

生命保険会社の社債投資の日米比較

松尾 順介

はじめに

前々回のレポートでは、日本における社債消化構造を概観した上で、生命保険会社の社債投資の歴史的推移を考察し、さらに前回のレポートでは米国における社債保有構造を概観した上で、同様に生命保険会社の社債投資の歴史的推移を考察したが、日米間における生命保険会社の社債投資上の相違点として、第一に米国の生命保険会社の私募債に対する取り組みが積極的であるのに対し、日本では消極的であること、第二に米国の生命保険会社が低格付社債に対しても全体的に慎重な姿勢を強めつつも投資を継続しているのに対し、日本では内規などによつて BBB 格以下の投資を自ら規制している場合が多いことが指摘できる。

そこで、本稿ではこれらの相違点を中心に考察した上で、これらの相違点の生じる要因と今後の課題について検討する。その際、生命保険会社側の要因および課題と、社債市場に内在する要因および課題とに分けて検討する。

1 私募債に対する取り組みの差

前回のレポートでも報告したように、アメリカの生命保険会社の社債保有の特徴のひとつは、私募債投資の比重が高かつたことである。アメリカの生命保険会社は、一九三〇年代から私募債投資を拡大し、戦時期には低下

するものの戦後さらに活発化させ、一九六〇年代には社債投資額のうち私募債投資額が九〇%以上の水準で推移している。その後、一九七〇年代後半からの高金利・高インフレのもとで伝統的終身保険の魅力が低下したため、いわゆる「ディスインターミエーション対応」を迫られ、ユニバーサル保険（死亡保証部分と貯蓄部分を切り離し、市場金利を反映した商品設計で空前のヒット商品となつた）に代表されるような新金融商品の開発に凌ぎを削るようになつた。その結果、流動性を確保しながらALM戦略を構築することとなり、社債投資においては、償還期間の短縮化、私募債から公募債への転換、さらには短期国債への転換が図られた。一九九〇年代以降も運用資産に占める私募債投資のシェアは低下傾向にあり、私募債の債券シェアは、一九九〇年二八・一%から一九九六年一二・四%へと一貫して低下しており、逆に公募債が七一・九%から七七・六%へと上昇している。このことは、より流動性の高い公募債シフトが依然として続いていると見ることができるが、他方米国の社債発行に占める私募の比率 자체がこの間低下し、公募・私募債合計に占める私募債比率は、一九九〇年三一・五%から一九九五年一七・六%へとほぼ半減していることを考えれば、むしろ生命保険会社は私募債投資を積極的に行つているといえる。ただし、私募債市場に参加している生命保険会社は五〇社から六〇社程度で、単一銘柄に一〇〇〇万ドル以上投資するのは上位一五社であるといわれており、これらの大手生命保険会社が私募債市場の年間発行額の八五%程度を購入しているとされている。また、私募債の利回りが公募債に比べて相対的に高いことは、生命保険会社が銘柄に対する信用調査コストを負担する見返りとなつてゐるという見方もなされている。したがつて、最近では大手生命保険会社では私募債投資をむしろ積極化していると考えられる。

それに対し、日本では生命保険会社の私募債に対する取り組みをみると、かつて銀行および証券会社に限定されていた私募債斡旋業務が、一九八八年二月から生命保険会社に対しても解禁されたことに伴い、生命保険会社

図1 私募債発行額の推移（千億円）

年度	大型	小型
92	7.5	1.5
93	4.5	1.0
94	2.5	1.0
95	2.5	1.0
96	4.0	1.0
97	5.5	1.0
98(4~6月)	1.0	0.5

(出所)「日経公社債情報」、1998年7月13日、2ページ。

表1 大型私募債の主斡旋状況の推移

	1988年	1989年	1990年	1991年	1992年
長期信用銀行	1(2)	0(0)	4(5)	31(9)	14(9)
中期銀行	26(47)	22(44)	36(46)	192(54)	53(33)
市信	0(0)	0(0)	5(6)	16(4)	8(5)
地銀	0(0)	2(4)	6(8)	13(4)	14(9)
生命保険	28(51)	26(52)	28(35)	104(29)	69(43)
農林中金	0(0)	0(0)	0(0)	1(0)	1(1)
合計	55	50	79	357	159

(注) 単位：件、カッコ内はシェア：%
(出所)「日経公社債情報」、1993年1月25日。

もこの業務への進出を積極的に進め、とくに大型私募債といわれる発行額一〇〇億円以内の私募債の主斡旋については、生命保険会社が大きなシェアを占めるにいたり、一九九一年には一〇四件の主斡旋（二九%）を獲得している（表1参照）。しかし、この拡大の背景には、私募債斡旋業務を手がかりに企業財務へ接近し、総合的な金融取引関係を結ぶという経営戦略があると同時に、当時保険審議会で検討されていた保険会社の証券業務参入にむけての実績作りという意味合いもあつたことが指摘されている。⁽¹⁾したがつて、その後保険審議会で論議された証券参入が見送りになつたため、生命保険会社の私募債斡旋業務への取り組みは積極性を失つたといわれ、私募債市場自体も九二年をピークに低下を続けている（図1参照）。

現在、大手生命保険会社の私募債投資状況は、年間数十億円程度であるとされ、また運用資産に占める割合も著しく小さく（表2参照）、アメリカの生命保険会社とは比べ物にならないのが実状である。⁽²⁾以上のように、日本の生命保険会社側の要因と、プライシングや売却の自由度、さらには情報開示など社債市場の側の要因があるものと考えられるが、他方でリスク・リターンに見合つた条件設定がなされば、私募債は生命保険会社にとって魅力的な投資対象もあり、また生命保険会社資金の流入は私募債市場の拡大にとって好ましい影響を与えるものと思われるが、これについては後節で検討する。

(1) 摂稿「わが国私募債市場の制度的位置づけと拡大の背景」、「証研レポート」、

No.一四九六、一九九三年三月、一一二ページ、参照。

(2) 「私募債の研究」、「日経公社債情報」、一九九八年七月一二日、一七ページ、

参照。

2 低格付け債投資に関する相違

表2 主要生命保険会社の私募債投資状況（単位：億円）

社名	運用資産額	社債保有額（%）	私募債投資額（%）	私募債投資担当部署
日本生命	392,984	31,106	7.9%	年間平均數十億円から多くても100億円程度 N.A.
第一生命	276,100	15,148	5.5%	年間數十億円程度 N.A.
住友生命	230,953	10,953	4.7%	年間數十億円程度 N.A.
明治生命	164,560	10,049	6.1%	213億円（96年度）、194億円（97年度） 2.1
朝日生命	118,767	2,839	2.4%	78億円（96年度）、59億円（97年度） 2.7
三井生命	100,973	4,303	4.3%	年間數十億円程度 N.A.
大同生命	49,967	8,034	16.1%	8億円（97年度） 0.1
東京生命	14,294	370	2.6%	6億円（97年度） 1.6

（注）運用資産額および社債保有額は、1996年度決算。また、社債は金融債などを含む。
(出所)『インシュアランス生命保険特集号』、1997年版および『公社債情報』、1998年7月13日。

前回のレポートでも触れたように、一八七〇年代後半からアメリカでは、生命保険会社の「ディスインターメディエーション対応」が進展し、その投資規制や業務範囲規制が緩和されたが、ニューヨーク州では一九八三年、州保険法の債券投資規制が撤廃され、従来社債投資について、量的規制として一社の発行する社債は許容資産の5%以内とすることが定められており（ただし、許容資産に対する社債投資の総額規制は存在せず）、また質的規制として担保付き社債と無担保社債に分けた上で収益規制が敷かれていたのが、一九八三年改正法では前者の量的規制が撤廃され、後者の質的規制も生命保険会社には適用しないこととなったため、社債投資についてはほとんど規制がなくなり、ブルーデント・インディビデュアル・ルールに基づく限り自由な投資が認められることとなつた。

そして、このような規制緩和によって、過度のジャンク債投資に傾斜する生命保険会社が現れしたことから、一九八七年ニューヨーク州保険監督官は、①監督官

の事前許可がない限り許容資産の二〇%以内に制限すること、②取締役会はジャンク債の分散化基準を含む計画書を策定すること、③を定めた規則一三〇号を制定した。しかし、これらの規制にも関わらず、一九九一年全米一位といわれたエグゼクティブ・ライフ・インシュアランス・カンパニーが過大なジャンク債投資のために破綻するという事態が発生し、また一九九〇年末時点での分離勘定を除く生命保険会社運用資産に占めるジャンク債比率が六・八%に達したため、同年NAICは「中・低位格付け債券の投資モデル規制」を制定した。この規制は、①許容資産に占める中・低位債券比率を5%以内とする、②区分四以下の債券比率は合計で一〇%以内とする、③区分五以下の債券比率は合計で三%以内とする、④区分六以下の債券比率は一%以内とする、⑤同一機関が発行する中位区分債券は一%以内、同じく低位区分債券は〇・五%以内とする（ただし、同一機関の中・低位区分債券合計は一%以内であること）、などとなつていて。

ただし、この投資モデル規制の制定された一九九〇年の生命保険会社の運用資産に占めるジャンク債の比率をみると、一般勘定資産シェアで六・七%、一般勘定債券シェアでも一一・六%となつており、またデイフォールト社債の比率をみても、一般勘定資産シェアで〇・三%、一般勘定債券シェアでも〇・五%となつていて、前者の数字は、同年の公募社債発行全体に占めるジャンク債の比率が一・三%であったことを考えれば高いとはいはず、またジャンク債のデイフォールト率も九〇年には一〇%に達したもの、八〇年代は一・五%台で推移していた。したがって、米国の生命保険会社は全体的としてはジャンク債投資に慎重であったといえる。それにもかかわらず、ジャンク債投資が問題視されたのは、例えばファースト・エグゼクティブのように一般勘定資産比率が六〇%を超えるような突出したジャンク債投資を行い、そこでの評価損が格付けの低下をまねいたことから、取り付けが発生し、当局によってその管理下におかれるという事態に至るなどしたためであると思われる。

その結果、一九九〇年代では高格付け債への投資が相対的に増加している。AAA格からA格までを含む区分の債券シェアは、一九九〇年六六・七%から、翌一九九一年には七〇・一%へと急増し、その後一九九六年には七一・八%となっている。また、BBB格に相当する区分二の同シェアは、一九九〇年二一・七%から一九九六年二三・九%へとわずかながら増加し、上位区分合計では、一九九〇年八八・四%から一九九一年九一・三%へと上昇し、一九九六年九四・七%に達している。逆に、中・下位債では、BB格に相当する区分三が、一九九〇年四・六%から一九九一年三・五%へと減少し、その後一九九六年には三・二%へと低下しているほか、B格に相当する区分四是、一九九〇年四・七%から一九九一年三・二%，さらに一九九六年〇・二%まで低下、またCCC格からC格までを含む区分五は、一九九〇年一・八%から一九九一年一・三%へと低下した後、一九九六年には〇・一%に低下しており、中・下位債券合計では、一九九〇年一一・六%から一九九一年八・七%へと低下した後、一九九六年五・三%まで低下している。米国の社債発行に占めるジャンク債の比率が、一九九〇年一・三%と大きく低下した後、ほぼ一貫して回復傾向にあり、一九九六年六・三%に達していることを考えれば、このような生命保険会社の社債投資は相当慎重なものといえる。

このように米国の生命保険会社が、慎重な投資姿勢を保ちつつジャンク債投資を行っているのに対し、日本の生命保険会社は低格付け債投資を忌避する傾向が強い。もつとも、日本の普通社債市場ではジャンク債は現在のところ発行されておらず、投資対象とはならないことはいうまでもないが、たとえば投資適格債の最下位であるBBB格ですら、社内規定によって投資しないという生命保険会社が多いといわれる。このことは主要生命保険会社一二社アンケート調査においても、BBB格投資に前向きな姿勢を示しているところはほとんどなく、多くが慎重ないし消極的姿勢を示していることでも明らかである。また、このことはA格以上の投資に対して、前向

きな姿勢が見うけられることが対照的な結果となっている（表3参照）。

以上のように、日本の生命保険会社がBBB格以下の社債投資に対する姿勢が消極的であるのは、信用リスクの分析・管理体制が不備であることなど生命保険会社側の要因と、プライシングやマーケットメーク、さらには格付けの信頼性など社債市場の側の要因があるものと考えられるが、他方生命保険会社側においても今後運用効率を高めていくためにはBBB格社債投資を行う意義があり、また社債市場の拡大にとつても生命保険会社資金の流入が好ましいことであることは言うまでもない。そこで、この点について、節を改めて検討する。

3 社債市場における意義と課題

前節でも述べたように、私募債投資も、BBB格投資もりリスク・リターンに見合った条件設定がなされれば、魅力的な投資対象であり、また生命保険会社資金の流入は市場拡大に貢献しうるといふ点において意義もあるが、課題もあると思われる。ここではその課題について考察する。

まず、私募債市場の課題としては、第一にプライシングが指摘できる。私募債は公募債に比べ流通性に欠ける点、通常利回りは高く設定されるが、現状では公募債に対する上乗せはあまり厚くない場合が多いといわれている。この要因としては、銀行系証券子会社が私募債の取扱に積極姿勢を強めていることから、過当競争が条件の悪化を引き起こしていることも考えうるが、次節で述べるように、生命保険会社側の投資姿勢にも課題があると思われる。

第二に、転売については、従来日本では大蔵省の規制によつて規制されていた。大蔵省の規制は公募市場とのバランスを考慮したものであり、私募債の投資家は取扱金融機関に対して発行後二年以内は転売しない旨の確認

表3 主要生命保険会社のBBBB格社債投資

社名	社債投資の基準	BBB格以下の投資姿勢	BBB格以下の市場拡大条件	A格以上の投資姿勢
日本生命	B BB格以上	現在は消極的、景気動向に変化があれ式展開	企業の情報開示、適切な格付け、私債の流通制限撤廃	スプレッド、年限等の条件があれば積極投資
住友生命	社内格付けを基準	社内格付けに基づき銘柄ごとに判断	証券会社のマーケットメーク	は魅力的だが流動性の面で困窮に劣る
明治生命	独自の定額・定性分析を加え投資	B BB格以下は時期尚早で極めて限的	時価ペースの情報開示	スプレッドはタイトになり勝ちで現在は魅力的でない
大同生命	銘柄選定	低格付け債ほど収益率は高いが発行市場が麻痺しており十分取り組んでいない	スマップスプレッドの銘柄間格差	が大きく銘柄選択能力が一番発揮できるクラス
朝日生命	B BB格以上を投資対象とし独自の審査基準で選別格付け別の保有限度内	低格付け債ほど収益率は高いが発行市場が麻痺しており十分取り組んでいない	スマップスプレッドの銘柄間格差	が大きく銘柄選択能力が一番発揮できるクラス
千代田生命	規模・発行体・格付け別に保有限度額あり	低格付け債ほど収益率は高いが発行市場が麻痺しており十分取り組んでいない	スマップスプレッドの銘柄間格差	が大きく銘柄選択能力が一番発揮できるクラス
A格以上は金額によって上位者の決済が必要 A格未満は審査部門の合意が必要	B BB格以下は投資対象にあらず、保有なし	低格付け債ほど収益率は高いが発行市場が麻痺しており十分取り組んでいない	スマップスプレッドの銘柄間格差	が大きく銘柄選択能力が一番発揮できるクラス
富国生命	海外格付け会社を含めB B以下の資本性付せす	予定なし。社債の償還に関するIRがなく、慎重にならざるを得ない	発行体のIRの充実	国債とのスプレッドがあれば魅力的
三井生命	通用細則でB BBか九以上を投資対象としている	個別の信用リスクを分析し、将来に一定のスプレッドを確保できることを前提に投資の可能性はあるが、B Bは対象外	発行体の情報開示の充実、投資家の信用リスク体制整備	スノーブレミアムが享受できる場合は積極投資
東京生命	B BB格相当以上	B BB格以下への投資は当面見送りハイーボンであっても信用リスク重視	流通市場の整備	A格以上は相対的に魅力的で、今後も投資 銘柄は流通性を重視
協栄生命	B BB格以下は投資対象とせず	流通市場が小さくリスクが高いだけで魅力的でない	利回り格差拡大局面では業種を考えて選別投資	えて選別投資
第一生命	原則A格以上	信用リスクを考え投資は考えていない	損保証付きなど信用補完、流通市場の整備	条件設定に課題はあるが、流通市場も整備されつつあり今後も選別投資
太陽生命	B B格以上。格付け別にラインあり	銘柄ごとに判断。ポートフォリオの一部として保有する意味あり	流通市場の整備と拡大	信用リスクはとりづらくA格でも投資しにくい
		徹底した情報開示、IR実施した上での起債	徹底した情報開示、IR実施した上での起債	スプレッドの押し目買い

(資料)「日経公社債情報」、1998年6月8日、3~5ページ、より作成。

書を提出してみた。「これに対し、米国では一九九〇年に規則一四四Aの導入により、転売規制が緩和された」とはないため、今回の転売制限撤廃にともない証券業協会が情報開示ルールを定めたが、それによると私募債は勧誘を行つ際、「発行体の作成する発行者情報及び証券情報を記載した資料を当該顧客又は他の協会員の求めに応じて交付する等の方法により、発行者情報及び証券情報の説明に努める」とされてくる(証券業協会自主ルール)のみで具体性に欠けてくること⁽³⁾が指摘されている。したがつて、今回の転売制限撤廃によつて、制度上売却の自由度は高まつたが、実際に私募債が売買されるためには、米国の「四四A私募で行われてゐるよう」に、直近の監査済み財務諸表を投資家に提出するような明確なルール作りが必要なのではないかと思われぬ。

次に、BBB格社債について、第一にプライシングであるが、現在 BBB格企業が起債するとすれば、スマップ金利とのスプレッドで見た場合、かなり高い水準で金利が決定される可能性が高く、投資家としては魅力的な利回りが得られる可能性も高いが、現実には BBB格銘柄は一九九七年一二月発行の「ノルタ債以来発行が途絶えたままになつてゐる。」の要因として、BBB格企業の場合、銀行借入の方が社債発行よりも資金調達コストが低いことが指摘されてゐる。すなわち、スマップ金利とのスプレッドで見た場合、銀行借入が〇・五一六%である

るのに対し、社債発行は一・五一・〇%、さらに場合によつては一%以上の場合もありうるといわれているが、このような格差の生じる要因として、次の二点が挙げられる。まず、BBB格企業は、直接金融の部面では格付けの低さのために社内規定などによって機関投資家の投資対象とされない場合が多いが、他方銀行にとつては、今後貸付を拡大したい優良貸付先である場合が多く、むしろ貸出競争が生じてゐるといわれている点である。すなわち、AAA格ないしAA格の超優良企業への貸付の場合、銀行の格付けが低下しているために貸出は逆ザヤになる可能性があり、またCCC格以下の企業は、早期是正措置や自己査定導入によつて、「貸し渋り」の対象となるため、銀行は BBB格企業への貸付にシフトすることによって総資産利益率の改善を図つてゐるとされる。次に、現在の貸出レートが低すぎるという点である。最近、銀行はディフォールト率に基づく独自の信用格付けを行つており、リスクに応じた融資レートを算出しているが、それに比べて現実の融資レートは低いといわれている。これは、普通社債の利回りは、例えば信用不安を背景に急激に上昇しうるのに対して、融資レートは相対交渉によつて設定されるために契約更改時にしか引き上げられず、さらに前述のような貸出競争も加わつて、引き上げはより一層難しいといわれている。したがつて、これら BBB格企業の資金調達は銀行借人にシフトし、社債発行がこの間途絶えているわけだが、BBB格企業の中には、長期安定的資金調達という観点から起債を検討する企業もあり、また九八年度は転換社債の償還が相次ぐため、その償還資金需要による BBB格の起債も予想されている。

第二に、マーケットマークについては、もともと社債の売買は低調で、最近でも公募社債の回転率（片道計算）は〇・三程度であり、マーケットマークを行う証券会社は在庫リスクを負担せざるを得ないのが実状である。その意味では、機関投資家の社債投資がBuy and Hold 中心であるために、売買が低調であることが証券会社のマ

ケットマークを消極的にしているという側面も強い。しかし、その一方で低格付け債ほど証券会社にとって収益機会が大きいことから、アナリストを配して信用リスク分析を強化し、きめこまかくマーケットマークを行おうとする証券会社の動きもあり、マーケットマークのみならず引受をも含めて、今後 BBB格社債に対する証券会社側の取り組みが注目されている。

第三に、現在格付けの信頼性が低いとされている点については、例えば日系格付け機関の場合、AAA格→A格に比べて、BBB格の利回りの標準偏差が大きく、同じ BBB格銘柄でも相当な利回り格差があり、かなり幅広い銘柄が BBB格に格付けされているものと見受けられることが指摘できる。⁽⁵⁾ この要因については、よく言われるよう、日系格付け機関の格付けが緩いために、本来 BB格以下に格付けされるべき銘柄が BBB格に格付けされているという可能性と、反対に格付け機関の格付け基準は一定しているにもかかわらず、国内機関投資家が同じ BBB格社債でも個別銘柄によつてきわめて選別的な投資判断を行うために利回り格差が生じているという可能性が考えられ、現時点ではいずれとも断定できないが、いずれにせよ格付け機関の信頼性が低いことを反映しているものと考えられる。しかし、格付け機関の信頼性が高まらなかつた要因は、社債市場の内部に求められるべきであると考えられる。すなわち、格付けとは社債ディフォールトの可能性についての客観的表示であり、米国で社債の格付け機関の評価が高まつたのは一九三〇年代の大恐慌期であるとされているが、これに対して日本では最近まで適債基準があり、そもそも起債市場に参加できるのは優良銘柄に限定されていてのみならず、いつたんディフォールトが発生しても受託銀行一括買取りによつて処理されたため、投資家はディフォールト・リスクを負担することなく社債投資を行つてきたという背景があり、いわば日本の格付け機関はディフォールトの可能性を評価する状況にそもそも置かれていたといえる。しかし、一九九七年のヤオハン社債のディフォ

ールトの際には社債管理会社は買取処理を行わず、一般投資家も実損を被る事態となり、今後はデイフオールトの可能性の評価がより切実に要求されるようになってきている。したがって、市場が格付け機関を評価する事態になり、そのことが格付け機関の信頼性向上の契機となりうるものと思われる。

(3) 前掲「私募債の研究」、「日経公社債情報」、一九九八年七月一三日、四ページ、参照。

(4) 「BBB格社債の研究(上)」、「日経公社債情報」、一九九八年六月一五日、二二二三ページ、参照。

(5) これについては、厳密に分析したわけではないが、例えば「日経公社債情報」では、各号巻末に格付マトリックス表が掲載されており、直近の一九九八年七月六日号のデータによると、日本格付投資情報センターの格付けでは、AA格の利回りの標準偏差が各年限で〇・一程度であるのに対し、 BBB格のそれはほぼ〇・五から〇・七となっており、 BBB格の利回りが広い範囲にばらついていることがわかる。これは、もう一社の日系格付け機関である日本格付研究所でも同様である。しかし、ムーディーズ社では、 AAA格のそれはほぼ〇・一程度であるのに対し、 A格は〇・二から〇・三、 Ba a格でも〇・二から〇・三程度と、格付けが低くなるにつれ若干ばらつきが大きくなる傾向があるものの、日系一社に比べるとより小さくなっている。

4 生命保険会社側の意義と課題

株安・低金利という運用難のなかで、生命保険会社にとって私募債投資および BBB格投資は、前節で考察したような社債市場の側の課題が克服されれば、収益性の高い投資機会が期待される市場であり、運用効率性を高める上で意義あるものと思われるが、これらの分野の取り組みが遅れていることについては、生命保険会社側にも要因があり、課題があるものと思われる。

まず、私募債市場については、生命保険会社の多くが私募債投資を融資担当部署で行い、融資案件同様の審査を行っているため、私募債の利回りが貸出金利とほぼ同じ水準になつていることも指摘されている。とくに、前述のように公募の BBB格の利回りは、融資金利に比べてかなり高くなっているが、私募の場合、生命保険会社は融資担当部署で審査するため、貸出金利と競合関係が生じ、貸出金利の水準で決定される場合が多いといわれている。⁽⁶⁾ その意味では、生命保険会社の取り組みにも課題があるものと考えられるが、今後運用競争が激化する中で、このようなあり方が維持されにくくなっていく可能性は大きいと思われる。

次に、 BBB格社債については、生命保険会社の多くが社内規定などによって投資に消極的であるが、このようない律的な規定が設けられる背景には、低格付け銘柄に対する個別的な信用リスク分析・管理体制が未整備であることが指摘できる。もともとのような体制を整えるには十分な時間が必要だが、今後 BBB格以下の社債のリパッケージ債などが表れる可能性はあり、多数の銘柄をリパッケージすることによつてリスク分散を図る商品となるが、このような商品に取り組むことから低格付け投資に対応していくことは可能であると思われる。

(6) 前掲「私募債の研究」、「日経公社債情報」、一九九八年七月一三日、三ページ、参照。

まとめ

以上のように、日米の生命保険会社の社債投資を比較した場合、私募債投資の取り組みと低格付け社債投資への広がりという二つの分野において著しい相違があり、日本の生命保険会社はこの二分野における取り組みが消極的であることが確認され、今後これら分野への取り組みを積極化させていく上での課題を、社債市場の側と生命保険会社の側から考察した。その結果、いずれの側の課題も急速には解消しないと思われるが、社債市場の側

の課題については変化の可能性はあり、また生命保険会社側の課題も今後の生命保険会社の運用難の中で解消されいく可能性は大きいと思われる。