

保険金融論研究序説 : 安定成長期以降の生命保険金融

小川, 浩昭

<https://doi.org/10.15017/4494378>

出版情報 : 経済学研究. 61 (5/6), pp.51-72, 1996-03-30. 九州大学経済学会
バージョン :
権利関係 :

保険金融論研究序説

——安定成長期以降の生命保険金融——

小 川 浩 昭

目 次

1. 方法論と時期区分
2. 安定成長期
3. バブル形成期
4. バブル崩壊期

1. 方法論と時期区分

本稿は、保険金融論における保険金融史に属する分野の考察であるが、考察の範囲を極めて限定している。まず、保険金融史ともなれば、当然のことながら、わが国のみならず主要国の保険金融の発展についても考察されなければならないが、本稿では、考察対象を日本の生命保険金融（生命保険会社の資金運用・調達）のみとし、しかも考察時期も戦後の安定成長期以降に絞った。いずれ、諸外国や戦前のわが国の保険金融史の考察も行いたい、まずは戦後の生命保険金融史について取り組むこととした。既に筆者は、高度成長期の生命保険金融史について考察を行っている¹⁾が、そこでの考察目的は、

金融史そのものの考察というよりも、生命保険業界人を中心に展開されていた通説的見解を「限界供給者説に補完された『貸手の選択』論」と捉え、この通説的見解を批判する見解を「限界供給者否定説」と捉えた上で、両者に対する批判を通じた保険金融論（保険会社の資金運用の歴史的考察）の方法論的検討にあった。そこで得られた方法論的結論としては、(1)保険は経済的保障機能と金融的機能を果たしている、保険会社の収益最大化の行動は両機能の統一として現れる (2)両機能は相互に予定し合って絡まっているものとして把握すべきであるが、この絡み合いの条件は固定的ではなく、社会・経済の変化、保険企業間・隣接他産業との競争を通じて変化するものである、ということである。この点を踏まえて、本稿では高度成長期の生命保険金融の考察を発展させる形で、安定成長期以降の生命保険金融について考察する。

考察に入る前に、戦後の時期区分について検討を加えておきたい。敗戦の1945年からドッジ・ラインの1949年までを「混乱期」とする。日本は1950年の朝鮮戦争により、戦後の復興のきっかけをつかむこととなり、1954年までを「復興期」とする。1956年度経済白書では、有名な「もはや戦後ではない」という言葉が登場する。1955年度は色々な面から見て、新しい時代が始まった年といえる。戦後長らく続いた政治的枠

1) 拙稿「高度成長期の生命保険金融」『保険研究』第44集（慶應義塾保険学会，1992年）207-232頁を参照されたい。また、損害保険金融に関しては、拙稿「戦後損保金融の一考察」『インシュアランス損保版』（新年特集号'87）（保険研究所，1987年）40-47頁を参照されたい。

組みとしての「55年体制」(1955年10月日本社会
 党結成, 11月自由民主党結成)が確立された。
 1954年11月には経済は不況を抜け出し, 1958年
 6月まで43か月におよぶ「神武景気」となった。
 その後「ナベ底不況」(1958年7月-59年6月)
 を経験するが, 再び高度成長を達成する。「岩戸
 景気」の到来である。そこで, 1955年という年
 が節目の年であること, また景気循環を重視し,
 1954年で復興期が終了し, 1955年から高度成長
 期に入ったと捉える。途中, 高度成長の矛盾が
 生じ, 1965年の証券恐慌として発生する。1962
 年度経済白書を契機に「転型期論争」²⁾が起
 こり, また, 岩戸景気が1961年12月に終了し, 1962
 年から景気が下降に転じたことから, 1955年か
 ら1961年までを「第一次高度成長期」, 1962年か
 ら1965年までを「転換期」とする。証券恐慌で
 高度成長は終焉せず, 1965年11月から戦後最長
 の57ヶ月にわたる「いざなぎ景気」となる。こ
 のいざなぎ景気にはほぼ相当する期間, すなわち,
 証券恐慌後からニクソン・ショック前までの
 1966年から1970年までを「第二次高度成長期」
 とする。そして, 1955年から1970年までを「高
 度成長期」とする。

1971年ニクソン・ショックでIMF国際通貨
 体制が崩壊し, 1973年には第一次オイルショッ
 クが発生し, 日本の成長率は大きく下方屈折し,
 高度成長から安定成長へと移行する。1960年代
 後半はGNP成長率が名目ベース, 実質ベース
 でいずれでも10%を超えたが, 1970年代前半に
 になると名目ベースでは10%を上回ったものの,
 実質ベースでは6.5%となった。高度成長期から
 安定成長期への移行期ともいえる1971-1974年
 は, 過剰流動性が発生し, 土地, 株式が大暴騰

2) 転型期論争については, 宮崎義一著『戦後日本の
 経済機構』(新評論, 1980年) 4-7頁参照。

するなど, バブルとってよい状況となったた
 め, この時期を「第一次バブル期」と位置付け
 る。この時期はまた, 第一次オイルショックの
 ためスタグフレーションの様相を呈したが, ド
 イツと共に, インフレ収束を優先した総需要管
 理政策が効を奏し, さらに1975年以降は国債の
 大量発行により積極的な財政政策が行われたこ
 とから, 減速経済への移行が比較的スムーズに
 行き, 安定成長にソフトランディングできた。
 また, 金融自由化が進められ, 高度成長型金融
 構造の崩壊が鮮明となる。1975年からの国債の
 大量発行をわが国金融自由化の起爆剤とできよ
 う³⁾が, 1984年の日米円ドル委員会に象徴的な
 ように, 外圧も加わり, 金融自由化が進展した
 時期でもあった。

一方, 1979年に第二次オイルショックが発生
 し, 日本は比較的うまくこれを乗り切るが, 既
 に国債大量発行による財政の赤字体質と硬直化
 が問題となっており, また, 経常収支の構造的
 黒字定着を背景として欧米との貿易摩擦が激化
 してくる。さらに, 1980年代は新自由主義の思
 想=福祉国家の否定が国家政策の基本とされる
 アメリカのレーガノミックス, イギリスのサチ
 ャーリズムなどの保守化回帰現象が生じるが,
 日本の財政再建路線, 鈴木・中曽根行財政改革
 路線もこれに含めることができるであろう。
 したがって, 福祉国家の否定という思想的な転

3) 館龍一郎著『金融再編成の視点』(東洋経済新報
 社, 1986年) 9頁において, 「アメリカにおける金融
 革新の原動力がインフレーションに伴う自由金利
 の高騰であり, これを利用した新しい自由金利商品
 の導入であったのに対して, 日本における革新の原
 動力は, 国債の大量発行とその消化の促進にあつた
 といってよいであろう。」

4) 平和経済計画会議・独占白書委員会編『国民の独
 占白書第15号——バブル経済と銀行・証券』(御茶の
 水書房, 1993年) 26頁参照。

表1 戦後日本経済の時期区分

時期区分	年	時期区分	主な出来事
混乱期	1945		敗戦
	1946		持ち株会社整理委員会法公布, 「傾斜生産方式」の採用
	1947		復興金融金庫開業, 過度経済力集中排除法公布
	1948		財閥同族支配排除法公布, ガット発足, 改正証券取引法公布, 経済安定9原則
	1949		ドッジ・ライン, 単一為替レート実施 (1ドル=360円), シャープ税制勧告
復興期	1950		朝鮮戦争
	1951		持株整理委員会廃止令公布 (財閥解体処置終了), 日米安保条約調印
	1952		メーデー事件, 破壊活動防止法成立, IMFへ加盟
	1953		スターリンソ連首相死去 (スターリン・ショック), 独占禁止法改正
	1954		造船疑獄事件
高度成長期	1955	第一次高度成長期	ガットへ加盟, 55年体制確立
	1956		「もはや戦後ではない」(1956年度経済白書), 国際連合に加盟
	1957		岸・アイゼンハワー共同声明
	1958		在日米軍引き上げ完了
	1959		耐久消費財ブーム, 三井三池大争議
	1960		日米安全保障条約強行採決, 全学連国会突入, 所得倍増計画
	1961	ベルリンの壁構築	
	1962	転換期	「日本経済は転換期にある」(1962年度経済白書), 新金融調節方式導入
	1963		ケネディ大統領ドル防衛策発表・同大統領暗殺 (ケネディ・ショック)
	1964		日本共同証券設立, IMF 8 条国へ移行, OECDに加盟, 東京オリンピック
	1965		証券恐慌, 日本証券保有組合設立, 戦後初の(赤字)国債発行
	1966	第二次高度成長期	第一次交通戦争
	1967		第一次資本自由化, 公害対策基本法公布
1968	金の二重価格制移行, 消費者保護基本法公布施行		
1969	第二次資本自由化		
1970	日銀BISに出資・加盟, 万国博覧会開催, 第三次資本自由化		
安定成長期	1971	移行期(バブル期)	ニクソン・ショック, スミソニアン体制発足 (1ドル=308円に切り上げ)
	1972		田中角栄「日本列島改造論」発表, ローマ・クラブ「成長の限界」発表
	1973		変動相場制へ移行 (スミソニアン体制崩壊), 第一次オイルショック
	1974		「狂乱物価」, 戦後初のマイナス成長
	1975	積極財政期	国債大量発行開始, 第一回先進国首脳会議
	1976		ロッキード事件
	1977		大幅円高進行 (年初290円台→年度末220円台)
	1978		カーター大統領緊急ドル防衛策
	1979		第二次オイルショック, 新経済社会7ヶ年計画, サッチャー政権誕生 (英)
	1980	財政再建期	新外国為替法施行 (原則自由化)
	1981		レーガン政権誕生 (米), 第二臨時行政調査会スタート, 自動車対米輸出自主規制
	1982		国鉄・電電・専売三公社の分割・民営化を答申 (臨調), 累積債務問題
	1983		アメリカ双子の赤字拡大
	1984		日米円ドル委員会, 実需原則・円転規制撤廃
1985	電電・専売公社民営化, プラザ合意, 大口定期預金金利自由化		
バブル形成期	1986	第二次バブル期	「前川レポート」, 投資顧問業法施行
	1987		ルーブル合意, NTT上場, タテホ・ショック, ブラック・マンデー
	1988		少額貯蓄非課税制度原則廃止, BIS自己資本比率規制導入
	1989		消費税実施, ベルリンの壁崩壊, 冷戦終結
	1990		
バブル崩壊期	1990		株価暴落, 土地関連融資等総量規制導入, 日米構造協議, 湾岸危機, ドイツ統一
	1991		地価税法案成立, 金融スキヤングル (損失補填, 架空預金等), ソ連邦削減
	1992		マーストリヒト条約調印
	1993		55年体制崩壊, 「平岩レポート」
	1994		預金金利完全自由化
	1995		金融不安激化, 新保険業法公布, 海外投融資促進策

換⁵⁾の中で、財政政策における政策転換に象徴的なように、1980年という年も一つの節目といえるので、1975-1979年を「積極財政期」、1980年から1984年までを「財政再建期」とする。なお、財政再建自体は1984年に終了するわけではなく、その後も続くが、1985年のプラザ合意を契機に日本の政策はアメリカにコミットする面が強くなり、政府公約の赤字国債からの脱却が達成されたのは当初目標の1984年ではなく1990年であったが、プラザ合意以降の財政政策には質的相違が出てきたと考える。したがって、財政政策の観点からも、1985年というのは一つの節目と捉えられよう⁶⁾。そこで、1971年から1984年を「安定成長期」とする。

1985年はプラザ合意の年で急激な円高が始まるが、1986年以降円高阻止のためのドル買い介入によって過剰流動性が発生し、バブルが形成されてくる。金融政策の質的側面を見ても、公定歩合2.5%が2年3ヶ月の長きにわたり維持され、ようやく1989年から金融引き締め基調となる。1990年には、金融引き締めの影響が出て、株価が暴落し、その後不動産価格も暴落、戦後長らく続いたインフレ基調の経済から資産デフレの経済となり、バブル崩壊にあえいでいるというのが日本経済の現状である。したがって、プラザ合意から株価が急落する前の1985-1989年を「バブル形成期」とし、1990年以降現在までを「バブル崩壊期」と時期区分したい。

以上から、筆者のわが国戦後の時期区分は、表1の通りである。この時期区分に基づき、本

稿では、安定成長期以降の生命保険金融について考察したい。

2. 安定成長期（1971-1984年）

1971年ニクソン・ショックが起これ、IMF国際通貨体制が崩壊する。同年12月のスミソニアン協定でなんとか固定相場制を維持するが、結局固定相場制を放棄せざるを得なくなり、1973年2月に変動相場制へ移行する。固定相場制から変動相場制への移行は、世界的な好況期を終焉させ、日本経済の高度成長の条件の一つであった国際通貨の安定が失われることとなった。また、この年第一次オイルショックが発生した。

ニクソン・ショック後のドル買い支えにより、マネー・サプライが急増したため過剰流動性が生じ、さらに列島改造ブームも加わり、株式、地価が暴騰した。また、1973年の第一次オイルショックにより、物価は「狂乱物価」といわれる程の上昇をみせた。不況とインフレの同時発生であるスタグフレーションに陥った。原油高によるコスト上昇は、高度成長を支えた装置産業を崩壊させ、高度成長の終焉が決定的となった⁷⁾。1972年に登場した田中角栄首相は、庶民的ということで人気を博したが、日本列島改造を旗印とした積極拡大政策は、オイルショック、インフレにより挫折し、1974年田中内閣は退陣に追い込まれる。また、この時期の株式、地価の暴騰はバブルといってよい様相を呈した。1980年代後半に生じたバブルに先行し、戦後初めてという意味で、この時期を「第一次バブル期」と呼んでも良いであろう。加えて、この時

5) 田端博邦稿「第一章 福祉国家論の現在」東京大学社会科学研究所編『転換期の福祉国家 [上]』(東京大学出版会、1993年) 8-9頁参照。

6) 財政の観点からの時期区分については、尾原榮夫編『図説日本の財政 平成6年版』(東洋経済新報社、1994年) 293-302頁、林建久著『福祉国家の財政学』(有斐閣、1992年) 159-163頁参照。

7) 高橋乗宣編著『経済白書で読む奇跡の50年』(日本実業出版社、1995年) 170頁参照。

期は高度成長に伴う矛盾が顕在化した時期でもある。物質的な豊かさの下で、公害問題などが生じていたが、これらの成長制約要因が明らかになるとともに、省資源、省エネルギー、公害防止の産業への構造転換が課題となり、それまでの成長一辺倒の政策から、安定成長へむけての模作が始まる。すなわち、第一次バブル期は、既に高度成長が終焉していたにもかかわらず、高度成長期の延長線上での政策がとられたことがバブルの契機となり、成長の限界が明らかになった時期でもあった。したがって、他面において「減速経済への移行期」という意味を有する。

民間部門に余剰資金が蓄積され、1970年代半ばになると積極的な財政政策がとられ、マネー・フローが劇的に変化した。民間の活動が不活発なのを補うために積極的な財政政策が展開され、そのための資金が大量の国債により調達されたからである。証券恐慌時（1965年）から戦後の国債発行が行われたが、国債の大量発行により、国債依存度はそれまでの10%台から、20%台へと急上昇する。その後国債依存度は更に高まり、1979年には40%近くに達する。前述した如く、同年第二次オイルショックが発生するが、第一次オイルショックの学習効果からインフレは抑え込まれた。しかし、国債依存度の高さが問題となり、財政再建が課題とされたため、景気拡大のために財政が出動できず、景気回復は遅れることとなった。1979年に「新経済社会7ヶ年計画」が策定され、政府は大型間接税による増税と歳出抑制で財政再建に対応しようとした。しかし、そのための一般消費税導入に対する国民の反応は厳しく、それが総選挙で自民党過半数割れという形で現れたため、以後歳出抑制中心の財政再建となっていく。国債依

存度は1979年をピークに低下して行くが、政府公約の「1984年度赤字国債脱却」は達成できなかった。国債依存度は1980年代を通じて趨勢的に低下傾向にあり、1990年度に赤字国債から脱却する。こうして、1970年代後半の「積極財政期」から1980年代前半の「財政再建期」へ移行する。

ところで、国債の大量発行こそは、わが国の金融自由化の原動力といえよう。資金不足の縮小、収益率の低下から、企業は金融収益を積極的に追求することとなり、財テク・ブームといわれる状況が生じた。また、徐々に金融自由化が進展する中、金融資産を蓄積した家計部門が金利選好意識を高めることにつながった。こうして、資金不足でいかに効率的に資金を配分するかという課題に応えた高度成長期の金融構造は、第一次バブル期という移行期を経て、資金余剰で金融収益がクローズ・アップされる安定成長期の金融構造へと移行した。しかし、安定成長期の金融構造とは高度成長期のような確固とした枠組みを有するものではなく、内外経済の一体化・金融自由化過程の過渡的なものと位置付けられよう。そして、金融自由化の下における金融経済の実物経済に対する肥大化傾向は、遂には第二次バブルへと向かっていくのである。したがって、安定成長期とは、歴史的に見て、バブルが発生した減速経済への「移行期」を始まりとして、「積極財政期」に高度成長経済が安定成長経済にソフト・ランディングした時期であり、さらに、金融自由化を背景として経済を徐々にカジノ化し、「財政再建期」に次なるバブルを準備した時期でもある。

以上の点を踏まえた上で、金融・資本市場に生じた変化を整理してみると、下記の通りである。

(1)投資機会が減少し、大企業中心に自己金融

が促進され、また資金調達方法も有価証券を中心に多様化、国際化した。

(2)増資形態において時価公募増資が主流となり、株式利回りは一段と低下し、また、株式所有構造の法人化現象が進展した。

(3)国債の大量発行により、金融の証券化（債券化）が進み⁸⁾、また、金融自由化が促進された。

(4)変動相場制移行および貿易・資本取引の増大、規制緩和により、金融が国際化した。

これらの変化が顕著に生じてくるのは、安定成長への移行が明確となってくる1970年代後半であるが、その前に移行期の生命保険金融をみてみよう。

わが国の生命保険契約で戦後主流を占めたのは、普通養老保険であったが、1960年代から定期つき養老保険が増大し、10倍（満期保険金に対する死亡保険金の倍率）、20倍、30倍型と保障を大型化させながら普及してきた。移行期はまさに保障を大型化させている時期で、1974年に30倍、40倍型保障が登場した。一方、戦後のインフレ基調の経済、そしてオイルショックによる狂乱物価から実質的な保障水準の目減りが問題となり、個人定期保険も普及する。いずれにしても、成長率の低下から生命保険の伸びも鈍化せざるを得なかったが、表2のとおり戦後一貫して経済成長を上回る順調な伸びを示し、また、金融機関内における資金量シェアも上昇した。したがって、量的には生命保険会社の金融・資本市場に対する影響は高まることとなったのである。

さて、生命保険金融の展開をみると、それまでの貸付重視の状況に変化はない。むしろ、高度成長期に比べやや貸付の比率を高め、戦後の貸付の動向において、この時期貸付の比率がピーク・アウトする（表3参照）。移行期の貸付の増加は、企業の資金需要が伸びたためであり、企業は借入れのかなりの部分を株式、土地の購入に当てたため、バブルが発生した。したがって、生命保険金融もバブルを後押しした側面がある。狂乱物価時の便乗値上げや売り惜しみなども加わり、企業批判が高まり、不動産に関する規制がとられるが、生命保険会社に対するものは、1975年に入ってから事務連絡「生命保険会社の適正化について」（1975年2月26日）であった。また、高度成長期の矛盾の高まりを背景として、コンシューマリズムが台頭してくるが、生命保険版コンシューマリズムとしては、前述の高インフレ基調の中実質的な保障金額の目減りが問題とされ、対応策として1971年度決算より、含み益を還元する特別配当が実施されることになり、株式を中心に売却益を確保することが課題となった。

ところで、企業批判の高まりは、独占禁止法の改正（1977年）に結び付いた。同法改正により、従来金融機関の株式保有は発行済株式総数の10%以内に制限されていたのが、5%以内に強化された。生命保険会社も対象とされたが、結果的に従来通り10%以内に据え置かれた。その際に、生命保険業界より次のような主張がなされた。すなわち、生命保険会社の株式所有は、企業支配ではなく、あくまで投資であり、「投資すれども経営せず」という、サイレント・パートナーとしての主張である⁹⁾。しかし、旧財閥系

8) 伊藤修著『日本型金融の歴史的構造』（東京大学出版会、1995年）137頁において、「経験的にみて、相対的に安全で均質かつロットの大きい公共債の一定ストックなしには、全体としての証券市場の発達は容易でない。」

9) 山中宏著『生命保険金融発展史〔増補版〕』（有斐閣、1986年）474-477頁参照。

表2 生命保険会社の業績推移 (単位:千件,百万円,%)

時期区分	年度	新 契 約		年度末現在契約		総資産	国民所得対 保険契約高	資金量 シェア
		件数	金 額	件 数	金 額			
	1945	1,352	11,497	29,757	72,517	12,172		
	1950	1,505	235,482	19,245	551,532	36,661	16.3	
	1955	3,269	764,949	21,243	2,242,969	192,928	30.7	
	1960	6,569	2,048,094	32,747	6,997,088	752,804	52.6	
	1965	9,058	7,345,618	49,246	24,417,283	2,243,109	92.6	
	1970	9,831	23,305,225	64,576	78,230,095	5,854,784	128.2	5.2
移行期	1971	10,139	27,331,251	66,478	98,503,070	6,941,690	149.5	4.9
	1972	10,709	31,025,468	71,153	122,283,207	8,181,181	156.9	4.6
	1973	10,743	37,246,948	70,945	154,074,569	9,553,144	160.8	4.6
	1974	10,935	54,075,624	72,836	205,095,719	11,110,605	182.4	4.7
移行期伸び率		2.58	26.25	3.14	27.75	16.98		
積極財政期	1975	21,634	65,490,411	162,788	265,417,752	12,896,046	214.1	5.2
	1976	20,656	71,162,321	174,768	334,392,561	14,894,553	238.2	4.7
	1977	20,197	68,947,111	184,942	400,600,690	17,045,959	257.3	4.6
	1978	19,437	75,568,383	192,876	463,558,116	19,631,782	269.9	4.7
	1979	19,170	76,868,098	203,271	521,398,578	22,744,261	286.2	4.9
積極財政期伸び率		-2.97	4.22	5.72	18.50	15.24		
財政再建期	1980	18,823	76,238,912	209,817	572,328,306	26,657,774	286.8	5.2
	1981	19,174	83,524,929	226,455	642,851,406	30,098,750	305.5	5.3
	1982	29,783	88,454,055	266,826	706,176,542	34,613,776	321.9	5.5
	1983	32,684	91,638,936	309,238	758,672,411	39,626,864	328.7	5.7
	1984	29,349	87,740,741	328,092	807,670,221	45,740,141	331.5	6.0
財政再建期伸び率		14.18	3.70	11.94	9.02	14.45		
安定成長期伸び率		5.61	3.96	8.83	13.76	14.85		
バブル形成期	1985	23,862	95,056,659	348,630	880,967,531	53,870,599	339.4	6.4
	1986	26,208	107,587,988	371,844	967,392,754	65,317,184	359.1	7.0
	1987	23,336	125,207,855	386,893	1,079,361,061	79,258,407	383.1	7.6
	1988	33,477	153,767,386	417,632	1,232,134,383	97,082,790	411.3	8.4
	1989	27,957	162,350,066	442,656	1,403,813,180	116,159,725	438.4	9.1
バブル形成期伸び率		6.46	14.49	6.16	12.37	21.18		
バブル崩壊期	1990	26,364	175,541,220	470,495	1,595,308,712	130,251,320	465.3	9.5
	1991	40,742	185,266,961	515,742	1,775,636,956	141,701,009	494.8	9.8
	1992	41,922	180,833,983	555,506	1,905,730,223	154,235,695	529.5	10.2
	1993	90,141	182,970,802	610,299	2,007,370,495	167,086,670	557.1	10.7
バブル崩壊期伸び率		57.48	1.44	9.06	7.99	8.66		

- (注) 1. 内国会社のみを対象とする。
 2. 伸び率は、各時期平均の伸び率である。
 3. 国民所得対保険契約高は、保険契約高÷国民所得の%表示である。
 4. 1993年度新契約件数90,141件は、消費者信用団体生命保険販売等に伴う技術的な要因が加わり急増している。

資料)『平成5年度保険年鑑』(大蔵省財務協会,1994年),『生命保険ファクトブック』(生命保険文化センター)各年版により作成。

生命保険会社に顕著な同系企業の株式所有や営業政策的株式投資を考えれば、このような主張は不適切ではないか。なぜならば、サイレント・パートナーと支配証券としての株式所有は、生命保険会社にとって矛盾しないからである。営

業政策的投資とは、株式所有を通じて企業の保険政策に影響を与えるといったものであるから、その場合の株式所有は支配証券としての所有といえる。ここで重要なことは、支配力が及ぶ範囲が企業の保険政策という極めて限定された範

表3 生命保険会社の資産推移 (単位: %)

時期区分	年度	現金預金	有価証券								貸付金	不動産	合計
			株式	国債	地方債	社債	公社債	外国有価	その他	計			
戦前	1935	11.47	22.07	7.73	3.27	23.03	34.02	0.00	0.88	56.97	24.94	5.26	100
	1940	5.10	29.23	17.37	1.59	18.51	37.46	0.00	4.07	70.75	19.44	3.48	100
混乱期	1945	8.78	16.49	31.47	0.25	7.76	39.48	0.00	0.75	56.72	9.57	1.32	100
復興期	1950	7.74	28.78	0.73	0.05	5.91	6.69	0.00	1.19	36.67	31.32	16.11	100
高度成長期	1955	3.72	29.58	0.10	0.06	2.98	3.14	0.00	0.57	33.28	50.63	9.82	100
	1960	1.32	22.69	0.04	0.04	1.00	1.08	0.00	0.83	24.61	62.83	8.17	100
	1965	1.13	20.34	0.17	0.29	0.81	1.27	0.00	2.43	24.03	63.07	9.44	100
	1970	1.01	19.56	0.57	0.17	1.46	2.20	0.00	0.01	21.77	67.71	7.92	100
移行期	1971	1.03	18.92	0.48	0.15	1.09	1.72	0.00	0.03	20.66	69.04	7.75	100
	1972	1.11	19.74	0.26	0.16	1.09	1.51	0.04	0.01	21.29	68.45	7.44	100
	1973	1.22	18.91	0.30	0.18	1.57	2.06	0.06	0.01	21.04	68.55	7.44	100
	1974	1.21	18.21	0.21	0.33	2.02	2.56	0.05	0.00	20.82	68.87	7.59	100
移行期平均		1.16	18.88	0.30	0.22	1.51	2.02	0.05	0.01	20.96	68.72	7.55	100
積極財政期	1975	1.26	18.06	1.64	0.30	1.57	3.50	0.10	0.00	21.67	68.40	7.91	100
	1976	1.35	18.23	1.91	0.45	2.05	4.41	0.18	0.00	22.82	67.61	7.40	100
	1977	1.36	18.51	2.38	0.94	3.59	6.91	0.46	0.00	25.88	64.83	7.08	100
	1978	1.57	18.61	3.22	1.41	4.87	9.50	1.53	0.00	29.64	61.07	6.70	100
	1979	1.52	17.83	2.59	2.63	5.65	10.87	2.30	0.00	31.00	60.01	6.49	100
積極財政期平均		1.43	18.24	2.43	1.31	3.85	7.59	1.08	0.00	26.92	63.73	7.02	100
財政再建期	1980	1.70	17.21	2.30	2.89	5.42	10.61	2.55	0.00	30.38	60.55	6.28	100
	1981	1.87	16.89	2.91	2.58	5.11	10.61	4.69	0.00	32.20	58.67	6.12	100
	1982	2.83	16.13	2.76	2.53	4.90	10.19	6.27	0.13	32.73	57.20	6.03	100
	1983	4.14	15.72	4.69	2.00	4.26	10.94	7.75	0.13	34.54	53.77	6.09	100
	1984	6.66	15.13	4.42	1.65	4.89	10.96	8.81	0.19	35.09	50.67	5.99	100
財政再建期平均		3.79	16.07	3.58	2.25	4.87	10.69	6.44	0.11	33.31	55.49	6.08	100
安定成長期平均		2.78	17.04	2.85	1.73	4.17	8.75	4.43	0.06	29.97	59.47	6.53	100
バブル形成期	1985	11.60	15.06	5.01	1.33	4.95	11.28	8.67	0.22	35.24	45.24	5.93	100
	1986	11.59	16.99	5.90	1.10	5.00	12.00	11.52	0.50	41.02	39.45	5.78	100
	1987	11.87	19.65	5.67	1.08	4.54	11.29	12.37	0.77	44.08	36.32	5.66	100
	1988	11.23	20.18	6.01	0.95	4.08	11.04	14.00	0.86	46.09	34.72	5.72	100
	1989	9.20	21.83	3.94	0.75	3.94	8.63	15.32	1.38	47.16	35.77	5.64	100
バブル形成期平均		10.89	19.37	5.21	0.99	4.39	10.59	12.97	0.85	43.78	37.45	5.72	100
バブル崩壊期	1990	9.15	22.09	3.68	0.51	3.65	7.85	13.04	1.35	44.33	39.02	5.51	100
	1991	8.11	21.66	4.05	0.42	4.15	8.62	12.28	0.87	43.43	41.02	5.47	100
	1992	8.02	20.32	6.99	0.57	4.29	11.84	10.79	0.77	43.73	39.60	5.43	100
	1993	11.52	19.69	7.06	1.11	4.44	12.61	8.21	0.84	41.36	38.33	5.37	100
バブル崩壊期平均		9.28	20.85	5.58	0.67	4.16	10.41	10.91	0.94	43.12	39.45	5.44	100

- (注) 1. 現金預金には、金銭信託を含む。
 2. 貸付金にはコール・ローン、買入金銭信託を含む。
 3. 1975年度以降の不動産には、建設仮勘定を含む。

資料) 『平成5年度保険年鑑』(大蔵省財務協会、1994年) により作成。

困に限られるということであり、これを企業側からみれば、保険さえやっていたら「物言わぬ安定株主」、つまりサイレント・パートナーということになろう。生命保険会社の株式投資を機関投資家としての純然たる投資として把握する論者は、株式の売買回転率の低さを利回り重視の長期投資という投資スタンスから説明する¹⁰⁾が、時価公募増資が定着しつつある中、急激な利回り低下局面では、このような説明はほとんど説得力がない。機関投資家としての株式投資が行われていたことを否定しないが、サイレント・パートナーであることと、支配証券としての株式所有が矛盾しないことを認識することが重要である。そして、このような保険営業と一体化した株式投資から、株式の売買回転率が低いと考えるべきであろう。

さて、その後徐々に上記4つの変化が生じてくる訳であるが、これらの変化が、生命保険金融にいかなる影響を与えたであろうか。

(1)から、増資が減少傾向になり、営業政策的

10) 山中宏稿「機関投資家論議と生保会社——証券取引審議会答申をめぐって」『生命保険経営』第44巻第1号(生命保険経営学会, 1976年)7頁参照。また、この点に関して最近ユニークな見解が発表されている。前掲伊藤修著『日本型金融の歴史的構造』135頁において、日本の金融は分業主義といわれてきたが、業務の分断は絶対的なものではなく、「範囲の経済」の実現は可能であったとされ、その一例として生命保険会社の株式所有について次のように指摘される。「日本の生命保険の株式回転率はきわめて低く、本来の機関投資家とは言いにくいとされるが、株式保有が長期固定的である重要な理由は、生保が株式保有以外に貸付や年金信託など広範な業務を行っており、それらにおいて低コストで顧客を確保することから得られる利益が大きい点に求められよう。」

しかし、生命保険会社の株式投資において重要な視点は、株式投資が保険営業や貸付先確保などとも結び付いたことである。少なくとも、業務間の関連を探る視点が不可欠であって、「範囲の経済」なる概念でもってそれらの業務の相互関連性を分断し、単に収益性の高低でもって並列的に把握してしまえば、生命保険会社の株式投資の本質は、決して解明できないであろう。

な株式投資の要請は減少した。金融の証券化に伴い、生命保険金融の中心であった貸付が後退することとなった。これらの変化は、営業政策的な投資が減少し、純投資として運用すべき資金が増加する下で、資金運用の中心であった貸付が伸び悩んでいるということであるから、生命保険会社が構造的な運用難に陥ったことを意味する。

(2)から、営業政策的な株式投資の運用収益を悪化させることとなり、特に相互会社形態が支配的で株式の相互保有ができず一方的所有になってしまう生命保険会社は、高株価経営のメリットを享受できず、時価公募増資定着のデメリットは非常に大きかった。

(3)から、国債を中心とした債券保有が多くなるが、これは運用難も背景としている。いわば消去法的に債券が選択されている側面があり、株式が高度成長期に貸付のバッファ的役割を果たしたのと同様な面がある。ただし、株式がバッファ的な面を持ったといっても、純粋な利潤証券としての投資ではなく、支配証券としての側面をも持ったのに対して、債券には支配証券としての側面は営業政策的な社債投資など極めて例外的な場合を除いてはなく、また、国債が債券投資の中心となった点に着目すれば、表4で有価証券の企業金融比率の低下から明らかのように、企業金融から公的金融への資金シフトともいえるべき変化も生じている。そしてこのことは、単に企業金融から公的金融への資金シフトを意味するに止まらず、営業政策的投資から純投資への資金シフトをも意味することに注意を要する。さらに、国債の大量発行を契機に金融自由化が進展してくるが、その中心に債券市場の整備があげられ、債券市場が一つの市場として育成されてきたことからすれば、機関

表4 企業金融の割合 (単位：%)

時期区分	年度	有価証券	貸付金	計
	1955	97.8	59.8	74.9
	1960	96.3	85.7	88.7
	1965	88.0	87.4	87.6
	1970	96.6	90.0	91.6
移行期	1971	96.8	90.7	92.1
	1972	97.8	91.4	92.9
	1973	97.4	91.6	92.9
	1974	97.1	91.7	93.0
移行期平均		97.1	91.1	92.5
積極財政期	1975	90.6	92.0	91.6
	1976	88.9	92.2	91.3
	1977	85.4	92.3	90.3
	1978	79.2	92.4	88.1
	1979	76.1	92.7	87.1
積極財政期平均		84.0	92.3	89.7
財政再建期	1980	74.5	92.8	86.7
	1981	68.3	92.6	84.0
	1982	64.3	92.6	82.3
	1983	57.8	92.3	78.8
	1984	57.1	92.1	77.8
財政再建期平均		64.4	92.5	81.9
安定成長期平均		81.9	92.0	88.0
バブル形成期	1985	56.8	91.8	76.5
	1986	53.6	91.4	72.2
	1987	54.9	91.8	71.6
	1988	52.6	92.6	69.8
	1989	54.6	93.5	71.4
バブル形成期平均		54.5	92.2	72.3
バブル崩壊期	1990	58.1	93.7	74.7
	1991	59.4	93.9	76.2
	1992	56.3	93.8	74.5
	1993	58.4	91.1	74.6
バブル崩壊期平均		58.1	93.1	75.0

(注) 1. 有価証券は、有価証券中社債+株式の割合。
 2. 貸付金は、貸付金から保険約款貸付+公共団体貸付を引いたものの貸付金全体(貸付金+コール・ローン)に対する割合。
 3. 計は、{(社債+株式)+(貸付金+コール・ローン)-(保険約款貸付+公共団体貸付)}÷{有価証券+(貸付金+コール・ローン)}
 資料)『平成5年度保険年鑑』(大蔵省財務協会、1994年)により作成。

投資家にとって債券を重要な運用対象の一つと考えなければならなくなってきたといえる。したがって、生命保険会社にとっても、純投資としての債券投資が重要となったという点でも、

安定成長期の債券投資と高度成長期の株式投資とは異なる。

ここで、債券投資に関する一つの見解について、検討を加えたい。それは、国債大量発行がなされるまで債券市場が整備されず、流動性もなかったため、生命保険会社は債券投資を活発化することはなかった、との見解¹¹⁾である。生命保険資金の性格として、一般的に指摘されるのは、長期性であり、そのため流動性を軽視できるとされる。そうであるならば、生命保険会社にとって、債券の流動性はあまり重要ではないであろう。流動性がないから投資しなかったのではなく、利回りが悪かったからであろう。この点については、流動性はないが利回りが高い貸付金が運用の中心であったことを考えれば、一目瞭然であろう。要するに、このような見解が呈示されるのは、生命保険金融は社会経済的に規定されるということが忘却ないしは軽視されているからであろう。

(4)から、内外金利の格差、リスクの国際的分散に注目することとなり、外国有価証券投資がクローズ・アップされてきた。

このような状況変化は、突き詰めてみれば、安定的な利鞘が確保されていた高度成長期の生命保険金融の運用環境が崩壊し、自由裁量的に運用を行う余地が拡大するとともに、それだけ、生命保険会社が厳しい運用環境に直面することを意味した。また、規制緩和がこの傾向を助長した。

貸付の減少を相殺すべく有価証券が増加するのであるが、当初は有価証券の中でも国債、社債が中心であったが、1970年代後半より外国有価証券が増加してくる(表3参照)。特に、レー

11) 前掲山中宏著『生命保険金融発展史(増補版)』479頁参照。

ガン政権が誕生し、強いアメリカを目指したレーガノミックスは高金利政策をとったため、日米金利差が拡大した1980年代に入って、ドル債投資を中心に顕著な増加を見せてくる。外国債券投資に対して貸付の代替に止まらない積極的な位置付けがなされたといえ、強いアメリカ政策は強いドルの政策でもあったため、高収益を得られた。もちろん、このような動きの背景には、規則緩和がある。

保険事業における規制緩和は、資産運用面では財産利用方法書が規制緩和の方向で何度か改正された。特に1984年の財産利用方法書全面改正は特筆される。主な改正点は、①特定金銭信託の運用対象の拡大②一般貸付基準に準ずる貸付枠の新設③消費者ローンに関する規定の新設、である¹²⁾。

①によって、含み益の吐き出しを回避しながら、キャピタル・ゲインのインカム・ゲイン化が可能となり、特にインカム・ゲイン利回りでは買えない水準となっていた株式投資に途を開いたことになる。総資産の3%という厳格な量的制限が設けられたものの、いわば純投資の観点から、総合利回りベースで本格的な株式投資が行われる環境が整備されたのであった。生命保険会社は機関投資家にあらずとの批判がなされたが、ようやく機関投資家としての株式投資が実施されることになったのである。この点、生命保険金融史上画期的な措置であるといえる。ただし、既に高株価経営の下で諸外国と比較してもかなり割高な水準にある日本の株式は、総合利回りベースの投資といっても結局はキャピタル・ゲインの追求となるであろうから、保険会社に対するこの規制緩和は、株式市場をより

一層投機的にしてしまう危険性を有した。そして、それは特に営業政策的投資が一方的所有とならざるを得ない生命保険相互会社にとっては、ますます営業政策的投資がコストのかかるものとなることを意味する点において、自己矛盾を意味する。しかし、悪いことばかりではない。株価が上昇し、株式配当利回りが低下するというデメリットの裏側で、含み益が形成されているからである。当然生命保険会社はデメリットの相殺を考えるであろうが、それは、含み益の利用ということになる。つまり、さらなるキャピタル・ゲインのインカム・ゲイン化である。

②によって、貸付基準の制限に該当しないようなベンチャー・ビジネスなどへの貸付も、総資産の1%以内で自由に行えることになった。戦後長らく貸付中心の運用が行われてきたが、減少傾向にあるとはいえ安定成長期も貸付は重要な運用対象であった。従来は、銀行保証や担保貸付が多く、生命保険会社の審査能力の弱さが目立ったが、自らの審査で貸付を行うという、貸付に自立性が求められてきたことを意味しよう(表5参照)。

③によって、これまで消費者ローンについては住宅ローンの他は特定された形では認められていなかったのが、信用保証会社などの保証付といった条件は付くものの可能となった。貸付の対象が拡大したわけである。生命保険金融において住宅関連貸付は、古くから実施されている重要な分野であった¹³⁾。1955年より住宅公団への貸付が実施され、昭和40年代は住宅ローンの取り扱い、住宅金融専門会社への資金供給を通じて、生命保険会社の住宅金融に新たな展開が見られる。その後も住宅金融は積極的に実施

12) 同上457頁参照。

13) 住宅金融については、同上363-366、465-466頁参照。

表5 種類別貸付金の推移(単位:%)

時期区分	年度	保険約款貸付	有価証券担保貸付	不動産・船舶財団抵当貸付	保証貸付	信用貸付その他	貸付金計
高度成長期	1960	12.27	8.80	24.86	54.8		100
	1965	12.73	9.09	28.62	26.50	23.06	100
移行期	1970	10.02	8.52	27.99	21.74	31.72	100
	1971	9.28	8.20	28.82	21.35	32.35	100
	1972	8.54	9.17	31.21	20.50	30.58	100
	1973	8.33	9.17	30.43	22.07	30.01	100
	1974	8.19	8.47	30.24	22.87	30.22	100
移行期平均		8.73	8.73	29.92	21.81	30.81	100
積極財政期	1975	7.94	7.24	29.74	24.19	30.89	100
	1976	7.72	6.40	28.82	31.40	25.66	100
	1977	7.62	5.52	27.55	32.80	26.51	100
	1978	7.36	4.80	25.41	33.90	28.53	100
	1979	7.10	3.87	22.48	35.79	30.76	100
積極財政期平均		7.51	5.39	26.42	32.15	28.53	100
財政再建期	1980	7.12	3.42	21.28	35.47	32.70	100
	1981	7.31	3.10	20.93	32.92	35.74	100
	1982	7.32	2.64	20.23	31.46	38.35	100
	1983	7.63	2.39	19.92	30.25	39.82	100
	1984	7.81	2.21	19.54	29.42	41.02	100
財政再建期平均		7.47	2.69	20.30	31.62	37.92	100
安定成長期平均		7.68	4.46	23.67	30.25	33.94	100

資料)『生命保険ファクトブック』(生命保険文化センター)各年版により作成。

され、特に1971年の地銀生保住宅ローンの創立は注目される。現在、不良債権問題で住宅金融専門会社(住専)が問題となっているが、同社はそのうちの1社である。いずれにしても、②、③と相俟って、貸付が多様化した。さらに重要なことは、この時期貸付のみならず運用対象全般に多様化の傾向がうかがえるが、実はこの多様化の傾向こそが、生命保険会社が運用難に陥っていたことを表しているということである。

これらの改正は、当然のことながら規制緩和として行われているから、生命保険会社の運用において自己責任を促すものとなっている。貸付の代替的な位置付けを完全に払拭できないとしても、債券を有力な運用対象とせざるを得ず、市場の整備を背景としながら純投資として実施される債券投資のノウハウ取得はぜひとも必要

であり、また、特定金銭信託の認可により純投資としての株式投資が重要となった。貸付と有価証券との関係で言えば、戦前から有価証券は貸付のバッファー的な扱いを受けてきたが、金融の証券化からはやそのような受動的な位置付けのみでは許されなくなり、それぞれの運用ノウハウを十分つけなければならなくなった。また、外国有価証券投資の増加も考えると、まさに生命保険金融の証券化といえよう。文字通りの機関投資家として自立化することが、安定成長期の生命保険会社の課題となったのである。

そして、この課題に応えるべく、運用体制が生命保険会社各社で強化されたが、総資産トータルで管理するといった方向よりも、プラザ合意後の低金利局面でキャピタル・ゲイン志向を強め、恒常的なキャピタル・ゲインを前提とし

た運用、営業戦略が展開されることとなり、生命保険会社自身がバブル経済にどっぷり漬かることとなるのである。こうしたキャピタル・ゲイン志向をとれる制度的な改定がとられたのが安定成長期といえ、それは生命保険版バブルを準備したのである。

3. バブル形成期 (1985-1989年)

企業が本来の業務を遂行するに当たって、効率的な財務マネジメントがなされることが好ましいことはいうまでもない。しかし、本業をそっちのけにして、いわゆる「財テク」に血道をあげるとなれば、大きな問題である。バブルの最も大きな問題は、労働に対する尊厳を傷つけることである。いかなる仕組みの経済であっても、労働がなければ、生活は成り立たない。額に汗して働くことが馬鹿らしく、尊敬できなく思えるほど安易なマネー・ゲームがはびこれば、資源の有効配分どころか、経済社会はそれだけカジノ化し、破滅への道を歩むこととなろう。

しかし、金融自由化の進展は、規制金利の下では得られなかった高金利の自由金利商品を登場させるとともに、株式持ち合いにより高株価経営はエクイティ・ファイナンスの資金コストを著しく低め、「財テク」へのインセンティブを強めた。また、株式持ち合いによる安定株主工作があったからこそ、エクイティ・ファイナンスによる新株式急増が可能となった関係があることを忘れてはなるまい。企業のみならず、個人(=家計)も巻き込み、1980年代後半にバブルが発生した。そして、金融・資本市場で金融機関も、バブルを促進することとなった。

バブルの直接的な原因の一部は、1984年にみられる。すなわち、実需原則撤廃、円転規制撤

廃などの金融自由化措置である。これは、為替市場において投機を容認する措置といえよう。そして、1985年9月のプラザ合意(G5合意)がバブル形成に向けての節目であったと考える。1985年はまた、日本が世界最大の債権国になった年でもあり、金余りを象徴する年といえよう。ドル高是正で先進5ヶ国がニューヨークのプラザホテルで合意し、ドル売り協調介入が行われた。この介入は功を奏し、ドルは急落することとなる。日本では当初ドル安・円高を促進するため金融引き締め(澄田ショック)が行われたが、円高デフレと当局の想定した以上にドルが下落したことから、1986年になると、金融が緩和され、日銀は積極的にドル買い介入を行うこととなる。このドル買い介入が、ニクソン・ショック後の介入と同様過剰流動性を生み出し、低金利とともに、バブルを形成することとなった。すなわち、投機的取引を可能とする制度改革・自由化が先行し、投機を行う金を用意した金融政策・為替政策がこれに続き、バブルが発生したのである。

企業の動きをみても、エクイティ・ファイナンスは1986年より、転換社債、新株引受権付社債による調達が増加した。これは、1970年代後半より生じていた企業の銀行離れを進展させ、1987年にはCP市場が創設され、企業の銀行離れは一層進んだ。企業の資金調達の変化を大雑把に整理すれば、高度成長期(1955-1975年)は間接金融方式による借入金主体で外部資金調達が積極的に行われ、安定成長期(1976-1984年)は自己金融が進んだため外部資金調達が消極化するが、バブル形成期=第2次バブル期(1985-1989年)は有価証券中心に外部資金調達が再び積極化した、といえよう。こうして調達した巨額の資金で、企業は設備投資の他に特定金銭信

託やファンド・トラストなどで財テクを行った。投資の中心は株式であり、証券会社による営業特金や信託銀行のバック・ファイナンス付きファンド・トラストなど、1990年代に発覚する金融機関の不祥事の温床となった¹⁴⁾。

バブル形成の特徴の一つは、負債と資産が両建てで積み上がっていく点¹⁵⁾であり、資産インフレの下で、恒常的なキャピタル・ゲインを前提とした利回り保証的な金融機関の営業活動が展開されたことが、大きく影響している。しかし、こうしたバブルも一端は崩壊しかけた。それが1987年10月のブラック・マンデーである。1987年という年は、バブル形成期において節目の年といえる。

1987年2月にNTTが上場される。一般売り出し価格119万7千円に対して、上場初値は160万円であった。このNTT上場は、これまで株式市場と疎遠であった、あるいは株式市場から一度は脱落した個人層をも巻き込んだ証券ブームを生じさせた。株式所有構造で法人化現象の問題が指摘されて久しく、個人が株式市場で増加することは、資本空洞化、一般株主の支配権の問題¹⁶⁾からしても悪いことではない。問題は、個人の資産形成の場として、株式市場が健全であったか否かである。ただ個人株主層を増加させれば良いわけではない。そもそも、なぜ法人化現象が進展したのかが問われなければならない

い。

株式持ち合いが維持される下で、時価公募増資が定着し、高株価経営が行われることとなった。これは、株式が完全に利潤証券としての意味を失い、投機証券、支配証券での投資対象でしかなくなり、一部の投機的個人投資家層を除き、もはや株式は個人の健全な資産形成の場ではなくなったことを意味する。このような株式市場の条件が、個人を株式市場から弾き出し、法人化を進めたのである。したがって、個人を株式市場に回帰させ、さらにより広く投資を募るならば、まずこうした諸条件が改められ、個人の資産形成の場として適切な市場に変えていくことが前提である。しかし、NTTの上場は個人株主層の育成というよりも、善良な市民までもバブルに巻き込んだ実に罪深い出来事との評価を下すべきであろう。シーマ現象などといわれ、安易なマネー・ゲームで高級車の売れ行きが上がったが、その分労働の尊厳を傷つけること甚だしかった。しかも、ブラック・マンデー直後のNTT株第2次放出においては、明らかに株価買い支え的な動きがあったと思われ、人々にバブルを正当化させ、崩壊しかけたバブルをその後より一層激しく生じさせる一因となった。

1987年はまた、わが国債券市場の歴史からすれば、債券バブルの年といえよう。債券市場にバブルがあったことを指摘する論者はほとんどいないが、筆者はこの点を重視するものである¹⁷⁾。2月に公定歩合が史上最低の2.5%に引き

14) 一連の金融スキャンダルについては、前掲平和経済計画会議・独占白書委員会編『国民の独占白書第15号——バブル経済と銀行・証券』3-19頁、銀行問題研究会著『金融投機の経済学』（新日本出版社、1993年）65-78頁、工藤晃著『資本主義はどう変わるか』（新日本出版社、1993年、第4刷）169-176頁参照。

15) 前掲銀行問題研究会著『金融投機の経済学』19-23頁参照。

16) 鈴木芳徳著『証券経済論』（税務経理協会、1979年）194-195頁参照。

17) 一般的にバブルといった場合、株式、土地を指し、債券についてほとんど考慮されることがないが、後藤猛稿「昭和60年以降の債券市場構造」『証券研究』第111巻（日本証券経済研究所、1995年）59-84頁では、債券に対して「バブル」という言葉が使用されており、筆者と同様な認識であると思われる。

下げられるが、5月には10年国債指標銘柄の89回値は2.55%まで低下し、公定歩合にニアミスする。債券市場が加熱しているとして、以前より問題意識を持っていた日銀が、債券の受渡制度を改正したことを契機に債券相場は暴落に転じ、9月には債券先物で失敗し、債務超過に陥ったタテホ化学工業のニュースから債券市場が急落するというタテホ・ショックが生じた¹⁸⁾。債券先物市場（10年物国債先物）は、戦後わが国初の先物市場として、1985年10月に創設されたが、ヘッジや裁定取引に活用されるというよりも、投機的色彩が濃かった。これは偏に、市場参加者のレベルの低さを物語ろう。

1975年に始まる国債大量発行を背景として、徐々に債券市場が整備されてきたため、その時点では債券投資のノウ・ハウはあまり蓄積されていなかったのであろう。株式市場に対して債券市場はプロにより構成される市場で、そのため景気循環などに対して、債券市場の方が株式市場よりも数ヶ月早く予見して動く、などといわれることがある。確かに、ディーラー、機関投資家中心の、個人の参加がほとんど見られない市場ではあるが、債券市場の歴史も浅く、各金融機関に十分経験を有した債券運用担当者などいなかったのではないか。従来より、日本には本当の意味での機関投資家がいるのか、と指摘されてきたが、皮肉にもそうした見方の正し

さを正当化したのが、この債券バブルの形成、崩壊であろう。しかし、その後は、既に日本市場に参入していた外資系証券会社が裁定取引などで力をつけてきて高度な債券投資の手法などが広く行われるようになってきたこと、また、単なる短期の回転売買ではないポートフォリオ運用としての債券投資が行われるようになり、その後の債券市場の成熟につながった。

何百年という歴史で見て、バブルは繰り返し発生している。しかし、バブルの崩壊によるその都度の苦い経験は、市場成熟へ向けての影響も与えるであろう。債券バブルは、その後の債券市場の成熟化に好影響を与えたといえる。ディーリングと称して投機的な短期売買を繰り返すのではなく、裁定取引やヘッジ取引が増え、市場参加者のレベル・アップは顕著である。株式市場のバブル崩壊も、外人から万年クレイジーといわれてきた日本株式市場の成熟化へ向けて、なにがしかの好影響を与えたのかもしれない。しかし、債券と株式の決定的に違うところは、債券バブルは1987年の時点で弾けたこと、債券バブルはソフト・ランディングできたのに対して、株式バブルはブラック・マンデーで弾けかけたものの、これを持ち切り第2局面を迎え、よりバブルが拡大することとなった点である。しかも、これを支えたのがブラック・マンデーおよび日本アンカー論による金融緩和の継続であった。

ブラック・マンデーでパニックが懸念されたことから、各国は引き締め基調にあった金融政策を緩和方向に急展開させた。ブラック・マンデーの直前、日本は利上げ前夜という状態にあった¹⁹⁾。しかし、日本も緩和基調に方向転換し、

18) タテホ化学工業の問題は、わが国株式市場の水準の低さを露呈することにもなった。すなわち、同社が債券先物で失敗したとの内部情報を利用して、取引銀行の一つである阪神相互銀行が保有する同社株式のほとんどを売却した疑いもたれたが、当時の証券取引法ではインサイダー取引の規制に関する規定が曖昧で、立件できなかった。海外で大きな関心もたれ、「日本はインサイダー天国ではないか」と厳しく批判されたため、翌年（1988年）証券取引法が改正され、インサイダー取引規制が強化された。

19) 三橋規宏、内田茂男著『昭和経済史 下』（日本経済新聞社、1994年）190頁参照。

その後アメリカ、ドイツは再度引き締め基調に入ったにもかかわらず、日本については、世界最大の債権国ということから、金利政策においてアンカーの役割を果たすべきであるとの「日本アンカー論」から、1989年5月まで公定歩合2.5%が堅持されることとなった。

ブラック・マンデーに対して、債券相場は暴騰した。債券バブルの崩壊過程で暴落した値幅の約半分をブラック・マンデー後のたった1週間で戻すこととなり、あまりに急激な戻しに、債券先物の売建で大きな損失を出したところがあるのではないかと噂も流れ、買建で失敗したタテホ化学工業をもじって、「逆タテホ」なる言葉も登場した程である。こうした、暴落の半値戻しの相場が暴落後あまり間をおかずに生じたことは、機関投資家の痛んだ債券ポートフォリオの修復において大きな役割を果たし、その後の金融緩和基調と相俟って、債券バブルの崩壊をソフト・ランディングさせたのである。

一方、債券バブルをソフト・ランディングさせたこの金融緩和据え置きが、株式バブルの第2局面をもたらす条件となり、1988年初頭にとられた特定金銭信託、ファンド・トラストに対する決算弾力化措置を契機に、株価は回復に転じる²⁰⁾。こうして、ブラック・マンデーをも乗り切り、逆に株価の右型上がりに絶対の自信をつけることとなった。これが、世界的にバブルが生じた中で、特に日本のバブルが最も激しくなった要因である。

ところで、この時期金融・資本市場のデリバティブ化が進んだことも、投機手段を提供し、投機を煽った側面のあることは否定できないであろう。前述の10年物国債先物を皮切りに、1987

年6月株式先物取引「株先50」(大阪証券取引所)、1988年7月20年物国債先物(東京証券取引所)、9月東証株価指数(TOPIX)先物(東京証券取引所)、日経平均株価指数先物(大阪証券取引所)、そして1989年4月店頭取引で債券オプション取引が開始されたのを皮切りに、1989年9月株価指数オプション(日経平均対象、大阪証券取引所)、10月株価指数オプション(TOPIX対象、東京証券取引所)、株価指数「オプション25」(名古屋証券取引所)、1990年5月10年物国債先物オプション(東京証券取引所)取引がはじめられた。なお、債券店頭オプション取引開始に伴い、貸債券市場が1989年5月に開始された。また、1988年5月に金融先物取引法、改正証券取引法が成立している。そして、1989年6月東京金融先物取引所において日本円短期金利先物取引、米ドル短期金利先物取引、日本円・米ドル通貨先物取引が開始された。さらに、日経平均株価指数先物が1986年9月にSIMEX(シンガポール国際金融取引所)に上場されたのを皮切りに、海外市場に本邦金融、証券先物・先物オプションの上場が進み、1989年12月T-BOND(米国30年物財務省証券)先物が東京証券取引所に上場され、海外の先物もわが国に上場されるようになった。

この時期、生命保険会社の資金量は急増した(表2総資産の伸び率、資金量シェアを参照)。一時払い養老保険は爆発的な人気であり、企業年金分野でも積極的な営業活動が行われた結果である。そして、実質投資信託ともいえる変額保険が1986年10月より発売された。これまでも貯蓄動機に訴えての保険販売がみられたが、さらに進んで、他の金融機関に対抗する攻撃的な金融商品として位置付けられた。生命保険会社の金融的地位は、戦後の混乱期に資金量シェア

20) 宮崎義一著『複合不況』(中央公論社、1992年)149-152頁参照。

で1.8% (1949年) まで低下するが、その後順調に回復し、1984年には6.0%まで上昇した。ところが、1989年には9.1%まで急上昇した。35年かかって4.2%の上昇に対して、わずか5年で3.1%の上昇である。生命保険の加入動機は人様々といっても、それまでの常識からすれば、わざわざ生命保険会社の店頭にまで行って、自ら契約するというのは稀であったろう。ところが、驚いたことに、この一時払い養老保険については、わざわざ顧客が生命保険会社の店頭まで行って加入するほどの人気を博したといわれる。このような現象を考えれば、生命保険会社の資金量シェアの急上昇も理解できる。これは、保険業務と金融業務との関係において、金融業務のために保険業務で資金を調達しているが如き様相を呈し、保険業務が金融業務に従属する関係が発生したことを意味しよう。まさに、両業務の関係は金融業務が保険業務に従属した高度成長期²¹⁾と逆転し、金融業務が肥大化した。さらに、金融関連を中心とした業務の多角化が進展しだしたのもこの頃である。

また、生命保険会社の資金量急増の背景として、次の点も重要である。生命保険は、実勢金利と運用実績にタイム・ラグがあるため、単純化すると、低金利時有利、高金利時不利の関係にある。米国の金融革新の原動力は高金利に伴う新金融商品開発であるといわれるが、金融自由化が進展する際、高金利時であったために、米国では生命保険版ディスインターメディアーションが発生し、生命保険会社は苦境に立たされた。これに対して、わが国の金融革新の原動力は国債の大量発行といわれ、金融自由化は趨勢的に金利が低下する中で進展してきたため、

生命保険会社は有利な状況に置かれた²²⁾、ということである。

このように、生命保険会社にとって有利な状況の中、生命保険会社は金利低下傾向に逆らって予定利率を引き上げるといって、攻撃的な戦略をとった。それは、いわば恒常的なキャピタル・ゲインを前提とした運用、経営といえる。そして、規制緩和がキャピタル・ゲインの利用または追求の運用を可能とさせた。キャピタル・ゲイン利用・追求の運用とは、具体的には次の3つの運用形態をとった。

(1)外国有価証券のキャピタル・ロス (主として評価損) を株式のキャピタル・ゲイン (含み益吐き出しによる売却益) で相殺した。すなわち、保有株式のキャピタル・ゲイン (含み益) を利用して、外国有価証券の高インカム・ゲインを享受する投資といえ、株式のキャピタル・ゲインが外国有価証券のインカム・ゲインに転化されたといえよう。

(2)1984年に特定金銭信託の対象が拡大され、株式のキャピタル・ゲインをインカム・ゲイン (信託収益) とすることが可能となり、バブル形成期に株式特定金銭信託が積極的に設定され、総資産に対する保有率 (当初3%, 1988年1月5%, 1990年10月7%) も拡大された。特定金銭信託による、積極的なキャピタル・ゲイン追求の運用が生じた。

(3)変額保険のための特別勘定が登場し、その勘定では、キャピタル・ゲインも収益とされた。特別勘定での積極的なキャピタル・ゲインの追求が生じた。

安定成長期末期の規制緩和はバブルを準備し

21) 前掲拙稿「高度成長期の生命保険金融」225頁参照。

22) 今村金弥稿「経済・社会の変化と生命保険経営および資産運用」『生命保険経営』第63巻第4号 (生命保険経営学会、1995年) 143頁参照。

たという面があり、規制緩和はキャピタル・ゲインを利益とみなないという、これまでの保守的な保険行政の転換でもある。バブル形成期にも規制緩和は進展するが、安定成長期末期のキャピタル・ゲインの取り扱いに関する規制緩和、すなわち質的な規制緩和に対して、バブル形成期の規制緩和は量的な側面での規制緩和に加えて、この時期に立て続けに創設されたデリバティブ市場への参入の認可、資金調達に関するもの（新商品としての変額保険、新資金調達手段としての当座借越、インパクト・ローン）、業務の多角化に関するものを中心に進められた、といえよう。したがって、安定成長期末期の規制緩和でキャピタル・ゲインが利益として意味を持つようになり、バブル形成期の規制緩和でキャピタル・ゲインを追求できる資金（保険）・運用対象が増加したことになる。

もちろん、機関投資家にとってのデリバティブの存在意義は、単に投機的手段にあるのではなく、高度化・多様化している金融・資本市場で機動的にヘッジできる手段という点にある。機動的なヘッジを可能とするには、市場が十分機能しなければならず、そのためには市場に流動性が必要とされる。ヘッジャーのみの参加では一方通行の市場となってしまうため市場の流動性が確保できず、スペキュレーターやアビトラージャーの参加が必要となる。通常、デリバティブ市場の市場参加者は、ヘッジャー、スペキュレーター、アビトラージャーに分けられるが、日本全体にバブル気運が高まる中、デリバティブ市場は投機的な取引で溢れていたのではないか。だから、プロの市場とされる債券市場において、ヘッジやアビトラージはスペキュレーションの背後におしやられ、債券バブルが発生したと思われる。生命保険会社の運用も例外

ではなく、恒常的なキャピタル・ゲインを前提に、投機的なデリバティブ取引が中心となったと思われる。機関投資家としての自立化という生命保険会社の課題は、アウト・ライトなキャピタル・ゲインの追求という形で現れたのではないか。

また、この時期の運用の特徴として顕著なのは、前述した一般勘定における外国証券投資の急増である（表3参照）。1985年のプラザ合意により、米国の為替政策は180度転換する。急激なドル安・円高が進むことになり、巨額な為替差損を生命保険会社は被ることとなるが、外国債券投資の手は緩められず、巨額の損失を計上し続けることとなった。決算上は、外国債券投資による損失を株式の含み益を吐き出すことで相殺できたからである。これは、恒常的なキャピタル・ゲインを追求する投資の変形といえるであろう。すなわち、キャピタル・ゲインを利益と見ない従来の保険行政は大幅に修正されたものの、制度的にはインカム配当原則が続きキャピタル・ゲインを配当原資とできないため、右型上がりの株式相場＝恒常的なキャピタル・ゲインを前提とし、株式の含み益を外国債券の利息に転化するという、つまりは、キャピタル・ゲインのインカム・ゲイン化といえよう。この点では、特定金銭信託の意義と同じである。

問題は、アセット・アロケーションとして外国債券と株式などの資産が組み入れられたのではなく、右型上がりの株式相場を前提に、高い直接利回りを求めて外国債券投資が積極化されたに過ぎず、今日いわれる、いわゆるポートフォリオ運用といえるような実態ではなかったと思われることである。既に、日本にMPT（Modern Portfolio Theory, 現代ポートフォリオ理論）が紹介され、ALM（Asset Liability

Management, 資産負債の総合管理) などにも関心が高まりつつあったが、急激な株式上昇の前では、下手な理屈を唱えるより、強気で責めることこそが重要とされた。ガルブレイスは、巨額の金がかかっている以上それを動かす人の頭脳も偉大であるに相違ないと人々が信じ込んでしまうが、類まれな機敏さであると考えられていたものは、実は不幸にも資産を動かしてただけのことであると判明する²³⁾、と指摘しているが、生命保険会社も、MPT, ALMなどを生かしきれず、実は不幸にも資産を動かしてただけのことではなかったのか。

資産価値の増加は、金融経済の実物経済に対する矛盾を覆い隠し、さらにその矛盾を拡大させる。資産価値は、もちろん、上昇し続けはしない。むしろ、上昇が急激ならば、その反動の下落も激しくなり、矛盾が一気に顕在化することとなる。バブル期に急激に資金量シェアを拡大した生命保険会社の矛盾が、1990年代に一気に現れてくる。

4. バブル崩壊期 (1990年以降)

1989年5月、遂にそれまでの史上最低の公定歩合2.5%が3.25%に引き上げられた。この後も年内は株式市場の上昇は続くが、金融政策が完全な引き締め基調となり、日銀がバブル潰しに出た。1990年になると、金融引き締めの効果が出てきて、株価は日経平均株価指数で同年1月-4月の間に前年末38,915円から28,000円台まで約30%も低下した。しかし、この下げはほ

ん的一幕にすぎず、同年10月1日には瞬間ではあったが、20,000円割れとなったのである。こうして、バブルは崩壊し、株式、不動産価格は現在に至っても不安定な動きを示しており、金融機関の不良債権問題が発生している。不良債権問題を初めとする各種の問題の発生は、社会主義の崩壊という世界史的な出来事があり、ポスト冷戦構造への移行という大きな変革の中で生じている。わが国の政治においても55年体制の崩壊という変化が生じている。これらは日本のこれまでのシステムに改革を迫るもので、経済面では規制緩和がなされなければならないと、規制緩和の大合唱となっている。規制緩和、自助努力が強調される中、特に問題が顕在化してきたのは、金融引き締めから金融緩和に転じてもいっこうに資産価格が回復せず、このままでは、金融機関の連鎖的倒産といった信用不安も生じかねないことである。金融不安は、バブル破綻の象徴的な現象といえよう。

バブル経済の崩壊は、生命保険会社に2重の困難をもたらすこととなった。一つは、資産価格の下落に伴い資産の含み益が急減したことである。もう一つは、運用利回りが負債コストを下回り、逆鞘となったことである。金利低下に対して、戦後初の予定利率引き下げを実施した。長期契約の保険料を一定とするためには、予定利率は長期にわたって実勢金利よりも低くされることは、仕方がないことであろう。むしろ、利差益の還元をきちんと行って実質的な保険料を引き下げることがポイントとなろう。諸外国でも予定利率は、恒常的に利差益が生じるような低水準に置かれている。今回の金融緩和は、想像を絶する水準までの金利低下(公定歩合0.5%)であり、仮に予定利率を低目に設定したとしても、逆鞘となったであろう水準といえよう。

23) Galbraith, J. K., *A Short History of Financial Euphoria: Financial Genius is Before the Fall*, Whittle Direct Books, Tennessee, 1990, [鈴木哲太郎訳『バブルの物語——暴落の前に天才がいる』(ダイヤモンド社, 1991年) 36頁] 参照。

それほどの歴史的な低金利である。しかし、問題を歴史的な低金利のみに求めることはできない。なぜならば、予定利率に余裕を持たせて設定するのではなく、競争の道具としてバブル期に市場金利に逆行させて引き上げ、金集めに奔走したからである。このため生命保険会社は、他の金融機関に比べても厳しい状況にある。

バブル形成期に急激に拡大した生命保険契約は、むしろその反動が加わり、予定利率引き下げによる保険料引き上げの影響等から、伸び率が急低下し、総資産の伸び率はそれまでの2桁台から1桁台へと低下した。1995年に入ってから、1994年度決算で中堅生命保険会社で経常赤字に陥った会社が6社にものぼり、生命保険に対して「危機」という言葉が使われるまでになってしまった²⁴⁾。

さて、バブル経済崩壊後の生命保険金融の特徴は、価格変動リスク回避の運用といえよう。否、価格変動リスクがとれない運用というべきか。株式の含み益と為替差損を相殺してキャピタル・ゲインをインカム・ゲイン化するという構図が成り立たなくなり、為替差損を回避する姿勢が前面に出て、1989年をピークに外国証券の割合は減少に転じた。これは生命保険会社の主要な資産中リスクの高い資産を減少させていることを示している。恒常的キャピタル・ゲインを前提とした運用が否定されたことから、キャピタル・ゲインのインカム・ゲイン化ではなく、インカム・ゲインそのものを重視する運用が復活するが、最も適切な貸付が伸びず、債券を代替的に増加させている。しかし、債券も上場債券は評価損を計上しなければならない可能

性があるため、未曾有の低金利下にもかかわらず、一時期現金比率が非常に高くなっていった。

こうした状況で逆鞘という厳しい要因が加わり、なんらかのリスクをとって、運用利回りを上げなければならなくなりつつある。というのも、含み益が急減するものの、厳しい決算事情が例年続き、含み益を吐き出しながら決算をやりくりしてきたが、遂にそれも底をついてきたからである。そこで、現金比率を下げるためにクレジット・リスクをとって、貸付や債券を増加させる動きが生じた。そこでは、現金比率の低下に主眼が置かれているため、クレジット・リスクに見合わない低利回りでも貸付や債券投資が行われている可能性がある。これは、今後の新たな火種になる可能性がある。なぜならば、決算対策に追われるあまり、価格変動リスク＝評価損計上リスクとされ、ともかく評価損を計上しない資産を優先的に組み入れるスタンスとなっており、歪んだアセット・アロケーションとなっている危険性があるからである。いうまでもなく、低金利局面ではクレジット・リスクは軽視できる。しかし、金融緩和期に実施した投資のクレジット・リスクが金融引き締め期に発生するというのがパターンである。現金比率を引き下げるための生命保険会社の低金利攻勢＝貸付金利ダンピングは、異常に写る。

ところで、1995年度に入ってから、生命保険会社の株式売却の動きが目立ってきた。これは、80円台への急激な円高から、株価が急落し株式含み益がなくなり、株式の簿価と時価が等しくなってきたからであろう。もし、さらなる株式下落が生じれば、評価損を計上しなければならない。それは、株式が新たな不良資産に転化することを意味する。不良資産償却の原資であった株式が不良資産に転化するということは、

24) たとえば、内田通夫稿「生保は本当に危機か」『週刊東洋経済』5301号（臨時増刊生命保険特集95年版）（東洋経済新報社、1995年）6-9頁参照。

致命的である。つまり、資産価格変動に対するバッファがなく、もはや生命保険会社は株式価格のダウサイド・リスクに耐えられなくなっているのである。そのため、簿価＝時価の現局面で株式売却が誘発されることとなっている。

さらに、金融セクターへの投融資集中度の高さも、今後の懸念材料である。BISによる自己資本規制導入²⁵⁾から、銀行が劣後資金(劣後ローン、劣後債)の取り入れを積極化させたが、生命保険会社はこれに積極的に応えた²⁶⁾。表6のとおり、社債における金融セクターの比率が高いのであるが、これは金融債の保有が多いためと思われる。しかし、この比率も高度成長期は極端に高かったものの、金融の証券化を背景として事業債の保有が増加したことにより、比率が低下傾向にあった。全体の比率では、昭和30年代は比較的色々な業種に投融資がなされていたが、徐々にサービス、金融に集中してきていたが、もともと金融セクターに対する投融資の比率は高かったのではあるが、1980年代後半からの上昇は社債、貸付いずれにおいても顕著である。銀行の劣後資金の調達には、金融機関不倒神話を背景に、運用難にあった生命保険会社の運用難を緩和したのであった。しかし、経営破綻した兵庫銀行の処理において、同行に劣後ローンを実施している保険会社にローンの一部放棄と同行の事業を引き継ぐ新銀行への出資が依頼されるなど、金融システム不安の高ま

表6 生命保険金融の金融セクターへの集中度
(単位：%)

時期区分	年度	株式	社債	貸付金	計
	1970	10.3	41.6	0.6	3.4
移行期	1971	11.4	40.9	0.7	3.4
	1972	13.3	47.0	0.9	4.1
	1973	15.1	49.4	1.3	5.0
	1974	16.8	58.9	1.5	5.7
移行期平均		14.2	49.1	1.1	4.6
積極財政期	1975	18.3	45.2	1.9	6.0
	1976	19.0	62.0	2.7	7.1
	1977	20.4	78.7	4.0	9.7
	1978	19.7	76.1	5.2	11.1
	1979	19.6	74.8	6.5	11.7
積極財政期平均		19.4	67.4	4.1	9.1
財政再建期	1980	19.3	64.5	8.0	11.9
	1981	19.5	57.5	9.8	13.0
	1982	20.0	56.1	12.6	15.1
	1983	20.4	46.7	13.0	15.4
	1984	20.2	44.7	11.4	14.6
財政再建期平均		19.9	53.9	11.0	14.0
安定成長期平均		17.8	56.8	5.4	9.2
バブル形成期	1985	22.8	27.0	11.8	15.2
	1986	25.6	36.4	12.4	18.8
	1987	27.3	43.5	15.4	21.1
	1988	26.0	50.6	18.1	22.5
	1989	25.8	25.3	21.5	23.4
バブル形成期平均		25.5	36.6	15.8	20.0
バブル崩壊期	1990	26.2	37.7	24.9	26.1
	1991	27.0	42.9	26.5	27.8
	1992	27.5	39.0	28.0	28.6
	1993	28.1	48.1	27.4	28.8
バブル崩壊期平均		27.2	41.9	26.7	27.8

(注) 1. 金融セクターとは、銀行、保険、証券である。
 2. 内国会社のみを対象とする。
 3. それぞれの運用対象における金融セクターの占める割合を示し、計は株式、社債、貸付金合計に対する割合を示す。
 資料)『生命保険ファクトブック』(生命保険文化センター)各年版により作成。

25) BIS規制については、高尾義一著『平成金融不況』(中央公論社、1994年)120-149頁参照。
 26) 前掲平和経済計画会議・独占白書委員会編『国民の独占白書第15号——バブル経済と銀行・証券』70頁参照。
 27) 兵庫銀行のケースについては、『日経公社債情報』No999(日本公社債研究所、1995年)1-4頁参照。また、これを契機に大手生命保険会社が劣後ローンを抑制する方針と報道されている。『日本経済新聞』(1995年10月17日)7面参照。

り、今後生命保険会社保有の劣後ローン、劣後債が新たな火種となりかねなくなってきた²⁷⁾。
 1990年代に入って、生命保険会社の投資は、それまでのリターン重視からリスク重視(特に価格変動リスク)へと移行せざるを得なくなった。これまで実務に十分反映されなかった、M

P TやALMについての研究が進められ、実務に取り入れつつある。したがって、その点からは生命保険会社の運用は高度化してきたといえるが、経営が困難となるに伴い、目先の決算対策が優先されつつあるのも否めない事実ではないか。また、しばしば「どんぶり勘定」と批判されるが、そのような状況に顕著な変化がない以上、運用の高度化といっても、自ずと知れているとはいえよう。

株式市場を支えたい金融行政との利害が一致し、ここ数年とられた会計処理に関する改定は、評価益は計上するが評価額は計上しないというものであった。1992年度決算で認められた一般勘定における保険業法第84条に基づく株式の評価益の計上、1994年度より認められた上場債券の評価法に対する原価法、低価法の選択制である²⁸⁾。そして、1994年度決算では、一部の会社が責任準備金の積立方法を堅実な純保険料方式からチルメル方式へと変更したといわれる。

ところで、こうした事態に至った本質的な原因は何なのであろうか。それは、一つには生命保険会社が長期の利回り保証をしているということではないのか。より具体的に問題を把握するならば、予定利率の変更はどの程度弾力的で

あるべきか、その水準は実勢の金利に対していかなる水準となるのが妥当なのであるか、といった点にあるのではないか。この際、予定利率の決定、変更、水準などについて、多面的に見直すべきである。それは、予定利率を保証する運用を行うということから、どのような運用を行うべきかという問題とも関連する。そして、これらの問題を考えるに当たっては、ALMなどが必要であり、運用が高度化されなければならない。それは、含み益依存経営からの脱却でもある。運用が高度化されず、含み益＝資産価格変動に対するバッファとして、含み益がないからリスクがとれないというならば、生命保険会社には機関投資家、金融機関としての存在意義がないことになるのではないか。含み益がなくなり、それに依存できないからこそ、機関投資家・金融機関としての実力が問われているのであり、しかも、世界的な流れは、含み益などを考えない方向にあるのではないか²⁹⁾。また、現在の惨澹たる状況は、資金運用のための保険ではなく、資金運用を十分勘案した保険の開発の必要性も示唆しているといえよう。

(1995年10月稿)

28) これらの措置は、場当たりのと考える。既に筆者は、それぞれの措置に対して、批判を展開している。拙稿「保険業法第84条の考察」『インシュアランス損保版』第3545号(保険研究所, 1993年) 10-13頁, 拙稿「上場債券の評価法改正について」『インシュアランス損保版』第3599号(保険研究所, 1994年) 4-8頁を参照されたい。

29) 醍醐聰編『時価評価と日本経済』(日本経済新聞社, 1995年) 参照。