

# アメリカの保険資金の投資動向

森田 健三

- |             |            |
|-------------|------------|
| 一 序         | 六 鉄道債の推移   |
| 二 初期保険業と投資  | 七 公益事業債の推移 |
| 三 抵当貸付の推移   | 八 一般産業債の推移 |
| 四 連邦政府公債の推移 | 九 株式の推移    |
| 五 地方債の推移    | 一〇 結び      |

## 一 序

一九世紀後半より二十世紀にわたり、経済の発達とともに保険なる経済制度は、世界を通じて人びとの間に広く普及するに至った。保険の利用の高まるにつれ保険業の保有する契約高は増加し、ここに集積された保険料は転化して責任準備金となり、それは保険業の最も重要な資産の源泉となるのである。現代保険業が大規模の資本を蓄積し、個

有の金融機関である銀行業・信託業とならんで金融経済上の重要な要素となった。これはとりわけ生命保険業において顕著である。もともと生命保険業の保有する資金は、銀行預金のごとく短期要求払いの債務とことなり、原則として保険事故の発生または一定の期間の満期を条件とするから、取付けの懸念もなく比較的長期の運用に適している。したがって普通商業銀行は短期金融市場において中心的役割を果たしているのに対して、生命保険業は長期金融市場において重要な地位を占めているものといえよう。この事はアメリカにおいては特に顕著にみとられるところである。すなわちこの国の諸産業は、生命保険業の資金の供給をえてはじめて活動しているものが少なくないという事実をみて、この国の生命保険業の金融的地位が強大であることをうかがい知るのである。

さてかかる長期資金の性格を有する生命保険業の資金は、安全・有利・公益性の三原則にもとづいて運用すべくその投資対象を制限しているのが普通である。アメリカにおいては、この資金の運用は各州の法律にもとづいて監督を受けており、大体において各州とも、不動産抵当貸付、国債、自州の州債、公共団体債、社債および保険証券担保貸付は許可している。しかし株式への投資は、その危険性やこの資金による産業界の支配を恐れ、普通株式投資は従来より全く禁止されていたが、一九五一年頃より低金利政策、資産価値の実質的維持の観点から一定の制限のもとで許可されている。このため生保業の投資は、以上の様な制限内で有利に資金を運用しなければならぬので、その投資対象の選択は綿密なる投資分析の結果行なわれている。そして景気変動が起り、それまで投資していた対象に影響がおよぶ場合には、より安全なる投資対象に転換してこの資金の保全をはかるのである。したがって確実なる将来の見通しのもとにたった資金運用がかくべからざることはいうまでもない。

恐慌や戦争勃発のごとき場合には、その時代の変動に対処する生保業資金の投資行動として、この資金個有のものが見出だされる。一般にアメリカの生保業の投資対象としては抵当貸付・不動産・公債・鉄道債・公共事業債・一般産業債・株式が選択されるが、これら対象への投資動向が、時代の変動に応じてどのように変化してきたかを考察するのが本稿の課題である。

## 二 初期の保険業と投資

アメリカにおける生保業の起源をみると、それは南北戦争以前にさかのぼらなければならないが、その当時はいつでも現代のような生保業の形態をまったくみず、特に一八三五年以前では生命保険を唯一の目的とする企業はなかった。例えば一七八七年に The Baltimore Fire Insurance Company、一七九四年に Insurance Company of North America がそれぞれ設立されているが、これらはいずれも海上保険、火災保険、生命保険の免許を得て広範囲にわたる兼営形態をとっていたのであった。<sup>(一)</sup>

一八三五年 New York に大火が発生し、当時州内にあった株式組織の火災保険は莫大な損害をこうむり倒産してしまった。このため株式組織の保険一般の不信をまねいたのに反し、英国において生命保険が相互組織としてきわめて順調にその経営を継続していることに刺激され、アメリカにおける生命保険もまた相互組織の興隆する機運にであつたのであった。すなわち The Mutual Life of New York (1842年)；New England Mutual of Massachusetts

(1843年) ; Mutual Benefit of New Jersey (1845年) ; New York Life (1845年) が創設され、一八四三年から五九年の間にはさらに一五社の設立をみたのであった。

一八五〇年頃におけるこれら生保業の投資動向をみると、一八五一年に Connecticut Mutual および Mutual Benefit が保険支払約束手形以外に投資した資産は抵当貸付八五%、残りは市債と銀行株および現金であった。<sup>(二)</sup> また一八五五年、七生保業の財務諸表の分析によると、投資された資産のうち、抵当貸付は八五%で残りは州債、市債、現金であった。<sup>(三)</sup> さらにまた、一八五八年における四大生保業の資産分布をみると、保険支払約束手形二一%、抵当貸付七〇%、州債、市債および現金九%であって、これらをみると、現代より約一世紀前においては、抵当貸付がすぐれた有力投資物件となっており、投資資産の七〇〜九〇%を占めていたことがわかる。家屋を抵当にして金を借りることは、借金をする方法では最も古い型であり、一世紀前生保業の投資が主として抵当貸付から成り立っており、この分野に投資資産が九〇%もおかれていたといっても驚くにたりないのであるが、一九六七年においてさえ、抵当貸付が三八・一%を示して<sup>(五)</sup>おり、依然その投資対象において有力なる地位を占めていることがわかる。この事は、アメリカにおいて抵当貸付がすぐれた有力なる投資物件としての性格が過去も現在も変わらないことを物語っている。しかしながらそれぞれの時代の変遷過程において、抵当貸付が投資対象のうちで常にその主要なる地位を持続したわけではなく、その消長も当然みとられるのである。

そこで次に一八六一年から一九六八年にいたる間の抵当貸付の推移についてのべることにする。

### 三 抵当貸付の推移

一八五五年頃におけるアメリカ生保業投資の中心は、抵当貸付におかれていた。

すなわち第一表に示すごとく、一八六〇年において不動産抵当貸付は五九・二％を示しており、他の社債、株式に比してその占める比重は大であった。

しかし南北戦争中（一八六二年—一八六五年）いわゆる政府公債の運用利廻がよいため、一時、抵当貸付から政府公債に投資対象を転換せざるを得なかったのである。

次いで一八七三年には恐慌が発生し、それによる一八七八年から一八七九年の不況の結果、不動産価格が非常に低落して抵当財産の大部分は、その抵当価値の半値でさえまったく売却できなくなり、生保業はこのため莫大な損失をこうむるに至った。また当時における一般産業界の著しい発展と大資本調達に有利な株式の形態がますます普及するにおよんで、生保業の投資が事業証券である社債や株式にむけられ、その所有額も増加してきた事とは対照的に抵当貸付に対する比率は下落し、一九〇四年には生保業の総資産の約二七％に減少してしまつた。<sup>(六)</sup>

一九〇五年になると、New York 州議会は上院議員アーム・ストロング氏を委員長にする委員会を設け、New York 州内の生保業の実態を調査する権限を付与したのであった。元来この委員会設置の目的は、一九世紀後半に生保業は著しい発達をとげたが、しかし一方では過当競争や資金運用の行過ぎなどを惹起して、保険契約者の利益がお

第1表

	1860年	1870年	1880年	1890年	1900年
不動産抵当貸付	59.2%	44.4%	38.6%	40.2%	28.8%
社 債	0.9	1.4	4.7	22.4	32.2
株 式	2.3	1.5	1.5	3.9	5.5
その他合計	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

(Zartman, L.W.: The Investments of life Insurance Companies, 1906, Institute of Life Insurance: Life Insurance Fact Book 1958)

かされるような事態も生じてきたため、これら弊害を除去し是正することにあつたのである。そして一九〇六年、同委員会は次のような投資の規制に関する事項をふくむ生保業の是正に関する立法を勧告したのであつた。<sup>(七)</sup>すなわち①生保業が株式に投資することを禁止し所有株式は一定期間内に整理をすること、②すべてのシンジケート関係すなわち共同引受による社債の売買または有価証券の放出を妨げるような協定の禁止、③役員が当該会社の財産上の取引きにおいていかなる資格をもつても個人的利益を受けてはならぬこと、である。

一九二八年ウェイルズ法 (Wales Act) が州議會を通過した後は、同州内の生保業は、一定の条件およびその範囲内において優先株および保証株式の投資が認められるようになった。その結果、その年度内において優先株および保証株式への投資額は、一億一千九百四十七万五千ドルに達したといわれている。<sup>(八)</sup>

かくして生保業の事業金融への進出は一応阻止されたが、これにかわるものとして保険監督官會議議長は抵当貸付の奨励を行なつたのであつた。

ところがこの様な氣運が生じた時、たまたま勃発したのが第一次世界大戰であつた。戦争のため欧州における農地は荒らされ深刻な食糧不足をきたした。このため欧州各国の農産物の需要が急激に増大し、その不足分の補充をアメリカに求めてき

たため、アメリカは世界の食糧庫となったのである。また一方アメリカ国内における農業も、経営の近代化と機械化が促進せしめられた結果、それらに要する長期的農業資金の需要が急激に増大するに至った。このような客観的情勢の進展により、そのころ事業資金への金融が阻止されていた生保業の蓄積資金は農地抵当貸付にふりむけられたのであった。

#### ○農地抵当貸付

かくて一九〇六年において、農地抵当貸付は総資産の九・七％であったのが、一九二一年には一七・八％まで増加して、抵当貸付総額の五〇％以上を<sup>(九)</sup>しめるに至ったのである。しかし第一次世界大戦の終結とともに、輸出市場の規模がせばまり需要が下降したため、農産物の過剰生産をもたらし、農地価格は混乱するに至った。さらに一九二七年頃より恐慌の徴候があらわれ、農産物価格および農地価格は下落し、資金需要も減少するに至った。このため生保業の総資産に対する農地抵当貸付の比率は下降し、一九二四年の一八・七％を最高として以後下向の現象をたどり、一九三一年に一〇％、一九三九年にはわずか三％<sup>(一〇)</sup>になり、一九四六年には一・五％<sup>(一一)</sup>にまで減少してしまった。

このような農地抵当貸付の減少には次のような原因によるものと考えられる。すなわち①一九三〇年代の経済不況のとき広汎な抵当流れがみられたこと、②第二次世界大戦中、政府公債への投資が行なわれ、一九四五年には農地抵当貸付をふくめた全抵当貸付は、総資産の一四・八％<sup>(一二)</sup>という最低の記録を示している。

一九五〇年以降は、農地抵当貸付は漸次上昇の傾向をたどり、一九五七年には三十五億二千万ドルに達し、これをふくめた全抵当貸付は総資産の約三五％<sup>(一三)</sup>であった。これは一九三〇年代の初期以降はじめての高比率といえる。

### ○市街地抵当貸付

前述のごとく農地抵当貸付は一九二五年ごろより低減しはじめたが、それとは対照的に市街地抵当貸付が増加してきた。例えば、総資産に対する比率は、一九二二年に一六・六％であったのが、一九二九年には、それは三〇<sup>(四)</sup>％に達したのであった。かかる現象は、次のごとき理由によるものと考えられる。すなわち①二〇年代における都市の建設の活発化、②企業および一般の住宅建築活動の発展という要因にもついで長期不動産資金への需要が増大してきた結果、それにとまって市街地抵当貸付が急速に拡大し始めたのである。市街地抵当貸付額と農地抵当貸付額との関係を示したのが第二表である。

一九四〇年以降は第二次世界大戦の影響のため、これらの抵当貸付への運用資金は国債投資にふりむけられた結果一九四五年度の戦争終了時には、総資産に対する比率が一四・八<sup>(一五)</sup>％という十九世紀後半から現在にかけての最低比率を示したのであった。

一九四六年以降になると政府が住宅建設を政策として打ちだし、それを強力に推進したため、アメリカの戦後まれなる好況と相まって住宅ブームが出現したのであった。このような情勢により生保業は、いち早く投資対象を国債から抵当貸付に転換したのである。

かくて生保業の保有抵当貸付額は第三表に示すごとく毎年急激に上昇して、一九六四年には約五百五十二億ドルに達し前年度よりも約四十九億ドルも増加したのである。これは近年における最高の増加額を示すものであり、しかもその増勢は依然として一九六七八年現在でも続いている。



第2表 生保業の保有抵当貸付 (1923～1954) (単位百万)

年 度	農 地	非 農 地	計	総資産に 対する比率 %	年 度	農 地	非 農 地	計	総資産に 対する比率 %
1923	\$ 1,805	\$ 1,857	\$ 3,662	38.7	1939	\$ 889	\$ 4,794	\$ 5,683	19.4
1924	1,883	2,292	4,175	40.2	1940	899	5,073	5,972	19.4
1925	2,040	2,768	4,808	41.7	1941	913	5,529	6,442	19.7
1926	2,096	3,484	5,580	43.1	1942	896	5,830	6,726	19.2
1927	2,209	3,991	6,200	43.1	1943	841	5,873	6,714	17.8
1928	2,115	4,663	6,778	42.5	1944	800	5,886	6,686	16.3
1929	2,101	5,215	7,316	41.8	1945	776	5,860	6,636	14.8
1930	2,057	5,541	7,598	40.2	1946	795	6,360	7,155	14.8
1931	1,984	5,689	7,673	38.1	1947	895	7,780	8,675	16.8
1932	1,856	5,480	7,336	35.4	1948	990	9,843	10,833	19.5
1933	1,633	5,068	6,701	32.1	1949	1,138	11,768	12,906	21.6
1934	1,264	4,611	5,875	26.9	1950	1,327	14,775	16,102	25.1
1935	1,073	4,284	5,357	23.1	1951	1,527	17,787	19,314	28.3
1936	953	4,175	5,128	20.6	1952	1,705	19,546	21,251	29.0
1937	903	4,327	5,230	19.9	1953	1,886	21,436	23,322	29.7
1938	889	4,556	5,445	19.6	1954	2,048	23,928	25,976	30.7

(Life Insurance Fact Book 1946～1955 より作成)

第3表 生保業の保有抵当貸付 (1955~1968) (単位百万)

年 度	農 地	非 農 地	計	総資産に 対する比率 %	年 度	農 地	非 農 地	計	総資産に 対する比率 %
1955	\$ 2,273	\$ 27,172	\$ 29,445	32.6	1962	\$ 3,400	\$ 43,502	\$ 46,902	35.2
1956	2,481	30,508	32,989	34.4	1963	3,792	46,752	50,544	35.8
1957	2,584	32,652	35,236	34.8	1964	4,304	50,848	55,152	36.9
1958	2,667	34,395	37,062	34.4	1965	4,823	55,190	60,013	37.8
1959	2,827	36,370	39,197	34.5	1966	5,240	59,369	64,609	38.0
1960	2,982	38,789	41,771	34.9	1967	5,569	61,947	67,516	38.0
1961	3,170	41,033	44,203	34.9	1968	5,801	64,172	69,973	37.2

(Life Insurance Fact Book 1956~1969 より作成)

## ○現況

一九六八年末、抵当貸付の保有額は六百九十九億ドル、総資産の三七・二%を占め、前年度より約二十四億ドル増加している。しかしこの増加額は一九六二年以後では最小のものである。このように増勢が緩慢になった原因は、小住宅の保有が減少したためである。すなわち一九五〇年から一九六四年までに、これらの保有は全抵当貸付の五〇%をこえており、一九五六年には六一%に達したのであった。しかしこれをピークとして漸次減少を示し、一九六八年末までにそれは、四二%に低減したといわれている。

次に前述の総額六百九十九億ドルがどの方面に投資されたかを示したのが第四表である。

すなわち協定 (conventional) 非農地抵当貸付は一九五八年末から一九六八年までの十年間に約二百六十五億円増

第4表 抵当貸付の種類 (単位百万)

年 度	農 地	非 農 地 F·H·A	非 農 地 V.A.	非 農 地 協 定	総 計
1947	895	1,398	844	5,538	8,675
1950	1,327	4,573	2,026	8,176	16,102
1955	2,273	6,530	6,074	14,568	29,445
1956	2,481	6,813	7,304	16,391	32,989
1957	2,584	6,964	7,721	17,967	35,236
1958	2,667	7,671	7,433	19,291	37,062
1959	2,827	8,523	7,086	20,761	39,197
1960	2,982	9,290	6,901	22,598	41,771
1961	3,170	9,949	6,553	24,531	44,203
1962	3,400	10,518	6,395	26,589	46,902
1963	3,792	11,160	6,401	29,191	50,544
1964	4,304	11,935	6,403	32,510	55,152
1965	4,823	12,538	6,286	36,366	60,013
1966	5,240	12,852	6,201	40,316	64,609
1967	5,569	12,672	6,122	43,153	67,516
1968	5,801	12,469	5,954	45,749	69,973

(Life Insurance Fact Book 1948~1969 より作成)

加している。これは生保業と債務者が個別的に直接に折衝して融資条件を決めるのであって、産業に長期資金を貸付けるものである。

退職軍人局保証貸付(V.V.)は、一九四七年以後急速に増加したが、一九五七年をピークとしてその後は減少の一途をたどっており、一九六八年において約五九億ドルと一九五七年のそれよりも約一八億ドル低減している。連邦住宅局(FHA)保証抵当貸付は、一九六八年に百二十五億と前年度より二億三百万ドル減少している。

一九六六年末、生保業の保有抵当貸付六百四十六億ドルがいかなる地域に分布しているかを概観してみると、その額の九八%がアメリカ国内に投資されている。それは主として太平洋沿岸の各州に集中しており、約百十六億ドルに達している。

また近年急速に成長してきた地域は南太平洋沿岸の州であって、それは一九六一年から一九六六年までに約六

第5表 20州における生保業の保有抵当貸付額順位 (1966年) (単位百万)

州 名	農 地	非 農 地 F・H・A	非 農 地 V.A.	非 農 地 協 定	総 計
California	461, 759	1, 299, 768	894, 982	6, 411, 054	9, 067, 563
Texas	556, 653	1, 182, 274	655, 088	3, 711, 660	6, 105, 675
New York	10, 993	277, 986	53, 924	3, 129, 250	3, 472, 153
Illinois	329, 290	387, 245	265, 289	1, 961, 854	2, 943, 678
Ohio	122, 499	636, 104	336, 189	1, 641, 280	2, 736, 072
Florida	182, 177	510, 882	132, 219	1, 642, 359	2, 467, 637
Virginia	48, 195	399, 371	305, 690	1, 478, 648	2, 231, 904
Michigan	42, 566	463, 379	167, 526	1, 399, 205	2, 072, 676
Pennsylvania	14, 676	235, 787	181, 109	1, 480, 187	1, 911, 759
Georgia	51, 395	467, 012	197, 423	1, 091, 452	1, 807, 282
Maryland	7, 603	199, 570	159, 225	1, 395, 858	1, 762, 256
Missouri	212, 948	287, 762	175, 885	967, 531	1, 644, 126
Indiana	199, 260	400, 241	150, 922	850, 399	1, 600, 822
New Jersey	8, 269	188, 724	97, 909	1, 289, 467	1, 584, 369
Washington	107, 237	613, 253	148, 283	588, 171	1, 456, 944
Tennessee	33, 822	433, 180	188, 398	700, 470	1, 355, 870
Colorado	136, 652	260, 179	186, 386	690, 408	1, 273, 625
North Carolina	49, 046	270, 535	201, 398	736, 191	1, 257, 170
Alabama	34, 705	402, 957	229, 610	546, 679	1, 213, 951
Iowa	469, 836	218, 933	110, 610	266, 184	1, 065, 563

(Life Insurance Fact Book 1968 p. 83 より作成)

アメリカの保険資金の投資動向

六八

一％増加している。これに対して太平洋沿岸の州では五五％、山脈部の州は五一％の増加を示している。同期間における他の地域の増加率をみると、東南中央部四八％、ニューイングランド部四六％、西北中央部三九％、中部太西洋沿岸部三四％、東北中央部三三％であって、全アメリカでの成長率は四六％<sup>(一七)</sup>であった。またアメリカ以外の地域で、主たるところはカナダで、十三億ドルの保有額のうち五億百万ドルはカナダ国民住宅法(Canadian National Housing Act)によって保証されている。その他では、一千百五十億ドルをプエルト・リコ(Puerto Rico)に投資している。

以上でアメリカ生保業の抵当貸付について約一世紀にわたりその推移を述べたのであるが、これをみるに戦争および恐慌等の発生により一時は抵当貸付への投資が鈍化したことが、それもすぐ時代が平常の状態にもどると再び抵当貸付への投資が増加しており、アメリカ生保業の投資対象中依然として主要なものであることは各時代を通じて明らかである。

さて生保業の投資遂行のための前提条件が安全性、長期的な見地および景気循環における不況の乗切りであると考えれば、戦争や恐慌が発生した場合は、各時代において比較的有利に生保資金が運用されていた抵当貸付への投資が、低利廻であるが安全度の最も高い政府公債に転換することが過去においてしばしば行なわれたのである。

さて、前述のごとく生保事業の投資分野としては抵当貸付、連邦政府公債および市町村債が主なものであり、とくに一九二〇年以後はそれがさらに鉄道債、公共事業債等の対象へとひろがり、一九五〇年以後は各種の社債への投資額が著しく増加してきているのである。

そこで次にこれら他の投資対象との関係はどのようなになっているか、まず連邦政府公債から述べていくことにする。

#### 四 連邦政府公債の推移

政府公債への投資は、戦争や経済的不況の場合、必ず行なわれることは抵当貸付を論じる時にも述べたのであるがこのことは、連邦政府公債の総資産に対する比率からも知ることができる。例えば、一八六二年から一八八〇年まで

にその総資産に対する比率は、約一〇%から八・七%まで減少し、一八九〇年には〇・八%と殆んど名目的なまで低減したのであったが、第一次世界大戦が勃発すると漸次これに対する投資比率も増勢に転じ、第六表にも示すごとく一九一八年八・六%、一九一九年一一・五%にまでなった。然し戦争が終結すると、これに向けられた部分は抵当貸付のごとき有利性の方に転換されたため、一九三〇年まではその比率が減少の一途をたどった。ところが一九三〇年以降になると経済的不況のため個人的貯蓄は全く低調でありその結果、連邦政府公債にまた関心が集まり、一九三四年に八・四%、一九三五年に一二・三%と漸次上昇、第二次大戦中にはその比率がさらに上廻つたのである。例えば一九四四年に四〇・三%、一九四五年には四五・九%と一八九〇年以来の史上はじめての最高比率を示すに至った。これに対して抵当貸付は同年の総資産に対する比率が一四・八%と史上はじめての最低比率を示しており、両者の比率が全く正反対になっているのである。このことから前述のごとく経済状態が平常のときは抵当貸付に投資され、不況や戦争の場合は、安全性を求めて連邦政府公債に投資される傾向があることを明確に把握できよう。

### ○現況

連邦政府公債は一九六六年の総資産に対する比率二・九%が一九六八年には二・四%と漸減している。それを金額で示すと四億六千五百万ドルの減少である。第六表にみるごとく一九四五年の四五・九%をピークとしてそれ以後は漸減の傾向をたどり一九五五年にはついに一〇%を割り、一九六一年に至り五%以下に減じ、さらに一九六八年には二・四%になったのである。

以上をみるとく連邦政府公債に投資された生保業の資産比率は、過去五〇年間、経済の公的、私的部面からの資

第6表 生保業が所有している連邦政府公債と抵当貸付との比較(単位百万)

年 度	連 邦 政 府 公 債		抵 当 貸 付	
	金 額	総資産に対する比率	金 額	総資産に対する比率
1890	\$ 6	8%	\$ 310	40.2%
1895	16	1.4	412	35.6
1900	7	.4	501	28.8
1905	4	.1	724	26.7
1910	2	.0	1,227	31.7
1915	1	.0	1,779	34.3
1918	560	8.6	2,075	32.0
1919	780	11.5	2,094	30.8
1920	830	11.3	2,442	33.4
1921	841	10.6	2,792	35.2
1922	896	10.4	3,122	36.1
1923	829	8.7	3,662	38.7
1925	627	5.4	4,808	41.7
1930	319	1.7	7,598	40.2
1935	2,853	12.3	5,357	23.1
1940	5,767	18.7	5,972	19.4
1941	6,796	20.8	6,442	19.7
1942	9,295	26.6	6,726	19.2
1943	12,537	33.2	6,714	17.8
1944	16,531	40.3	6,686	16.3
1945	20,583	45.9	6,636	14.8
1946	21,629	44.9	7,155	14.8
1950	13,459	21.0	16,102	25.1
1955	8,576	9.5	29,445	32.6
1960	6,427	5.4	41,771	34.9
1961	6,134	4.9	44,203	34.9
1962	6,170	4.6	46,902	35.2
1963	5,813	4.1	50,544	35.8
1964	5,594	3.7	55,152	36.9
1965	5,119	3.2	60,013	37.8
1966	4,921	2.9	64,609	38.7
1967	4,683	2.6	67,516	38.1
1968	4,456	2.4	69,973	37.2

(Life Insurance Fact Book 1946~1969 より作成)

本に対する需要の相互関係を比列して大幅に変化してきたのである。第一次、第二次の大戦および一九三〇年の不況時のような場合は、連邦政府公債に大量に投資がなされ、他の時代における投資行動は一般に事業の拡張にともなう資金面を援助するため私的部面に多くむけられたのであった。

一九六八年末の連邦政府公債の保有額は、約四十五億<sup>(二〇)</sup>ドルである。そして長期投資に必要となるまで資金を運用するために保有する短期大蔵省証券はその年末までに三億二千百万ドルにおよんでいる。

## 五 地方債の推移

一八二五年から一八四〇年にかけては、各州における運河開発の資金需要のため地方債が発行され、当時生保業もこれに投資したのであるが一八七三年における深刻な不況の結果、地方自治体の債務不履行がめだっておきるようになったため、それへの投資は減少して一八九〇年にはその保有量は総資産の七・一%、一九〇〇年には四・八%、一九二六年には四・〇%と徐々に減少を示している。

しかし一九三〇年代の不況の結果、連邦政府公債に生保業の資金が大量に投資されたのと同様に、地方債の利子率が不況時にはかなりよかったのでこの方面にも投資されるに至った。すなわち第七表に示すごとく一九三四年に六・九%、一九三五年に七・三%、ついで一九四〇年には七・八%に達したのであった。

第二次大戦中は主として連邦政府公債に投資されたのであるが、地方債については利子率が低いためあまり投資さ



第7表 生保業の保有する地方債の推移（単位百万）

年 度	金 額	総資産に対する比率%	年 度	金 額	総資産に対する比率%
1917	329	5.6	1943	1,773	4.7
1918	329	5.1	1944	1,429	3.5
1919	320	4.7	1945	1,047	2.3
1920	350	4.8	1946	936	1.9
1921	421	5.3	1947	945	1.8
1922	433	5.0	1948	1,199	2.2
1923	424	4.5	1949	1,393	2.3
1924	504	4.9	1950	1,547	2.4
1925	530	4.6	1951	1,736	2.5
1926	521	4.0	1952	1,767	2.4
1927	623	4.3	1953	1,990	2.6
1928	704	4.4	1954	2,549	3.1
1929	909	5.2	1955	2,696	3.0
1930	1,023	5.4	1956	3,011	3.1
1931	1,172	5.8	1957	3,163	3.1
1932	1,229	5.9	1958	3,510	3.3
1933	1,284	6.1	1959	4,135	3.7
1934	1,501	6.9	1960	4,576	3.8
1935	1,685	7.3	1961	5,039	4.0
1936	1,802	7.3	1962	5,349	4.0
1937	1,924	7.3	1963	5,553	3.9
1938	2,049	7.4	1964	5,639	3.8
1939	2,258	7.7	1965	5,476	3.4
1940	2,392	7.8	1966	5,090	3.2
1941	2,286	7.0	1967	5,055	3.0
1942	2,045	5.8	1968	5,377	2.7

(Life Insurance Fact Book 1946~1969 より作成)

(二)  
れず、一九四一年以降  
その比率は漸減を示し  
一九四七年は一・八％  
まで低減してしまっ  
た。

ところが一九四八年  
以降におけるその比率  
は漸増の傾向を示し、  
一九六一年および六二  
年には四％と一九四五  
年以後の最高値を示す  
に至った。しかしそれ  
以後はまた減少の一途  
をたどり、一九六八年  
には二・七％<sup>(三)</sup>になっ  
たのである。

かかる現象は、戦後における人口の急速な増加に対応すべく上下水道、橋、道路、および学校などの施設の拡張が行なわれたが、それらの施設に要する資金需要について地方債が利用されたために起こったのであった。すなわちそれら地方債の利子率が比較的有利であるとみられたため、生保業資金もそれに投資するようになった結果である。

これら地方債への投資は、それぞれの地域の事情によってこととなる。例えば一九六七年においてニューヨークグランド地域に投資された二億四百万ドルのうち一億八千六十万ドルは橋、道路および地下道に投資されている。これとは対照的に太平洋沿岸の各州においては、四億六千八百六十万ドルのうち二億六千九十万ドルが公共事業にむけられ、一千七百七十万ドルだけが橋、道路および地下道に投資されたのであった。<sup>(二二)</sup>

## 六 鉄道債の推移

一八五〇年頃は、生保業はまったく鉄道事業に投資していなかった。一八七〇年になってようやく九社が総資産の一分を保有するに至っただけで、その後一八八〇年までその投資は殆んどみるべきものはなかった。

しかし鉄道がますますアメリカ全土に普及し、その事業も安定してくると、生保業の投資対象として恰好のものとなってきた。すなわち鉄道債の総資産に対する比率は、一八九〇年に二一・二%、一九〇〇年に二八・八%となり、一九一七年には三〇・五%を占めるに至った。<sup>(二四)</sup>

ところが一九〇八年にフォードが廉価な自動車を市場に送りだすことに成功してから、自動車は大衆の間に普及す

第8表 生保業の保有する鉄道債の推移（単位百万）

年 度	金 額	総資産に対する比率%	年 度	金 額	総資産に対する比率%
1917	\$ 1,813	30.5	1956	\$ 3,877	4.0
1920	1,775	24.3	1957	3,863	3.8
1925	2,238	19.4	1958	3,843	3.6
1930	2,931	15.5	1959	3,774	3.3
1935	2,625	11.3	1960	3,668	3.1
1940	2,830	9.2	1961	3,594	2.8
1945	2,948	6.6	1962	3,496	2.6
1950	3,187	5.0	1963	3,365	2.4
1951	3,307	4.9	1964	3,327	2.2
1952	3,545	4.8	1965	3,314	2.1
1953	3,643	4.7	1966	3,393	2.0
1954	3,757	4.5	1967	3,436	1.9
1955	3,912	4.3	1968	3,553	1.9

(Life Insurance Fact Book 1946~1969 より作成)

るようになった。このような自動車工業の勃興は、従来のような鉄道の独占的地位を保持できなくなった。

その結果、鉄道事業への関心もうすくなり鉄道債の保有量は減少し、第八表のごとく一九六八年の総資産に対する比率は一・九%を占めるに過ぎない。しかしその保有額は三十五億五千三百万ドルと前年度よりも一億一千七百万ドル程上廻っている。

また生保業は車両や設備の購入その他の面で鉄道業に資本参加しており、これらは鉄道債の保有には反映しておらず各種の資産のうちにふくめられている。

## 七 公益事業債の推移

一八九〇年以来、生保業投資の対象としては電気事業債、水道債、電信電話債、市街電車債が主なものであったが、このうち市街電車債のみはこの事業の不健全経営のためかえり

第9表 生保業の保有する公益事業債の推移（単位百万）

年 度	金 額	総資産に対する比率%	年 度	金 額	総資産に対する比率%
1917	113	1.9	1956	14,520	15.1
1920	215	1.7	1957	15,252	15.1
1922	295	2.2	1958	15,938	14.8
1925	687	6.0	1959	16,455	14.5
1930	1,631	8.6	1960	16,719	14.0
1935	2,114	9.1	1961	16,999	13.4
1940	4,273	13.9	1962	17,330	13.0
1945	5,212	11.6	1963	17,328	12.3
1950	10,587	16.5	1964	17,216	11.5
1951	11,235	16.4	1965	17,046	10.7
1952	11,953	16.3	1966	16,720	10.0
1953	12,827	16.3	1967	17,116	9.6
1954	13,511	16.0	1968	17,577	9.3
1955	13,968	15.5			

(Life Insurance Fact Book 1946~1969 より作成)

みられなくなり一般に低調を示した。これに実際に投資が増大したのは一九二〇年頃の電氣の利用と電話事業への投資からである。<sup>(二五)</sup>

第九表に示すごとく一九二二年に総資産の二・二%であったのが漸次重要な投資対象となりその比率も増加してきた。一九四〇年に一三・九%、一九四五年に一一・六%と増勢を示し、一九五〇年には一六・五%に達した。しかしこれをピークとして後は次第に低減の傾向を示し、一九六八年にはその比率は九・三%に減少している。このような比率の低減にもかかわらず公益事業債は、生保業の重要な投資対象の一つとしてみなされており、一九六八年の保有額は百七十五億七千七百万ドルであつて、それは一九六六年の百六十七億二千万ドルあるいは十年前の百五十九億三千八百万ドルよりも上廻っているのである。

一九六五年において、生保業が投資した公益事業債の種類をみると、電力事業債に四七%、天然ガス事業債に二八%、

通信事業に二一%、運輸事業に四%となっている。このうち天然ガスの場合、テキサスとニューヨーク市とを結ぶ六千マイル以上のガス輸送管路の建設に役立っている。<sup>(二六)</sup>

## 八 一般産業債の推移

これは一般の製造工業債や商業債などを意味するのであるが、生保業によるこれらへの投資は一九三〇年まではみるべきものはなかった。その後一九三二年以後の不況の回復からようやくその総資産に対する比率は増加し、第二次大戦が勃発する頃にはその比率は五%前後になった。

ところが戦時中は重要産業への優先的融資と政府の資金調達のためあらゆる民間の起債が涸渇し、一九四五年にはその総資産に対する比率は四・三%に下落したのである。

一九四六年以降になると、アメリカ産業界による資金需要が高まってきて、一九五一年には一般産業債の保有量は百十四億四千万ドルとなり、一九四五年の保有量十九億ドルと比較して約六倍の増加を示している。<sup>(二七)</sup>

かくて一九五四年にはその総資産に対する比率は二〇%<sup>(二八)</sup>となつて、公益事業債への投資額よりも上廻るようになった。

さらに一九六八年の生保業有価証券目録のうちに占める一般産業債の保有額は、四百七十八億、総資産に対する比率は二五・三%と増加している。したがって抵当貸付について大なるものとなっている。

第10表 生保業の保有する一般産業債の推移（単位百万）

年 度	金 額	総資産に対 する比率	年 度	金 額	総資産に対 する比率
1917	\$ 49	. 8	1956	\$ 19,787	20. 6
1920	49	. 7	1957	21,717	21. 5
1925	97	. 8	1958	23,439	21. 8
1930	367	1. 9	1959	25,109	22. 1
1935	575	2. 5	1960	26,728	22. 4
1940	1,542	5. 0	1961	28,690	22. 6
1945	1,900	4. 3	1962	30,718	23. 1
1950	9,526	14. 9	1963	33,210	23. 5
1951	11,441	16. 8	1964	35,345	23. 7
1952	13,702	18. 7	1965	38,338	24. 2
1953	15,527	19. 7	1966	41,220	24. 7
1954	16,926	20. 0	1967	44,641	25. 1
1955	18,179	20. 1	1968	47,767	25. 3

(Life Insurance Fact Book 1946~1969 より作成)

一九六七年における一般産業債の総保有量のうち約三百六十億ドルは直接引受によって取得したものと推計される。この直接引受は発行会社と生保業のとき引受人が直接交渉して債券を発行者から購入することである。この方法で生保業は起債界に進出し、一九四五年以降著しい進展をみせている。

第二次大戦中は連邦政府債に投資され、前述のごとくその総資産に対する比率は四五・九％を占めていたが、戦後は一般産業債に投資されるようになり、一九六八年にはその比率は二・四％に低減しているのに対して、一般産業債のその比率は二五・三％と逆に上昇している。

生保業によって投資された一般産業債は、一九六五年において製造工業部門に二百六億四百万ドル、非製造工業部門に百七十七億三千四百万ドルそれぞれ保有している。製造工業部門においてその総額の一八％以上は化学・ゴムおよび合成樹脂工業部門に投資され、またその総額の一四％は機械工業

第11表 生保業の所有する製造工業および各種社債の種類  
(単位百万) (1965年)

業 種 別	金 額 <sub>\$</sub>	比 率%
製造業		
航空機	435	1.1
自動車	633	1.7
化学, ゴムおよび合成樹脂製品	3,806	9.9
食料, 煙草およびその類似品	1,850	4.8
鉄および鋼鉄	1,743	4.5
機械, 設備および器具類	2,849	7.4
金属製品	491	1.3
非鉄金属製品	1,633	4.3
製紙, 印刷, 出版その他関連製品	2,262	5.9
石油精製および関連産業	2,113	5.5
織物, 衣服および皮革製品	1,217	3.2
その他	1,572	4.1
計	20,604	53.7
非製造業		
金融および信用業	8,314	21.7
小売業	1,723	4.5
サービス業	2,499	6.5
運輸通信業	2,858	7.5
卸売業	375	1.0
その他	1,965	5.1
計	17,734	46.3
総 計	38,338	100.0

(Life Insurance Fact Book 1968, p. 79)

に、その一一％は製紙工業に、さらにその一〇％は石油工業に投資している。<sup>(二九)</sup>  
非製造工業部門においてその総額の殆どは、金融、信用業に対するものである。第二一表は生保業の所有している各種産業債の内容を示したものである。

次にこれら一般産業債の一九六五年における投資の地理的分布をみると、ニューヨーク州三十億ドル、カリフォルニア州二十八億ドル、テキサス州二十一億ドル、イリノイ州二十億ドル、およびオハイオ州は十八億ドル<sup>(三〇)</sup>となっている。

## 九 株式の推移

一八八〇年頃からの一般産業界の著しい発展とそれ

第12表 生保業の保有株式の推移 (単位百万)

年 度	金 額	総資産に対する比率	年 度	金 額	総資産に対する比率
1890	\$ 30	3.9%	1954	\$ 3,268	3.9%
1895	53	4.6	1955	3,633	4.0
1900	95	5.5	1956	3,503	3.7
1905	173	6.4	1957	3,391	3.3
1910	130	3.3	1958	4,109	3.8
1915	81	1.5	1959	4,561	4.0
1920	75	1.0	1960	4,981	4.2
1925	81	.7	1961	6,258	4.9
1930	519	2.8	1962	6,302	4.7
1935	583	2.5	1963	7,135	5.0
1940	605	2.0	1964	7,938	5.3
1945	999	2.2	1965	9,126	5.7
1950	2,103	3.3	1966	8,832	5.3
1951	2,221	3.3	1967	10,877	6.1
1952	2,446	3.3	1968	13,230	6.9
1953	2,573	3.3			

(Life Insurance Farct Book 1946~1969より作成)

に要する大資本調達のために有利な株式会社の形態がますます普及するにおよんで、生保事業の投資が事業証券である株式や社債に対して行なわれるようになりその所有額も増加したのである。

ところがこのような傾向について、他方では株式投資の危険性や生保業による産業支配を恐れるようになり、ついにニューヨーク州におけるアームストロング委員会の調査となったのであった。

この委員会の調査の結果、株式投資は制限されるようになり、例えばニューヨーク州では保証株、優先株は許可するが普通株投資は全面的に禁止されることになったのである。

第二次大戦後になると、低金利政策、資産価値の実質的維持という観点や民間産業の資金需要の増大とあいまって一九五一年以降においては①総資産の三％あるいは剰余金の三分の一を限度とする。②一社に対する投資限



度は生保業総資産の〇・一％ならびに相手会社総資産の二％という制限のもとにおいて、普通株投資が四一州に許可されている。<sup>(三)</sup>

一九六八年に生保業の株式保有量は百三十二億ドルで総資産に対する比率は六・九％である。前年度より二十四億ドルの増加は、株価の上昇と株式の取得額の増大のためである。第二表は生保業の保有株式の推移を示したものである。

その保有株式の種別は、全体の七一％、金額として九十四億ドルは銀行・信託および保険会社の株式十五億ドルをふくめた一般産業の株式であった。

一九四七年以降一九五四年までは、その保有量のうち優先株が普通株より大であったが、一九五五年以降からは、

第13表 生保業の保有株式の種別

年 度	優 先 株	普通株	総 計 (百万)
	\$ 計	\$ 計	
1947	1,033	357	1,390
1948	1,055	373	1,428
1949	1,258	460	1,718
1950	1,454	649	2,103
1951	1,401	820	2,221
1952	1,483	963	2,446
1953	1,531	1,042	2,573
1954	1,732	1,536	3,268
1955	1,744	1,889	3,633
1956	1,551	1,952	3,503
1957	1,524	1,867	3,391
1958	1,561	2,548	4,109
1959	1,607	2,954	4,561
1960	1,798	3,183	4,981
1961	2,035	4,223	6,258
1962	2,183	4,119	6,302
1963	2,315	4,820	7,135
1964	2,516	5,422	7,938
1965	2,863	6,263	9,126
1966	2,829	6,003	8,832
1967	3,067	7,810	10,877
1968	3,235	9,995	13,230

(Life Insurance Fact Book 1958, 1969 より作成)

第一三表のごとく普通株が優先株を上廻るようになった。一九六八年において普通株は百億ドル、全体の七六％をしめ、優先株は三十二億ドル、二四％である。かかる変化は企業経営の健全さを示すところの株価の

第14表 生保業の資産の分布比率 (%)

年 度	連邦政府公債	地方債	鉄道債	公益事業債	一般産業債	株 式	抵当貸付
1917	1.2	5.6	30.5	1.9	.8	1.4	34.0
1920	11.3	4.8	24.3	1.7	.7	1.0	33.4
1925	5.4	4.6	19.4	6.0	.8	.7	41.7
1930	1.7	5.4	15.5	8.6	1.9	2.8	40.2
1935	12.3	7.3	11.3	9.1	2.5	2.5	23.1
1940	18.7	7.8	9.2	13.9	5.0	2.0	19.4
1945	45.9	2.3	6.6	11.6	4.3	2.2	14.8
1950	21.0	2.4	5.0	16.5	14.9	3.3	25.1
1955	9.5	3.0	4.3	15.5	20.1	4.0	32.6
1956	7.9	3.1	4.0	15.1	20.6	3.7	34.4
1957	6.9	3.1	3.8	15.1	21.5	3.3	34.8
1958	6.7	3.3	3.6	14.8	21.8	3.8	34.4
1959	6.0	3.7	3.3	14.5	22.1	4.0	34.5
1960	5.4	3.8	3.1	14.0	22.4	4.2	34.9
1961	4.9	4.0	2.8	13.4	22.6	4.9	34.9
1962	4.6	4.0	2.6	13.0	23.1	4.7	35.2
1963	4.1	3.9	2.4	12.3	23.5	5.0	35.8
1964	3.7	3.8	2.2	11.5	23.7	5.3	36.9
1965	3.2	3.4	2.1	10.7	24.2	5.7	37.8
1966	2.9	3.2	2.0	10.0	24.6	5.3	38.6
1967	2.6	3.0	1.9	9.6	25.1	6.1	38.0
1968	2.4	2.7	1.9	9.3	25.3	6.9	37.2

(Life Insurance Fact Book 1946~1969 より作成)

安定にもとづくものといえよう。

## 一〇 結 び

以上でアメリカの生保業の資金がどのような投資動向をとるか、約一世紀にわたってその主要な対象であるところの抵当貸付、連邦政府公債、地方債、鉄道債、公益事業債、一般産業債および株式について考察してきたのであるが、それをまとめていえば次のごときことがその動向として把握できよう。

まず抵当貸付の総資産に対する比率が現代でも依然として高いことである。しかしその貸付対象は一九五六年頃とはことなり、小住宅抵当貸

付から漸次、共同住宅および商業用抵当貸付へと移行しつつあることが特徴といえる。

次に連邦政府公債および地方債が減少の一途をたどることは対照的に、一般産業債はアメリカ産業界の資金需要の増大に比列して生保業の保有比率は増加の傾向を示している。またこれらは直接引受によって著しい発展を上げている。

第三には株式の保有についてである。前述のごとく州法によってその取得額は制限されているが、株価の安定とともにその保有額も増加し、総資産に対する比率も上昇している。そして最近では、普通株の比率が優先株のそれに対して上廻ってきているのが特徴といえる。

第一四表は生保業の資産の分布率を示したものであって、前述したことがらがこの表からも明確に理解できるのである。

#### 注

- (一) Bickelhaupt, D.L.: Transition to multiple Line Insurance companies 1961, p. 14.
- (二) McCahan, D.: Investment of Life Insurance Funds 1953, p. 263
- (三) Ibid., p. 263
- (四) Ibid., p. 264
- (五) Life Insurance Fact Book 1968, p. 82
- (六) McCahan, D.: ops cit., p. 263
- (七) Mowbray, A.H.: Insurance 1961 p.500~501
- (八) Huebner, S.S.: Life Insurance 1950, p. 465

- (ㄥ) McCahan, D : ops cit, p. 268
- (Ⅰ○) Ibid, p. 269
- (ⅠⅠ) Maclean, J.B. : Life Insurance 1957, p. 275.
- (ⅠⅡ) Life Insurance Fact Book 1958 p. 81
- (ⅠⅢ) Ibid, p. 82
- (ⅠⅣ) Proceeding 1937
- (ⅠⅤ) Life Insurance Fact Book 1960 p. 84
- (ⅠⅥ) Life Insurance Fact Book 1968 p. 84~85
- (ⅠⅦ) Ibid, p. 84
- (ⅠⅧ) Life Insurance Fact Book 1965 p. 71
- (ⅠⅨ) Life Insurance Fact Book 1958 p. 68
- (ⅠⅠ○) Life Insurance Fact Book 1968 p. 71
- (ⅠⅠⅠ) McCahan, D. : op cit, p. 275
- (ⅠⅠⅡ) Life Insurance Fact Book 1969 p. 75.
- (ⅠⅠⅢ) Ibid, 1968 p. 74
- (ⅠⅠⅣ) McCahan, D : op. cit., p. 277
- (ⅠⅠⅤ) McCahan, D : op. cit., p. 281
- (ⅠⅠⅥ) Life Insurance Fact Book 1968 p. 76
- (ⅠⅠⅦ) McCahan, D : op. cit., p. 282
- (ⅠⅠⅧ) Life Insurance Fact Book 1968 p. 77
- (ⅠⅠⅨ) Ibid. p.78
- (ⅢⅠ○) Ibid. p. 79
- (ⅢⅠⅠ) Mowbray A.H. : op. cit., p. 418