

基礎研 レポート

EU ソルベンシー II の動向 —UFR(終局フォワードレート)水準の見直し を巡る動きと今後の展望—

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

TEL: (03)3512-1777

中村 亮一

E-mail: nryoichi@nli-research.co.jp

1—はじめに

生命保険会社の責任準備金の評価において重要な意味を持つ、超長期の金利水準の設定に関連して、EU のソルベンシー II において、UFR (Ultimate Forward Rate : 終局フォワードレート) という概念が導入されている。この UFR について、通貨ユーロの場合には現在 4.2% という水準に設定されていることから、この水準が昨今の金利水準に比較して高く、結果として、責任準備金の過小評価につながっているのではないかと、との批判が起きていた。これを受けて、EIOPA(欧州保険年金監督局)において、UFR の見直しに関する議論が進められ、EIOPA は 4 月 20 日に「UFR の方法論とその実施に関するコンサルテーション・ペーパー」を公表していた。

なお、こうした UFR を巡る議論の状況については、これまで、基礎研レター「[EU ソルベンシー II の動向—最近の UFR \(終局フォワードレート\) を巡る議論はどうなっていたのか—](#)」(2016.1.12) (以下、「前回のレター」という)及び保険年金フォーカス「[EU ソルベンシー II の動向—EIOPA が UFR \(終局フォワードレート\) の見直しに関するコンサルテーション・ペーパーを公表—](#)」(2016.4.25) (以下、「前回の保険年金フォーカス」という)で報告してきた。

コンサルテーション・ペーパー (以下「CP」という) に対するコンサルテーション期間は 7 月 18 日に締め切られて、関係団体からの意見も公開されている¹ことから、今回のレポートでは、その概要を説明するとともに、こうしたコメントを受けての今後の展望について報告する。

2—UFR(終局フォワードレート)の概念及び CP の概要

UFR の概念及び EIOPA が公表した CP の概要について、前回のレターや前回の保険年金フォーカ

¹ EIOPA の Web サイト

<https://eiopa.europa.eu/Pages/Consultations/EIOPA-CP-16-003-Consultation-Paper-on-the-methodology-to-derive-the-UFR-and-its-implementation.aspx>

スから抽出して、簡単に説明しておく。

1 | UFR とは

一般的に、市場で得られる一定の流動性がある信頼度の高い債券の金利は、20年、30年といった期間までに限定される。これに対して、生命保険会社は終身保険等の超長期の保険商品を販売している。このため、将来的にこれらの契約から収入される保険料や支払われる保険金等のキャッシュフローを、現時点まで割り引いて、現在価値を求めることによって、適正な責任準備金評価を行うためには、50年や60年といった超長期の金利水準の設定も重要になってくる。こうした超長期の金利水準の設定のような、既知のデータに基づいて、そのデータの範囲の外側で予想される数値を求める手法を、一般的に「補外法(Extrapolation method)」と呼んでいる。UFRを使用する手法は、そのうちの代表的な手法の1つである。

具体的には、(スポットレートではなく) フォワードレートが終局的に(外部から定められた)一定の水準に向けて収束するとの前提にたって、超長期の金利水準を決定する手法であり、この時に設定される終局のフォワードレート水準が「UFR (Ultimate Forward Rate : 終局フォワードレート)」となる。

UFRを使用する補外法において決定すべき要素はいくつかあるが、以下では、現在の見直しにおいて大きな議論となっている最終のフォワードレートの収束水準である「UFRの水準」、しかも通貨「ユーロ」に対するものを中心に報告する。

2 | 現在の UFR 水準

現在のユーロに対する4.2%というUFRの水準については、長期のフォワードレートを説明する経済ファクターとして、安定性や信頼性等を考慮して設定される、①期待インフレ率と、②短期実質金利の長期平均の予測、に基づいて定められている。ユーロについては、過去のデータ等に基づいて、「長期期待インフレ率2%と短期実質金利の長期平均2.2%の合計」として4.2%としている。

3 | CP で示された UFR 水準の見直しの概要

(1)UFR 水準の見直し

今回のCPで示されたUFR水準の見直しにおいても、UFRの水準を、①期待インフレ率と、②期待実質金利、との合計とする考え方は変更していない。

「①期待インフレ率」については、中央銀行のインフレ目標に基いて、1%、2%、3%、4%の4つのバケットに区分している。

「②期待実質金利」については、全ての通貨に単一の実質金利を使用している。公表されたAMECO²及びOECD(経済協力開発機構)のデータを使用して得られる過去のデータの幾何的加重平均による加重平均に基づいている。期間プレミアムを排除するために短期実質金利を使用している。

具体的には、この見直しに伴い、ユーロについては、「②期待実質金利」が現行の2.2%から1.7%に引き下げられたため、UFRの水準は現行の4.2%から3.7%に引き下げられることになる。

² AMECO (Annual macro-economic database) は、DG ECFIN (the European Commission's Directorate General for Economic and Financial Affairs : 欧州委員会経済・金融総局) の年刊マクロ経済データベースである。

なお、UFR の変更は、毎年 20bps を超えることはできない。さらに、実質金利の要素の変化が 5bps 以下の場合には変更されない。

(2)UFR 水準の変更ルール

新しい UFR の方式については、2016 年の UFR は現在の水準とすることを前提として、2017 年からの導入を予定している。この場合の 2017 年以降の UFR 水準の変更（引き下げ）の仕方について、3つの選択肢が提案されている。

第1の選択肢は、2017年以降の当初の5年間の変更を10bpsに制限する。この場合、2017年 4.1%、2018年 4.0%、2019年 3.9%、2020年 3.8%、2021年 3.7% の水準を適用することになる。

第2の選択肢は、2017年以降の毎年の変更幅を20bpsに制限する。この場合、2017年 4%、2018年 3.8%、2019年 3.7% の水準を適用することになる。

第3の選択肢は、段階的導入をせずに、2017年から3.7%の率を適用する。

このうち、UFR 水準の変更による一時的な責任準備金積立負担の影響の大きさから、第3の選択肢は適切ではない、と考えられている。また、第1の選択肢についても、継続ベースでの毎年の変更幅である20bpsよりも低い変更幅制限である10bpsを制度改正時に適用する必要性はない、と考えられている。従って、第2の選択肢が志向されている。

3—CP に対する関係団体の意見や反応

ここでは、今回の CP で示された UFR の見直し案に対する関係団体の意見や反応について、その概要を報告する。

1 | Insurance Europe (欧州保険協会) の意見

Insurance Europe は、7月18日に、以下のプレス・リリースを行い、「UFR の性急な変更は不必要であり、保険会社のバランスシートに追加のボラティリティを導入することで、長期的に低リターンの商品にロックさせる方向に会社をプッシュすることで、結果的に保険契約者の投資リターンを脅かすことになる。」として、反対する意向を示している。さらに、「UFR の変更に対するバックテストが行われるべきである。」と述べている。

UFR への性急な変更は不必要であり、保険契約者の投資リターンを脅かす

UFR を変更する必要はなく、正当化もできない

UFR (終局フォワード・レート) の性急な変更は、保険会社を次善の投資戦略に向けてプッシュすることになるリスクがあり、これは、Insurance Europe によると、不必要にマイナスに、保険契約者のリターンに影響を与える可能性がある。また、ソルベンシー II レビューの前に、UFR を変更することは不要である。これは、現在のフレームワークが既に保険契約者の請求支払いを確保すべくいくつかの追加的な保護層を有しているからである。

EIOPA (欧州保険年金監督局) の UFR を計算するための方法論の考えられうる変更についてのコンサルテーションに対応して、Insurance Europe は、健全性または保険契約者保護の理由のいずれにおいても、それを変更する必要がない、と述べた。

Insurance Europe の健全性規制のヘッドである Igotz Aubin 氏は、「UFR への性急な変更の要求は、その目的とそれがどのようにソルベンシー II の負債評価額に影響を与えるのかについての誤解に基づいているように見える。4.2%の UFR は、ソルベンシー II 評価のために使用されるリスクフリーレートではない。むしろ、それは、それらを生成するために使用されるパラメータである。実際のリスクフリーレートははるかに低い。例えば、6月におけるユーロの10年でのリスクフリーレートは0.32%であったが、60年でも2.76%だった。」とコメントした。

Insurance Europe は、今 UFR を変更すると、保険会社に長期の低リターンに自社商品をロックさせる方向に向かわせることによって、保険契約者に対して、また、金融安定に投資・資金供給するという保険会社の能力が特に重要な時に、不要な困難を作り出し、投資への事前の変更を促進することで、欧州経済に対して、と（保険契約者と欧州経済の）両方に対して、意図しないマイナスの結果を引き起こすことになる、と信じている。

また、UFR は、長期的、安定的なパラメータとして、ソルベンシー II で定義されており、その現在のキャリブレーションがオムニバス II の交渉中に、政治レベルで合意されたことに留意すべきである。したがって、特に、現在の低金利が、一時的であることが意図されている欧州中央銀行の政策にリンクしていることを考えれば、現在の低金利環境が金利の長期期待の変化を構成するものではない。

Aubin 氏は「低金利は、業界にとっての本当の挑戦を作り出している一方で、会社は、いくつかのケースでは、何年もの間、自社商品、投資ミックス、ヘッジ及び資本水準を適応させるために、行動を取ってきている。ソルベンシー II は、監督当局が必要な措置が取られていることを確認できるようにするために、非常に詳細なモニタリングと権限を導入することに加えて、バッファと保護の複数の層を作り出すことを、全ての会社の要件としている。」と付け加えた。

Insurance Europe は、UFR が最終的に見直される時、ソルベンシー債務の計算のためのアンカーとしての重要な役割と変化の潜在的な重大な影響を考えて、いかなる方法論と実施計画もそれが確定される前に、影響分析が行われるべきである、と信じている。この分析は、以下の評価を含める必要がある。

- ・意図しない不必要な負担を形成することを回避するために、ソルベンシー II の枠組みにおける慎重さの全体的なレベルへの影響
- ・特に、長期的なプロジェクトに投資し、長期的な貯蓄退職商品を販売する保険会社の能力に関する、潜在的なプロシクリカル効果と保険契約者とより広い経済にとっての他の意図しない結果
- ・安定した長期金利を生成し、負債の計算における追加のボラティリティを回避する目的が、達成されたことを確認するために行うバックテスト

2 | DAV(ドイツアクチュアリー会)のコメント

DAV は、例えば、次ページの内容のコメントを提出している。その中で、「UFR 水準の見直しは、(a)EIOPA の 2016 年ストレステスト、(b)EIOPA による LTGM (Long Term Guarantee Measures : 長期保証措置) の影響のレビュー、(c) EIOPA による標準式のレビュー、を考慮に入れて、後日レビューを検討することが、UFR ルールの精神や意図とより整合的である。」「UFR の年間の変更幅については、例えば毎年 5bp~10bp のように、より制限的にすべきである。」と述べている。

- 新しいソルベンシー II 制度が導入されて 1 年以内に UFR 水準の重大な変更を行うことは、ソルベンシー II 委任規則第 47 条の要件にいくぶん矛盾しているように見える。(a)EIOPA の 2016 年ストレステスト (UFR の感応度のデータ収集を含む) の結果、(b)EIOPA による LTGM (Long Term Guarantee Measures : 長期保証措置) の影響のレビュー、(c) EIOPA による標準式のレビュー、を考慮に入れて、後日レビューを検討することが、UFR ルールの精神や意図とより整合的であるように見える。
- 定量的分析に加えて、LLP(最終流動性ポイント) を超えての長期期待の市場の考え方が本当に変化したのかどうかを評価するために、中央銀行、マクロ経済予測者や他の機関の考え方による定性的な分析を含めるべきである。
- UFR の急激な変更は、保険会社のヘッジやリスク管理を考慮に入れると実用的ではない。UFR が経済状況の短期的な変化に依存するのではなく、長期期待の変化のみを表しているという点を考えれば、UFR の年間の変更幅については、例えば毎年 5bp~10bp のように、より制限的にすべきである。また、期待実質金利の算出においては、EIOPA によって提案された (最近の率により) 加重 (した) 平均を用いるのではなく、過去の算術平均を使用するのがより適当である。これにより、最近のトレンドを過大評価せずに、安定的な UFR を導くことができる。

3 | GDV(ドイツ保険協会)のコメント

GDV も、例えば、以下の内容に加えて、Insurance Europe や DAV で触れられている論点に基づく数多くのコメントを提出している。

- 現在の低金利環境下で、UFR を算出する新たな方法を直ぐに導入することは、必要とされていないし、合理的でもない。少なくともソルベンシー II 標準式と LTGM のレビューまで、現在の 4.2% を維持すべきである。
- UFR の安定性が確保されることが最も重要である。
- UFR の水準は毎年 10bp を超えて変更されるべきではない。
- UFR の変更は、安定性と予測可能性を確保するために、少なくとも 6 ヶ月前に通知されるべきである。

4 | Allianz(アリアンツ)のコメント及び反応

Allianz は、個別の保険グループとしても、今回の CP に対して、以下のコメント及び提案を行っている。

- 現在の UFR の水準は、ソルベンシー II 指令を支える LTG パッケージの歩み寄りに関する合意の重要な一部である。ソルベンシー II が発効して最初の数ヶ月で、キャリブレーションの全体的な整合性を維持するためにソルベンシー II の他の関係する要素を検討することなく、単独で変更を行うべきでない。
- 提案されたように実行されれば、提案された UFR の方法論は、UFR の水準の毎年の変更をもたらすことになるが、これはソルベンシー II 規制の第 47 条に規定されている「UFR は安定的で長期間

待の変化の結果としてのみ変更される」との法的要件と整合しない。

等の理由から、以下を提案する。

- ・ UFR 水準は少なくとも 2018 年のソルベンシー II の公式レビューまでは安定的(ユーロに対しては 4.2%)であるべきである。
- ・ 2018 年以降は、UFR は、各レビュー項目に対する専門的な意見を考慮して、定期的(例えば 10 年毎)にレビューされるべきである。いかなる結論として得られる UFR の変更も、時間をかけて(例えば毎年 10bp)段階的に行われるべきである。

Insurance Europe の会長の Sergio Balbinot 氏は、Allianz の経営委員会のメンバーであるが、5 月に開催された Insurance Europe の年次会議で「ソルベンシー II は現在既に十分に保守的な水準にある。UFR の水準を引き下げて、資本要件を増やすことは、殆どの会社にとって、さらにより保守的なアプローチをもたらすことになる。資本は希少資源であり、そのコストを支払わなければならない。過剰資本は、手数料や資産運用に影響を与えることから、保険契約者に直接的な悪影響をもたらすことにつながる。」と述べていた。

5 | CFO Forum 及び CRO Forum のコメント

欧州の保険会社の CFO (チーフ・フィナンシャル・オフィサー) や CRO (チーフ・リスク・オフィサー) から構成される CFO Forum や CRO Forum も、例えば、以下の内容に関して強い懸念を有している旨のコメントを提出している。

- ・ UFR の方法を変更するのは時期尚早である。
- ・ UFR の提案は、長期投資を含めて、意図しない結果を招くリスクがある。
- ・ 安定性に関する UFR の目的と矛盾する。

6 | DNB(オランダ中央銀行)の反応

オランダの監督当局である DNB は、ソルベンシー II の UFR のさらに低い水準への引き下げとユーロの割引曲線の収束速度の見直しを呼びかけている。

DNB は、「現在の UFR と市場金利との差は、『低金利環境が保険会社の財務報告において一部しか反映されず、保険会社のソルベンシー・ポジションがあまりにも楽観的な財務状況を示す程度まで』、近年着実に増加している。」と述べている。

さらに、現在のコンサルテーション・ラウンドは UFR の水準を決定することに関連しているが、DNB は EIOPA に対して、UFR の計算方法の他の側面を検討するように促している。具体的には、DNB は、20 年の LLP(最終流動性ポイント)³と 40 年の曲線の補外を拡張することを提案している。

新しい UFR 方法論の影響は「オランダの生命保険会社は、平均して多くの長期負債を有しているので、オランダの保険会社にとって相対的に大きいものかもしれない。」と DNB は述べている。

なお、DNB は、2015 年 7 月 14 日に、オランダの年金基金の負債評価のための UFR の算出方法を変更し、その結果として、2015 年 7 月 15 日から適用する UFR 水準を 4.2%から 3.3%に引き下げて

³ 市場金利をそのまま採用する最終点

いる。今回の動きを受けて、こうした年金基金の UFR を算出する方法が「最も適切である」と主張している⁴。

4—CP で示された UFR 水準の見直しに伴う影響

現在志向されている案によれば、改訂後の UFR の水準は 3.7%になるが、引き下げは、数年かけて段階的に行われていくことになる。具体的には、UFR の水準は、2019 年に 3.7%となり、さらに現在のデータが変化しないと仮定すれば、2020 年には (IAIS の ICS が検討している水準である) 3.5% となることが想定されている。

このように、CP の提案は、UFR 水準の引き下げに伴う各種の影響の大きさを勘案して、毎年最大の変更幅を 20bp にとどめてはいるが、それでも UFR が有すべき安定性の観点からは、変更による影響の度合いを指摘するコメントが多数提出されている。

1 | 全体の影響度

UFR 水準の引き下げは、保険負債の増加を通じて、保険会社のソルベンシー・ポジションの悪化をもたらすことになる。EIOPA によれば、UFR の水準が 3.7%になった場合、保険会社の適格自己資本は平均で 5%程度侵食されることになる。

2 | 各国毎の影響度

ただし、UFR 水準の引き下げの影響は、欧州全域で均一となっているわけではなく、会社の負債構造等によっても異なってくることになる。さらには、表面的なソルベンシー比率は、各種の経過措置の使用の有無によっても異なってくることになる。

具体的には、国毎にみた場合、特に、高い予定利率保証水準やデュレーション・ギャップの存在から、ドイツとオランダの保険会社のソルベンシー比率等に大きな影響を与えることになる。

ドイツの場合、移行措置が広範に認められていることから、ソルベンシー比率への影響は一定程度緩和されることになる。ただし、低い UFR の水準は、保証水準を引き下げた商品等の低資本商品(Capital Light Products)へのシフトを加速させていくことになる。

オランダの場合、DNB の厳しいスタンスにより、移行措置の使用等が認められていないため、より UFR 水準の引き下げの影響を直接的に受けることになる。

3 | オランダの保険会社の影響度

実際のオランダの保険会社の影響度については、以下の通りとなっている。

2015 年末のベースでは、

- ① NN Group の場合、UFR の 3.2%への引き下げは、ソルベンシー II 比率を 239%から 214%へ 25%ポイント引き下げ
- ② Delta Lloyd の場合、UFR の 3.2%への引き下げは、ソルベンシー II 比率を 131%から 98%へと 33%ポイント引き下げ

⁴ オランダの年金負債評価における UFR については、基礎研レター「[超長期の金利水準はどのように決定されていくべきなのか—UFR \(終局フォワードレート\) について—](#)」(2015.7.13)を参照いただきたい。

③Aegon の場合、UFR の 3.2%への引き下げは、グループのソルベンシー II 比率を 160%から 154%に 6%ポイント(オランダの事業だけなら、154%から 135%に 18%ポイント)引き下げとなっていた。

これに対して、2016 年第 2 四半期末ベースでは、

①NN Group の場合、UFR の 3.2%への引き下げは、ソルベンシー II 比率を 252%から 227%へ 25%ポイント引き下げる、となっており、感応度は(2015 年末ベースと比較して)変化していない。

②Delta Lloyd の場合、UFR の 3.2%への引き下げは、ソルベンシー II 比率を 173%から 160%へと 13%ポイント引き下げる、となっており、ライツ・イシューの発行による絶対水準の引き上げに加えて、各種のポートフォリオにおけるリスク回避策の実施等により、UFR に対する感応度を大きく低下させている。

③Aegon の場合、UFR の 3.7%への引き下げは、グループのソルベンシー II 比率を 158%から 151%に 7%ポイント(オランダの事業だけなら、154%から 135%に 19%ポイント)引き下げる、となっており、2016 年の上半期の金利の急激な低下により、UFR に対する感応度が高まった形になっている。

以上のように、同じオランダの保険会社グループの間でも、事業構成や会社の経営行動等によって、UFR 水準の引き下げに伴う感応度の水準やこの半年間での変化は異なったものとなっている。

4 | その他の欧州大手保険グループの影響度

2016 年第 2 四半期末ベースで、AXA は、UFR の 3.2%への引き下げは、ソルベンシー II 比率を 197%から 178%へ 19%ポイント引き下げる (2015 年末でも影響度は 19%ポイントで同じ)、と述べた。

Generali は、2015 年末ベースで、UFR の 3.2%への引き下げは、(監督当局承認ベースでの)ソルベンシー II 比率を 186%から 177%へ 9%ポイント引き下げる、としていた。

また、Allianz の CFO の Dieter Wemmer 氏は、第 1 四半期の決算発表時に、「UFR が、2017 年から 3.7%に 50bp 減少する場合は、グループのソルベンシー比率は 5%ポイントの影響を受ける。」と述べていた。

5—UFR を巡るその他の動き

UFR の概念に関しては、EU のソルベンシー II においてだけでなく、世界中で幅広く使用されてきている。これについては、基礎研レター「[超長期の金利水準はどのように決定されていくべきなのか—UFR \(終局フォワードレート\) について—](#)」(2015.7.13) 及び前回のレター等で紹介している。

これに関係する動きを 3 点報告する。

1 | IAIS における ICS での取扱⁵

IAIS (保険監督者国際機構) が現在検討している保険会社に対する国際的な資本規制である ICS (Insurance Capital Standard: 保険資本基準)においては、UFR に相当する概念である LTFR (Long

⁵ Aegon は、3.2%への引き下げの影響については、開示していない。

⁶ 詳しくは、基礎研レポート「[IAIS \(保険監督者国際機構\) による ICS \(保険資本基準\) について—公表された市中協議文書の概要と関係団体からの初期反応等—](#)」(2016.8.9)

Term Forward Rate：長期フォワードレート）を導入する方向で検討が進められている。

IAIS は、7月19日に ICS に関する市中協議文書を公表しているが、これによれば、LTFR は、①長期経済成長率と、②長期インフレ目標 の合計値で決定される。

「①長期経済成長率」は、実質金利を表し、50年間の経済成長予測に基づいて、2つのバケットに区分（OECD 加盟国 1.5%、OECD 非加盟国 2.75%）される。また「②長期インフレ目標」は、中央銀行のインフレ目標等に基づいて、6つのバケットに区分されている。

その結果として、ユーロや日本円に対する LTFR については、3.5%に設定されている。

2 | スイスの監督当局 FINMA の対応

スイスのソルベンシー規制である SST(Swiss Solvency Test)においては、2011年に UFR が導入されている。ただし、SST の UFR については、EU のソルベンシー II で使用されるものに類似しているが、異なるパラメータ等を使用している。

スイスの保険監督当局である FINMA は、毎年、主要通貨に対する UFR の水準等のリスクフリー曲線決定のためのパラメータを提示してきている。SST におけるユーロに対する UFR の水準は、2016年1月時点では 3.9%に設定されている。公表されている他の通貨(UFR 水準)は、スイスフラン(2.7%)、米ドル(3.9%)、英ポンド(3.9%)となっている。なお、2015年までは日本円(2.9%)も公表されていたが、2016年にスイスフランの UFR 水準が 2.9%から 2.7%に引き下げられたのに対して、日本円に対するリスクフリー曲線は提示されなくなった。

なお、FINMA は、近い将来に、リスクフリー曲線を決定する手法を改訂することを計画している。

3 | 日本の保険会社の対応

こうした IAIS での ICS の検討状況等も踏まえて、日本においても、H27 年度決算から、一部の生命保険会社が、その ESR (Economic Solvency Ratio: 経済ソルベンシー比率) や EV (Embedded Value: エンベデッド・バリュー) (に相当する数値) の算出において、UFR の概念を導入している。その水準については、IAIS の ICS で使用されている LTFR の水準に準じて、日本円については 3.5%の水準を使用している。

6—UFR 水準の見直しを巡る今後の展望

UFR については、本来的にはその水準だけでなく、補外についての各種要素についての検討が行われ、総合的に妥当と判断される手法等に基づいて、超長期の割引率を示すリスクフリー曲線の全体が決定されていくべきものである。特に、如何にして、できる限り市場金利を活用しつつ、市場金利から人為的に設定される UFR に基づく金利に滑らかに接続していくのか、が重要になってくる。さらには、UFR の導入にあたっては、いくつかの課題もあり、こうした点を含めて、検討が行われていくべきものである。これについては、基礎研レター「[超長期の金利水準はどのように決定されていくべきなのか—UFR\(終局フォワードレート\)について](#)」(2015.7.13)で述べているので、ここでは触れない。

ところが、現実の世界においては、UFR の水準のみに焦点が当たっているのが実情である。特に、現在のような超低金利環境下においては、UFR の水準が有する意味合いが極めて高くなっていることから、これは止むを得ないとも思われるが、本来的にはどうあるべきかの議論がしっかりと行われていくことが望まれる。

その意味では、DNB 等が主張するように、UFR の水準だけでなく、UFR 制度全体の持つ課題について整合的に見直しを検討していくことが望まれることになる。ただし、これを行うのであれば、現在の UFR 水準の維持を主張するサイドが提案しているように、より時間をかけて、他の制度との整合性等も考慮する中で、検討が行われていくべきということにもなってくる。こうした観点からは、UFR 水準の見直しのみが中心的な項目となっている今回の CP の提案に対して、異論があるのも理解できることになる。

ただし、現在の UFR の水準を巡る状況は、ユーロに対する 4.2% という水準が一人歩きして、何らの見直しを行わない場合には、ソルベンシー II 制度の信頼性にも影響を与えかねないものとなっているとの見方もできる。特に、UFR を導入(ないしは導入を検討している他の制度において、ユーロに対する UFR 水準を 4.2% を下回る水準に設定してきているという点も、一定考慮しなければならない状況に置かれているものと考えられる。

こうした中で、今回の EU のソルベンシー II における UFR の見直しを巡る状況と今後の展望について、考えてみたい。

1 | 今回の UFR 水準の見直し案に対してはスタンスの違いが存在し、調整が必要な状況

これまで述べてきたように、今回の UFR 水準の見直し案に関しては、現行の UFR 水準の維持を主張するサイドからは、現段階での見直しは時期尚早であるとの思いが強く、一方で、現行の UFR 水準の見直し(引き下げ)を強く主張するサイドからは、引き下げの水準やスピードが十分ではないとの思いがあり、双方にとって、必ずしも十分に満足いく提案とはなっていない。

EIOPA の観点からは、今回の提案は、こうした双方のスタンスを考慮しつつ、現実的で中立的な解決策を提案したとの思いかもしれない。ただし、今回のコメントにみられるように、これに対しても、現行の UFR 水準の維持を主張する立場からの強い反対意見が提出されており、何らかの調整が必要な状況になっている。

2 | EIOPA 内の各国の監督当局間でもスタンスの違いが存在 - PRA のスタンスが注目 -

監督当局の間でも、オランダの DNB が UFR の見直しに積極的であるのに対して、ドイツの監督当局である BaFin は慎重なスタンスをとっている、というように、必ずしもスタンスが統一されているわけではない。

こうした中で、英国の監督当局である PRA(健全性規制機構)の動向が注目されている。PRA は DNB と同様に、規制に関して厳しいスタンスであると思われるが、英国の EU 離脱(Brexit)の投票を受けて、今回の EU における UFR の見直しに対して、どのようなアプローチで臨んでくるのかが関心と呼ぶことになると思われる。

これまでとは異なり、一定の距離を置いて、ロープロファイルなスタンスで臨むのか、それとも今後の PRA 独自の監督規制のあり方を見据える中で、自らのスタンスを強く主張していくのかが注目されることである。そのスタンスが今後の EIOPA の議論の結果にも大きな影響を与えることになるかもしれない。

3 | 欧州委員会等の関与が不可避な状況か

いずれにしても、今後は、欧州委員会(European Commission)等の関与やそれを巡る動きが注目されるようになってくるものと思われる。

今回の UFR の見直しについては、EIOPA は法的枠組みの適用の一部として、方法論の開発を行っており、「方法論については、欧州委員会と欧州議会によって承認されることになっていない。」としている。

これに対して、欧州委員会も、EIOPAが方法論を開発することには異論を挟まないが、「EIOPAが月次で発行しているリスクフリーレートが、強制的でEU全体に適用されるためには、委員会の承認が必要とされている。」と整理することで、今回の議論への関与及び決定権限の保持を主張していく方針のようである。

4 | 今後の動向については、不透明性が拡大

先のコメントにあるように、今回のUFRの引き下げに反対している関係者は、2018年の標準式の見直しや、2021年のLTGMの見直しに合わせる形で、UFRを見直すべきと主張することで、引き下げのタイミングを遅らせることを望んでいる。

従って、今回の問題についても、LTGMに関連して、過去に取られたアプローチと同様な形になることを目指して、欧州委員会への働きかけを行っているようである。これを受けて、欧州委員会も即時の変更に対して反対の姿勢を示していると言われている。

このように欧州委員会を巻き込む形になっていくと、「単なるUFR水準の見直し」ということにとどまらず、「規制の枠組みの妥当性」を含む幅広い議論になっていく可能性も出てくることになる。

いずれにしても、こうした点を含めて、事態が複雑化し、より一層不透明になっていく可能性も否定できないものと思われる。

7—まとめ

今回のUFRの見直しについては、CPに対する関係者からのコメントを踏まえて、現在EIOPAが見直し案の検討を進めており、当初の想定では9月中にレビューの結果を決定することとなっている。2017年からUFR水準の変更を行うのであれば、9月がタイムリミットとも思われるが、先に述べたような強い反対意見や欧州委員会での動き等がある中で、本当にこのスケジュールで、2017年からの見直しが行われていくのかという点については、極めて不透明な状況になっている、と思われる。

本来は理論的に整理されていくべきUFR制度の設計だが、その水準の持つ意味合いの重要性から政治的な色彩が強くなってしまう面があるのも止むを得ないと思われる。

ただし、いずれにしても、現在の指令に定められたスケジュールによれば、ソルベンシーIIに関して、2018年までに標準式の見直しが、2021年までにLTGMの見直しが行われることになるため、現時点でのUFR水準の見直しに反対している関係者も含めて、遅くともこの時期までには何らかの見直しが行われることについてはコンセンサスが得られていくものと思われる。

なお、こうしたEUのソルベンシーIIにおけるUFRの見直しに合わせる形で、現在各国の制度で使用されている様々なレベルにあるUFRの水準が、どの程度調整が図られて、整合的なものになっていくのかは気になるところである。

具体的には、ユーロのUFR水準について、現在のソルベンシーII制度では4.2%（EIOPAのCPによる見直し案では3.7%）、IAISのICSでは3.5%、スイスのSSTでは3.9%、若干意味合いは異なるかもしれないが、オランダの年金負債評価では3.3%等と設定されており、複数の水準が存在する形になっている。

UFR制度の信頼性を高めていくためにも、UFR水準の設定の考え方や市場金利の流動性の指標と

なる LLP の設定等、リスクフリー曲線等の設定方法についての統一化ができる限り図られていくことが望まれる。

UFR を巡る議論は世界的にも極めて注目されているものである。日本の保険会社においても、UFR の導入の機運が広がってきているように見受けられる。今後も、EIOPA においてだけでなく、IAIS 等における検討状況やそれに対する関係者の反応等を注視していくことで、議論の行方や決着の状況をフォローしていくこととしたい。

以上