

## 米国損害保険業界の株価に関する考察ノート

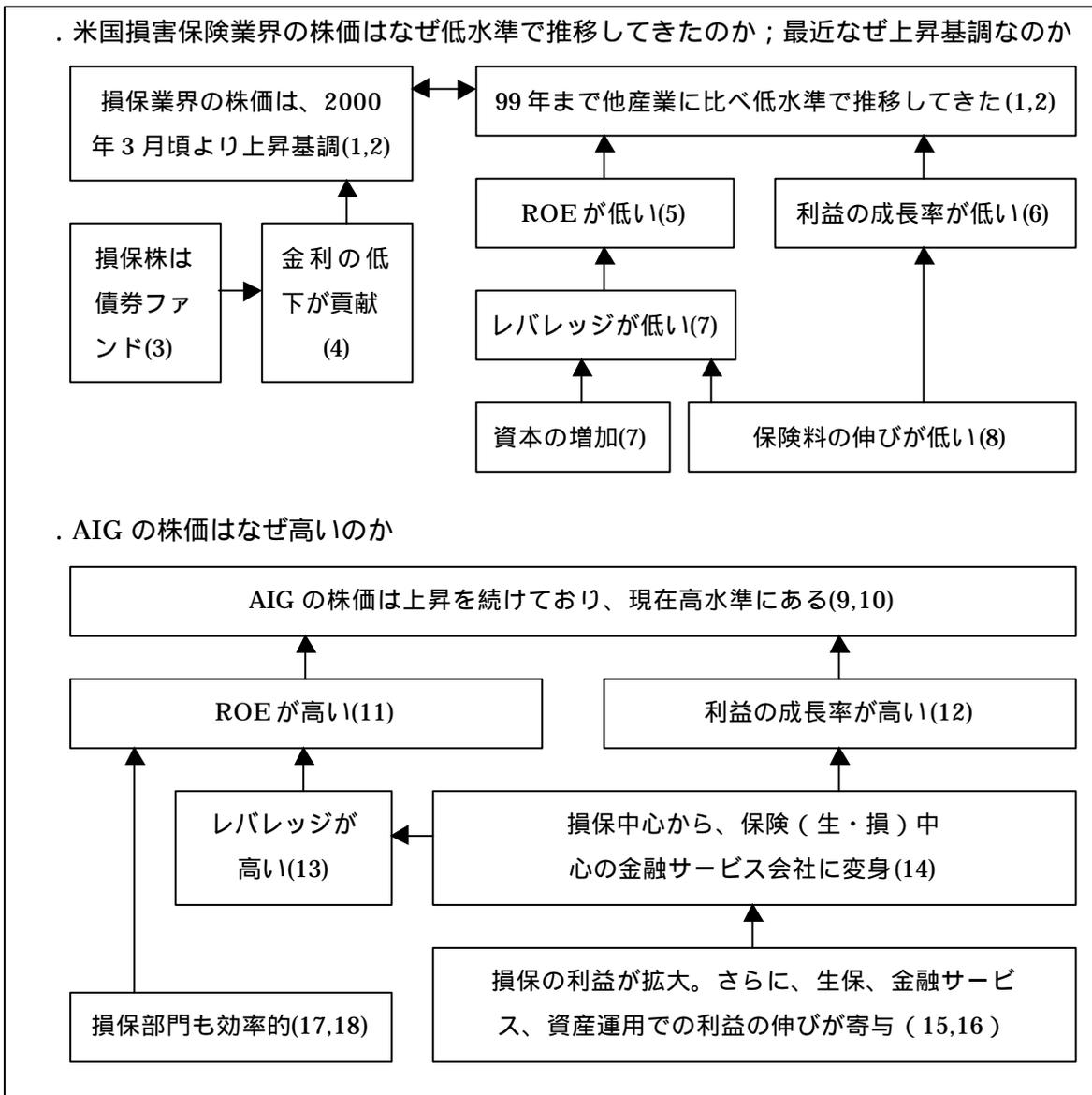
研究員 牛窪賢一

### <このノートで取り上げる問題>

米国の損害保険業界の株価は、2000年3月頃から上昇基調になっている。しかし、99年までは他産業に比べ低水準で推移してきた。なぜそうになっているのか。  
他産業に比べて低水準の株価となっている業界の中で高株価の会社が存在する。なぜそうになっているのか。  
以上の2つの問題について、その要因と考えられるROEと利益の成長率を中心に、ひとつの見方を提示する。説明には、18の図表を用いた。

### <問題に対するひとつの見方の概要>

括弧内の数字は図表番号を示す



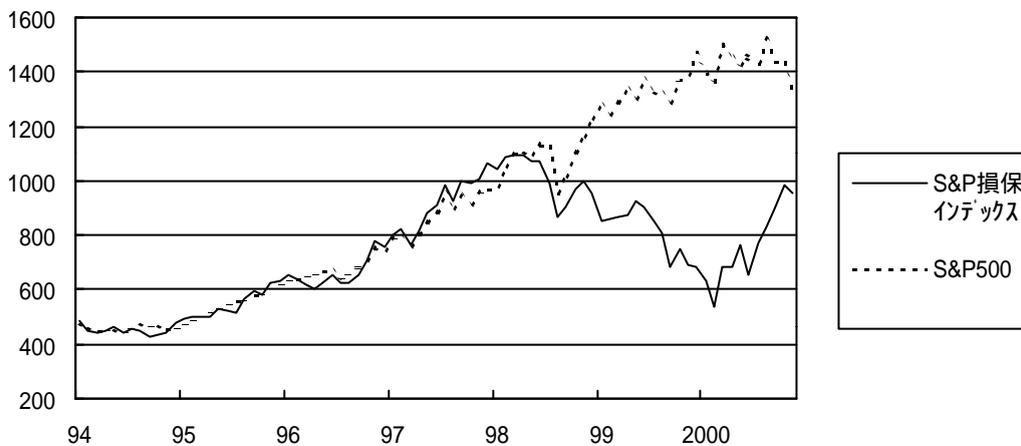
## ．米国損害保険業界の株価はなぜ低水準で推移してきたのか

### 1 ．米国損害保険業界の株価の動き

( 1 ) 損害保険業界の株価は、2000 年 3 月頃より上昇基調。しかし、99 年までは他産業に比べ低水準で推移してきた。

- ・直近 5 年間で、S&P500 は 2.2 倍になったが、S&P 損保インデックスは 1.5 倍。

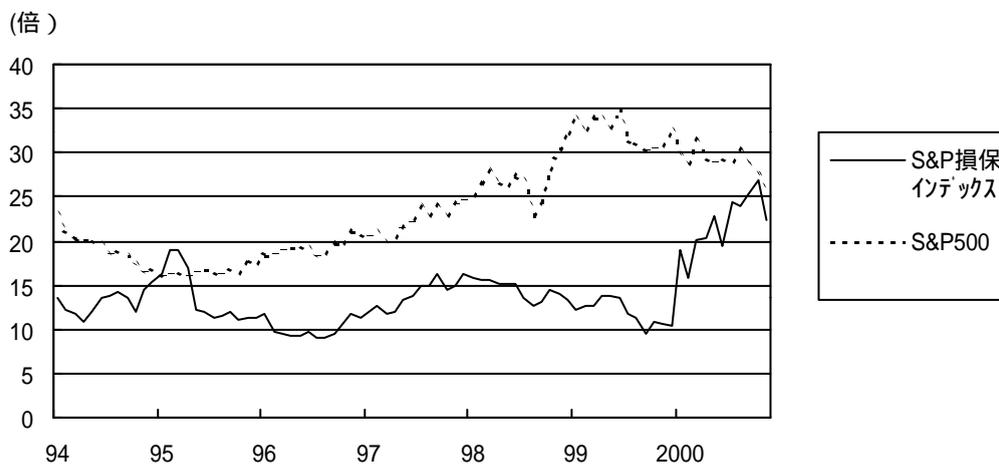
《図表 1 》株価インデックスの推移；S&P 損保インデックスと S&P500 との比較



( 2 ) 損害保険業界の P E R ( 株価収益率 ) は上昇し、他産業の水準に近づいた。しかし、99 年までは低水準で推移してきた。

- ・直近 5 年間の平均 P E R は、S&P 損保インデックスは 14 倍、S&P500 は 26 倍。

《図表 2 》P E R の推移；S&P 損保インデックスと S&P500 との比較

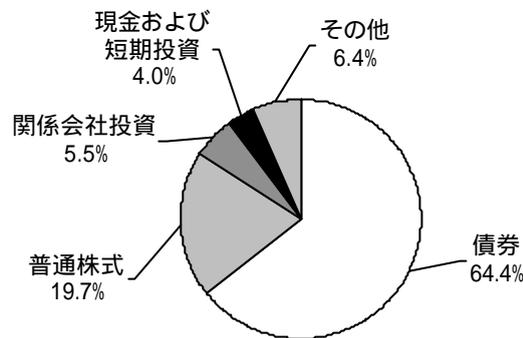


## 2. 米国損害保険業界の株価が最近上昇基調になった理由

### (1) 損害保険会社株は債券ファンドである。

- ・ 損害保険業界全体の投資資産の 64.4% を債券が占める。
- ・ その結果、金利の低下 保有債券価格の上昇 損害保険会社株価の上昇、というメカニズムが起こり得る。

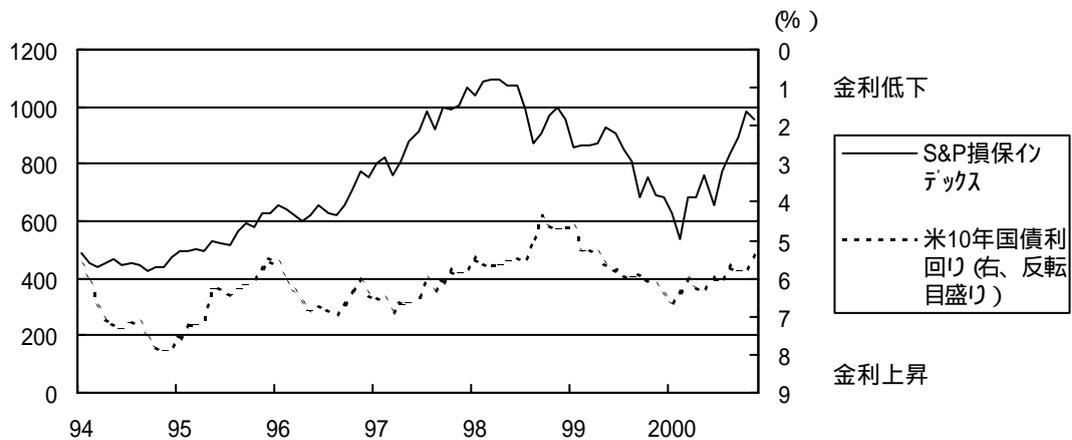
《図表3》 損害保険業界の投資資産の構成 (99年末)



### (2) 金利の低下が、損害保険業界の株価の上昇に貢献した。

- ・ 2000年2月頃より、金利(米10年国債利回り)が低下基調に変化し、3月頃より、損害保険業界の株価は上昇に転じた。

《図表4》 S&P 損保インデックスと米10年国債利回り(反転目盛り)の推移

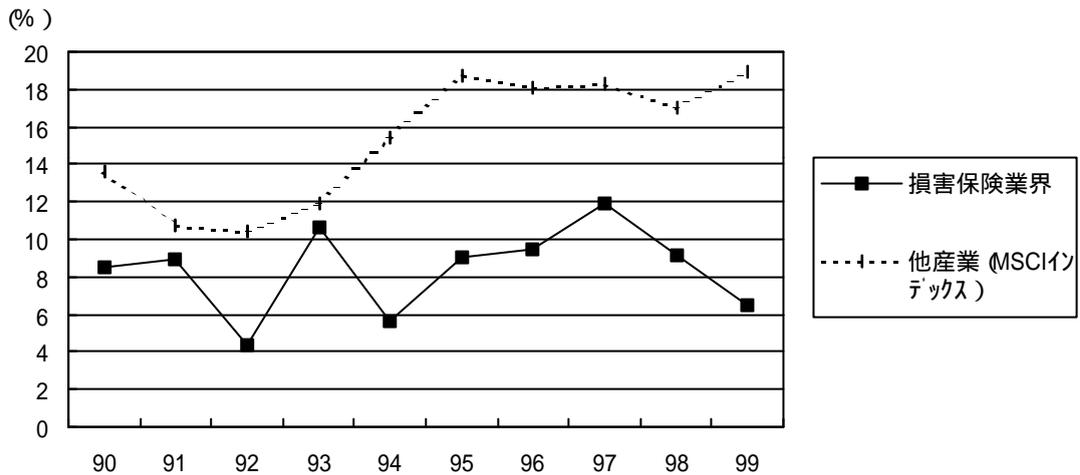


### 3. 米国損害保険業界の株価が99年まで低水準で推移した理由

#### (1) 理由その1: ROE (株主資本利益率) が低い

- ・90~99年の平均ROEは、損害保険業界は8.4%、他産業(MSCIインデックス)は15.3%。

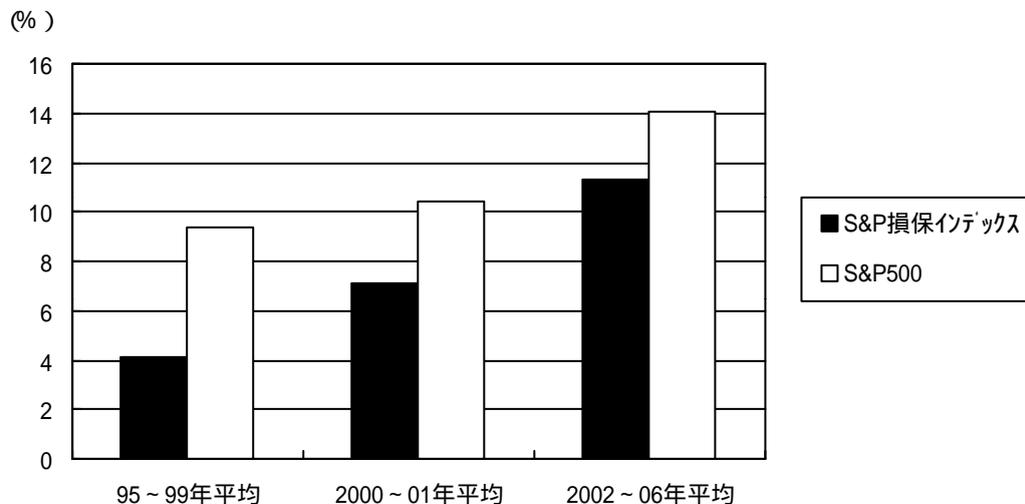
《図表5》ROEの推移; 損害保険業界と他産業との比較



#### (2) 理由その2: 利益の成長率が低い

- ・予想利益成長率(2002~06年平均)は、損保インデックスは11.3%、S&P500は14.1%。

《図表6》一株当たり利益の成長率; S&P 損保インデックスと S&P500 との比較

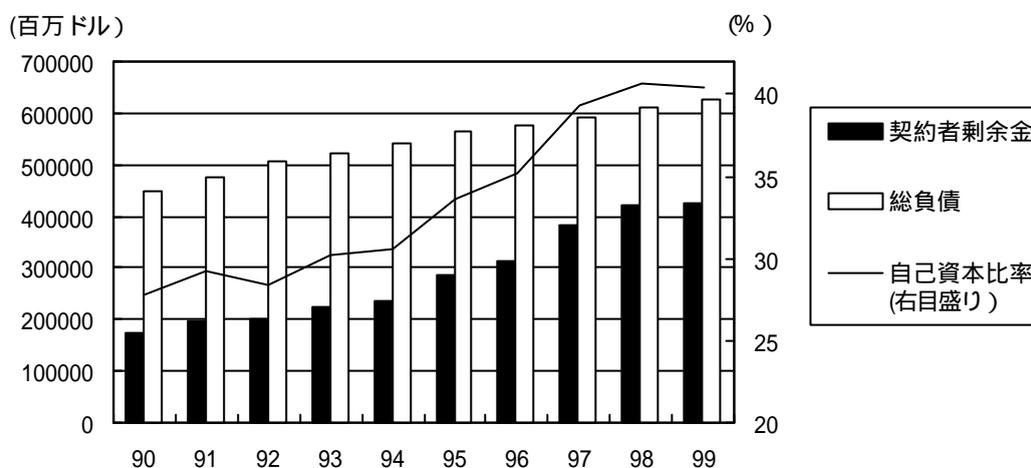


## 4. 米国損害保険業界のROE、利益の成長率が低い理由

### (1) レバレッジが低い

- ・自己資本比率は上昇傾向で推移してきた。これは、レバレッジの低下を意味する。
- ・自己資本比率の上昇は、契約者剰余金（資本）の伸びに比べ、（主として保険引受による）総負債の伸びが低いことに起因する。

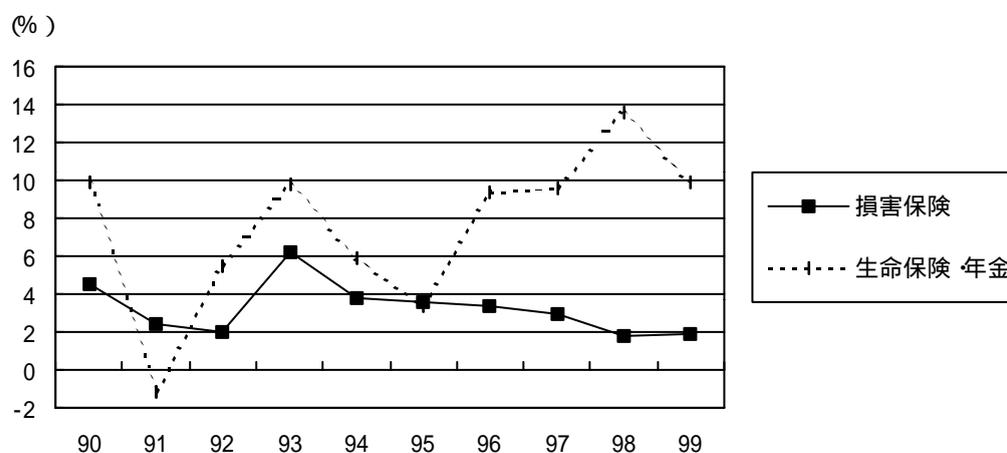
《図表7》損害保険業界の自己資本比率と財務構成の推移



### (2) 保険料収入の伸びが低い

- ・損害保険料収入の前年比伸び率は低下傾向。98、99年は2%を下回った。

《図表8》正味計上保険料の前年比伸び率；損害保険と生命保険・年金との比較



# . A I Gの株価はなぜ高いのか

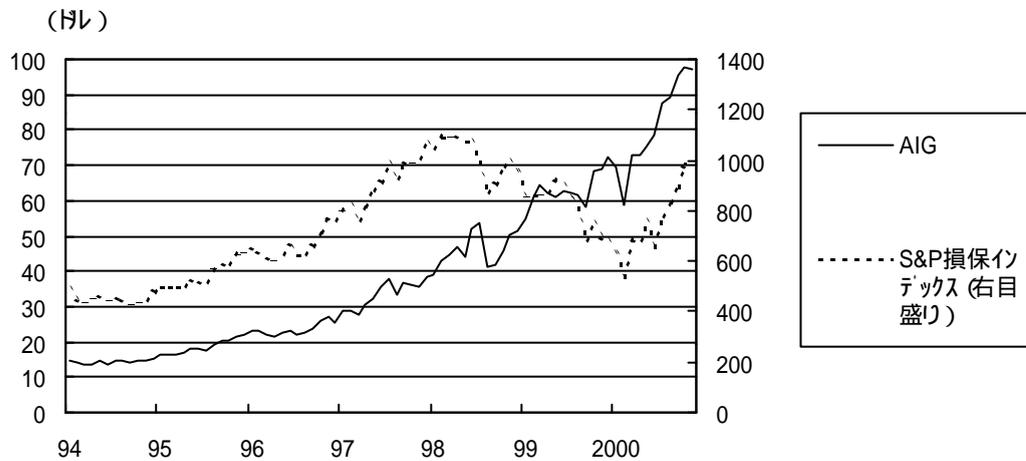
## 1 . A I Gの株価の動き

( 1 ) A I Gの株価は上昇を続け、現在高水準にある。

- ・直近5年間で、AIGの株価は4.5倍になった。S&P損保インデックスは1.5倍。

〔なお、図表にはないが、AIGの株式時価総額は2,282億ドルで、米国内第8位、保険・金融ではシティグループ(2,294億ドル)に次いで第2位(2000年12月末)〕

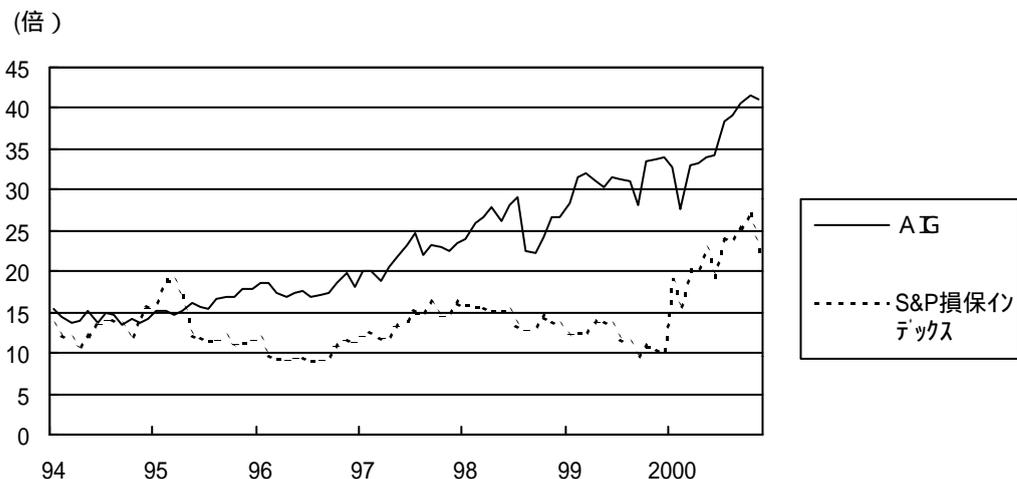
《図表9》株価の推移；A I Gの株価とS&P損保インデックスとの比較



( 2 ) P E Rも上昇基調で推移し、高水準。

- ・直近のPERは、AIGは41倍、S&P損保インデックスは22倍。

《図表10》P E Rの推移；A I GとS&P損保インデックスとの比較

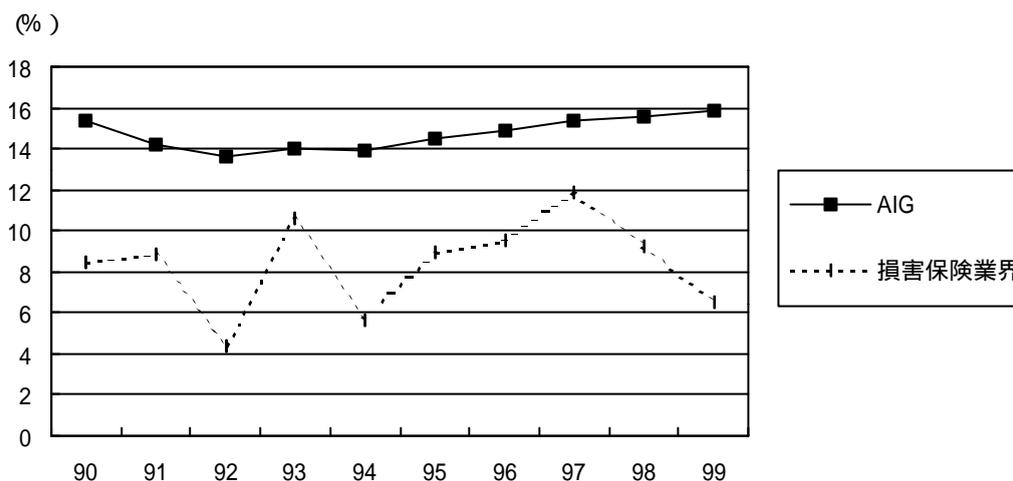


## 2. AIGの株価が上昇を続け、現在高水準にある理由

### (1) 理由その1: ROEが高い

- ・90~99年の平均ROEは、AIGは14.7%、損害保険業界は8.4%。

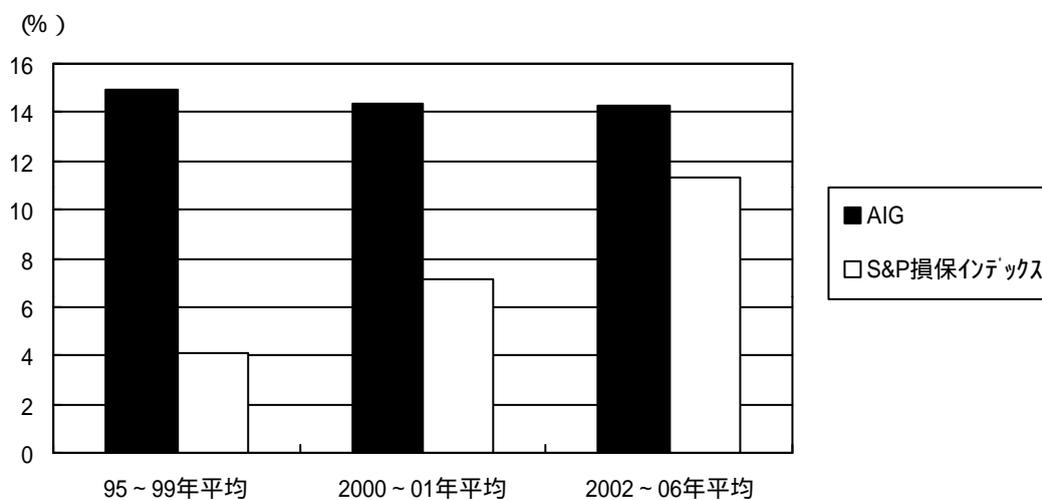
《図表11》ROEの推移; AIGと損害保険業界との比較



### (2) 理由その2: 利益の成長率が高い

- ・予想利益成長率(2002~06年平均)は、AIGは14.3%、損保インデックスは11.3%。

《図表12》一株当たり利益の成長率; AIGとS&P損保インデックスとの比較

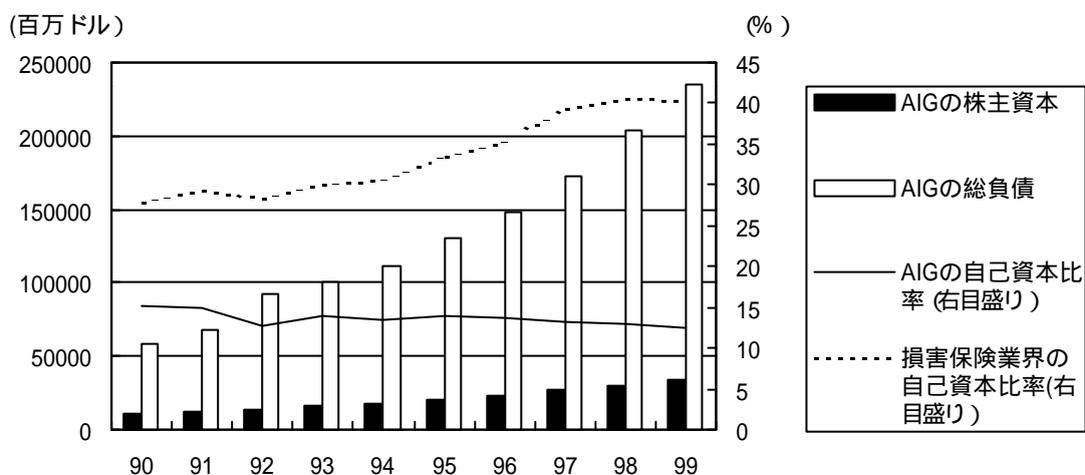


### 3. AIGのROEが高い理由

#### (1) レバレッジが高い

- ・AIGは、低い自己資本比率（高いレバレッジ）を維持している。これは、株主資本が増加しているものの、総負債がこれを上回るペースで拡大しているためである。
- ・99年末の自己資本比率は、AIGは12.4%、損害保険業界は40.4%。

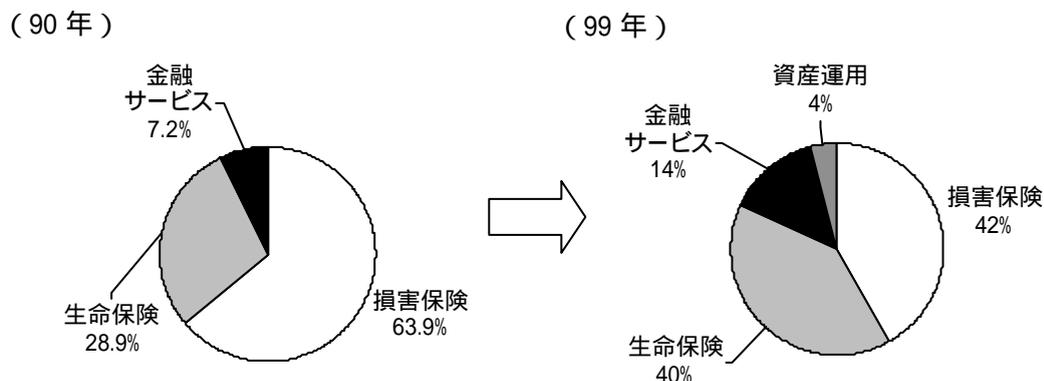
《図表13》AIGの自己資本比率と財務構成の推移



#### (2) AIGは損害保険中心の会社から、保険（生・損）中心の金融サービス会社に変身 高いレバレッジを維持

- ・部門別利益構成では、損害保険のウェイトが低下し、生命保険、金融サービス、資産運用が拡大。
- ・損害保険は米国内中心。生命保険は海外中心。  
(損害保険の利益 = 米国内 74 : 海外 26、生命保険の利益 = 米国内 35 : 海外 65)

《図表14》AIGの部門別利益（operating income）の構成；90年と99年との比較

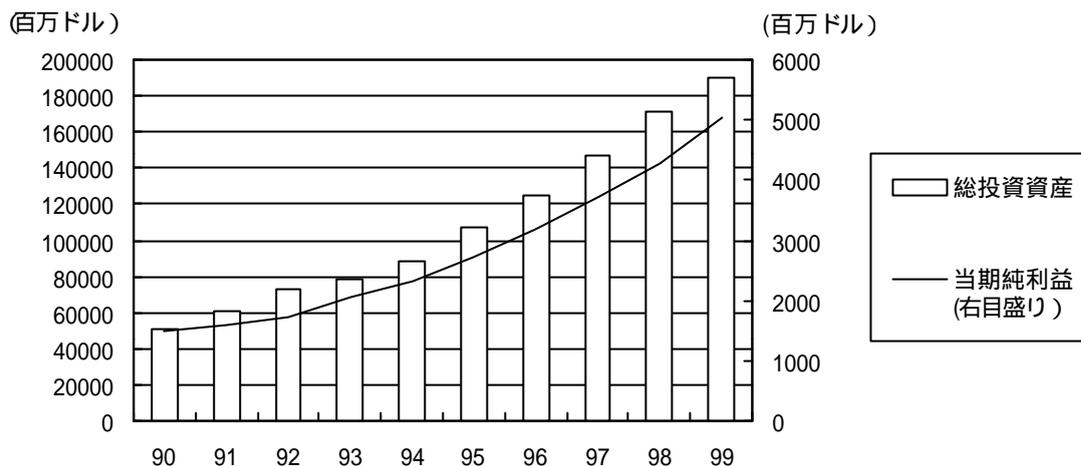


## 4. AIGの利益の成長率が高い理由

### (1) 総投資資産の高い伸びとともに、当期純利益も高い伸びを確保

- ・当期純利益は、総投資資産の2.4～2.9%の水準で推移。

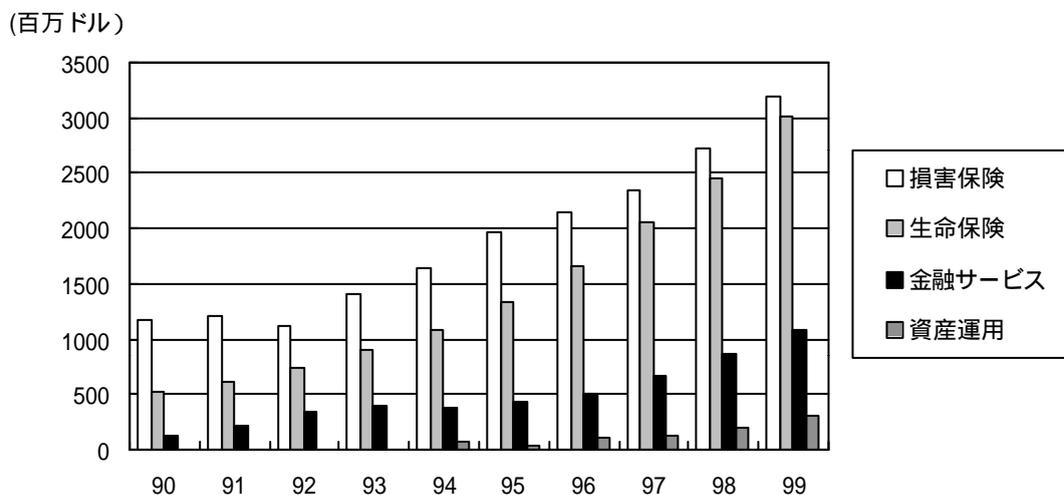
《図表15》AIGの総投資資産と当期純利益の推移



### (2) 損害保険の利益が拡大。さらに、生命保険、金融サービス、資産運用での利益の伸びが寄与。

- ・損害保険の利益は、93年以降着実に拡大しており、依然として最大の柱である。
- ・市場の成長性が高い生命保険・年金分野にも注力し、利益を大きく伸ばしている。

《図表16》AIGの部門別利益 (operating income) の推移

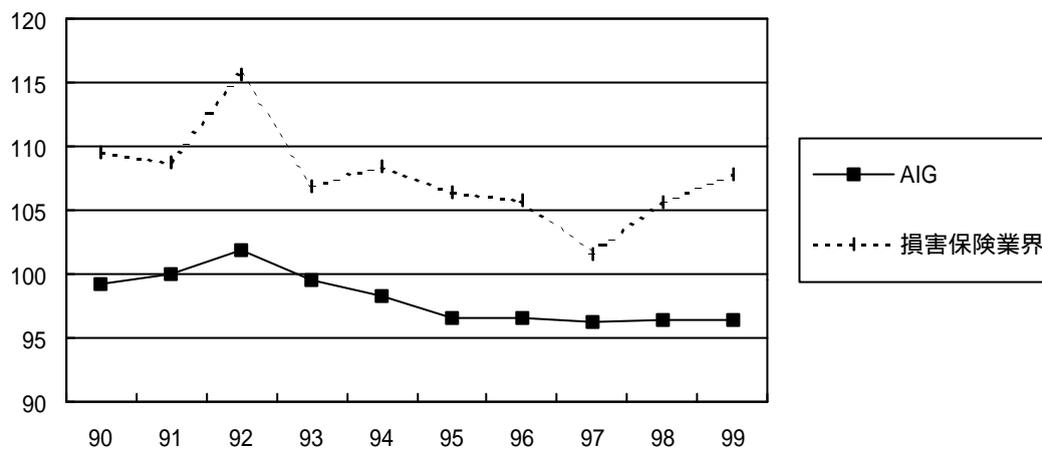


## 5. A I Gの損害保険部門は効率的である

### (1) コンバインドレシオが低い

- ・AIGのコンバインドレシオは損害保険業界よりも低く、100を下回っている。  
保険引受を資金調達手段と見れば、資金調達コストはマイナス。

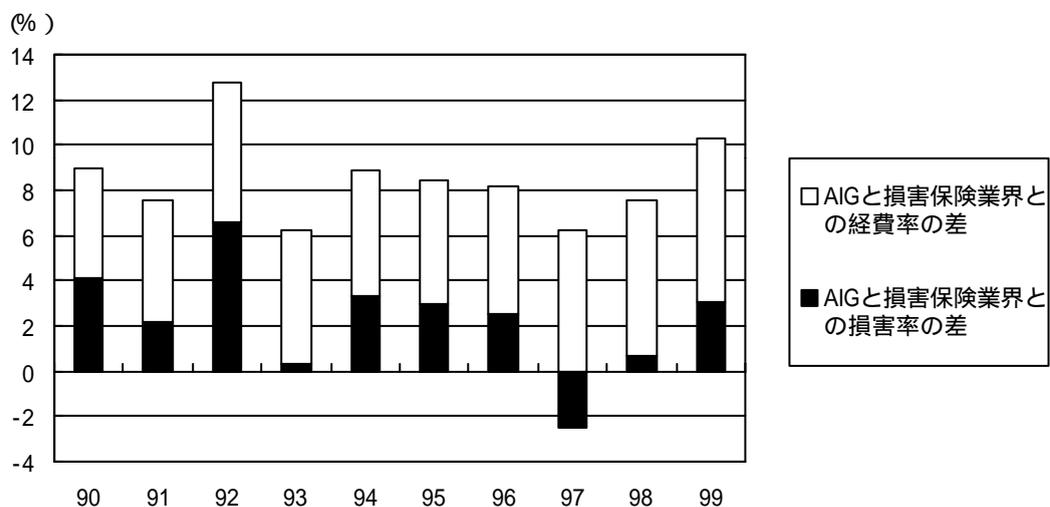
《図表17》コンバインドレシオの推移；A I Gと損害保険業界との比較



### (2) コンバインドレシオの低さは、特に経費率が低いことによる

- ・AIGの損害率は、97年を除きコンスタントに損害保険業界を下回っている。
- ・しかし、損害率よりも経費率による差が特に大きい。直近10年間平均では、AIGは損害率で2.3%、経費率で5.9%、損害保険業界を下回っている。

《図表18》A I Gと損害保険業界とのコンバインドレシオの差の分解



<このノートのまとめと今後の課題>

- . 米国損害保険業界の株価について
  - ・ 米国損害保険業界の投資資産の構成は債券中心であり、金利の低下 保有債券価格の上昇 損害保険会社株価の上昇、というメカニズムが起り得る。
  - ・ 米国損害保険業界の株価は 99 年まで他産業に比べ低水準で推移してきた。この要因は、主として ROE が低いことと、利益の成長率が低いことの 2 点に集約される。
  - ・ ROE が低いことと、利益の成長率が低いことの要因については、業界全体での保険料収入の伸びが低いことによるところが大きいと考えられる。
- . A I Gの株価について
  - ・ AIG の株価は上昇を続け、現在高水準にある。この要因は、主として ROE が高いことと、利益の成長率が高いことの 2 点に集約される。
  - ・ AIG は、90 年代を通じて、損害保険中心の会社から、保険（生・損）中心の金融サービス会社に変身してきた。すなわち AIG は、主力の損害保険部門で利益を伸ばすと同時に、市場規模が拡大している生命保険、金融サービス、資産運用部門でも利益を大きく伸ばしている。
  - ・ また、AIG の損害保険部門は業界他社に比べ効率的である。AIG のコンバインドレシオは損害保険業界の平均よりも低く、100 を下回っている。AIG のコンバインドレシオの低さは特に経費率が低いことによるところが大きい。
- . 今後の課題
  - ・ 今回は、高株価の保険会社の代表例として AIG を取り上げ、なぜ株価が高いのか、公表データから推測できる範囲内で、この大枠について考察を行った。
  - ・ さらに理解を深めるためには、ROE や利益の成長率のような定量的数値のもとになっている定性的な要素（競争力の源泉としての営業基盤や基本戦略など）についても分析する必要がある。

調査分析ノートについて

この調査分析ノートは、調査研究の過程で得られた知見を簡単に図表を用いてまとめたものです。今後も適宜この形式での掲載を行う予定です。

< 図表に用いたデータ >

図表 1 ・ S&P 損保インデックス：S&P 社が発表する NY 証券取引所上場の損害保険会社 8 銘柄による株価指数。AIG はこの構成銘柄に含まれていない。

・ S&P500：S&P 社が発表する NY 証券取引所上場 500 銘柄による株価指数。

・ いずれも、月末終値ベース。

(出典) Bloomberg によるデータを基に作成。

図表 2 ・ PER = price - earnings ratio . PER = 株価 / 一株当たり利益

株価が一株当たり利益に対して何倍になっているかを表し、この値が大きいほど、利益に比べ株価が高いことを示す。一般に、将来利益の予想成長率が高いほど PER は高くなる。

・ 月末終値ベース。

(出典) Bloomberg によるデータを基に作成。

図表 3 ・ 損害保険業界：州基金を除く損害保険業界 1028 グループ (2480 社) の合計。

(出典) A.M.BEST “BEST'S AGGREGATES & AVERAGES PROPERTY-CASUALTY UNITED STATES” (2000) を基に作成。

図表 4 ・ 月末終値ベース

(出典) Bloomberg によるデータを基に作成。

図表 5 ・ ROE = return on equity . ROE = 当期純利益 / 株主資本。資本の効率性を示す。

・ 損害保険業界：州基金を除く損害保険業界 1028 グループ (2480 社) の合計。

相互会社もあるため、ROE = 当期純利益 / 期末契約者剰余金、として算出。

・ MSCI インデックス：株価の動きを総合的に表す代表的な指標のひとつであり、米国については 335 銘柄で構成されている。

MSCI は Morgan Stanley Capital International の略。

(出典) A.M.BEST “BEST'S AGGREGATES & AVERAGES PROPERTY-CASUALTY UNITED STATES” (2000) などを基に作成。

図表 6 ・ 95 ~ 99 年は実績。2000 年以降は米国の主要証券会社 (約 25 社) による予測の平均値。

(出典) Zacks Investment Research (米国ヤフーのホームページ) より作成。

図表 7 ・ 自己資本比率 = 株主資本 / 総資産 = 株主資本 / (株主資本 + 総負債)

この比率が高いことは、財務安定性の高さを示す反面、資本効率の観点からは、レバレッジ (= 負債 / 資本：小さな資本で大きな利益を生み出すテコの効果) が低いことを示す。

・ 損害保険業界：州基金を除く損害保険業界 1028 グループ (2480 社) の合計。

相互会社もあるため、自己資本比率 = 契約者剰余金 / 総資産、として算出。

(出典) A.M.BEST “BEST'S AGGREGATES & AVERAGES PROPERTY-CASUALTY UNITED STATES” (2000) を基に作成。

図表 8 (出典) A.M.BEST “BEST’S AGGREGATES & AVERAGES PROPERTY-CASUALTY UNITED STATES” (2000)および A.M.BEST “BEST’S AGGREGATES & AVERAGES LIFE-HEALTH UNITED STATES” (2000)を基に作成。

図表 9 ・AIG = American International Group . 米国の大手保険グループのひとつであり、損害保険業界では正味計上保険料ベースで第 4 位 (99 年)。  
(出典) Bloomberg によるデータを基に作成。

図表 10 (出典) Bloomberg によるデータを基に作成。

図表 11 (出典) AIG のアニュアルレポート、A.M.BEST “BEST’S AGGREGATES & AVERAGES PROPERTY-CASUALTY UNITED STATES” (2000)を基に作成。

図表 12 ・95 ~ 99 年は実績。2000 年以降は米国の主要証券会社 (約 25 社) による予測の平均値。

(出典) Zacks Investment Research (米国ヤフーのホームページ) より作成。

図表 13 ・損害保険業界：州基金を除く損害保険業界 1028 グループ (2480 社) の合計。

(出典) AIG のアニュアルレポート、A.M.BEST “BEST’S AGGREGATES & AVERAGES PROPERTY-CASUALTY UNITED STATES” (2000)を基に作成。

図表 14 ・部門別利益 (operating income) には、実現資産売却損益を含まない数値を使った。

(出典) AIG のアニュアルレポートより作成。

図表 15 (出典) AIG のアニュアルレポートより作成。

図表 16 ・部門別利益 (operating income) には、実現資産売却損益を含まない数値を使った。

(出典) AIG のアニュアルレポートより作成。

図表 17 ・コンバインドレシオ = 損害率 + 経費率

コンバインドレシオは、収入保険料に対する保険金および経費として支払った金額の割合であり、保険引受業務の収益性を示す。コンバインドレシオが 100 を越える場合は保険引受損失が生じる。保険引受損失は通常、投資収益によってカバーされている。

・損害保険業界：州基金を除く損害保険業界 1028 グループ (2480 社) の合計。

(出典) AIG のアニュアルレポート、A.M.BEST “BEST’S AGGREGATES & AVERAGES PROPERTY-CASUALTY UNITED STATES” (2000)を基に作成。

図表 18 ・損害率 = 正味既経過保険料に対する既発生損害および損害調査費用の割合。

・経費率 = 正味計上保険料に対する既発生経費の割合。

(出典) AIG のアニュアルレポート、A.M.BEST “BEST’S AGGREGATES & AVERAGES PROPERTY-CASUALTY UNITED STATES” (2000)を基に作成。