

保険・年金 フォーカス

欧州大手保険グループの2016年上 期末のSCR比率の状況等について —SCR比率及び感応度の推移等—

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

欧州大手保険グループの2016年上半期の業績報告の発表が8月に行われている。今回の保険・年金フォーカスでは、新たなソルベンシーII制度に基づく各社のSCR比率の水準やその感応度について、2015年末から(会社によっては2014年末から)2016年上期末にかけての推移を報告する。併せて、2016年上期末における資産と負債のマッチングや投資損益に関する状況等について、報告する。これらを通じて、低金利及びボラタイルな市場環境下で、各社がソルベンシーII制度の導入に向けて及び導入後の半年間でどのように対応してきたのかを報告する。

2—欧州大手保険グループのSCR比率の推移

欧州大手保険グループのSCR比率(=自己資本/SCR(ソルベンシー資本要件))の2014年末から2016年上期末の推移については、下記の表の通りとなっている。

事業の地域構成の差異からくる為替等の影響に加えて、規制当局との交渉等を踏まえた内部モデルの変更を実施している会社もあるため、単純な推移比較ができない。さらには、各社の生保と損保等の事業構成比率等の差異から、目標とするSCR比率等も異なっているため、単純な各社間の絶対水準の比較もできない、ことには注意が必要になる。

ただし、AXA、Allianz、Generaliといった、ユーロ圏の3カ国に親会社を有する保険グループについては、ほぼ同じ傾向の推移を示しており、2014年末から2015年末にかけては、比率を上昇させたが、2016年第1四半期に市場環境の悪化を主因として、比率を低下させ、上期末にはほぼその水準を維持している。

SCR比率の推移

	AXA	Allianz	Generali (会社)	Generali (監督)	Prudential	Aegon	Zurich (SST)	Zurich (Z-ECM)
2014年末	201%	191%	186%	-	218%	-	196%	122%
2015年末	205%	200%	202%	171%	193%	160%	189%	121%
2016年第1四半期末	200%	186%	188%	161%	-	155%	-	108%
2016年上期末	197%	186%	188%	161%	175%	158%	-	107%

(※)2014年末の数字は、各社のEconomic Capital ratio等によっているため、必ずしもSCR比率を表すものではない。

Generali(会社)は会社の経済ソルベンシー比率、Generali(監督)は監督当局の承認を得たベースの数値である。

ZurichのSSTの(スイス・ソルベンシー・テスト)は99.0%のVaR、Z-ECMは、Zurichの社内指標で、99.95%のVaRに基づいている。

3—各社毎の SCR 比率や感応度の推移

各社とも、2016年1月からのソルベンシーII制度の実施に向けて、SCR比率の充実や感応度の抑制に向けた対応を行ってきていたが、2016年に入ってから、着実に営業利益を積み上げることに加えて、劣後債の発行等で資本の充実を図ってきている。なお、以下のSCR比率の推移の要因分解は、各社の公表資料に基づいているが、例えば「経営行動 (management action)」に何を含めるのか等が、必ずしも統一されているわけではない。さらには、感応度の対象内容も各社各様である。

1 | AXA

AXAは、2016年3月に2047年に満期を迎える15億ユーロの劣後債を発行することで、市場環境の影響によるSCR比率のマイナス分の一部をカバーしている。

感応度については、資産と負債のマッチングを進めること等で、金利低下の影響を引き下げてきている。

SCR比率推移の要因

	2014年末→ 2015年上期末	2015年第3四半 期末→2015年末	2015年末→ 2016年上期末
営業利益	+10pts	+5pts	+8pts
配当	-	▲9pts	▲5pts
市場の影響	+1pt	▲1pt	▲16pts
劣後債等資本増強	-	+5pts	+5pts
その他	+3pts	▲1pt	-
合計	+14pts	▲7pts	▲8pts

感応度の推移

	2014年末(※)	2015年末	2016年上期末
金利+50bps	+9pts	+2pts	+5pts
金利▲50bps	▲17pts	▲8pts	▲5pts
社債スプレッド+75bps	▲2pts	0pt	▲1pt
株式市場+25%	+5pts	+3pts	+3pts
株式市場▲25%	▲5pts	▲6pts	▲9pts

(※)2014年末の金利感応度は、+100bps、▲100bpsに対するもの

2016年上期末の資産のデュレーションは8.3年とさらに長期化している。

	2014年末	2015年上期末	2015年末	2016年上期末
L&S固定利付資産のデュレーション	7.6年	7.7年	8.0年	8.3年

また、生命・貯蓄保険(Life & Savings)について、グループ全体での上半期の新規の平均投資利回りは2.0%で、新契約の平均保証利率0.4%を上回っている。さらに、資産運用利回りは3.4%で、保有契約の負債の平均保証利率2.0%を上回っている。ともに、100bpsを上回るスプレッドを確保している。

生命・貯蓄保険(Life & Savings)の新契約と保有契約のスプレッド

		2014年末	2015年上期末	2015年末	2016年上期末
新契約	①平均投資利回り	2.7%	2.1%	2.1%	2.0%
	②平均保証利率	0.4%	0.5%	0.5%	0.4%
	③スプレッド(①-②)	2.3%	1.6%	1.6%	1.6%
保有契約	①資産運用利回り	3.7%	3.7%	3.6%	3.4%
	②平均保証利率	2.1%	2.1%	2.0%	2.0%
	③スプレッド(①-②)	1.6%	1.6%	1.6%	1.4%

2 | Allianz

Allianz は、2016 年第1四半期において、市場環境の影響を強く受けたことに加えて、2016 年初にモデル変更等が行われたため、自己資本を大きく低下させている。

なお、①ソブリンスプレッドや為替変動に対するヘッジ、②欧州銀行部門への株式エクスポージャーの軽減、が市場のボラティリティに比較して SCR 比率を維持することに貢献した、としている。また、2016 年上期末の数値には、韓国生命保険事業売却によるソルベンシー II のプラス効果は反映されていない、としている。

感応度については、ほぼ着実に低下させてきている。

SCR比率推移の要因

(単位:十億ユーロ)

	2015年末→2016年 第1四半期末	2016年第1四半期 末→2016年上期末		2015年末→2016年 第1四半期末	2016年第1四半期 末→2016年上期末
<自己資本>	72.7→69.3	69.3→70.6	<SCR>	36.4→37.3	37.3→38.0
規制/モデル変更	▲1.7	0.0	規制/モデル変更	▲0.3	0.0
営業利益	+3.5	+1.7	ビジネス進展	+0.2	+0.1
市場の影響	▲5.8	0.0	市場の影響	+2.1	+0.5
配当等	▲1.2	▲0.7	経営行動	▲1.3	▲0.1
その他	+1.7	+0.3	その他	+0.2	+0.2

感応度の推移

	2014年末	2015年末	2016年上期末
金利+50bps	+15pts	+9pts	+8pts
金利▲50bps	▲21pts	▲14pts	▲7pts
信用スプレッド+100bps(国債)	▲17pts	▲11pts	▲14pts
信用スプレッド+100bps(他の債券)	▲13pts	▲8pts	▲10pts
株式市場+30%	+9pts	+9pts	+8pts
株式市場▲30%	▲12pts	▲9pts	▲7pts

また、過去1年間において、グループにおける保証付商品のシェアが36%から28%に低下したのに対して、資本効率の高い商品のシェアが28%から42%に上昇して、両者のシェアが逆転した、としている。これにより、資本負担の軽減が図られていくことになる。

さらに、資産と負債のデュレーションについては、ともに長期化してきている。

また、再投資利回りは、2.3%と、さらに低下している。

生命保険部門の資産・負債のデュレーションと再投資利回り

		2014年末	2015年上期末	2015年末	2016年上期末
デュレーション	① 資産	8.3年	8.7年	8.8年	9.5年
	② 負債	8.9年	8.9年	9.4年	10.2年
	③(②-①)	0.6年	0.2年	0.6年	0.7年
再投資利回り		2.7%	2.8%	2.5%	2.3%

3 | Generali

Generali も、2016 年上期末は市場環境の影響で、SCR 比率を大きく低下させている。

なお、Generali は完全な内部モデルの使用に向けて、引き続き監督当局と交渉中であり、ここでの数値はあくまでも、会社の経済ソルベンシー比率によるものである。

感応度については、UFR(終局フォワードレート)を変化させた場合の影響についても開示しており、「UFRを100bps引き下げた場合でもSCR比率は9ptsの低下に留まる」ということで、影響が一定程度の水準に収まることが示されている。

SCR比率推移の要因

	2014年末→ 2015年末	2015年末→ 2016年上期末
資本形成	+16pts	+8pts
市場の影響等	+3pts	▲22pts
配当	▲5pts	-
為替等	+2pts	+0pt
合計	+16pts	▲14pts

感応度の推移

	2014年末	2015年末	2016年上期末
金利+50bps	-	+4pts	-
金利▲50bps	-	▲8pts	-
社債スプレッド+100bps	-	▲5pts	-
株式市場+20%	-	+10pts	-
株式市場▲20%	-	▲11pts	-
UFR▲100bps	-	▲9pts	-

一般勘定資産の9割弱を占める固定利付資産のうちの債券のデュレーションは、生保について、2016年上期末には8.6年とさらに長期化している。

	2014年末	2015年上期末	2015年末	2016年上期末
生命保険資産の債券のデュレーション	8.2年	8.0年	8.0年	8.6年

また、低金利環境への対応として、「ドイツでの最低保証付商品の販売を停止し、資産と負債のマッチングを進めている」としている。この結果、ユーロ圏での2016年上期の生命保険新契約の保証利率は0.44%とさらに低下している。さらに、引き続き、無保証等の低資本集約保証商品のウェイトを高めることで、資本負担の軽減を進めてきている。

	2014年末	2015年上期末	2015年末	2016年上期末
ユーロ圏での生命保険新契約保証利率	0.91%	0.68%	0.60%	0.44%

4 | Prudential

Prudentialも、劣後債務の発行により、自己資本の積み上げを行っている。なお、Prudentialは、ポンド建の業績表示ということもあり、上記3社に比べて、為替による影響を比較的大きく受けている。

また、上記3社に比べて、2014年末から2016年上期末に向けてのSCR比率の低下率が大きなものとなっている。これについて、会社は、欧州所在の会社とは異なり、「アジアの子会社のリスクマージンのボラティリティを軽減するための経過措置が使用できない」ことが大きな要因であると説明している。

SCR比率推移の要因

(単位:十億ポンド)

	2014年末→ 2015年末	2015年末→ 2016年上期末
<自己資本>	9.7→9.7	9.7→9.1
モデル変更	-	▲0.1
営業利益	+2.0	+1.2
経営行動	+0.4	-
市場の影響	▲0.6	▲2.4
為替	+0.2	+0.9
配当	▲1.0	▲0.9
劣後債務の発行	+0.6	+0.7
資本定義の変化	▲1.6	-

(※)2014年は、社内のEconomic Capitalによる。

また、ソルベンシー II 資本の対象から控除されている資本リソースとして、①不動産の株主持分、②有配当資本、③米国で認容されている資本、④アジアの認識中止分、⑤米国の分散化ベネフィット があり、これら全てを考慮した場合、SCR 比率は最高 215%になる、としている。

感応度については、着実に低下させてきている。なお、表以外に、「英国年金の 15%の格下げが行われた場合には、SCR 比率に▲5pts の影響がある」としている。

感応度の推移

	2014年末	2015年末	2016年上期末
金利+100bps	+36pts	+17pts	+27pts
金利▲50bps	▲23pts	▲14pts	▲7pts
信用スプレッド+100bps	▲28pts	▲6pts	▲7pts
株式市場▲20%	▲4pts	▲7pts	▲6pts
株式市場▲40%	▲23pts	▲14pts	▲7pts

(※)2014年は、社内のEconomic Capital Ratioによる。

2016 年上半期においては、資産と負債のデュレーション・マッチングを改善させ、長寿再保険によるリスク軽減を図ったことにより、ソルベンシーの向上を図っている、としている。

5 | Aegon

2016 年上期末においては、経営行動により、7pts の SCR 比率の改善が見られたとしているが、具体的には、「①オランダにおける、ボラティリティ調整のより完全な適用、②追加的な金利ヘッジ、③将来の事業費水準に関連したより低いリスクマージン」と説明している。また、金利低下による市場の影響は、一部、オランダにおけるスプレッドのタイトニングで相殺されたとしている。「その他」には、ティアリングの制限、分散化及び FX の影響が含まれている。

SCR比率推移の要因

	2014年末→ 2015年末	2015年末→ 2016年上期末
資本形成	-	+2pts
経営行動	-	+7pts
市場の影響	-	▲2pts
その他	-	▲4pts
合計	-	+3pts

感応度は、2015 年末と 2016 年上期末で、①オランダにおける ALM とヘッジプログラムの変更、②英国の年金事業売却、③さらなる金利の低下、により、かなり大きく変化している。

Aegon も UFR を変化させた場合の影響を開示しているが、2015 年末では 100bps の引き下げで、6pts (オランダは 18pts) の影響であったものが、2016 年上期末には 50bps の引き下げで、7pts (オランダは 19pts) と、影響度が大きく増加している。会社はこれを上半期における金利の急激な減少によるものと説明している。

感応度の推移

	2014年末	2015年末	2016年上期末
金利+100bps	-	▲2pts	+4pts
金利▲100bps	-	▲4pts	▲14pts
信用スプレッド+100bps(除国債)	-	+3pts	+5pts
株式市場+20%	-	+2pts	+2pts
株式市場▲20%	-	▲4pts	▲2pts
米信用デフォルト▲200bps	-	▲14pts	▲18pts
UFR▲50bps(※)	-	▲6pts	▲7pts

(※)2015年末のUFR感応度は▲100bpsに対するもの

上半期の業績については、英国の年金事業からの撤退による損失もあるが、預託金事業での強固な実績や収益性にフォーカスした生命保険販売で、収益を挙げている、としている。

ただし、ROE(資本収益率)については、中東欧を除く各地域で、2015年に比べて低下している。

生命保険事業のROE(資本収益率)の状況

	全体	北米 中南米	オランダ	英国	中東欧	スペイン ポルトガル	アジア
2016年上期	6.4%	6.2%	10.1%	1.9%	12.1%	-0.4%	-1.7%
2015年	6.8%	6.4%	11.1%	4.1%	6.6%	0.8%	-0.6%
2014年	6.9%	6.2%	13.4%	4.2%	12.5%	2.5%	-6.6%

6 | Zurich

Zurichは、SST(スイス・ソルベンシー・テスト)による数値と社内の経済ソルベンシー比率であるZ-ECMを公表している。SST比率は2015年末に、規制の変更等により、低下している。SSTの報告は年1回である。

また、Z-ECMはソルベンシーIIやSSTとは異なり、UFRを使用していないことから、金利低下の影響を受けて、2016年上期末に、他社のSCR比率に比べて、割合的に大きく低下している。

感応度については、他社とは異なり、業績表示が米ドル建てで行われていることから、米ドルの為替レートの影響を含めている。

比率推移の要因

	SST	Z-ECM	
	2014年末→ 2015年末	2014年末→ 2015年末	2015年末→2016年 第1四半期末
営業利益	+11pts	+6pts	+2pts
市場の影響	▲5pts	▲4pts	▲7pts
規制の変更等(※)	▲14pts	▲2pts	▲8pts
合計	▲7pts	▲1pts	▲13pts

(※)SSTの▲14ptsのうち、FINMAのイールドカーブの変更による影響が▲4pts、
その他は、リスクやモデルの変更、分散化ベネフィットの変化等による。

感応度の推移

	SST		Z-ECM	
	2014年末	2015年末	2014年末	2015年末
金利+100bps	+4pts	+6pts	+4pts	+2pts
金利▲100bps	▲6pts	▲10pts	▲5pts	▲3pts
信用スプレッド+100bps	▲29pts	▲22pts	▲14pts	▲15pts
株式市場+20%	+5pts	+3pts	+4pts	+3pts
株式市場▲20%	▲5pts	▲4pts	▲3pts	▲3pts
米ドル+10%	-	+3pts	-	▲1pt

2016年上半期の生命保険事業の投資マージンについては、中南米において、高い利回りが得られたこと等から、2015年の一時的な要因と為替要因を除いてみれば、増加している、としている。

生命保険事業の投資マージンの地域別状況

	全体	欧州・中東・ アフリカ	米国	中南米	アジア・ 太平洋
2016年上期	0.6%	0.4%	0.6%	4.3%	1.7%
2015年	0.7%	0.5%	0.5%	3.8%	1.8%
2015年上期	0.6%	0.5%	0.4%	3.4%	1.8%
2014年	0.7%	0.6%	0.8%	3.2%	2.1%

(※)投資マージンは、平均責任準備金に対する率

4—まとめ

以上、欧州大手保険グループの2016年上期末までのSCR比率及びその感応度の推移について報告するとともに、それらのSCR比率水準の背景となる資産と負債のマッチングや投資損益に関する状況等について、報告してきた。

各グループとも、2016年のソルベンシーIIの導入に向けて、SCR比率の水準や安定性の最適化に向けて、資本の増強やリスクの低減等の各種の対応を行ってきた。毎期の業務を通じて収益を計上するとともに、劣後債等の発行で、自己資本を積み上げるとともに、リスク面では、特に金利リスクへの対応について、ミスマッチの解消やヘッジの活用等でその低減を図ってきた。

ただし、昨今の金利の低下等の市場環境のさらなる悪化により、より一層の対応の検討を求められる状況になってきている。これに対しては、従前の延長的な考え方や手法に拠らずに、新たな考え方に基づく対応も必要になってきているものと思われる。

具体的に、各社の主要な対応策を巡る状況については、例えば、以下のようになっているものと思われる。

1 | 資産と負債のマッチング

資産と負債のマッチングのうちのデュレーション・マッチングについては、各社とも過去からミスマッチの解消を進めてきており、ほぼ対応がついてきている状況にある。ただし、キャッシュフロー・マッチングを含めて、資産と負債のマッチングをさらに進めていくことについては、UFRという市場金利とは直接的にリンクしていない規制上の金利が存在していることもあり、そのインセンティブが低下しているものと思われる。さらには、昨今のような低金利環境下において、マッチングをさらに進めることは、必ずしも最適な戦略とは考えられない状況にもなっている。今後は、将来の全体的なリスクを考慮して、金利上昇リスクも見据えた上での対応が求められてきていると考えられる。一方で、低金利環境下での利回り向上の観点からは、資産のデュレーションの長期化等の対応が避けられない状況にもなっている、と考えられる。

2 | 株式等のリスク性資産の圧縮によるリスク低減

株式等のリスク性資産の圧縮によるリスク低減は、短期的にはSCR比率の改善に貢献することが期待される一方で、長期的な観点からは、収益力及び自己資本の形成能力の低下につながる事になりかねない。今後は、リスク性資産の圧縮によるメリット・デメリットの両者のバランスをより一層考慮して対応していく必要がある。特に、昨今のような環境下で、債券中心の運用では極めて低い運用利回りしか確保できないことから、例えば配当ベースで高い利回りを確保できる株式等により注目していかざるを得ない状況にもなっている、と思われる。

3 | 再保険の活用

SCR比率の改善に向けては、再保険を利用したリスク回避策も多くの会社で利用されてきている。

その中で、今回の報告対象会社には含まれていないが、例えば、英国の保険グループのAvivaは、グループ内の再保険会社を積極的に利用することで、SCR比率の改善を図っている。具体的には、リスクマージンの算出において、リスクの分散効果は同一会社内でしか認められないことから、グルー

プ内のリスクを内部再保険会社に移転させることで、グループ内の異なる会社が抱える様々なリスクに対して、高い分散効果を享受しようとしている。

4 | ヘッジの活用

各社ともヘッジ戦略を洗練化することを通じて、自社の目指す方向での SCR 比率の水準や安定性の最適化を図ろうとしている。ただし、例えば、超長期での金利リスクのヘッジについては、市場参加者が限定されていることから、高い流動性リスクや価格変動リスク等を抱えることにもなりかねない等の課題もあることから、こうしたリスクも十分に考慮した上で、ヘッジ戦略を構築していく必要がある。

5 | 商品ポートフォリオの見直し

商品ポートフォリオを見直して、ユニットリンク型商品や保証水準を低めた商品等の資本負担の少ない商品へのシフトを図ろうとしている。ただし、顧客ニーズとの関係で、どの程度まで保証水準を低くした商品が市場に受け入れられるのかといった点を十分に考慮した上で対応していく必要がある。その効果は短期的に現われてくるものではないが、長期的に累積されていくことで、SCR 比率や資本効率性に大きなプラス効果を与えていくことになることから、着実に取り組んでいくことが求められている。

以上、ソルベンシーⅡの導入に伴う各社の SCR 比率を巡る対策の状況について述べてきたが、いずれにしても、各社とも、市場環境の変化や市場動向等を踏まえた上で、それぞれが置かれている状況に応じて、必要な対応策を講じていくことが求められてきている。

新たなソルベンシーⅡ制度の下での欧州大手保険グループの対応については、日本の保険会社にとっても参考になるものがあると思われ、極めて興味深いことから、今後も注視していきたい。

以上