイナスであったものの、プライベート・エクイティや不動産ファンドへの投資が高い利回りをもたらしたことなどが挙げられている。トラベラーズの運用資産の利回り（税引後）は、2012 年 3.3%、2013 年 3.1%、2014 年 3.1%の推移となっている。

図表 23 トラベラーズの運用資産の構成（2013 年～2014 年）



（出典：Travelers, “2014 Annual Report” をもとに作成）

図表 24 トラベラーズの長期債の内訳（2013 年～2014 年）



（出典：図表 23 と同様）

c. AIG

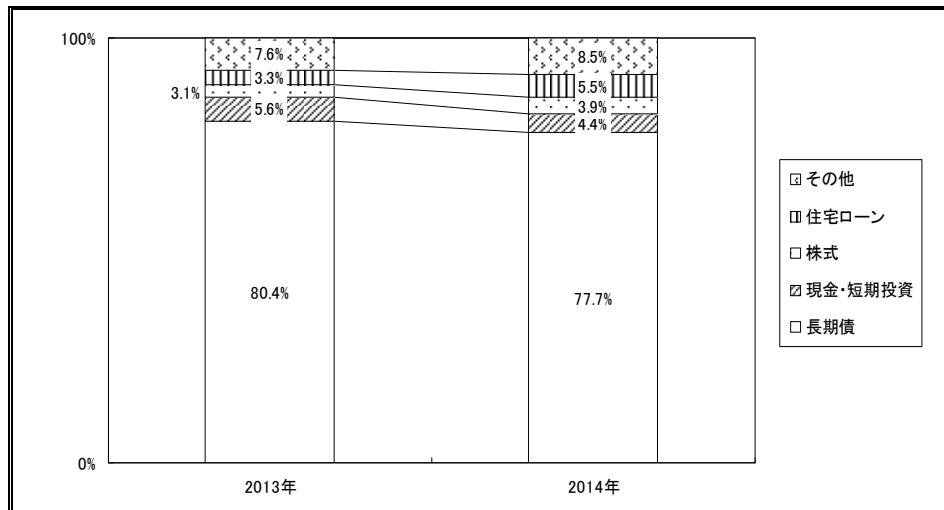
AIG の運用資産（2014 年末）⁴⁷は 1,218 億ドルであり、収入保険料でほぼ同規模のプログレッシブの約 6 倍となっている。この構成は、長期債が 77.7%で最大のウェイトを占めており、株式のウェイトは 3.9%と低い（図表 25 参照）。

2014 年は前年に比べ、長期債と現金・短期投資のウェイトが縮小し、比較的风险が高い株式、住宅ローン、その他のウェイトが拡大している。プライベート・エクイティやヘッジファンド等も増加している。この要因として、これらへの投資は、債券に比べ収益の変動は大きい、債券よりも高い利回りが期待でき、また、幅広い資産への分散効果も得られることなどが説明されている。

長期債の構成は、社債 37.7%、ABS・MBS 23.4%、地方債等 23.4%などとなっている（図表 26 参照）。2014 年は、国債のウェイトを縮小し、社債や ABS・MBS のウェイトを拡大させており、より高い利回りの投資対象に資金を一部シフトさせていることがうかがえる。

2014 年の正味投資収益は、低金利環境下でポートフォリオの平均利回りよりも、新規購入資産の利回りが低かったことを主因として前年比 3%減の 43 億ドルとなっている。

図表 25 AIG の運用資産の構成（2013 年～2014 年）

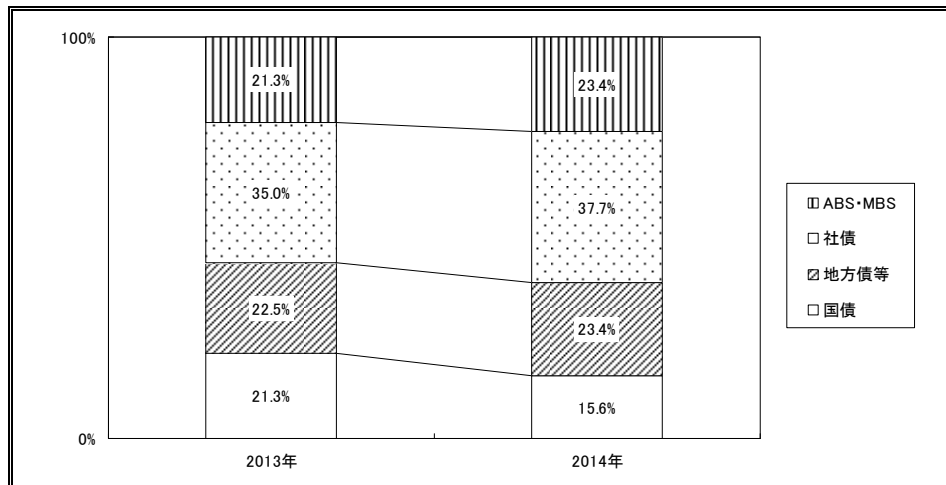


（出典：AIG Annual Report 2014、AIG, “Investor Presentation Fourth Quarter 2014”

（2015.3.10）および AIG, “Fourth Quarter 2013 Results Conference Call Presentation”（2014.2.14）をもとに作成）

⁴⁷ AIG の連結ベースの損害保険部門のデータによる。

図表 26 AIG の長期債の内訳 (2013 年～2014 年)



(出典：図表 25 と同様)

d. プログレッシブ

(a) 運用資産の構成

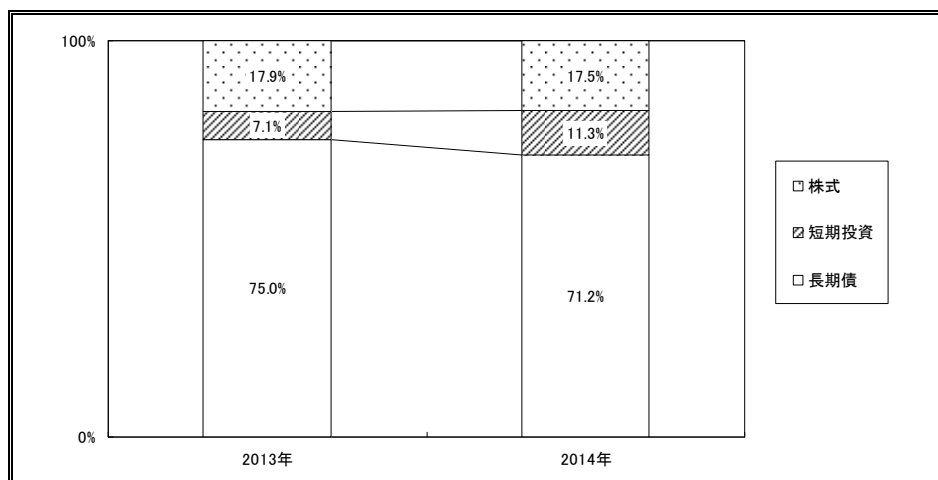
2014 年末の運用資産は 190 億ドルであり、この構成は、長期債が 71.2%を占めており、次いで株式が 17.5%となっている (図表 27 参照)。長期債のウェイトは 2013 年の 75.0%から低下しており、代わりに短期投資のウェイトが拡大している。これは低金利環境が続く中で、金利上昇リスクに備え、長期債から短期投資へ資金を一部シフトさせたためである。2014 年は、債券の平均残存期間が 2013 年の 2.0 年から 1.6 年に短期化した。これも、金利上昇リスクに備える狙いである。

長期債の構成 (2014 年末) では、ABS・MBS⁴⁸のウェイトが 41.4%と最大であり、これが同社の特徴の 1 つとなっている (図表 28 参照)。次いで社債 20.9%、米国債 19.7%などとなっている。2013 年から 2014 年にかけては、米国債のウェイトが 27.0%から 19.7%に縮小し、ABS・MBS のウェイトが 32.2%から 41.4%まで大幅に拡大している。

2014 年の正味投資収益は、短期投資の増加やその年に購入した債券の利回りが、前年までよりも低かったことなどから前年比 3.4%減少し 4 億ドルとなっている。正味投資収益の利回り (税引前) は、2012 年の 2.9%から、2013 年 2.6%、2014 年 2.4%と低下してきている。

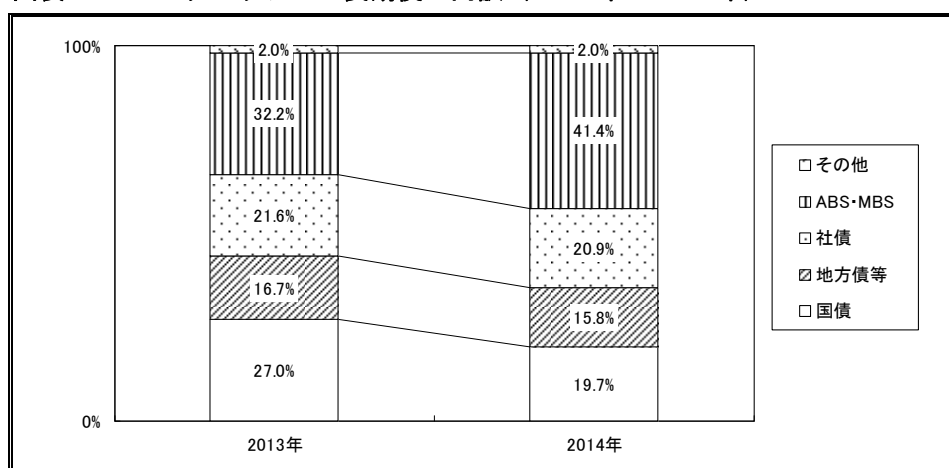
⁴⁸ ABS と MBS については前掲脚注 34、35 参照。

図表 27 プログレッシブの運用資産の構成（2013 年～2014 年）



（出典：Progressive, “2014 Annual Report” をもとに作成）

図表 28 プログレッシブの長期債の内訳（2013 年～2014 年）



（出典：図表 27 と同様）

(b) ABS・MBS のウェイト拡大

債券の 41.4% を占める ABS・MBS の内訳は、住宅ローン担保証券（Residential Mortgage-Backed Securities：RMBS）25.8%、商業用不動産担保証券（Commercial Mortgage-Backed Securities：CMBS）49.5%、ABS（MBS を含まない）24.7% となっている（図表 29 参照）。

これら資産の平均格付や平均残存期間はかなり異なっている。2014 年は特に住宅ローン担保証券（RMBS）および ABS⁴⁹ のウェイトを拡大させた。プログレッシブでは、これらは平均残存期間が 1 年以内と短く、比較的安全性が高い資産と考えており、短期投資に比べて、信用リスクや金利リスクを大きく増加させることなく、

⁴⁹ この ABS の担保資産は、主に自動車ローンやクレジットカードローン等の貸付債権である。

ポートフォリオの利回りを高めることに貢献したとされている。

図表 29 プログレッシブの ABS・MBS の構成割合等（2014 年末）

	残高 (百万ドル)	構成 割合 (%)	前年比 伸び率 (%)	平均残 存期間 (年)	平均格付
住宅ローン担保証券 (RMBS)	1,659	25.8	47.0	0.3	BBB
商業用不動産担保証券 (CMBS)	2,315	49.5	7.2	3.2	AA-
ABS (MBS を除く)	1,639	24.7	52.1	0.9	AAA-
ABS・MBS 合計	5,613	100.0	28.6	1.7	AA-

(出典：図表 27 と同様)

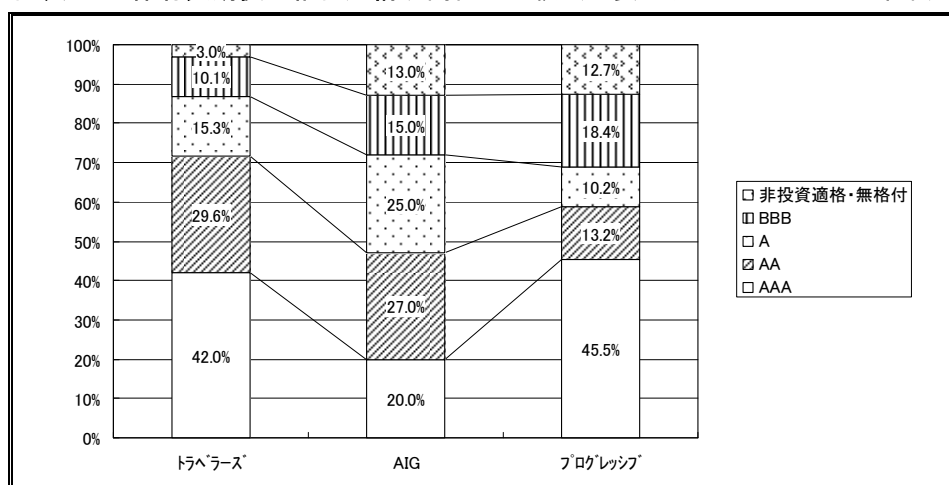
e. 各保険会社の長期債保有における格付の構成

主要大手損害保険会社における運用資産に占める長期債のウェイト（2014 年）は、オールステート 78.9%、プログレッシブ 71.2%、AIG 77.7%、トラベラーズ 86.6%といずれも非常に高く、保守的な運用姿勢がうかがえる。

さらに、トラベラーズでは、保有する長期債の 97%が、投資適格以上（BBB 格以上）の債券となっている（図表 30 参照）。トラベラーズほどではないものの、AIG およびプログレッシブも投資適格以上の債券が 87%と高いウェイトを占めており、いずれの保険会社もかなり保守的な運用をしていると考えられる。ただし、トラベラーズとプログレッシブが、AAA 中心の運用なのに対し、AIG は AA および A 中心の運用となっている。

なお、わが国の損害保険業界が保有する債券の 68.6%は国債であり、日本国債の格付けは S&P：AA-、ムーディーズ：A1、フィッチ：A となっていることから、概ね AA および A 中心の運用になっていると考えることができる。

図表 30 保有長期債の格付別構成割合の比較（主要 3 グループの 2014 年末）



(出典：各保険会社の 2014 年アニュアルレポートをもとに作成)

6. おわりに

本稿では米国損害保険業界の資産運用に焦点をあてる一方、保険引受損益の改善策や株主への利益還元策などは取り上げなかった。低金利環境が続く中で、米国の損害保険会社は、利回りの低下を抑えるため、徐々に、リスクの高い資産を増やしたり、とるリスクの多様化を進めたりしている。しかし、ハイリスク・ハイリターンの投資を一気に拡大するような動きはなく、総じて保守的な運用を続けているといえる。むしろ、ここ数年、保険料収入が順調に拡大してきた⁵⁰背景には、資産運用収益の拡大が期待できない中で、保険引受の収益性の改善に、より力を注いできた保険会社の取組みがあったとの見方ができる。

一般的に、高水準の ROE を実現し利益の多くを内部留保した場合、資本が増加するため、その後も高水準の ROE を維持するためにはさらに多くの利益をあげなければならなくなる。このため、利益を株主への配当や、自己株式の購入・償却等を通じて株主に還元することも重要であり、米国の損害保険会社もこのような取組みを積極的に行っている。

2014 年度のわが国損害保険業界の業績は非常に好調であり、史上最高益を記録した。保険引受の収益性が大きく改善し、株式市場の大幅な上昇も収益向上に大きく貢献した。しかし、ROE の水準にはまだ改善の余地があり、今後も企業価値を継続的に拡大するための取組みが求められている。

2015 年 6 月末現在、米国の 10 年国債の利回りが約 2.4%なのに対し、日本の 10 年国債の利回りは約 0.5%である。米国の損害保険会社は、米国債よりも利回りが高い社債や MBS などに投資することで、ある程度の利回りを確保できる。一方、わが国の損害保険会社は日本の国債に投資しては 0.5%の利回りしか確保できず、米国の損害保険会社との差は縮まらない。保有株式の値上がりは重要な収益源の 1 つとなるものの、そのリスクも考慮すれば、株式のウェイトを拡大させることは現実的な戦略とはいえないだろう。

米国との比較結果は、わが国損害保険業界にとって、政策株式の削減を進めるほか、信用リスクや流動性リスク等を含む多様なリスクをとり、これらを適切にコントロールすることを通じて資産運用の収益性を高める取組みが必要であることを示唆している。一方、米国とわが国とでは社債、MBS 市場の発達度合いの違いや金利差の存在など運用環境が異なり、資産運用でリスクをとって高収益を生み出すことにも限界があるため、保険引受の収益性改善を進める取組みも欠かせない。

ROE の水準をさらに引き上げようとする場合、保険引受と資産運用のそれぞれの分野でどの程度のリスクをとり、どの程度の収益確保を目指していくのか。また、国内の

⁵⁰ 本文では取り上げなかったが、米国損害保険業界の保険料収入は、2007 年以降減少傾向が続いていたが、2010 年に増加に転じ、2014 年まで 5 年連続での増加となっている。近年の自然災害による保険金支払の増加や、低金利の進行を反映して保険料率の引き上げを積極的に進めてきたことがこの増収につながっている。

損害保険事業だけで難しい場合、海外の保険会社の買収や、損害保険以外の事業の展開をどのように進めていくのかなど様々な検討が必要になる。このような経営戦略に関わる選択を適切に行っていくためには、やはり資本、リスクおよび収益を全社的視点で捉えて適切にコントロールする ERM 経営の実践が重要な鍵を握っていると考えられる。

<参考資料>

- ・ERM 経営研究会「保険 ERM 経営の理論と実践」金融財政事情研究会（2015.1）
- ・牛窪賢一「金融危機が浮き彫りにした ART（代替的リスク移転）の課題」週刊金融財政事情 2009 年 5 月 4 日・11 日合併号（2009.5）
- ・牛窪賢一「グローバル金融危機後の米国損害保険業界—金融規制改革法、ソルベンシー規制を含む概観—」損保総研レポート第 93 号（損害保険事業総合研究所、2010.10）
- ・牛窪賢一「国際会計基準（IFRS）における保険負債の測定—ソルベンシー II との比較を含む解説—」損保総研レポート第 97 号（損害保険事業総合研究所、2011.10）
- ・牛窪賢一「米国投資銀行を中心とする金融ビジネスの変遷—401(k)プラン、投資信託、証券化を含む包括的整理—」損保ジャパン総研クォーターリーVol.28（1999.4）
- ・牛窪賢一「米国損害保険業界の株価に関する考察ノート」損保ジャパン総研クォーターリーVol.35（2001.1）
- ・牛窪賢一「米国損害保険業界の損益構造に関する考察ノート」損保ジャパン総研クォーターリーVol.39（2002.1）
- ・牛窪賢一「米国保険会社に対する格付け評価の方法」損保ジャパン総研クォーターリーVol.25（1998.7）
- ・金田幸二「ERM と保険規制の動向—金融・保険グループ規制と ERM の取組事例を中心に—」損保総研レポート第 103 号（2013.4）
- ・金融庁「金融モニタリングレポート」（2014.7）
- ・経済産業省「持続的成長への競争力とインセンティブ—企業と投資家の望ましい関係構築—」プロジェクト（伊藤レポート）最終報告書（2014.8）
- ・損害保険事業総合研究所「欧米主要国における ERM（統合リスク管理）およびソルベンシー規制の動向について」（2009.9）
- ・高守徹「米国損害保険市場の動向—2013 年の実績およびホームオーナーズ保険と異常災害—」損保ジャパン日本興亜総研レポート Vol.65（2014.9.30）
- ・長岡繁樹、牛窪賢一「米国損害保険市場の動向—1998 年の実績とトレンド—」損保ジャパン総研クォーターリーVol.30（1999.10）
- ・日本アクチュアリー会「国際アクチュアリー会 保険業界における資本とソルベンシーにかかわるエンタープライズリスクマネジメント（ERM）に関する報告書」会報別冊第 247 号（2010.7）
- ・稗苗優紀「米国損害保険市場の動向—2012 年の実績と消費者動向および保険会社各社の戦略—」損保ジャパン総研レポート Vol.63（2013.9.30）
- ・福留竜太郎「米国 NAIC のソルベンシー近代化構想の進展」損保総研レポート第 102 号（損害保険事業総合研究所、2013.1）
- ・法専充男、葛見雅之、牛窪賢一「バブル崩壊とアメリカ経済—90 年代日本との比較」財務省財務総合政策研究所『検証・アメリカ経済』日本評論社（2004.2）
- ・保険研究所「インシュアランス損害保険統計号」（平成 21 年版～平成 26 年版）
- ・細田道隆、牛窪賢一、竹原正篤「環境経営と企業価値」損保ジャパン総研クォーターリーVol.40（損保ジャパン総合研究所、2002.5）

- ・松岡順「損害保険会社社員のための ERM ―保険引受リスクの収益管理を中心に―」損保総研レポート 第 96 号（損害保険事業総合研究所、2011.7）
- ・望月晃、牛窪賢一「新たな損害保険会計制度の構築―今後の方向性と検討の視点―」損保ジャパン総研 クォーターリーVol.35（2001.1）
- ・米山高生、酒井重人「保険 ERM 戦略 リスク分散への挑戦」保険毎日新聞社（2015.5）
- ・AIG, “2014 Annual Report”
- ・AIG, “Investor Presentation Fourth Quarter 2014” (2015.3.10)
- ・AIG, “Fourth Quarter 2013 Results Conference Call Presentation” (2014.2.14)
- ・Allstate, “2014 Annual Report”
- ・Allstate, “2013 Annual Report”
- ・A.M.Best, “BEST’S AGGREGATES & AVERAGES Property/Casualty United States & Canada” (2008Edition～2014 Edition)
- ・A.M.Best, “Changes in Investment Climate Turn Focus to Underwriting” (2009.12)
- ・A.M.Best, “Best’s Journal” (2015.5.11)
- ・A.M.Best, “Best’s Journal” (2015.5.25)
- ・A.M.Best, “Best’s Journal” (2015.6.8)
- ・A.M.Best, “BEST WEEK” (2015.6.8)
- ・American Academy of Actuaries, “Insurance Enterprise Risk Management Practices” (2013.7)
- ・Deloitte, “2014 Property and Casualty Insurance Industry Outlook” (2014)
- ・Insurance Information Institute, “2014-Year End Results” (2015.5.26)
- ・Mark E. Ruquet, “Soft Market Could Last Another Year Or Two”, National Underwriter P&C (2010.10.6)
- ・Martin F. Grace, Robert W. Klein, “Understanding Property-Casualty Insurance Profits: The Importance of Financial Strength” (2008.10)
- ・NAIC, “NAIC Own Risk and Solvency Assessment (ORSA) Guidance Manual, March 2013”
- ・NAIC, “Report on Profitability by Line by State in 2013” (2014)
- ・Pricewaterhousecoopers, “PwC’s 2012 U.S. Insurance ERM & ORSA Readiness Survey, 2012”.
- ・Progressive, “2014 Annual Report”
- ・Travelers, “2014 Annual Report”
- ・Willis, “Guide to ERM: Writing an ORSA Report” (2015.1.2)

<参考ウェブサイト>

- ・あいおいニッセイ同和損保ウェブサイト <http://www.aioinissaydowa.co.jp/>
- ・金融庁ウェブサイト <http://www.fsa.go.jp/>
- ・財務省ウェブサイト <http://www.mof.go.jp/>
- ・損害保険事業総合研究所ウェブサイト <https://www.sonposoken.or.jp/>

- ・ 損保ジャパン日本興亜ウェブサイト <http://www.sjnk.co.jp/>
- ・ 損保ジャパン日本興亜総合研究所ウェブサイト <http://www.sj-ri.co.jp/>
- ・ 東京海上日動ウェブサイト <http://www.tokiomarine-nichido.co.jp/>
- ・ 日本証券業協会ウェブサイト <http://www.jsda.or.jp/>
- ・ 日本損害保険協会ウェブサイト <http://www.sonpo.or.jp/>
- ・ 米財務省ウェブサイト <http://www.ustreas.gov/>
- ・ 三井住友海上ウェブサイト <http://www.ms-ins.com/>
- ・ AIG ウェブサイト http://www.aig.com/home_3171_411330.html
- ・ Allstate ウェブサイト <https://www.allstate.com/>
- ・ A.M. Best ウェブサイト <http://www.ambest.com/>
- ・ Berkshire Hathaway ウェブサイト <http://www.berkshirehathaway.com/>
- ・ Farmers ウェブサイト <http://www.farmers.com/>
- ・ Financial Stability Board (FSB) ウェブサイト <http://www.financialstabilityboard.org/>
- ・ Fitch ウェブサイト <http://www.fitchratings.co.jp/>
- ・ FRB ウェブサイト <http://www.federalreserve.gov/>
- ・ IFRS Foundation ウェブサイト <http://www.ifrs.org/>
- ・ Insurance Information Institute ウェブサイト <http://www.iii.org/>
- ・ Insurance Services Office (ISO) ウェブサイト <http://www.iso.com/>
- ・ International Association of Insurance Supervisors (IAIS) ウェブサイト <http://www.iaisweb.org/>
- ・ Liberty Mutual ウェブサイト <https://www.libertymutual.com/>
- ・ Moody's ウェブサイト <http://www.moody's.co.jp/pages/HomePage.aspx>
- ・ National Association of Insurance Commissioners (NAIC) ウェブサイト <http://www.naic.org/>
- ・ Nationwide ウェブサイト <http://www.nationwide.com/>
- ・ Progressive ウェブサイト <https://www.progressive.com/>
- ・ Property Casualty Insurers Association of America (PCI) ウェブサイト
<http://www.pciaa.net/sitehome.nsf/main>
- ・ S&P ウェブサイト http://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/home
- ・ SIFMA ウェブサイト <http://www.sifma.org/>
- ・ State Farm ウェブサイト <https://www.statefarm.com/>
- ・ Travelers ウェブサイト <https://www.travelers.com/>
- ・ USAA ウェブサイト <https://www.usaa.com/>