

2013年7月12日 全14頁

生命保険会社の資産運用の現状と課題

国際的な規制強化の潮流と「量的・質的金融緩和」が生保の資産運用にもたらしつつある影響

金融調査部 主任研究員 島津 洋隆

[要約]

- 日本の生命保険会社（以下、生保）は巨大な金融資産を擁している機関投資家である。本稿では、生保の資産運用の現状と、それを取り巻く制度面や金融環境面についての課題を取り上げる。
- 2013年3月末時点における主要生保の保有公社債のデュレーションは11.9年と推定される。2003年3月末における推定値である5.8年に対し長期化していることが推測される。その背景に、生保は、超長期の負債（生命保険契約）を抱えている一方で、その負債よりも短い期間の資産を抱えているという「資産・負債のミスマッチ」が以前から存在する。この「ミスマッチ」を解消するために超長期の国債を購入し続けなければならない状況に置かれ続けてきた。
- 2000年に導入された時価会計やVaRの浸透により生保の国債選好が強まった。こうした中で、いわゆる3-3-2規制が撤廃され、資産運用に柔軟性がもたらされることが期待された。しかしながら、日本におけるソルベンシー規制の厳格化や欧州で導入が検討されているソルベンシーIIにより、超長期国債への選好がさらに強まる可能性がある。
- デフレ下において名目金利（長期金利）が低い水準で推移していた。そのため、生保が十分な運用成果をあげられず、逆鞘の危険性に苛まれていたとみられる。だが、日本銀行の「量的・質的金融緩和」により、名目金利の上昇並びに株価上昇等の資産効果が発現すれば、生保のバランスシートが改善するとみられる。但し、株式や外債などリスク性資産への積極的な投資をもたらすとは必ずしもいえないだろう。

1. 本稿の目的

生命保険会社（以下、生保）は、巨大な金融資産を擁する機関投資家であり、かつ、負債の大半を占めている責任準備金を保持していることに示されるように、超長期の保障を全うする使命を有している。こうした使命が資産運用に様々な影響を与えていることが見落とされがちである。そこで、日本の機関投資家として中心的な地位を占めている生保の資産運用の現状と、それを取り巻く制度面や金融環境面についての課題を取り上げることにより、こうした使命が如何に生保の資産運用に影響を与えているかを明らかにする。

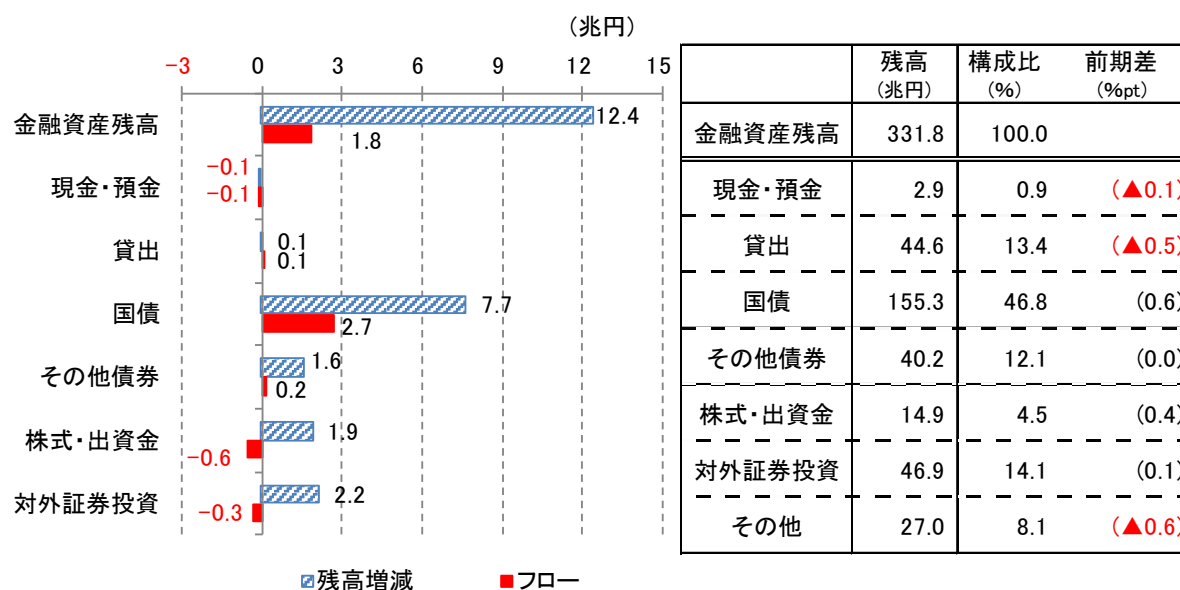
本稿の構成は以下の通りである。まず、日銀の資金循環統計や生命保険協会等の公表統計により、資産構成の推移と現状を説明する。次いで、生保の資産構成に影響を与えることが想定される国内の制度と国際的な規制強化の潮流について取り上げる。最後に、現下の金融政策（「量的・質的金融緩和」）が生保の資産運用に変化をもたらしつつあることについて述べる。

2. 各種統計からみた生保の財務状況

（1）資金循環統計からみた足もとの「生命保険」の金融資産

2013年3月末における「生命保険」（資金循環統計における一部門、かんぽ生命保険を含む）の金融資産残高は331.8兆円（2012年12月末比+12.4兆円）となった（図表1）。これは、同時期における日本の金融機関の総金融資産3,104兆円のうち10.7%を占めている。

図表1 2013年1-3月期の生命保険の金融資産の状況（左図：フロー、右図：ストック）



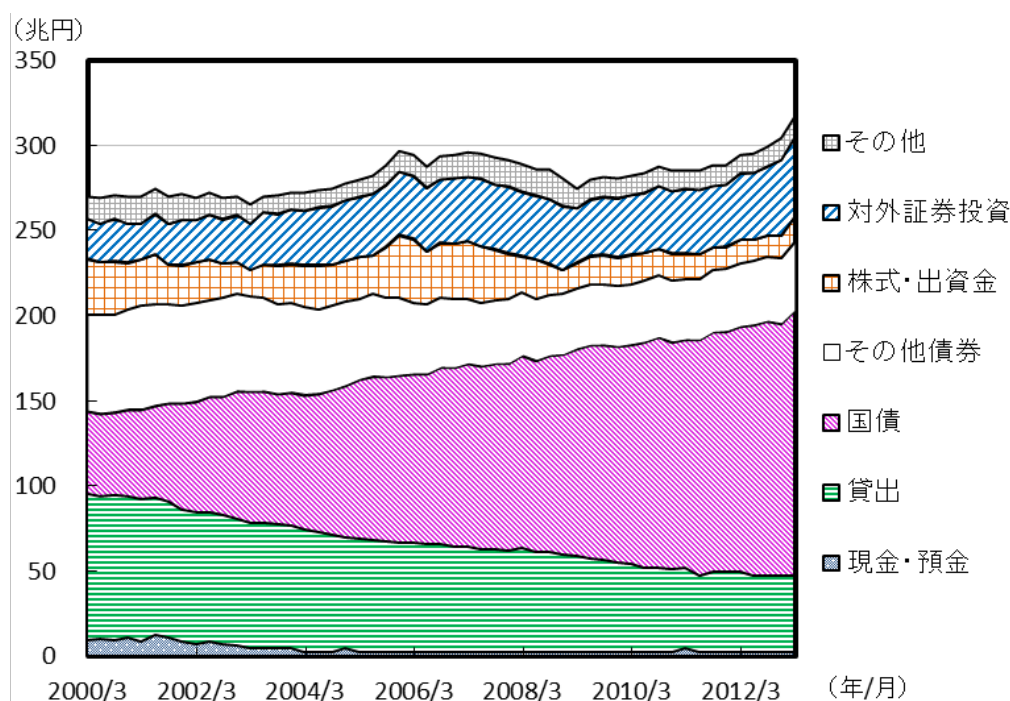
（注）ストックの表における残高は2013年3月末、前期差は2012年12月末との差。国債は国債・財融債と国庫短期証券の合計値。フローは価格変動を除いた増減。

（出所）日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

2013年1-3月期の「生命保険」の資産構成における目立った変化として、以下の3点があげられる。第一に、長期金利の低下（債券価格の上昇）などにより、国債（財融債、国庫短期証券を含む）の残高が増加（同+7.7兆円）したこと。第二に、円安の進行による評価額上昇を主因に、対外証券投資の残高が増加（同+2.2兆円）したこと。第三に、株価の上昇に伴い株式・出資金の時価評価が押し上げられ、残高ベースで増加（同+1.9兆円）したこと（図表1,2）。

なお、価格変動要因を除いたフローベースでは、国債およびその他債券が取得超（それぞれ+2.7兆円、+0.2兆円）となった一方、株式・出資金および対外証券投資は売却超（それぞれ▲0.6兆円、▲0.3兆円）であった。

図表2 生命保険の金融資産構成の推移



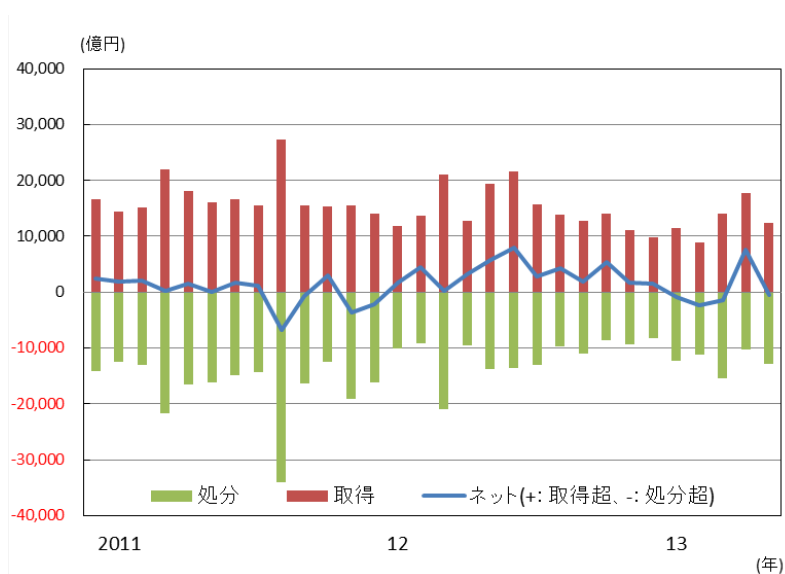
(注) 国債は国債・財融債と国庫短期証券の合計。その他は金融資産残高の合計から各記載項目の残高を減じた値。

(出所) 日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

なお、2013年1-3月期の資金循環統計は、4月4日に導入された日本銀行の「量的・質的金融緩和」を反映していない。だが、4月以降の動きとして、生保が長期金利上昇による金利収入増をねらい国債投資に回帰する動きが報じられる一方で、変動が激しい国債市場での売買を手控える動きも報じられている。また、財務省の統計から、生命保険会社の対外証券投資（決済ベース）の動向をみると、2013年1-3月は売り越し（処分超）であったが、4月は大幅な買い越し（取得超）となった。もっとも、5月は再び売り越し（処分超）となっている（図表3）。6月は約定ベースでみると売り越し（処分超）となっている。

他方、負債サイドにおける保険準備金（図表4）の残高は、2013年1-3月期の時点で187.8兆円となっている。

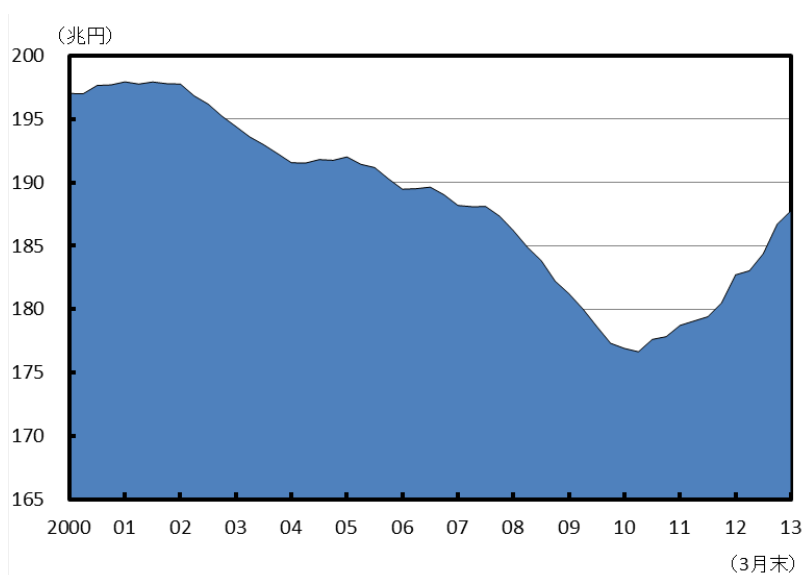
図表3 生保の対外証券投資（決済ベース）の推移



(注) 直近は2013年5月

(出所) 財務省、日本銀行「対外・対内証券投資（証券貸借を除く）」より大和総研作成

図表4 生命保険における保険準備金の推移



(注) 直近計数は2013年3月末。

(出所) 日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

(2) 生保決算からみた各運用資産の状況

生命保険事業概況（生命保険協会）から、2013年3月末時点の生保の資産運用動向についてみてる。なお、以下で示す数値はかんぽ生命保険の数値を除いたものである。

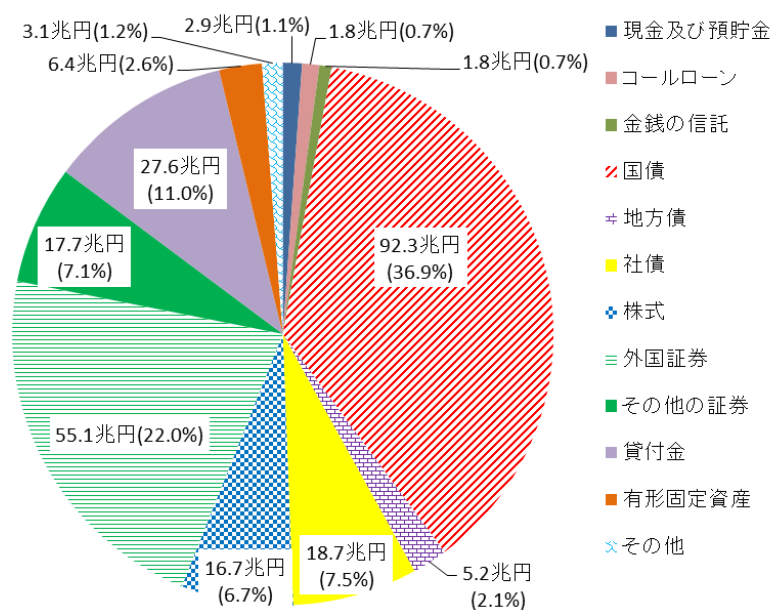
① 運用資産の構成（図表 5）

2013年3月末時点の生保（全42社合計、但し、かんぽ生命保険を除く）の総運用資産は、249.9兆円にのぼり、前年比+7.1%増加した。

この主な内訳をみると、国債が92.3兆円であり、総運用資産の36.9%を占めている。地方債は、5.2兆円（2013年3月末時点運用比率2.1%）、社債が18.7兆円（同、7.5%）。生保における公社債は116.2兆円で、総運用資産全体の46.5%を占める。

なお、株式が16.7兆円（同6.7%）、外国証券が55.1兆円（同22.0%）、貸付金27.6兆円（同11.0%）となっている。

図表 5 2013年3月末時点における生保の総運用資産の構成



(注) かんぽ生命保険を除く。

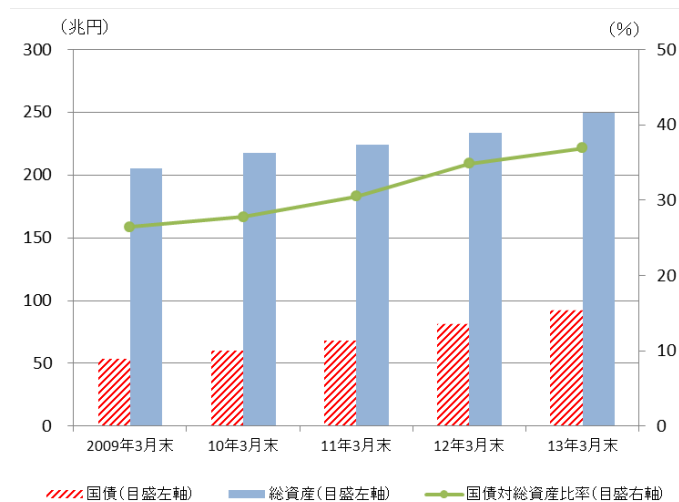
(出所) 生命保険協会、かんぽ生命保険より大和総研作成

② 国債（図表 6）

2013年3月末時点の国債は92.3兆円（前年比+13.5%）となっている。国債の保有額、総運用資産に対する比率は2010年3月末から上昇し続けている。なかでも、超長期の国債を購入していることが、後掲の図表12-1、2からうかがえる。

生保における超長期の国債購入の増勢をもたらしている要因については、後述第3章「(2) 量的・質的金融緩和」が生保にもたらしつつある影響」で述べるが、超長期の負債（生命保険契約）を抱えている一方で、その負債よりも短い期間の資産を抱えているという資産と負債の「ミスマッチ」が以前から存在する。この「ミスマッチ」を解消するために、長期で安定的に運用収益をあげることができる超長期国債を購入していることがうかがえる。

図表6 生保の保有国債の推移



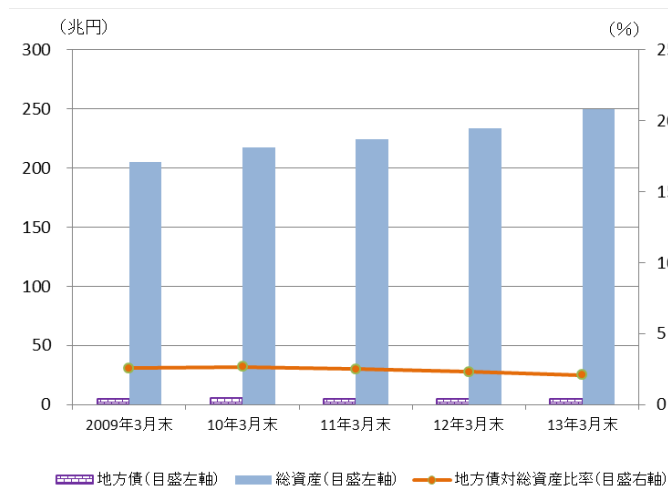
(注) かんぽ生命保険を除く。

(出所) 生命保険協会、かんぽ生命保険より大和総研作成

③ 地方債 (図表 7)

2013年3月末時点の保有地方債は5.2兆円(前年比▲2.8%)となっている。2010年3月以降、残高と総資産に占める比率は低下基調にあることがうかがえる。

図表7 生保の保有地方債の推移



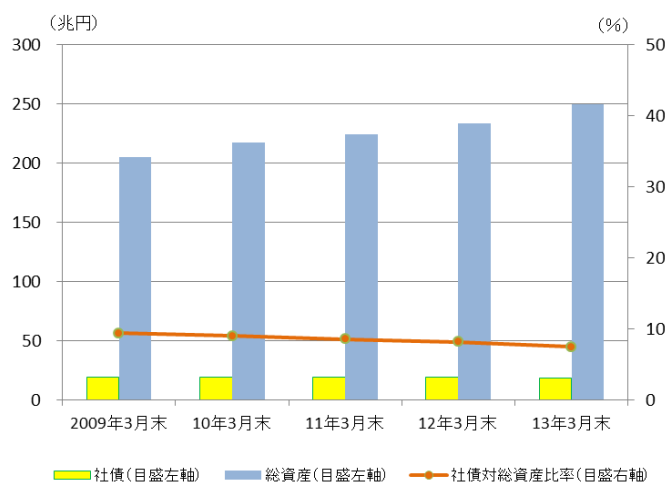
(注) かんぽ生命保険を除く。

(出所) 生命保険協会、かんぽ生命保険より大和総研作成

④ 社債 (図表 8)

2013年3月末時点の保有社債は18.7兆円(前年比▲2.3%)となっている。保有社債の残高と総資産に占める比率についても、2010年3月以降低下し続けている。

図表 8 生保の保有社債の推移



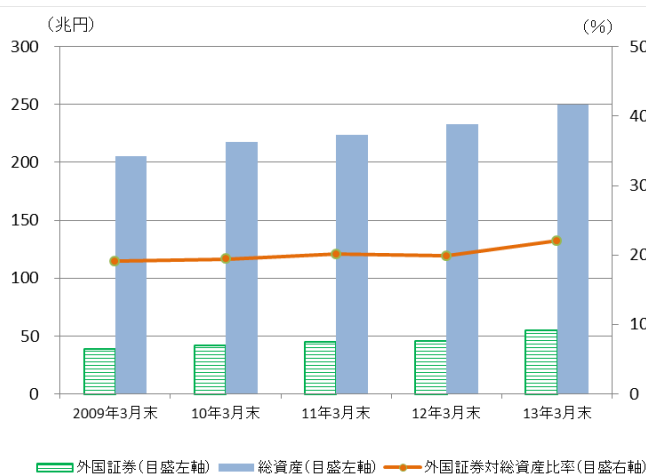
(注) かんぽ生命保険を除く。

(出所) 生命保険協会、かんぽ生命保険より大和総研作成

⑤ 外国証券 (図表 9)

2013年3月末時点の保有外国証券の残高は55.1兆円(前年比+19.0%)と、2010年3月末から2013年3月末にかけて増加している。主要生保(日本生命保険、第一生命保険、明治安田生命保険、住友生命保険)の財務諸表によると、2013年3月末時点の外国証券は31.0兆円(前年比+5.1兆円)となっている。その内訳についてみると、公社債が24.2兆円(前年比+4.1兆円)、株式等6.8兆円(前年比+1.0兆円)となっている。第2章「(1) 資金循環統計からみた足もとの『生命保険』の金融資産」においても触れたが、円安の進行が、海外公社債や株式の評価額の上昇をもたらしたものとみられる。

図表 9 生保の保有外国証券の推移



(注) かんぽ生命保険を除く。

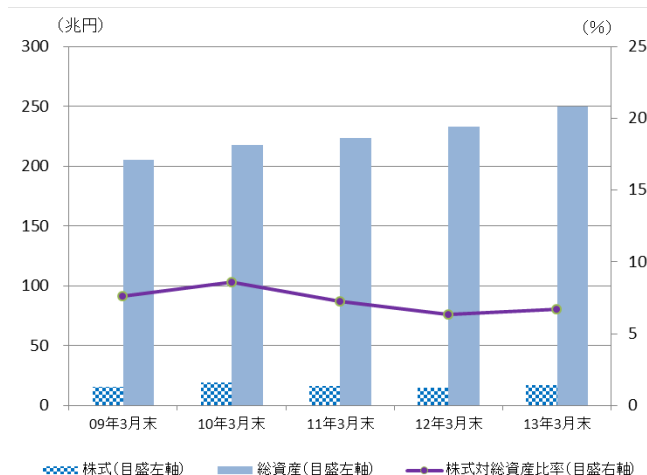
(出所) 生命保険協会、かんぽ生命保険より大和総研作成

⑥ 株式（図表 10）

2013年3月末時点の保有株式の残高は16.7兆円（前年比+13.4%）となっている。保有株式の残高が2012年3月末と比べて増加している背景は、昨年末以降の株価の上昇に伴い保有株式の時価評価が押し上げられたことがあげられる。その一方で、2013年1-3月で株式を売り越していることが、図表1の資金循環統計のフローベースで売却超になっていることからうかがえる。2013年3月末時点における総資産に占める保有株式の比率は6.7%となっており、リーマン・ショック後の2009年3月末時点の比率までは回復していない。

2011年3月末から2012年3月末にかけて保有株式の残高が減少（図表11では、生損保が株式の売却超）した背景には、デフレ下における株価の低迷と2000年の時価会計導入による価格変動リスクを勘案した運用見直しに加え、生保に適用されている資産運用の規制が存在する。資産運用の規制については第3章「(1) 生命保険の資産運用を取り巻く規制等について」にて後述することとする。

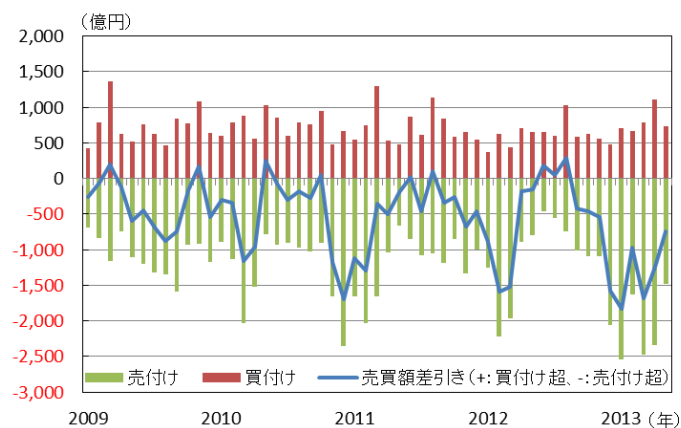
図表 10 生保の保有株式の推移



(注) かんぽ生命保険を除く。

(出所) 生命保険協会、かんぽ生命保険より大和総研作成

図表 11 生損保の株式買越額の推移（東証1部）



(注) 直近は2013年5月。

(出所) 東京証券取引所「投資部門別売買状況」より大和総研作成

⑦ 保有有価証券の構成と公社債のデュレーション

「① 運用資産の構成」で国債が運用資産の3分の1強を占めていることを示した。主要生保（日本生命保険、第一生命保険、明治安田生命保険、住友生命保険）の2013年3月末時点における有価証券の保有状況（図表12-1）を合算値でみると、10年超の国債（期間の定めのないものを含む）が、保有有価証券の38.1%を占めており、他の種別・残存期間の運用資産よりも高い状況である。国債全体でみると、保有有価証券の48.1%を占めており、資産運用を国債に大きく依存していることがうかがえる。

一方、10年前の2003年3月末時点における主要生保（日本生命保険、第一生命保険、旧明治生命保険、住友生命保険）については、10年超の国債（期間の定めがないものを含む）は、保有有価証券の5.1%を占めている。図表12-1と図表12-2を比較すると、2013年3月末時点では10年超の国債（期間の定めがないものを含む）に集中しているのに比べ、2003年3月末時点は国債が各残存期間に分散していたことが明らかに示されている。

また、公社債のデュレーションを、1年以下を0.5年、1年超3年以下を2年、3年超5年以下を4年、5年超7年以下を6年、7年超10年以下を8年、10年超（期間の定めのないものを含む）を15年と仮定すると、2013年3月末時点における主要生保の公社債のデュレーションは11.9年と推定でき、2012年3月末時点の11.7年から平均残存期間が伸びたことになる。これに対して2003年3月末におけるデュレーションは5.8年となっており、生保が保有する公社債のデュレーションが長期化していることが推測されよう¹。

—— 「日本銀行レビュー わが国生命保険会社のバランスシート構造と国債投資」（2012年11月）によると、2004年度における資産サイドのデュレーションは7年程度であったが、2010年度では11年程度まで上昇していることを示している。

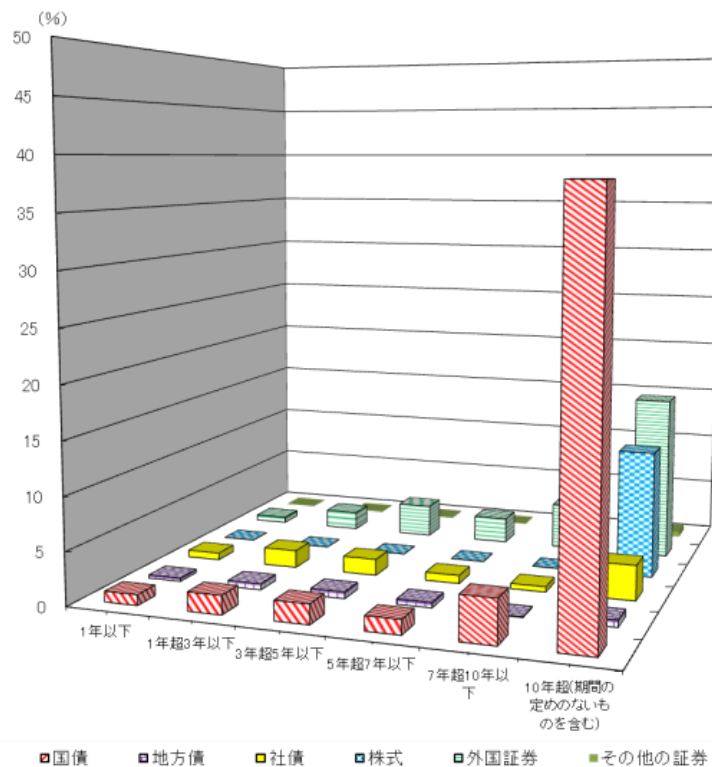
このように生保の公社債のデュレーションが長期化しつつある背景として、生保の負債のデュレーションが資産のデュレーションよりも長く、こうした「資産・負債のミスマッチ」を解消するために超長期の国債を購入し続けなければならない状況に置かれ続けてきたことがあげられる²。なお、生保が提供する生命保険商品が超長期の契約であることから、それに対応する責任準備金も超長期の負債として計上される。

では、こうした流れをもたらしている要因として、経済価値ベースの資産・負債評価並びにその変動をリスクとして捉えることを主眼としているソルベンシーⅡの導入が控えていることがあげられる。

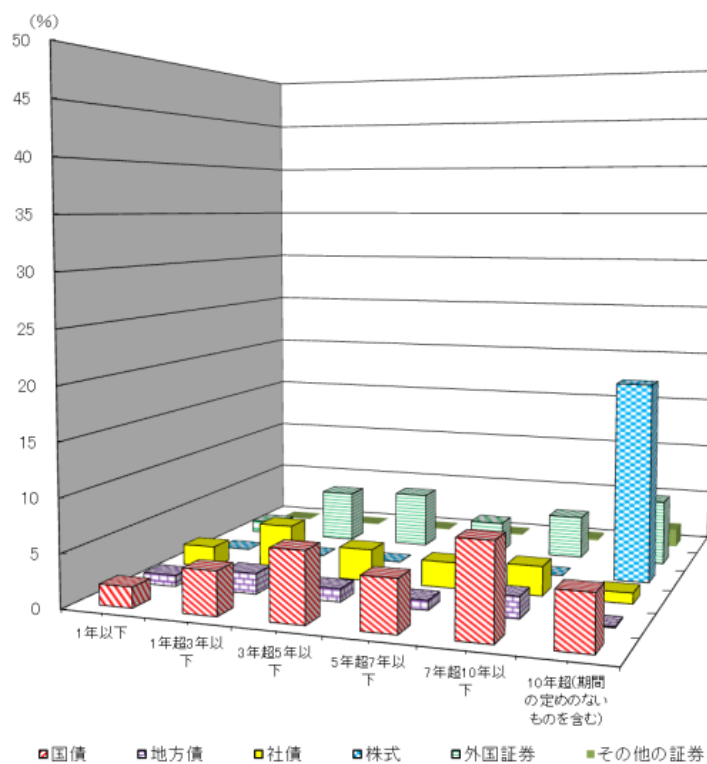
¹ 同様のことが「生保の投資行動とJGB市場 経済価値ベースで負債を評価すれば『超長期買い』」（森本祐司 金融財政事情 2010年10月18日）でも指摘されている。

² 日本銀行によると、2004年度から2010年度にかけての負債のデュレーションは15年程度で推移していることを示している（2012年11月 「日本銀行レビュー わが国生命保険会社のバランスシート構造と国債投資」）。

図表 12-1 2013年3月末 主要生保の有価証券の種類別・残存期間別残高の比率



図表 12-2 2003年3月末 主要生保の有価証券の種類別・残存期間別残高の比率



3. 課題

(1) 生命保険の資産運用を取り巻く規制等について

① 国内における国債選好の強まりをもたらしてきた要因と 3-3-2 規制の撤廃

デフレ下において国債保有の増加基調は強まる一方で、株式保有がさほど伸びていない状況が続いてきた。こうした状況をもたらした要因として以下の 2 点が指摘されている。第一に、2000 年の時価会計導入によりリスク管理が強化される中で、株式は国債よりもボラティリティ対比の収益率が低いこと。第二に、VaR (Value at Risk) によるリスク計測が浸透する中で、株式は国債よりも保有額 1 単位当たりのリスク量が多かったことである³。

こうした状況の中で、生損保については、いわゆる 3-3-2 規制（保険会社の資産運用に関して、保有する資産の種類ごとに総資産額に一定の比率＜国内株式 30%、外貨建資産 30%、不動産 20%＞を乗じた額を上限とする資産運用比率規制）が 2012 年 4 月に撤廃された。なお、現時点では、同一人に対する資産運用の上限規制（社債・株式＜出資を含む＞については合計で総資産の 10%）が存在している。

3-3-2 規制の撤廃が生保の資産運用に柔軟性をもたらすであろうと期待されている。だが、3-3-2 規制の撤廃から 1 年経過したばかりであり、国債中心の資産運用からリスク性資産にシフトするかどうかは判断しかねるところである。

3-3-2 規制の撤廃の実効性が依然として判然としない中、先に述べた 2 つの要因が資産運用の制約として定着し、結果的に国債の選好を覆すことができない状況が今日まで続いているものとみられる。加えて、生保の資産運用における国債選好がさらに高まると考えられる背景を次項で述べる。

② 国内におけるソルベンシー規制の厳格化

日本の生保においては、デフレ下における企業の資金需要の低下と、生保の信用リスク管理の強化等から貸出が減少し続けていた（図表 2）。さらに、バブル崩壊やリーマン・ショック等による株価の下落や 2000 年の時価会計導入による価格変動リスクを考慮した見直しがなされたことにより株式保有が減少基調にある。他方、国債保有は貸出や株式と比べて相対的に増加しているだけでなく、前項の中で述べた 2 つの背景があることから、絶対的にも増加してきたとみられる。

こうした中で、日本では 2012 年 3 月期決算よりソルベンシー規制が一部改正された。これにより、国内株式のリスク係数が 10%から 20%に厳格化された⁴ことに伴い、株式保有のインセンティブは弱まるものとみられる。

³ 「平成 24 年度 年次経済財政報告 ―日本経済の復興から発展的創造へ―」（内閣府 2012 年 7 月）

⁴ 因みに、国内株式以外のリスク係数の厳格化については、邦貨建債券（1%→2%）、不動産（5%→10%）となっている。

③ 国際的な規制強化の潮流

さらに、国際的な規制強化の潮流として、EUにおいて、経済価値ベースのソルベンシー評価を前提としたソルベンシー II⁵の導入が予定されている（現時点での導入時期は未定）。

—— 「欧州年金・保険会社の動向とソルベンシー II ドイツ超長期利回り低下の背景に年金・保険のヘッジニーズ」（エリック・ヴィエ 金融財政事情 2012年7月30日）においては、欧州の年金基金・保険会社が、ソルベンシー IIの導入をにらんで、資産・負債の期間のミスマッチを解消すべく超長期債への投資を積極化している動きがあることを指摘している。

ソルベンシー IIは以下の3つの柱で構成されている。第一に、保険金支払と保険会社の存続が可能であるように十分なリスク資本を保有することを量的に規定していることである。また、資産サイドだけでなく、保険債務（主に責任準備金）を中心とした全ての負債を含めた経済価値を重視することとなっている（※）。第二に、保険会社に対して、組織内におけるリスク管理とガバナンスに関して厳格な基準の適用を要求していることに加え、監督機関には保険会社に対してリスク管理の課題と管理態勢、内部統制システムの側面に関する事項を報告させることを要求している。第三に、保険会社間における資本の十分性の比較が可能になるよう開示することを定めている。

（※） ソルベンシー IIの第一の柱に包含される「負債の経済価値」も重視する合理的な理由として、生命保険商品の原価（生命保険商品が将来の死亡などの不確定な事象に対する定額の給付であることから、原価は将来キャッシュフローに相当する）の変動を適切に理解するという根強いニーズが存在していることが指摘されている⁶。

仮に日本においてソルベンシー IIが導入された場合、生保経営（保険会社にととまらず、「制度共済」⁷を運営する協同組合を含む。なお、各「制度共済」にも各官庁が所管する法令等によりソルベンシー規制が既に適用されており、金融庁が所管する保険会社とほぼ同じような形で健全性の指標が重視されている）にもたらずと想定される影響は以下の3点があげられる。

第一に、責任準備金の評価利率が引き下がることにより、負債が増大し、純資産が減少することが考えられる。第二に、生保は資産と負債のデュレーションの「ミスマッチ」を解消すべく、超長期国債などの公社債への運用を高めることが想定される⁸。それと同時に、株式などの

⁵ 当初2012年11月からの導入を目指して欧州各国で話し合われてきたが、欧州のソブリン危機などのあらゆる事情を勘案し、現時点では2014年1月に導入時期を延期することについて議論されている。なお、ソルベンシー規制の内容については菅谷幸一「ソルベンシー規制と保険会計を巡る動向」（2010年11月8日）を参考にされたい。

⁶ 【全体最適】の保険ALM（森本祐司編著 きんざい 2011年）

⁷ 「制度共済」とは、農協、漁協、全労済、都道府県民共済、生協等が運営する共済のことであり、生保と損害保険会社のそれぞれが提供する生命保険商品と損害保険商品に類似する共済商品を提供している。これらの事業体は保険業法の適応を受けておらず、金融庁以外の各官庁が各種法律に基づき所管しているのである。なお、制度共済の現状と課題については、島津洋隆「転機を迎えつつある制度共済『量的・質的金融緩和政策』下の制度共済の資産運用の現状と課題」（2013年6月12日）を参考にされたい。

⁸ “Fixed income strategies of insurance companies and pension funds: new report from the Committee on the Global Financial System”（BIS the Committee on the Global Financial System <12 July 2011>）においても同様のことが指摘されている。

他の資産での運用が減少する可能性が考えられる。第三に、負債とマッチングした国内債券運用が難しくなり、生保商品が利率保障型から変額型へシフトする可能性がある。

ソルベンシー II だけでなく、新たな国際金融規制が生保の資産運用に影響を及ぼす可能性がある。具体的には、FSB（金融安定理事会）が、世界経済への影響力が大きい巨大な保険会社（Global Systemically Important Insurers <G-SIIs>）を対象に新しい規制を設けることとしている⁹。G-SIIsに指定された保険会社には、各国政府の一般的な基準に上乗せする形で資本を積むよう求められることとなっている。FSB は2013年7月中に対象となる保険会社の当初案を公表する予定である。同規制は日本の生保に直ちに影響を与えることにはならないとみられるが、G-SIIsに適用される規制が日本の保険業界における健全性の目安の一つとなり、資産運用の新たな制約になる可能性として考えられよう。

（2）「量的・質的金融緩和」が生保にもたらしつつある影響

これまでの景気低迷の中では、銀行などの預金取扱金融機関の保有国債は増加基調にあった。こうしたことを受けて、金利上昇時に国債保有に伴う損失が発生するリスクを懸念する声が聞かれる。生保についても銀行に対するものと同じような懸念を指摘する声もある。だが、同じ国債投資でも銀行と生保においては事情が異なり、金利上昇が銀行のように生保の財務体質を著しく毀損するとは限らない。これについて考察してみよう。

銀行の負債は預金を中心であり、長期の債券の購入は金利リスクに繋がるおそれある。しかも、金利上昇時に預金流出する可能性も少なからずあると考えられる。他方、生保の負債は責任準備金¹⁰が大半を占めている状況である。加えて、責任準備金は超長期の負債であるため、超長期の債券を購入しても、資産と負債のミスマッチが簡単には埋まらない実情が存在する（脚注2参照）。こうした実情に鑑みると、金利上昇の局面において、債券の保有区分が「責任準備金対応債券」¹¹あるいは「満期保有目的債券」（これらは原則として時価会計を行わない）であれば、含み損を抱えることがあっても実現損は発生しない。当該負債がこうした債券の残存期間よりも長期であるために生じる資産と負債の期間の「ミスマッチ」が常に解消されないままに存在しているということを踏まえると、金利上昇局面においては負債の価値が実質的に縮小することに伴い、生保のバランスシートは改善すると考えられる¹²。

⁹ [“Meeting of the Financial Stability Board in Basel on 24 June”](#) (FSB 2013年6月25日)

¹⁰ 将来の保険金・年金・給付金の支払いに備え、保険業法で保険種類ごとに積み立てが義務付けられている準備金のこと。

¹¹ 保険会社等における負債の特性を勘案し、保険会社等に認められた有価証券の区分。保険会社等の負債は、契約時に固定された予定利率により積み立てられる超長期の負債である責任準備金が大半を占めている。この負債の特性を勘案し、ALM手法を活用して資産運用を行っている。このALM手法の一環として保険会社等は、長期固定金利の負債の金利変動リスクを相殺するために、長期の債券を保有している。だが、これらの債券が「その他有価証券」の項目に計上され、資産サイドだけで時価評価されると純資産額が変動し、財務状況が適切に反映されないおそれがある。こうした事態を回避するために、資産・負債の金利変動による時価の変動を概ね一致させるような管理を行っている債券について「責任準備金対応債券」と呼ばれている。なお、これは、償却原価方式による評価が認められている。

¹² 欧州保険最大手で機関投資家でもあるミュンヘン再保険 CEO のニコラス・フォン・ボンバルト氏は「(過剰な

これまでのデフレ状況においては、名目金利（長期金利）が低い水準で推移していた。そのため、生保は十分な運用成果をあげられず、保険契約の予定利率との逆鞘の危険性に苛まれていたとみられる。こうした状況を改善すべく予定利率の引き下げを行ってれば、解約の増加や新規契約の減少を招き、経営的にも厳しい局面が続いていた可能性もある。

だが、2013年4月に日銀が「量的・質的金融緩和」を導入したことに伴い、株価が持ち直すことが期待されつつある。株価の持ち直しにより、生保が保有する株式に含み益をもたらすことになろう。加えて、「量的・質的金融緩和」によりインフレ予想が定着すれば、長期的には名目金利が上昇し（いわゆる「フィッシャー効果<Fisher effect>」¹³）、負債の実質価値は低下し、結果的に生保のバランスシートの改善をもたらすことも期待されよう。

4. おわりに

この10年、特にここ数年の間、生保のALMへの対応は大きな変化がもたらされてきた。ソルベンシーIIの肝である資産・負債を経済価値ベースで捉えるという動きが、資産・負債のデュレーションギャップの縮小というインセンティブが高まるとみられる。こうしたインセンティブは、超長期の契約を主体とする負債に比べ、デュレーションの短い資産を長期化させるべく、生保における超長期債への投資を加速させる可能性が高い。日銀による「量的・質的金融緩和」が生保のバランスシート改善をもたらす可能性はあるものの、生保の株式や外債などリスク性資産への積極的な投資をもたらすとは必ずしもいえないことも留意すべきであろう。

以上

流動性で)物価上昇が激しくなるかが焦点だ。それに伴って名目金利も上昇すれば、生保にプラスとなる。だが金利が上がらなければ、生保だけでなく、損害・傷害保険も大変なことになる」と指摘している(2012年10月2日 日本経済新聞電子版)。

¹³ “When expected inflation rises, interest rates will rise. This result has been named the Fisher effect” (Mishkin, “The economics of Money, Banking & Financial Markets 9th Edition [2009], pp.103-104)