

# 基礎研 レポート

## 欧州大手保険グループの 2016 年決算状況について(1) —低金利環境下での各社の生命保険事業の 地域別の業績や収益状況はどうだったのか—

取締役 保険研究部 研究理事

年金総合リサーチセンター長 中村 亮一

TEL: (03)3512-1777 E-mail: [nryoichi@nli-research.co.jp](mailto:nryoichi@nli-research.co.jp)

### 1—はじめに

欧州大手保険グループの 2016 年決算数値が、2 月から 4 月にかけて、投資家向けのプレゼンテーション資料や Annual Report の形で公表されている。欧州大手保険グループを巡る経営環境は、世界的な金融緩和の長期化に伴う低金利環境の継続に加えて、2016 年 1 月にスタートしたソルベンシー II をはじめとした各種の規制の強化への対応等、困難な課題を抱えている状況にある。ただし、各社ともこうした環境下で、基本的には積極的な海外事業展開等を進め、各種リスクへの対応策を講じつつ、収益基盤の拡大を図ってきている。

今回の基礎研レポートでは、各社の 2016 年の生命保険事業について、昨年度の基礎研レポートと同様に、地域別の業績や投資関係損益を巡る状況等に焦点を当てて報告する<sup>1</sup>。

昨年度の基礎研レポートでも述べたが、以下の報告においては、例えば、保険料の地域別内訳のベースが各社毎に異なっていたり、地域区分の考え方も各社独自の方式によっている等、各社の公表データのベースが必ずしも統一されていない。このため、厳密な意味での各社間の比較等を行うことはできないが、筆者の判断で各種の前提をおいて、一定程度比較可能な数値を作成して分析を行っている。

また、当レポートでは、「全体の状況と AXA、Allianz、Generali の 3 社の状況」、次回のレポートでは、「Prudential、Aviva、Aegon、Zurich の 4 社の状況と全体のまとめ」と 2 回に分けて報告する。

### 2—欧州大手保険グループの各社間比較—全体の業績と地域別業績について—

欧州大手保険グループとしては、欧州の主要国を代表する保険グループとして、昨年度の基礎研レポートで取り上げた AXA(フランス)、Allianz(ドイツ)、Generali(イタリア)、Prudential(英国)、Aegon(オランダ)、Zurich(スイス)の 6 社に加えて、今回のレポートでは Aviva(英国)を加えている。このうち、AXA、Allianz、

<sup>1</sup> なお、2016 年末のソルベンシーの状況については、筆者による、保険・年金フォーカス「[欧州大手保険グループの 2016 年末 SCR 比率の状況について—ソルベンシー II に基づく数値結果報告\(1\)及び\(2\)—](#)」(2017.4.17 及び 18) を参照していただきたい。

Prudential、Aegon、Aviva の 5 社は FSB(Financial Stability Board:金融安定理事会) が選定する G-SIIs(Global Systemically Important Insurers:システム上重要なグローバルな保険会社)に指定されている。Generali も 2015 年 11 月までは G-SIIsに指定されていた。

以下の図表の数値は、特に断りがない限り、各社の公表資料に基づいている。

## 1 | 会社全体の業績

欧州大手保険グループは、生命保険事業だけでなく、損害保険事業も行っており、さらには、資産管理事業も会社によっては大きな位置付けを占めてきている。

まずは、保険料と営業損益について、生命保険事業と損害保険事業の内訳を示しておく。下記の図表からわかるように、グループ全体における生命保険事業の位置付けは、会社毎に異なっているが、Prudential と Aegon の 2 社以外は、損害保険事業も大きな位置付けを有している。

前年との比較では、グループ全体の業績としては、各社ともほぼ安定した状況にある。

このうち、生命保険事業については、各国において低金利の影響を受けて、厳しい経営環境下にあったが、ほぼ前年並みか前年を上回る営業利益を確保している。損害保険事業については、生命保険事業と比較して、収益が安定しない傾向があるが、2015 年に多額の損失の計上で大幅な営業減益となっていた Zurich が 2016 年は大きく回復している。

欧州大手保険グループの生命保険・損害保険事業別内訳(2016年)

(単位:百万(ユーロ、ポンド、米ドル))

グループ	国	通貨	保険料		生命保険		損害保険		営業利益		生命保険		損害保険	
			進展率	進展率	進展率	進展率	進展率	進展率	進展率	進展率				
AXA	仏	ユーロ	94,220	3%	58,814	3%	35,900	3%	7,937	1%	4,388	-1%	3,479	-4%
Allianz	独	ユーロ	76,311	-1%	24,776	-2%	51,535	0%	10,833	1%	4,148	9%	5,370	-4%
Generali	伊	ユーロ	70,513	-5%	49,730	-7%	20,783	0%	4,830	1%	3,127	5%	2,044	3%
Prudential	英	ポンド	38,981	6%	-	-	-	-	4,256	7%	4,354	7%	29	4%
Aviva	英	ポンド	25,442	16%	16,778	18%	8,664	13%	3,010	12%	2,642	8%	833	9%
Aegon	蘭	ユーロ	23,453	2%	23,409	5%	444	-31%	1,913	2%	1,868	3%	34	100%
Zurich	スイス	米ドル	48,208	-1%	13,413	10%	33,122	-3%	4,530	55%	1,344	3%	2,435	182%

(※)保険料及び営業損益の全体数値には「その他」も含まれるため、生命保険と損害保険の合計とは必ずしも一致しない。

特に、営業利益の全体数値には、資産管理事業等が含まれるため、生命保険と損害保険の各進展率を上(下)回る進展率になるケースも発生している。

AXA : 保険料は「Gross written premiums」、営業利益は「operating income gross of tax expense」

Allianz : 保険料は「Gross premiums written」、営業利益は「operating profit」

Generali : 保険料は「Gross written premiums」、営業利益は「operating results」

Prudential : 保険料は「Gross premiums earned」、営業利益は「IFRS operating profit based on long-term investment returns」

Aviva : 保険料は「Gross written premiums」、営業利益は「operating profit before tax attributable to shareholders' profits」

Aegon : 保険料は「Gross premiums」(傷害・健康保険料は生命保険料に含む)、営業利益は、基礎利益「underlying earnings before tax」

Zurich : 保険料は「Gross written premiums」、営業利益は「Business operating profit」

Allianzの資産管理事業の営業利益は2,205と大きな位置付けを占めている。Prudentialの保険料の内訳はないが、殆どが生命保険料である。

Zurichにおいては、「Farmers」が保険料で1,587、営業利益で1,520 と大きな位置付けを占めている。

なお、以下の分析では、生命保険事業に焦点を当て、各社の数値比較等を行っていくことにするが、その前に各社がグループ全体の指標として提示している ROE (Return on Equity: 資本収益率) の状況を、次ページの図表に示しておく。この ROE の数値の算出方法等についても、各社間で統一されているわけではないが、あくまでも各社が掲げている経営目標の1つとなっているので、参考として掲載しておく。

<sup>2</sup> 2016 年の資産管理事業の営業損益は、AXA 943 百万ユーロ、Allianz 2,205 百万ユーロ、Prudential 589 百万ポンド、Aviva 138 百万ポンド、Aegon 149 百万ユーロ、また Generali の金融セグメントの営業損益は 370 百万ユーロ等、各社とも大きな位置付けを占めてきている。

ROE については、基本的には各社はグループ全体の数値のみを開示している。生命保険事業以外のウェイトもかなり高い4社のうち、Allianz のみが生命保険事業のみの数値も公表しており、AXA と Generali は EV (Embedded Value) に対するリターンという形で、生命保険事業に対する ROE を開示している。

これによれば、各社の ROE はほぼ 10% から 15% の範囲内にあり、生命保険事業の ROE もグループ全体とほぼ同じ水準を確保している。

#### 欧州大手保険グループのROE(資本収益率)

グループ	2015年		2016年	
		うち生命保険		うち生命保険
AXA	14.1%	13%	13.5%	—
Allianz	12.5%	10.8%	12.0%	10.3%
Generali	14.0%	10.7%	13.5%	12.8%
Prudential	27%	—	26%	—
Aviva	13.4%	—	12.1%	—
Aegon	7.3%	—	8.0%	—
Zurich	6.4%	—	11.6%	—

(※) 各社のROEについては以下の通り

AXAは「Adjusted ROE」、生命保険は「Operating return on EEV」

Allianzは「Return on equity」

Generaliは「Operating ROE」、生命保険は「Normalized Return on EV」

Prudentialは「IFRS ROE」、Avivaは「Return on total equity」

Zurichは「BOPAT ROE(Business Operating Profit after tax return on equity)」

## 2 | 生命保険事業の地域別業績

ここでは、各社のセグメント情報に基づいて、生命保険事業に関する保険料と営業利益の地域別内訳を見ている<sup>34</sup>。

### 2-1. 保険料の状況

まずは、保険料の地域別内訳を見てみる。ここでの保険料の数値には、例えばユニット・リンク等の投資型保険からの収入が反映されていなかったりするが、各社の地域間の分布等を比較するための1つの基準として採用している。

なお、地域別の保険料分布の数値を得るために、Allianz と Prudential の保険料については、前ページの図表とは異なるベースの数値を使用している。

#### (1)2016年の結果

これによれば、各社毎に状況は異なっているが、各社とも自国（親会社国）以外からの保険料が一定の規模を有しており、自国以外での事業が大きな意味を有している。各社の地域別の構成比の概要は以下の通りとなっている。

AXA は自国のフランスが 29%、その他の欧州が 34%、米国が 22%、アジア・太平洋が 14%で、欧州以外で全体の 1/3以上を占めている。

Allianz は自国のドイツで 56%と高いが、ドイツ以外の欧州で 27%となっており、米国やアジア・太平洋等も有意な水準となっている(なお、3—2 | で述べるように、法定保険料ベースでは、米国は 18%と、ここでの 5%よりもかなり高い水準となっている)。

<sup>3</sup> 地域区分は、基本的に引受会社の所属国に基づいている。

<sup>4</sup> 2016年の数値算出において、会社によっては、地域別のセグメントの変更や算出方法等の変更を行っているケースもあり、これに伴い、前回の基礎研レポートで報告した2015年の数値を変更している場合もある。

Generali は自国のイタリアが 36%であるが、イタリア以外の欧州で 57%と高くなっている。

Prudential は自国の英国は 31%で、米国が 42%、アジアが 27%となっている。

Zurichは自国のスイスは9%で、スイス以外の欧州が63%となっているが、中南米を含むその他が18%と他社とは異なり高くなっている。

なお、以下の図表にはないが、Aviva の場合、欧州が 9 割程度と殆どを占めている。Aegon の場合、欧州が 6 割弱、北米・中南米が 4 割弱となっている。

欧州大手保険グループの生命保険料の地域別内訳(2016年)

(単位:百万(ユーロ、ポンド、米ドル))

グループ	国	通貨	生命保険料		地域別内訳						米国		アジア・太平洋		その他	
			金額	構成比	金額	構成比	親会社国	構成比	親会社国以外	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比
AXA	仏	ユーロ	58,814	100%	37,022	63%	17,094	29%	19,928	34%	13,122	22%	8,489	14%	180	0%
Allianz	独	ユーロ	23,769	100%	19,656	83%	13,324	56%	6,332	27%	1,144	5%	2,401	10%	567	2%
Generali	伊	ユーロ	49,730	100%	46,368	93%	17,911	36%	28,457	57%	0	0%	2,380	5%	981	2%
Prudential	英	ポンド	35,534	100%	11,129	31%	11,129	31%	0	0%	14,766	42%	9,639	27%	0	0%
Zurich	スイス	米ドル	13,413	100%	9,693	72%	1,188	9%	8,505	63%	611	5%	697	5%	2,411	18%

※ 各社のAnnual Report等より、筆者が作成。「その他」には、Prudentialを除いて、地域間の調整や再保険・国際部門等の地域区分が行われてないもの含まれる。

AXAの保険料のうち、「EMEA-LATAM Region」に含まれる国々(南欧の一部、中東・アフリカ・南米)の数値 994は、全て「欧州」に含めている。

Allianz の生命保険料及びその内訳は、正味経過保険料(Premiums earned(net))による。

Generaliの保険料のうち、「EMEA(欧州・中東・アフリカ)」のうち国が特定されていない数値 2,738は、全て「欧州」に含めている。

Prudentialの生命保険料及びその内訳は、保険料(Premiums)による。

Zurichの保険料のうち「その他欧州・中東・アフリカ」147は、全て「欧州」に含めている。

AvivaとAegonの2社については、各国の数値を生命保険と損害保険に区分できないため、ここには掲載していない。

## (2)2015年との比較

2015年との比較では、以下の図表にある5社については、一般的に欧州、米国での進展率が低く、アジア・太平洋での進展率が高くなっている。2015年は、米ドルがユーロやポンドに対して強くなったという為替レートによる影響で、米国での進展率が高いものとなっていたが、2016年はユーロとの関係では米ドルの為替レートの影響はそれほど大きなものではない。むしろ、Brexit(英国のEU離脱)の影響で、ポンドがユーロやドルに対して弱くなった影響が出ている。

また、以下の図表にはないが、Avivaは欧州で2桁の進展となっており、Aegonも欧州での進展率が高いものとなっている。

欧州大手保険グループの生命保険料の地域別内訳(2015年から2016年に向けての増加額と進展率)

(単位:百万(ユーロ、ポンド、米ドル))

グループ	国	通貨	生命保険料		地域別内訳						米国		アジア・太平洋		その他	
			金額	進展率	金額	進展率	親会社国	進展率	親会社国以外	進展率	金額	進展率	金額	進展率	金額	進展率
AXA	仏	ユーロ	1,471	3%	(380)	-1%	1,091	7%	(1,471)	-7%	703	6%	1,321	18%	(173)	-49%
Allianz	独	ユーロ	(446)	-2%	(411)	-2%	(453)	-3%	42	1%	(49)	-4%	231	11%	(218)	-28%
Generali	伊	ユーロ	(3,567)	-7%	(4,080)	-8%	(1,489)	-8%	(2,591)	-8%	0	-	485	26%	27	3%
Prudential	英	ポンド	1,359	4%	1,437	15%	1,437	15%	0	-	(1,933)	-12%	1,855	24%	0	-
Zurich	スイス	米ドル	1,193	10%	872	10%	(194)	-14%	1,066	14%	19	3%	138	25%	163	7%

このように、会社全体の数値を前年と比較する場合においては、為替レートの変化による影響も小さくないことに注意が必要になる。因みに、主要通貨間の為替レートは、以下の通りとなっている。

為替換算レートの変化

	各通貨→ユーロ					
	米ドル	ポンド	スイスフラン	日本円	中国元	ブラジルリアル
①2015年末	0.9203	1.3559	0.9202	0.00766	0.14184	0.23234
②2016年末	0.9495	1.1705	0.9326	0.00813	0.13681	0.29163
③変化率(②/①-1)	3.2%	-13.7%	1.3%	6.2%	-3.5%	25.5%

  

	各通貨→米ドル				各通貨→ポンド		
	ユーロ	ポンド	スイスフラン	日本円	米ドル	ユーロ	中国元
①2015年末	1.0866	1.4734	1.0003	0.008319	0.6787	0.73749	0.1046
②2016年末	1.0547	1.2345	0.9822	0.008569	0.8106	0.85448	0.1168
③変化率(②/①-1)	-2.9%	-16.2%	-1.8%	3.0%	19.4%	15.9%	11.7%

(※) Bloombergが発表するロンドン引けベースの数値

2-2. 営業利益の状況

次に、営業利益の地域別内訳を見てみる。地域別の利益配分等にも各社毎の考え方が反映されているが、各国における子会社毎や各社間の収益状況の差異等を一定程度比較できるものと考えられる。

(1)2016年の結果

営業利益ベースでも、各社の地域別の構成比の状況は、保険料と傾向は大きくは変わらない。

AXAは、アジアが29%とさらに高くなっており、米国と合わせた2つの地域で51%を占めている。

Allianzは、米国が23%と高くなっているが、アジア・太平洋やその他は各2%程度にとどまっている。

Generaliは、イタリアが42%と保険料の構成比以上に高くなっている。

Prudentialは、アジアが35%となり、2015年の30%に比べて、さらに高くなっている。

Zurichは、中南米等のその他が17%と、営業利益の面でも他社と比べて際立って高くなっている。

なお、以下の図表にはないが、Avivaの場合、欧州が9割、残りの1割がアジアとなっており、Aegonの基礎利益は、欧州が1/3、米国が2/3となっている。

このように営業利益ベースでみると、米国事業を有する会社においては、そのグループ内での位置付けがさらに高いものとなっている。アジア・太平洋については、保険料規模の大きいAXAやPrudentialと、これら2社までの水準には達していないAllianzやGeneraliとは状況が異なっており、先の2社では営業利益ベースでの構成比は保険料ベースよりもさらに高く3割程度となっている。

いずれにしても、営業利益においても、各社とも、自国以外での構成比が6割から8割となり、重要な位置付けを占めてきている。

欧州大手保険グループの生命保険事業の営業利益の地域別内訳(2016年)

(単位:百万(ユーロ、ポンド、米ドル))

グループ	国	通貨	生命保険事業		欧州				親会社国		米国		アジア・太平洋		その他	
			営業利益	構成比	構成比	親会社国	構成比	親会社国以外	構成比	構成比	構成比	構成比	構成比	構成比		
AXA	仏	ユーロ	4,388	100%	2,247	51%	1,032	24%	1,215	28%	945	22%	1,258	29%	(61)	-1%
Allianz	独	ユーロ	4,148	100%	3,031	73%	1,428	34%	1,603	39%	960	23%	84	2%	73	2%
Generali	伊	ユーロ	3,127	100%	3,050	98%	1,298	42%	1,752	56%	0	0%	61	2%	16	1%
Prudential	英	ポンド	4,354	100%	799	18%	799	18%	0	0%	2,052	47%	1,503	35%	0	0%
Zurich	スイス	米ドル	1,344	100%	911	68%	209	16%	702	52%	118	9%	92	7%	224	17%

※ 各社のAnnual Report等より、筆者が作成。「その他」には、地域間の調整や再保険・国際部門等の地域区分が行われていないものが含まれる。

各社の以下の数値を使用、AXA「operating income gross of tax expense」、Allianz「operating profit」、Generali「operating results」、

Prudential「operating profit before tax for long-term business」、Zurich「Business operating profit」

AXAの「EMEA-LATAM Region」の数値62は、全て「欧州」に含めている。Generaliの「EMEA(欧州・中東・アフリカ)」の数値454は、全て「欧州」に含めている。

Zurichの「その他欧州・中東・アフリカ」の数値57は、全て「欧州」に含めている。

AvivaとAegonの2社については、各国の数値を生命保険と損害保険に区分できないため、ここには掲載していない。



## (2)2015年との比較

2015年との比較では、AXAは微減益であるが、AXA以外の4社は順調に営業利益を増加させている。ただし、親会社国での営業利益については、Generali以外は減少している。米国ではZurich以外、アジア・太平洋地域ではGenerali以外は、営業利益を伸ばしている。なお、前年との比較を見る上においても、保険料の項目で述べたように、為替レートの影響を考慮する必要がある。

以下の図表にはないが、Avivaは欧州が好調だが、アジアでは減益となっており、Aegonも欧州と北米・中南米で増益だが、アジアでは減益となっている。

欧州大手保険グループの生命保険事業の営業利益の地域別内訳(2015年から2016年に向けての増加額と進展率)

(単位:百万(ユーロ、ポンド、米ドル))

グループ	国	通貨	生命保険事業 営業利益		欧州			親会社国 以外			米国		アジア・ 太平洋		その他	
			進展率	進展率	進展率	進展率	進展率	進展率	進展率	進展率	進展率	進展率	進展率			
AXA	仏	ユーロ	(25)	-1%	(247)	-10%	(176)	-15%	(71)	-6%	55	6%	139	12%	28	-
Allianz	独	ユーロ	352	9%	73	2%	(43)	-3%	116	8%	119	14%	167	-	(6)	-8%
Generali	伊	ユーロ	162	5%	230	8%	91	8%	139	9%	0	-	(34)	-36%	(35)	-69%
Prudential	英	ポンド	325	8%	(368)	-32%	(368)	-32%	0	-	361	21%	332	28%	0	-
Zurich	スイス	米ドル	44	3%	19	2%	(20)	-9%	39	6%	(60)	-34%	49	114%	37	20%

## 3—欧州大手保険グループ各社の決算状況—AXA、Allianz、Generali—

ここでは、欧州大手保険グループ各社の生命保険事業について、保険料、営業利益に加えて、資産、EV (Embedded Value)<sup>5</sup>及び新契約価値の状況を地域別に報告する。

さらに、低金利環境下での投資関係損益等を巡る状況や新契約の収益率等の状況を、各社毎に得られる情報に基づいて、報告する。

### 1 | AXA

#### (1)地域別の業績—2016年の結果—

AXAは、世界の64カ国で保険事業と資産管理事業を展開している。

AXAの営業利益は、①自国のフランス、②自国以外の欧州、③米国、④日本を含むアジア、の4地域でそれぞれほぼ1/4程度を占めている。

Annual Reportによれば、収入保険料や新契約保険料等の規模で、自国のフランスでのシェアは9.2%で第3位であるものの、最大の米国市場では、AXAの子会社グループは、2016年9月末の認容資産ベースで、生命保険・健康保険グループで第12位となっている<sup>6</sup>。さらに、スイスでは26.0%のシェアで第2位、ベルギーでは8.6%のシェアで第3位であることに加えて、インドネシアでは9.7%のシェアで第2位、タイでは11.9%のシェアで第4位等、欧州やアジアの国々で高いプレゼンスを確保している。なお、ドイツでは2015年ベースで、生命保険が3.8%のシェアで第8位、医療保険は7.6%のシェアで第4位となっている。

新契約価値ベースで見ると、日本を含むアジアが4割を超える構成比となっている。日本でのシェアは2.0%で第15位であるが、その市場の規模から、AXAグループ全体の中では、営業利益で16%、新契約価

<sup>5</sup> 欧州大手保険グループは、EEV(ヨーロッパEV)とMCEV(市場整合的EV)のいずれかに基づくEV(Embedded Value: エンベデッド・バリュー)を公表している。

<sup>6</sup> AM Best社のデータに基づく(以下、同様)。

値でも19%と大きな位置付けを有している。

生命保険事業(Life&Savings)の地域別内訳(2016年)

(単位:百万ユーロ)

	全体		欧州		米国		日本		アジア (除く日本)		その他	
	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比
収入保険料	58,814	100%	37,022	63%	13,122	22%	5,161	9%	3,328	6%	180	0%
営業利益	4,388	100%	2,247	51%	1,215	28%	682	16%	576	13%	(61)	-1%
投資資産	660,334	100%	407,184	62%	178,196	27%	52,987	8%	19,443	3%	2,523	0%
EEV	52,500	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
新契約価値	2,623	100%	1,139	43%	378	14%	490	19%	618	24%	-	-

※「EMEA-LATAM(欧州・地中海・中南米)」の数値に関しては、ポルトガル、ギリシャ、トルコ、モロッコ、メキシコ、コロンビア、ナイジェリア、ポーランド、チェコ、スロヴァキア、ルクセンブルグを含むが、全て「欧州」に含めている。

うち 欧州の主要国別内訳

(単位:百万ユーロ)

	フランス		ドイツ		スイス		ベルギー		イタリア		スペイン		欧州・地中海 ・中南米	
	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比
収入保険料	17,094	29%	6,639	11%	7,014	12%	1,210	2%	3,287	6%	784	1%	994	2%
営業利益	1,032	24%	289	7%	351	8%	266	6%	189	4%	58	1%	62	1%
投資資産	29,604	4%	159,211	24%	75,486	11%	77,021	12%	38,884	6%	1,621	0%	42,161	6%
EEV	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
新契約価値	565	22%	164	6%	174	7%	32	1%	107	4%	64	2%	32	1%

(2)地域別の業績ー2015年との比較ー

2015年との比較では、欧州での業績は新契約価値を除いてマイナスであるのに対して、日本を含むアジアにおいて順調に業績を伸ばしている。

グループ全体として、ユニットリンク型商品の販売は思わしくなかったが、一般勘定の貯蓄商品や保障・医療商品、ミューチュアル・ファンド等において進展した。低金利の影響を受けながらも、より望まれるプロダクト・ミックスの構築とコスト削減を進めたことにより、営業利益を確保した、としている。

生命保険事業(Life&Savings)の地域別内訳(2015年から2016年に向けての増加額と進展率)

(単位:百万ユーロ)

	全体		欧州		米国		日本		アジア (除く日本)		その他	
	金額	進展率	金額	進展率	金額	進展率	金額	進展率	金額	進展率	金額	進展率
収入保険料	1,471	3%	(380)	-1%	703	6%	967	23%	354	12%	(173)	-49%
営業利益	(25)	-1%	(247)	-10%	325	37%	85	14%	54	10%	28	-31%
投資資産	5,395	1%	(16,342)	-4%	14,577	9%	4,410	9%	2,960	18%	(211)	-8%
EEV	-	-3%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
新契約価値	152	6%	153	16%	(45)	-11%	56	13%	(14)	-2%	-	-

(3)投資関係損益を巡る状況

AXAは、投資スプレッドの状況を、会社全体及び主要国別に、保有・新契約ベースで開示している。

金利低下で保有資産利回りは低下してきているが、一方で新契約の保証利率も低下させてきているため、保有契約のスプレッドについては、グループ全体で140bps(2015年160bps、2014年160bps、以下同様)と、前年に比べて低下したものの、引き続き高い水準を確保している。これから経費等を差し引いた投資マージンは73bps(79bps、80bps)となっている。

なお、AXAの固定利付資産のデュレーションは8.3年(2015年は8.0年)で、長期化を進めてきたことから、この6年間で保有利回りの低下は70bps(4.0%→3.3%)に止まっている、としているが、2015年から2016年の1年間では30bps(3.6%→3.3%)と大きく低下している。

一方で、新契約ベースでは、再投資利回りの低下により、スプレッドは140bps(160bps、230bps)に低下

している。

国別に見た場合、例えば、本国のフランスでは、1998年に長期保証付一般勘定貯蓄性商品の新契約販売を停止しており、さらに、貯蓄性商品については、一般勘定における貯蓄性商品から、高い新契約価値を有するユニットリンク型商品へシフトさせてきているため、新契約の平均保証利率は0.0%となっている。この結果として、保有ベースで310bps(320bps、310bps)、新契約ベースで190bps(200bps、240bps)と、引き続き高いスプレッドを確保している。

一方で、ドイツにおいては、平均保証利率が3.4%と高いことから、保有契約のスプレッドは4bps(40bps、40bps)と他の国に比べて、極めて低い水準となっている。ただし、新契約ベースでは、保証水準を低下させた商品を販売してきていることから、110bps(130bps、120bps)のスプレッドを確保している。

生命保険事業の主要国別投資スプレッドの状況(2016年)

(単位:%)

	保有契約			新契約(再投資)			一般勘定 平均資産残高 (十億ユーロ)
	①資産利回り	②平均 保証利率	③スプレッド (①-②)	①資産利回り	②平均 保証利率	③スプレッド (①-②)	
会社全体	3.3	1.9	1.4	1.8	0.4	1.4	363
フランス	3.8	0.7	3.1	1.9	0.0	1.9	105
ドイツ	3.4	3.4	0.0	2.0	0.9	1.1	60
スイス	1.9	1.1	0.8	0.9	0.3	0.6	58
ベルギー	4.2	2.8	1.4	1.7	0.9	0.8	24
イタリア	2.8	1.6	1.2	1.4	0.2	1.2	12

#### (4) 新契約の状況

##### (4-1) 新契約の商品ポートフォリオと新契約価値マージンの推移

グループ全体の新しい商品ポートフォリオの推移と新契約価値マージン(対年換算保険料)は、以下の図表の通りとなっている。

2015年から2016年にかけては、一般勘定保障・医療商品の構成比が45%とさらに高まっている。一方で、一般勘定貯蓄商品の構成比も高まっているが、これは軽資本商品の増加によるものである。このような商品シフトにより、現在のような低金利下においても、販売や収益への影響を相対的に軽減できる対策を講じてきており、その結果として、全体の新しい商品ポートフォリオと新契約価値マージンは2015年の34%から2016年は40%へとさらに上昇している。

##### 生命保険新契約の商品ポートフォリオとマージンの推移

		全体	一般勘定 保障・医療	一般勘定 貯蓄	うち 軽資本	ユニットリンク	ミューチュアル・ ファンド
2016年	年換算保険料構成比	100%	45% ↑	22% ↑	13%	23% ↓	10%
	新契約価値マージン	40%	61%	18%	23%	31%	12%
2015年	年換算保険料構成比	100%	36% ↑	13%	-	38%	13%
	新契約価値マージン	34%	52%	19%	-	31%	6%
2010年	年換算保険料構成比	100%	31%	25%	-	31%	13%
	新契約価値マージン	22%	47%	-1%	-	23%	5%

※ 新契約価値マージン(New Business Value Margin)は、APE(年換算保険料)に対するもの

##### (4-2) 新契約マージン及び内部収益率の地域別状況

新契約マージン及びIRR(内部収益率)の地域別の状況は、次ページの図表の通りである。これによれば、日本や香港の新契約マージンや香港を初めとするアジアでのIRRが相対的に高いものとなっている。



生命保険事業の新契約価値マージン及びIRR(内部収益率)の地域別状況

		全体	米国	日本	香港	その他アジア	欧州・地中海 ・中南米
2016年	新契約価値構成比	100%	14%	19%	15%	8%	1%
	新契約価値マージン	39.7%	21.8%	98.2%	74.9%	28.6%	26.9%
	IRR	17.8%	15.7%	13.4%	23.0%	18.7%	14.9%
2015年	新契約価値構成比	100%	17%	18%	17%	9%	2%
	新契約価値マージン	38.2%	25.6%	103.6%	78.5%	33.8%	26.4%
	IRR	18.9%	17.3%	12.9%	22.8%	34.3%	14.8%

  

		フランス	ドイツ	スイス	ベルギー	イタリア	スペイン
2016年	新契約価値構成比	22%	6%	7%	1%	4%	2%
	新契約価値マージン	31.0%	43.0%	57.9%	57.9%	35.7%	75.0%
	IRR	20.2%	20.4%	10.7%	14.0%	34.0%	31.9%
2015年	新契約価値構成比	19%	5%	5%	2%	5%	3%
	新契約価値マージン	26.3%	35.1%	39.6%	39.8%	31.3%	75.4%
	IRR	18.4%	20.0%	14.5%	19.1%	26.0%	36.0%

※ IRR(内部収益率)は、全保険期間における配当可能利益が契約引受けのために投資された資本と等しくなる割引率  
2015年の数値は、修正後ベース

(5)営業利益の商品別内訳

営業利益の商品別内訳は以下の通りで、「保障・医療」の構成比が5割以上でさらに高くなっている。

生命保険事業の営業利益の商品別内訳

(単位:百万ユーロ)

	全体		保障・医療		一般勘定 貯蓄		ユニット リンク		ミューチュアル・ ファンドその他	
	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比
① 2016年	4,388	100%	2,415	55%	848	19%	986	22%	139	3%
② 2015年	4,518	100%	2,303	51%	822	18%	1,296	29%	97	2%
③ ①-②	(130)	-	112	-	26	-	(310)	-	42	-

※ AXAの2015年数値の内訳等は、2015年公表ベースの数値(2016年公表ベースの2015年の全体数値は4,413)に基づいている。

2 | Allianz

(1)地域別の業績－2016年の結果－

Allianzは、世界の40カ国以上で生命保険事業を展開している。

Allianzの営業利益は、自国のドイツが3割強を占めているが、フランス、スペイン、イタリア等の主要国からも有意な収益を上げており、欧州全体で73%の構成比となっている。

米国の子会社グループは、2016年9月末の認容資産ベースで、生命保険・健康保険グループで第16位となっており、その営業利益のグループ全体における構成比は23%となっている。

アジア・太平洋は、新契約価値では12%を占めており、高い位置付けを有してきている。

生命保険事業(Life/Health insurance)の地域別内訳(2016年)

(単位:百万ユーロ)

	全体		欧州		米国		中南米		アジア・ 太平洋		中東・ アフリカ		その他	
	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比
正味経過保険料	23,769	100%	19,656	83%	1,144	5%	98	0%	2,401	10%	186	1%	283	1%
法定保険料	64,636	100%	47,193	73%	11,856	18%	380	1%	5,383	8%	270	0%	(445)	-1%
営業利益	4,148	100%	3,031	73%	960	23%	20	0%	84	2%	34	1%	19	0%
保険負債	602,202	100%	N.A.	N.A.	116,388	19%	N.A.	N.A.	19,575	3%	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
MCEV	31,777	100%	23,960	75%	6,308	20%	*	*	1,293	4%	*	*	216	1%
新契約価値	1,448	100%	980	68%	273	19%	*	*	177	12%	*	*	18	1%

※ 収入保険料(Gross written premiums)の地域別数値が公表されていないため、正味経過保険料(Premiums earned(net))の数値を用いている。

また、会社は法定保険料(Statutory Premiums)に基づく分析を開示しているため、この数値も掲載している。

会社のセグメントによる「保険負債」の内訳は、ドイツ語圏 281,708 (47%)、西欧・南欧・中東・アフリカ・インド 176,811 (29%)、イベリア&中南米 10,095 (2%)、米国 116,388 (19%)、アジア 19,575 (3%)となっている。

「Iberia & Latin America」のMCEV 1,131、新契約価値 88については、その構成国のうちスペインの営業利益が大宗を占めていることから、「欧州」に含めている。

また、「その他数値」には、Holdingの数値(新契約価値 17等)が含まれている。

うち 欧州の主要国別内訳

(単位: 百万ユーロ)

	フランス		ドイツ		スイス		スペイン		イタリア		中東欧		欧州 その他	
		構成比		構成比		構成比		構成比		構成比		構成比		構成比
正味経過保険料	3,249	14%	13,324	56%	449	2%	344	1%	493	2%	615	3%	1,183	5%
法定保険料	7,956	12%	22,165	34%	1,610	2%	1,294	2%	9,529	15%	871	1%	3,767	6%
営業利益	656	16%	1,428	34%	82	2%	227	5%	252	6%	140	3%	211	5%
保険負債	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
MCEV	5,487	17%	12,260	39%	*	*	1,207	4%	2,406	8%	775	2%	1,825	6%
新契約価値	59	4%	589	41%	*	*	88	6%	131	9%	33	2%	80	6%

※「欧州その他」にはオーストリア、ベネルクス、ギリシャ、ポルトガル、トルコ等が含まれる。MCEV、新契約価値の「ドイツ」の数値については、ドイツ語圏のオーストリアとスイスを含んでいる。「スペイン」の数値はポルトガル、南米、「中東欧」はロシアを含んでいる。

(2)地域別の業績－2015年との比較－

2015年との比較では、会社全体では減収増益となっている。

これは、低金利環境下で、自国のドイツやイタリアにおいて、引き続き、保証を制限した高効率資本商品へのシフトを進めたこと等による影響であり、さらに、より高い投資マージンが貢献した、としている。

アジアでの営業利益やMCEVは、2016年12月に韓国の生命保険事業を安邦保険グループに売却し、これに関する損益を非営業利益に計上していること等から、前年のマイナスからプラスに転じている。2015年の韓国での営業利益は▲244百万ユーロであった。また、2015年のアジア・太平洋のMCEVは、韓国を除けば10億ユーロのプラスであったが、それと比べても2割程度増加している。

生命保険事業(Life/Health insurance)の地域別内訳(2015年から2016年に向けての増加額と進展率)

(単位: 百万ユーロ)

	全体		欧州		米国		中南米		アジア・太平洋		中東・アフリカ		その他	
		進展率		進展率		進展率		進展率		進展率		進展率		進展率
正味経過保険料	(446)	-2%	(411)	-2%	(49)	-4%	(29)	-23%	231	11%	(13)	-7%	(176)	-38%
法定保険料	(2,267)	-3%	(1,870)	-4%	1,381	13%	0	0%	(1,386)	-20%	(13)	-5%	(378)	-
営業利益	352	9%	107	4%	119	14%	6	43%	133	-	(3)	-8%	(9)	-32%
保険負債	24,319	4%	-	-	9,883	9%	-	-	(9,857)	-33%	-	-	-	-
MCEV	3,040	11%	523	2%	976	18%	-	-	(1,617)	-	-	-	(76)	-26%
新契約価値	252	21%	322	49%	(45)	-14%	-	-	(17)	-9%	-	-	(9)	-33%

※ MCEV、新契約価値については、あくまでも2015年公表数値との比較を行っており、必ずしもベースは完全には一致していない。

(3)投資関係損益を巡る状況

(3-1)投資マージンの状況

営業利益のうち、投資マージン(キャピタル・ゲインを含む投資収益から、保証利率や契約者配当等の投資関係経費を控除したもの)の率が107bpsと前年の98bpsに比べて9bpsプラスになったことによって、投資マージンの絶対額が4,062百万ユーロから4,401百万ユーロに339百万ユーロ増加した。

なお、保険負債の平均保証利率は2.1%となり、対前年0.2%ポイント低下している。

生命保険事業の投資マージン(保有契約)

(単位: %、百万ユーロ)

	①直接利回り (資産ベース)	②直接利回り (責任準備金ベース)	③キャピタル・ ゲイン等	④総利回り (②+③)	⑤保証利率	⑥配当分配等	⑦投資マージン (④-⑤-⑥)	⑧投資マージン (実額)
① 2016年	3.5	4.3	0.6	5.1	2.1	1.9	1.1	4,401
② 2015年	3.8	4.6	0.5	5.1	2.3	1.9	1.0	4,062
③ ①-②	▲0.3	▲0.3	0.1	0	▲0.2	0	0.1	339

(※)「直接利回り」は「Current yield」の訳、「投資マージン」は平均責任準備金残高に対する率

新契約ベースでの会社全体の数値は、次ページの図表の通りとなっている。2016年は、新契約の保証利率(責任準備金ベース)が0.7%であるのに対して、経済再投資利回りは2.0%で130bpsのマージンを確保し

ている。ただし、この水準は2015年の170bpsよりは低下している。

生命保険事業の投資マージン(新契約) (単位: %)

	①経済再投資 利回り	②新契約保証利率 (責任準備金ベース)	③投資マージン (①-②)
① 2016年	2.0	0.7	1.3
② 2015年	2.5	0.8	1.7
③ 2014年	2.7	1.0	1.7

(3-2)保証利率の状況

Allianzの主要国における保有契約の平均保証利率の状況は、以下の図表の通りとなっている。

絶対的な保証利率の水準では、ドイツとベルギーが高く、イタリアとスイスがこれに続いており、フランスの保証利率が最も低いものとなっている。これは、同様の数値を公開しているAXAの状況とほぼ同じである。なお、これらの主要国の責任準備金が全体の86%(2015年は84%)を占めている。

2015年との比較では、元々低いフランス以外の各国の平均保証利率が0.1%~0.2%程度低下している。

生命保険事業の加重平均保証利率(国別) (単位: %)

	2015年末			2016年末		
	①平均 保証利率	②責任準備金 (十億ユーロ)	③②の全責任準 備金に対する割合	①平均 保証利率	②責任準備金 (十億ユーロ)	③②の全責任準 備金に対する割合
ドイツ	2.7	161.6	97.3	2.5	168.0	97.2
フランス	0.4	55.0	73.7	0.4	54.9	72.4
イタリア	1.9	29.6	48.3	1.7	29.9	46.1
米国	0.7	80.5	75.6	0.6	90.1	77.4
スイス	1.8	11.7	94.6	1.7	12.0	95.3
ベルギー	2.8	8.9	94.8	2.6	8.8	93.9

(※)③は、②の責任準備金とユニットリンク契約に対する金融負債との合計に対する②の割合

(3-3)デュレーション・マッチングの状況

Allianzは、資産と負債のデュレーション・マッチングを進めてきており、2016年末の生命保険事業においては、資産9.5年、負債9.7年と、デュレーション・ギャップはわずか▲0.2年(負債が長い)となっている。この点、他の多くのドイツの生命保険会社が引き続き大きなデュレーション・ギャップを抱えているのとは状況を異にしている。

生命保険事業における資産と負債のデュレーション・ギャップの推移 (単位: 年)

	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
①資産のデュレーション	6.8	7.6	7.6	8.3	8.8	9.5
②負債のデュレーション	8.9	8.6	7.9	8.9	9.4	9.7
③デュレーション・ギャップ(①-②)	▲2.1	▲1.0	▲0.3	▲0.6	▲0.6	▲0.2

(4)新契約の状況

(4-1)新契約の商品ポートフォリオと新契約マージン

グループ全体の新たな契約商品ポートフォリオの推移と新契約マージン(対保険料現在価値)は、次ページの図表の通りとなっている。

保険料現在価値の構成比では、保証付貯蓄・年金が低下し、高効率資本商品や保障・医療が上昇した。

その結果、グループ全体の新たな契約マージンは2.7%(2015年は2.2%)に上昇し、新たな契約価値は21.7%増加している。

また、2016年は2015年に比べて、保障・医療を除く商品で新たな契約マージンが改善した。

## 生命保険新契約の商品ポートフォリオとマージンの推移

		全体	保証付 貯蓄・年金	高効率 資本商品	ユニットリンク	保障・医療
2016年	保険料現在価値構成比	100%	28% ↓	39% ↑	18% ↓	15% ↑
	新契約マージン	2.7%	1.5%	2.9%	2.6%	4.7%
2015年	保険料現在価値構成比	100%	36%	30%	22%	13%
	新契約マージン	2.2%	0.9%	2.6%	2.1%	4.9%

※ 新契約マージン(New Busines Margin)は、PVNBP(新契約保険料現在価値)に対するもの

### (4-2) 新契約マージンの地域別状況

新契約マージンを地域別にみると、以下の図表の通りとなっている。ドイツの生命保険では、高効率資本商品が新契約保険料現在価値ベースで42%増加したこと等から、その全体の新たな契約価値における構成比が25%から37%へと12%ポイント増加するとともに、新契約マージンも2.1%から3.4%に大きく改善した。

#### 生命保険事業の新契約マージンの地域別状況

		全体	ドイツ 生命保険	ドイツ 医療保険	米国	アジア ・太平洋	トルコ
2016年	新契約価値構成比	100%	37%	2%	19%	12%	4%
	新契約マージン	2.7%	3.4%	2.1%	2.4%	4.7%	7.2%
2015年	新契約価値構成比	100%	25%	2%	27%	16%	-
	新契約マージン	2.1%	2.1%	2.2%	3.1%	3.2%	-

		イタリア	フランス	スペイン	ベネルクス	スイス
2016年	新契約価値構成比	9%	4%	4%	1%	1%
	新契約マージン	1.9%	0.8%	4.3%	1.2%	0.8%
2015年	新契約価値構成比	9%	3%	3%	1%	2%
	新契約マージン	1.2%	0.5%	2.4%	0.5%	1.7%

※ 新契約マージン(New Busines Margin)は、PVNBP(新契約保険料現在価値)に対するもの

### (5) 営業利益の商品別内訳

営業利益の商品別(韓国事業は別建)の内訳は以下の図表の通りで、保有ベースでは引き続き「保証付貯蓄・年金」の構成比が5割以上となっている。また、高効率資本商品の営業利益は着実に増加している。

#### 生命保険事業の営業利益の商品別内訳

(単位:百万ユーロ)

	全体		保証付 貯蓄・年金		高効率 資本商品		ユニット リンク		保障・医療		韓国事業	
	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比
① 2016年	4,148	100%	2,306	56%	913	22%	339	8%	672	16%	(82)	-2%
② 2015年	3,796	100%	2,090	55%	805	21%	381	10%	764	20%	(244)	-6%
③ ①-②	352	-	216	-	108	-	(42)	-	(92)	-	162	-

## 3 | Generali

### (1) 地域別の業績 - 2016年の結果 -

Generaliは、欧州を中心に世界の40カ国程度で事業展開をしている。

各種の指標において、自国のイタリアに加えて、ドイツとフランスで高い構成比を有しているが、さらにその他の欧州における構成比も高いものとなっている。

生命保険の市場シェアについて、イタリアでは第1位、ドイツで第2位、フランスで第7位のほか、チェコとハンガリーで第2位、スロバキアとオーストリアで第3位等となっている。

一方で、他の欧州大手保険グループとは異なり、欧州域外でのプレゼンスは高くない。なお、Generaliは、

過去に保有していた米国の生命保険事業等を売却している。

さらに、2014年7月には、スイスのプライベート・バンキング・ユニットのBSIを売却する等して、資本ポジションを高めるとともに、非伝統的非保険事業(non-traditional and non-insurance activities)の規模を引き上げてきている。こうした動き等を受けて、Generaliは、2015年11月3日にFSBが公表したG-SIIsのリストから外されている。

なお、Generaliは、2016年11月26日に開催した「投資家の日(Investor Day)」において、現在事業展開している市場を、①既に一定のプレゼンスを有して、規模があり魅力的な市場(6~9市場)、②プレゼンスが十分でないが魅力的な市場(16~18市場)、③魅力的な市場でもなくプレゼンスも無い市場(13~15市場)、の3つに分類して、③については合理化を進めることを計画している、と述べている。

生命保険事業(Life Segment)の地域別内訳(2016年) (単位:百万ユーロ)

	全体		欧州		中南米		アジア		その他	
		構成比		構成比		構成比		構成比		構成比
収入保険料	49,730	100%	46,368	93%	272	1%	2,380	5%	709	1%
営業利益	3,127	100%	3,050	98%	47	2%	61	2%	(31)	-1%
投資資産	427,258	100%	418,034	98%	134	0%	7,763	2%	1,328	0%
MCEV	29,159	100%	28,172	97%	*	*	988	3%	0	0%
新契約価値	1,256	100%	1,203	96%	*	*	53	4%	0	0%

※「EMEA(欧州・中東・アフリカ)」は、オーストリア、ベルギー、ギリシャ、ガーンジー、アイルランド、オランダ、ポルトガル、スペイン、スイス、チュニジア、トルコ、ドバイから構成されているが、この表では全て「欧州」に含めている。  
 「その他」には、グループ会社間の調整等が含まれる。  
 MCEVと新契約価値の「アジア」には「中南米」も含まれている。

うち 欧州の主要国別内訳 (単位:百万ユーロ)

	フランス		ドイツ		イタリア		中東欧		欧州・中東 アフリカ	
		構成比		構成比		構成比		構成比		構成比
収入保険料	8,405	17%	12,576	25%	17,911	36%	1,448	3%	6,028	12%
営業利益	593	19%	457	15%	1,298	42%	248	8%	454	15%
投資資産	101,808	24%	124,434	29%	125,378	29%	9,169	2%	57,245	13%
MCEV	6,210	21%	5,764	20%	9,681	33%	1,412	5%	5,105	18%
新契約価値	90	7%	275	22%	579	46%	47	4%	212	17%

※「EMEA(欧州・中東・アフリカ)」の収入保険料の内訳は、スペイン 1,041、オーストリア 1,127、スイス 1,122、その他 2,738

## (2)地域別の業績－2015年との比較－

2015年との比較では、全体では、減収増益となっている。

主力の欧州が減収増益となっているのは、計画された伝統的な貯蓄商品の減少(5.7%)とよりよいリスク・リターン特質を有する商品へのリバランスを行ったことによる。ユニットリンク型商品の収入は株式市場のボラティリティの影響を受けて10.9%減少した。保障・医療商品も、ドイツにおいて2015年に医療保険が大幅に進展したことの反動で12.4%減少したことにより、全体でも2.8%減少した。以上の結果、新契約価値は1,256百万ユーロで14%増加した。

生命保険事業(Life Segment)の地域別内訳(2015年から2016年に向けての増加額と進展率) (単位:百万ユーロ)

	全体		欧州		中南米		アジア		その他	
	増加額	進展率	増加額	進展率	増加額	進展率	増加額	進展率	増加額	進展率
収入保険料	(3,567)	-7%	(4,080)	-8%	(40)	-13%	485	26%	67	10%
営業利益	162	5%	230	8%	(3)	-6%	(34)	-36%	(32)	-
投資資産	20,176	5%	20,770	5%	24	22%	58	1%	(675)	-34%
MCEV	(974)	-3%	(1,190)	-4%	*	*	216	28%	0	-
新契約価値	159	14%	148	14%	*	*	11	26%	0	-



### (3)投資関係損益を巡る状況

#### (3-1)投資スプレッドと保証利率の状況

2016年末の平均保証利率は1.73%であり、2010年の2.30%からの6年間で0.57%ポイント低下している。これに対して、投資利回りは2016年に3.21%で、2010年の4.30%からの6年間で1.09%ポイント低下している。その結果、両者の差額としてのスプレッドは1.48%と、この6年間で0.52%ポイント低下している。

生命保険事業における投資利回りと保険負債保証利率の推移 (単位:%)

	2010年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
①投資利回り	4.30	N.A.	N.A.	N.A.	3.38	3.21
②保険負債保証利率	2.30	N.A.	2.04	2.02	1.80	1.73
③ ①-②	2.00	-	-	-	1.58	1.48

一方で、2016年の新契約の保証利率は0.44%であるのに対して、再投資リターンは2.02%となっており、両者の差額としてのスプレッドは1.58%となった。一定水準のプラスを確保しているが、こちらの水準も毎年低下してきている。

新契約保証利率と再投資利回りの推移 (単位:%)

	2010年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
①年換算保険料ベース	1.58	1.38	1.23	1.00	0.60	0.43
②保険料ベース	1.23	N.A.	0.86	0.65	0.51	0.44
③再投資利回り	3.90	N.A.	N.A.	N.A.	2.50	2.02
④スプレッド(③-②)	2.67	-	-	-	1.99	1.58

#### (3-2) デュレーション・マッチングの状況

Generaliの2016年末の債券のデュレーションは8.4年で、固定利付資産と負債とのデュレーション・ギャップは▲0.9年(負債が長い)となり、資産のデュレーションの長期化を図ることで、着実にデュレーション・ギャップの解消を図ってきている。

資産と負債のデュレーション・ギャップ (単位:年)

	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
①債券のデュレーション	6.7	7.2	8.2	8.0	8.4
②デュレーション・ギャップ	▲2.1	▲1.5	▲1.0	▲1.0	▲0.9

(※)デュレーション・ギャップ=固定金利資産のデュレーション  
-負債のデュレーション×(最良推計負債/固定利付資産の市場価格)  
過去の数値は対象の決算時点で公表されたものを使用

#### (4)新契約の状況

##### (4-1)新契約の商品ポートフォリオ

Generaliは、欧州において金利低下が進む中で、イタリアやドイツを中心に、保証利率の引き下げに加えて、無保証等の低資本集約保証商品のウェイトを高めてきており、2015年においては新契約保険料の8割、保有責任準備金の6割弱を占める形になっていた。

以下の図表にはないが、2016年には、低資本集約保証商品の責任準備金のウェイトがさらに2%ポイント上昇したとしている。

低資本集約保証商品(Low capital intensity guarantee)の構成比の推移

	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
新契約(年換算保険料ベース)	67%	66%	70.2%	78.0%	81.1%
責任準備金	46.9%	47.8%	51.1%	52.7%	57.4%

(※)低資本集約保証とは、無保証、マッチ型、満期保証、毎年0%保証

また、新契約ポートフォリオの地域別状況については、以下の図表の通りとなっている。

2015年から2016年にかけては、ほぼ各国で、貯蓄商品の構成比が低下して、保障商品の構成比が上昇しており、グループ全体では、貯蓄商品の構成比が59%から57%に低下し、保障商品の構成比が16%から19%に上昇している。

生命保険新契約ポートフォリオの地域別状況

		全体	イタリア	フランス	ドイツ	中東欧	その他欧州	その他	
2016年	年換算保険料構成比	100%	44%	19%	15%	3%	11%	8%	
	商品タイプ毎の 構成比 (各国毎)	貯蓄	57%	82%	43%	30%	14%	30%	57%
		保障	19%	2%	37% ↑	33% ↑	57% ↑	21% ↑	30% ↑
		ユニットリンク	24%	16%	20%	37%	29%	50%	13%
2015年	年換算保険料構成比	100%	45%	18%	16%	3%	12%	6%	
	商品タイプ毎の 構成比 (各国毎)	貯蓄	59%	80%	48%	39%	17%	33%	58%
		保障	16%	2%	30%	29%	49%	17%	27%
		ユニットリンク	26%	18%	21%	31%	34%	50%	15%

#### (4-2)新契約マージンの状況

新契約マージンとIRR(内部収益率)の地域別状況は、以下の図表の通りとなっている。

構成比は低いものの、中東欧やその他欧州の新契約マージンが高くなっている。一方で、フランスのマージンやIRRは他国に比べて低い水準となっている。

生命保険新契約マージンの地域別状況

		全体	イタリア	フランス	ドイツ	中東欧	その他欧州	その他
2016年	新契約価値構成比	100%	46%	7%	22%	4%	17%	4%
	新契約マージン(対年換算保険料)	25.9%	27.2%	9.6%	38.8%	34.8%	39.0%	13.5%
	新契約マージン(対保険料現在価値)	2.7%	2.9%	1.0%	2.9%	6.3%	3.9%	3.1%
	IRR	15.7%	18.1%	5.0%	30.1%	11.8%	16.8%	16.5%
2015年	新契約価値構成比	100%	54%	6%	17%	4%	16%	4%
	新契約マージン(対年換算保険料)	21.0%	25.4%	6.5%	38.8%	34.8%	27.0%	13.5%
	新契約マージン(対保険料現在価値)	2.3%	2.8%	0.8%	1.8%	4.3%	2.8%	3.1%
	IRR	12.1%	15.6%	4.9%	9.7%	8.0%	14.7%	12.3%

以上