

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(2) —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

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。

前回のレポートでは、「全体の状況と AXA、Allianz、Generali の 3 社の状況」について報告した。今回のレポートでは、「Prudential、Aviva、Aegon、Zurich の 4 社の状況と全体のまとめ」について報告する。

2—欧州大手保険グループ各社の決算状況(前回のレポートからの続き)

—Prudential、Aviva、Aegon、Zurich —

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)²及び新契約価値の状況を地域別に報告している。

さらに、低金利環境下での投資関係損益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、報告している。

4 | Prudential

(1)地域別の業績—2016 年の結果—

Prudential は、自国の英国に加えて、米国やアジアの 14 カ国及びアフリカの 4 カ国と、ほぼ 20 カ国程度で事業展開している。

米国子会社の Jackson National Group 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 10 位となっている。収入保険料や営業利益では米国のウェイトが最も高いが、将来の利益に基づく EEV や新契約価値ベースではアジアの位置付けが最も高いものとなっている。

¹ 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—](#)」(2017.4.25)

² 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。

生命保険事業 (Long-Term Business Operation) の地域別内訳 (2016年) (単位: 百万ポンド)

	全体		英国		米国		アジア	
	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比
保険料	35,534	100%	11,129	31%	14,766	42%	9,639	27%
営業利益	4,354	100%	799	18%	2,052	47%	1,503	35%
資産	466,544	100%	194,943	42%	194,692	42%	76,909	16%
EEV	40,829	100%	10,307	25%	11,805	29%	18,717	46%
新契約価値	3,088	100%	268	9%	790	26%	2,030	66%

※ 保険料は「premium」で保険全体の数値
Prudentialはアフリカ等にも生保子会社を有しているが規模は小さい。

(2) 地域別の業績 - 2015年との比較 -

2015年との比較では、アジアが2割を超える増収増益で、全体の増収増益に大きく貢献している。米国の営業利益も2割程度増加している。これらのアジアや米国の高進展のうち12%~13%程度は為替要因によるものであるが、これらを除いても高い伸びとなっている。特に、アジアでは、エージェンシーや銀行窓販を通じて、成長する中間所得層向けに保障・貯蓄性商品の販売が好調で、新契約利益、営業利益及び資本形成において、7年連続で2桁成長を遂げてきた、としている。

英国については、バルク年金市場からの撤退により、年金からの利益が大幅に減少したことに加えて、過去の助言無年金商品の販売実務や関連する補償のレビューを行うコストとして175百万ポンドの準備金設定等を行った影響で、営業利益は大きく減少した。

米国では、スプレッドは低下したが、資産残高の進展に伴う手数料収入が増加したことにより、営業利益が増加した。

生命保険事業 (Long-Term Business Operation) 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: 百万ポンド)

	全体		英国		米国		アジア	
	金額	進展率	金額	進展率	金額	進展率	金額	進展率
保険料	1,359	4%	1,437	15%	(1,933)	-12%	1,855	24%
営業利益	325	8%	(368)	-32%	361	21%	332	28%
資産	82,224	21%	19,621	11%	43,041	28%	19,562	34%
EEV	7,819	24%	660	7%	2,318	24%	4,841	35%
新契約価値	479	18%	(50)	-16%	(19)	-2%	548	37%

(3) 投資関係損益等を巡る状況

Prudentialは、投資関係損益を含む営業利益の源泉の状況を地域別に公表しているため、それを報告すると、次ページの図表の通りとなっている。

これによると、低金利環境下での利回り低下に伴い、会社全体のスプレッドは、2015年の158bpsから2016年の141bpsへとさらに低下したが、為替の影響があり、スプレッド収入は1,153百万ポンドから1,171百万ポンドの微増(為替横ばいベースでのスプレッド収入は2015年の1,267百万ポンドから8%減少、以下同様)にとどまった。一方で、手数料収入が1,888百万ポンドから2,175百万ポンドに15%増加(2,118百万ポンドから3%増加)し、保険引受けマージン等が3,493百万ポンドから4,117百万ポンドに19%増加(3,858百万ポンドから7%増加)している。これらは会社の高効率資本商品へのシフト戦略の結果によるものである。

生命保険事業の営業利益の源泉の状況(為替横ばいベース)

(単位:百万ポンド)

	全体			英国		米国		アジア	
	2015年 (実際)	2015年	2016年	2015年	2016年	2015年	2016年	2015年	2016年
収入	N.A.	7,794	8,001	1,014	885	3,655	3,644	3,125	3,472
スプレッド収入	1,153	1,267	1,171	258	177	845	802	164	192
スプレッド(対準備金)	158bps	162bps	141bps	82bps	54bps	241bps	217bps	143bps	144bps
手数料収入	1,888	2,118	2,175	62	59	1,886	1,942	170	174
手数料率(対準備金)	153bps	156bps	156bps	28bps	27bps	192bps	190bps	114bps	111bps
保険引受けマージン等	3,493	3,858	4,117	298	270	898	888	2,662	2,959
その他	N.A.	551	538	396	379	26	12	129	147
費用等	N.A.	3,416	3,647	▲153	86	1,747	1,592	1,822	1,969
営業利益	4,029	4,378	4,354	1,167	799	1,908	2,052	1,303	1,503

※ 2015年の数値は、分析比較のため為替を一定にした場合の数値で、実際の2015年数値ではない。

(4)新契約の状況

(4-1)新契約年換算保険料の地域別内訳

アジアは、新契約価値だけでなく、新契約年換算保険料でも6割を占め、主要各国で有意な水準を計上している。特に、最近では、中国、香港、台湾やインド、ベトナム等で高い成長率を確保している。香港ではこの2年間で3倍近くになる高成長を確保したが、これは、①エージェンシーの数と生産性の向上、②ブローカー・ネットワークへの進出に加えて、③中国本土をベースとした顧客への対応に積極的に取り組んだ、ことが理由として挙げられている。

新契約年換算保険料の地域別内訳

(単位:百万ポンド)

	全体		英国		米国		アジア	
		構成比		構成比		構成比		構成比
2016年	6,320	100%	1,160	18%	1,561	25%	3,599	57%
2015年	5,466	100%	1,025	19%	1,729	32%	2,712	50%
2014年	4,627	100%	834	18%	1,556	34%	2,237	48%
2013年	4,423	100%	725	16%	1,573	36%	2,125	48%

新契約年換算保険料の地域別内訳(アジアの主要国)

	香港		インドネシア		シンガポール		マレーシア		フィリピン	
		構成比		構成比		構成比		構成比		構成比
2016年	1,912	30%	279	4%	351	6%	244	4%	70	1%
2015年	1,213	22%	326	6%	309	6%	211	4%	59	1%
2014年	645	12%	385	7%	357	7%	201	4%	51	1%
2013年	487	11%	477	10%	361	8%	208	4%	53	1%

	タイ		ベトナム		中国		台湾		インド	
		構成比		構成比		構成比		構成比		構成比
2016年	89	1%	116	2%	199	3%	150	2%	175	3%
2015年	95	2%	83	2%	142	3%	131	2%	135	2%
2014年	83	2%	61	1%	105	2%	124	3%	109	2%
2013年	68	2%	54	1%	83	2%	117	3%	103	2%

(4-2)新契約マージンの状況

新契約マージンの地域別内訳は、次ページの図表の通りである。

マージン率については、前年との比較では、グループ全体ではほぼ横ばいである。

地域別ではアジアのマージン率が相対的に高くなっている。

生命保険事業の新契約マージン(対保険料比率)の状況

		全体	英国	米国	アジア
2016年	新契約価値構成比	100%	9%	26%	66%
	新契約マージン(対年換算保険料)	49%	23%	51%	56%
	新契約マージン(対保険料現在価値)	6.8%	2.5%	5.1%	10.5%
2015年	新契約価値構成比	100%	12%	31%	57%
	新契約マージン(対年換算保険料)	48%	23%(除バルク年金)	47%	55%
	新契約マージン(対保険料現在価値)	6.4%	2.7%(除バルク年金)	4.7%	10.3%

5 | Aviva

(1)地域別の業績－2016年の結果－

Avivaは、世界の16カ国で事業展開している。

Avivaの保険料、営業利益及び資産の9割程度は欧州からのものである。それ以外は、カナダとアジアが占めている。欧州では、英国&アイルランド(生保)が保険料では2割だが、営業利益では半分を占めており、それ以外は英国&アイルランド(損保・医療)とフランスの構成比が高く、これらにポーランド、スペイン、イタリアの国々が有意な水準で続いている。

欧州における英国&アイルランド以外の保険料11,772百万ポンドのうち、損害保険は1,030百万ポンドであり、9割以上が生命保険である。また、アジアも殆どが生命保険であるが、カナダは全て損害保険となっている。

保険事業の地域別内訳(2016年)

(単位:百万ポンド)

	全体		欧州		カナダ		アジア		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
保険料	25,442	100%	21,979	86%	2,542	10%	920	4%	—	—
営業利益	3,010	100%	2,967	99%	270	9%	201	7%	(428)	-14%
営業利益(生保)	2,642	100%	2,399	91%	—	—	241	9%	2	0%
資産	440,419	100%	398,637	91%	6,989	2%	14,741	3%	20,052	5%
新契約価値	1,352	100%	1,175	87%	—	—	148	11%	29	2%

※ 数値は損害保険を含んだものである。全体数値の内訳は、以下の通り。

保険料は「Gross premium」で、うち 生命保険15,748、(医療保険 1,030、損害保険 8,664)

営業利益は「operating profit before tax」で、うち 生命保険 2,642、損害保険(医療保険を含む) 833

新契約価値は、MCVNB(Market Consistent Value of New Business)

うち 欧州の主要国別内訳

(単位:百万ポンド)

	英国&アイルランド(生保)		英国&アイルランド(損保・医療)		フランス		ポーランド		スペイン イタリア等	
	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	5,458	21%	4,750	19%	6,624	26%	495	2%	4,652	18%
営業利益	1,579	52%	443	15%	481	16%	146	5%	318	11%
営業利益(生保)	1,555	59%	—	—	429	16%	132	5%	283	11%
資産	262,494	60%	12,424	3%	93,581	21%	3,387	1%	26,751	6%
新契約価値	695	51%	—	—	224	32%	65	9%	191	27%

※ 「英国&アイルランド(生保)」の内訳は、営業利益(英国 1,523、アイルランド 32)、新契約価値(英国 671 アイルランド 24)となっている。

(2)地域別の業績－2015年との比較－

2015年との比較では、欧州とカナダで順調に業績を進展させている。

生命保険の営業利益は2,642百万ポンドで対前年8%増加した。英国の生命保険事業が、Friends Life

の四半期分の追加(Avivaは2015年4月にFriends Lifeを買収)と統合シナジー効果に加えて、保障、企業年金及び個人年金の成長による恩恵を受けた。これが、バルク年金販売の低迷と他の収入の減少を上回った。さらには、為替レートの影響と保障事業の成長が、フランスにおけるボラタイルな金融市場による逆風とポーランドにおける規制資産賦課による影響を上回った。

なお、Ogden 割引率³の引き下げによる影響額 475 百万ポンドについては、現段階での Ogden 割引率を巡る状況の不透明性等を考慮して、営業利益からは控除している、としている。

保険事業の地域別内訳(2015年から2016年に向けての増加額と進展率) (単位:百万ポンド)

	全体		欧州		カナダ		アジア		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
保険料	3,517	16%	3,080	16%	433	21%	3	0%	—	—
営業利益	322	12%	248	9%	56	26%	(22)	-10%	40	—
営業利益(生保)	200	8%	178	8%	—	—	(3)	-1%	25	—
資産	52,588	14%	41,099	11%	2,445	54%	1,987	16%	7,057	54%
新契約価値	160	13%	150	15%	—	—	(3)	-2%	13	81%

(3)投資関係損益を巡る状況

(3-1)投資マージンの状況

生命保険の投資リターンの内訳が次の図表の通りとなっている。

資産残高の増加等に伴い、ユニットリンクの管理手数料が大幅に増加し、投資リターン全体の 55%を占めている。

なお、Aviva における投資マージンの率はここ 3 年間ではあまり低下していない。

生命保険事業(Global Life)の投資リターン (単位:百万ポンド)

	2013年	2014年	2015年	2016年	同左(構成比)
ユニットリンク	885	886	1,268	1,456	55%
管理手数料(対準備金比)	102bps	103bps	98bps	96bps	—
有配当	611	624	619	734	28%
配当(対準備金比)	61bps	65bps	57bps	61bps	—
スプレッド	264	204	215	289	11%
マージン(対準備金比)	45bps	39bps	37bps	43bps	—
投資リターン(合計)	1,967	1,901	2,287	2,645	100%
保険引受マージン	555	463	569	625	

(3-2)保証利率の状況

Aviva は継続する低金利下で影響を受ける可能性があるフランスとイタリアの有配当契約の平均保証利率の状況を公表しているが、資産利回りとのスプレッドは 2.6%ポイントを超える水準となっている。

生命保険事業の保証利率の状況(2016年)

	①平均保証利率	②資産利回り	③(②-①)	有配当負債(百万ポンド)
フランス	0.78%	3.39%	2.61%	74,606
イタリア	0.93%	3.61%	2.68%	12,514
その他	N.A.	N.A.	N.A.	59,379
合計	N.A.	N.A.	N.A.	146,499

※「その他」には、英国の有配当契約が含まれる。

³ Ogden 割引率とは、傷害請求額の算出に使用される割引率で、2001年に2.5%に設定された現在の率について、Lord Chancellor(大法官)から、2017年2月に▲0.75%に引き下げることが公表されたが、これによる影響が大きいことから、業界が大反対している状況にある。

(4)新契約の状況

(4-1)新契約価値の商品別内訳

英国生命保険事業の新契約価値の商品別内訳は、以下の図表の通りとなっている。

英国生命保険事業の新契約価値(VNB)の商品別内訳

(単位:百万ポンド)

	全体	長期貯蓄	年金・エクイティリリース	保障	医療その他
① 2016年	671	138	314	189	30
② 2015年	609	97	330	156	26
③増加率(②/①-1)	10%	42%	▲5%	21%	15%

(4-2)新契約マージンの状況

新契約マージンの地域別内訳は、以下の図表の通りである。

マージン率については、前年との比較では、グループ全体ではほぼ横ばいである。

地域別では、アジアやポーランド等の新興国でのマージン率が相対的に高くなっている。

生命保険事業の新契約マージンの地域別状況

		全体	英国&アイルランド	欧州その他	アジア	その他
2016年	新契約価値構成比	100%	51%	36%	11%	2%
	新契約マージン(対年換算保険料)	32%	33%	22%	68%	N.A.
	新契約マージン(対保険料現在価値)	3.9%	3.7%	4.4%	6.3%	1.0%
2015年	新契約価値構成比	100%	52%	34%	13%	1%
	新契約マージン(対年換算保険料)	32%	34%	24%	43%	N.A.
	新契約マージン(対保険料現在価値)	4.0%	3.7%	4.7%	5.3%	1.0%

※ 新契約マージンは、APE(年換算保険料)及びPVNPB(新契約保険料現在価値)に対する新契約価値MCVNB(market consistent value of new business)の比率

生命保険事業の新契約マージンの「欧州その他」の国別状況

		フランス	ポーランド	イタリア	スペイン	トルコ
2016年	新契約価値構成比	17%	5%	9%	3%	2%
	新契約マージン(対年換算保険料)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
	新契約マージン(対保険料現在価値)	4.1%	15.1%	3.4%	4.5%	5.6%
2015年	新契約価値構成比	17%	5%	7%	3%	2%
	新契約マージン(対年換算保険料)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
	新契約マージン(対保険料現在価値)	4.1%	14.5%	3.7%	5.0%	5.9%

(5)営業利益の商品別内訳

英国生命保険事業の営業利益の商品別内訳は、以下の図表の通りとなっている。

英国生命保険事業の営業利益の商品別内訳

(単位:百万ポンド)

	全体	長期貯蓄	年金・エクイティリリース	保障	レガシー	その他
① 2016年	1,523	142	656	242	332	151
② 2015年	1,431	102	519	159	341	310
③増加率(②/①-1)	6%	39%	26%	52%	▲3%	▲51%

※ 「レガシー」は、有配当契約やBonds等のもは積極的に販売されていない商品
「その他」には前提やモデルの変更の影響を含む。

(6)ROE(資本収益率)の地域別状況

Avivaは、地域別のROEを開示しているが、各地域で10%を超える高いROEを計上している。

保険事業のROE(資本収益率)の地域別状況

	全体	英国・アイルランド(生保)	英国・アイルランド(損保・健保)	欧州	カナダ	アジア	ファンド管理
2016年	12.1%	11.2%	15.6%	13.1%	15.7%	14.0%	24.4%
2015年	13.4%	14.4%	10.2%	12.7%	16.2%	22.0%	30.1%
2014年	14.2%	16.1%	9.0%	13.0%	14.2%	9.4%	23.2%
2013年	15.2%	16.0%	8.0%	10.9%	17.4%	10.1%	32.1%

※ ROEは「Operating Return on EEV」、数値は直近の公表数値に基づいている。

6 | Aegon

(1)地域別の業績－2016年の結果－

Aegon は、世界の 20 カ国以上で事業展開している。

資産ベースで、自国のオランダの構成比が 2 割強、英国も 2 割程度を占めているが、米国を中心とした北米・中南米の構成比が 5 割程度と高くなっている。

Transamerica のブランドを中心とする米国子会社グループは、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 9 位となっている。ブラジルとメキシコで事業展開しているが、カナダの生命保険事業や資産管理事業は 2015 年 7 月に売却している。

また、損害保険事業は欧州でのみ展開しているが、その全体における位置付けは高くない。

なお、Aegon は、2015 年 11 月 3 日に FSB(金融安定理事会)が公表した G-SIIs のリストに、Generali に代わって、新たに加えられている。

保険事業の地域別内訳(2016年)

(単位:百万ユーロ)

	全体		欧州		北米 中南米		アジア		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
保険料	23,453	100%	13,348	57%	9,567	41%	1,225	5%	(623)	-3%
保険料(生保)	23,009	100%	12,813	56%	9,567	42%	1,225	5%	(595)	-3%
基礎利益	1,913	100%	655	34%	1,249	65%	21	1%	(13)	-1%
資産	425,935	100%	184,370	43%	231,493	54%	8,604	2%	2,103	0%
新契約価値	420	100%	140	33%	282	67%	(2)	0%	—	—

※ 数値は損害保険を含んだものである。全体数値の内訳は、以下の通り。

保険料は「Gross premium」で、うち 生命保険 23,009(傷害・医療 2,609を含む)、損害保険 444

基礎利益は「Underlying earnings before tax」で、うち 生命保険 1,868、損害保険 34、「オランダ」の基礎利益のうち、損害保険は1

「北米・中南米」の基礎利益の内訳は、米国が 1,224、中南米 1

新契約価値は、MCVNB(Market Consistent Value of New Business)

「その他」には、Holdingやその他の事業及び調整分等が含まれている。

うち 欧州の主要国別内訳

(単位:百万ユーロ)

	オランダ		英国		中東欧		スペイン ポルトガル	
	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比
保険料	2,491	11%	9,924	42%	578	2%	355	2%
保険料(生保)	2,225	10%	9,924	43%	400	2%	264	1%
基礎利益	534	28%	59	3%	55	3%	8	0%
資産	98,441	23%	81,747	19%	2,696	1%	77	0%
新契約価値	84	20%	(22)	-5%	—	—	—	—

(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、増収増益となっている。

米国では、事業費の削減と支払率の改善があったものの、2015 年に引き続き、変額年金の販売が低迷し、

2015年の第3四半期に行った責任準備金の評価替えやモデルの更新がマイナスの影響を与えていたこと等から、若干の減益となっている。

欧州では、顧客を新たな退職プラットフォームにアップグレードさせたことにより、英国における繰延新契約費の償却額が低下したことを主要因として、基礎利益が17%と大幅に増加した。

アジアでは、低金利環境下で、香港やシンガポールでのユニバーサル保険の販売が低迷したことや、アジア各国で収益性確保の観点からの商品・価格戦略や事業の見直しを進めたことにより、減収となっている。

新契約価値については、各地域で大きなマイナスとなっている。北米は、①低金利によって米国での変額年金の販売が低迷したこと、②カナダ事業からの撤退による影響、によるものであり、欧州では、英国での年金事業を売却したこと等が要因に挙げられている。

保険事業の地域別内訳(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		北米 中南米		アジア		その他	
		進展率		進展率		進展率		進展率		進展率
保険料	528	2%	929	7%	255	3%	(594)	-33%	2	0%
保険料(生保)	723	3%	1,112	10%	255	3%	(594)	-33%	(48)	9%
基礎利益	46	2%	96	17%	(29)	-2%	1	5%	(22)	-
資産	10,206	2%	(7,512)	-4%	15,231	7%	1,012	13%	1,475	235%
新契約価値	(177)	-30%	(74)	-35%	(72)	-20%	(31)	-	-	-

(3)投資関係損益を巡る状況

米国における運用利回りと保証利率の関係を見てみると、運用利回りの低下を理由として、両者の差額としてのスプレッドは毎年低下してきている。ただし、依然1.5%程度の水準を確保している。

米国における運用利回りと保証利率の関係

	個人繰延年金				ユニバーサル保険			
	2013年	2014年	2015年	2016年	2013年	2014年	2015年	2016年
①平均投資利回り	4.53%	4.23%	4.20%	4.29%	5.70%	5.67%	5.66%	5.63%
②平均保証利率	2.53%	2.56%	2.65%	2.70%	4.13%	4.12%	4.12%	4.12%
③スプレッド(①-②)	2.00%	1.67%	1.55%	1.59%	1.57%	1.55%	1.54%	1.51%

(4)新契約の状況

新契約マージンの地域別状況は、以下の図表の通りとなっている。

マージン率については、前年との比較では、グループ全体では若干低下している。

地域別では、北米・中南米でのマージン率が高くなっている。

保険事業の新契約マージンの地域別状況

		全体	欧州	オランダ	英国	北米 中南米	アジア・新興 市場
		2016年	新契約価値構成比	100%	34%	N.A.	N.A.
	新契約マージン(対年換算保険料)	14.4%	10.6%	N.A.	N.A.	19.8%	-2.7%
	新契約マージン(対保険料現在価値)	1.9%	1.0%	N.A.	N.A.	4.3%	-0.3%
2015年	新契約価値構成比	100%	36%	36%	0%	45%	19%
	新契約マージン(対年換算保険料)	15.8%	N.A.	60.9%	-0.1%	14.7%	23.3%
	新契約マージン(対保険料現在価値)	2.0%	N.A.	2.4%	0.0%	3.0%	3.2%

※ 新契約マージンは、APE(年換算保険料)及びPVNB(新契約保険料現在価値)に対する新契約価値MCVNB(market consistent value of new business)の比率(ただし、預託契約を除いたベース)、「アジア・新興市場」の数値は、2015年は新興市場、2016年はアジアに対するもの

(5)ROE(資本収益率)の地域別状況

Aegonは、地域別のROEを開示しているが、その状況は次ページの図表の通りである。

これによれば、AXA とは異なり、アジアの ROE は高くなく、オランダや中東欧が高くなっている。

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	7.2%	7.3%	9.8%	3.6%	11.9%	-0.2%	-0.6%
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%
2013年	6.8%	7.0%	7.1%	5.3%	9.6%	—	5.0%

7 | Zurich

(1)地域別の業績—2016年の結果—

Zurich も、世界の 210 以上の国と地域で、生命保険・損害保険のサービスを提供している。

欧州では、自国のスイス以外に、ドイツや英国から高い営業利益を上げている他、スペイン、イタリア、アイルランド等からの営業利益も有意な水準となっている。ただし、こうした欧州各国からの構成比は全体の 7 割弱であり、残りの 3 割は米国⁴、中南米、アジア・太平洋等が占めている。

特に、他社との比較では、アルゼンチン、ブラジル、チリ、メキシコ等の中南米の位置付けが高いのが特徴的である。Banco Santander との提携による Zurich Santander における販売が貢献している。

生命保険事業(Global Life)の地域別内訳(2016年)

(単位:百万ドル)

	全体		欧州・中東・ アフリカ		米国		中南米		アジア・太 平洋		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	13,413	100%	9,693	72%	611	5%	2,208	16%	697	5%	203	2%
営業利益	1,344	100%	911	68%	118	9%	250	19%	92	7%	(26)	-2%
準備金と負債	209,118	100%	180,631	86%	7,447	4%	16,700	8%	4,061	2%	279	0%
MCEV	17,050	100%	11,655	68%	2,468	14%	1,041	6%	2,037	12%	(151)	-1%
新契約価値	866	100%	501	58%	110	13%	126	15%	88	10%	40	5%

※ 営業利益(税引後)は「Business operating profit」

うち 欧州の主要国別内訳

(単位:百万ドル)

	英国		アイルランド		ドイツ		スイス		スペイン		イタリア		欧州 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
収入保険料	793	6%	248	2%	1,775	13%	1,188	9%	4,998	37%	443	3%	248	2%
営業利益	161	12%	68	5%	233	17%	209	16%	57	4%	50	4%	133	10%
準備金と負債	59,664	29%	20,037	10%	49,521	24%	18,314	9%	11,156	5%	9,663	5%	12,276	6%
MCEV	3,169	19%	1,360	8%	1,856	11%	2,562	15%	700	4%	559	3%	1,449	8%
新契約価値	193	22%	40	5%	32	4%	77	9%	86	10%	(1)	0%	73	8%

※「欧州その他」には、中東・アフリカ及びZurich Internatinalを含む

(2)地域別の業績—2015年との比較—

Zurich の決算数値は米ドル建てで報告されているため、2015 年との比較を見る上では、2016 年の米ドルの主要通貨に対する状況を考慮しておく必要がある。

営業利益の進展率については、全体 9%(米ドルベースは、以下の図表の通りで3%、以下同様)、欧州・中東・アフリカ 6%(2%)、中南米 32%(28%)、となっている。会社全体の契約価値も、現地通貨ベース

⁴ Zurich の米国子会社グループは、他の米国事業を有する 4 社の米国子会社グループの規模とは異なり、2015 年末の認容資産ベースで、生命保険・健康保険グループで第 92 位である。

ではほぼ横ばい(▲5%)となっている。北米では、継続率の悪化により、34%減少したが、中南米では、高い投資リターンが得られたことから、大幅に増加した。アジア・太平洋の営業利益は、日本における成長、香港における継続率の改善や(赤字続きの)シンガポール生命保険ポートフォリオをノンコア事業に移転したこと等により、倍増している。マレーシアやオーストラリアにおける最近の買収によるプラス効果は統合のコストが上回る形になっている。

生命保険事業(Global Life)の地域別内訳(2015年から2016年に向けての増加額と進捗率) (単位:百万ドル)

	全体		欧州・中東・ アフリカ		米国		中南米		アジア・太 平洋		その他	
	金額	進捗率	金額	進捗率	金額	進捗率	金額	進捗率	金額	進捗率	金額	進捗率
収入保険料	1,193	10%	872	10%	19	3%	157	8%	138	25%	6	3%
営業利益	44	3%	19	2%	(60)	-34%	55	28%	49	114%	(18)	-
準備金と負債	1,576	1%	(3,411)	-2%	432	6%	4,561	38%	(13)	0%	7	3%
MCEV	(587)	-3%	(1,143)	-9%	(39)	-2%	251	32%	542	36%	(199)	-415%
新契約価値	(46)	-5%	(24)	-5%	10	10%	1	1%	(24)	-21%	(9)	-18%

(3)投資関係損益を巡る状況

2016年の生命保険事業の投資マージン(現地通貨ベースの一時的要因除き)は、前年に比べて、米国において若干低下したが、他の地域では上昇し、年間では18%(12%)増加した。欧州・中東・アフリカでは、スイスやドイツにおける保証利率の低下やブラジルやメキシコにおける高い投資リターンが貢献した。中南米やアジア・太平洋では、2%程度の高い投資マージンの水準を確保している。

生命保険事業の投資マージンの地域別状況

	全体 (上半期)	全体 (下半期)	欧州・中東・ アフリカ	米国	中南米	アジア・ 太平洋
2016年	0.6%	0.9%	0.7%	0.4%	4.1%	2.2%
2015年	0.7%	0.9%	0.6%	0.5%	3.8%	1.8%
2014年	0.7%	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

なお、Zurichの生命保険事業の投資利回り(ネット)は、3.43%(2013年)、3.38%(2014年)、3.09%(2015年)と低下してきていたが、2016年度は3.12%と若干反転している。

(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の推移

新契約年換算保険料は、中南米での高い進展により、現地通貨ベース⁵で7%増加したが、そのうち保障商品が23%増加し、ユニットリンクや企業年金と合わせた軽資本商品がほぼ80%を占めた、としている。

生命保険事業の新契約の商品別内訳 (単位:百万ドル)

	年換算保険料		新契約価値		新契約マージン	
	2015年	2016年	2015年	2016年	2015年	2016年
保障	1,467	23%↑ 1,809	637	652	N.A.	45.4%
企業年金	1,430	1,341	201	215	N.A.	16.2%
ユニットリンク	924	822	63	84	N.A.	11.5%
貯蓄・年金	951	1,111	11	▲35	N.A.	▲4.4%
合計	4,772	7%↑ 5,082	912	917	21.6%	21.0%

※「年換算保険料」と「新契約価値」の2016年数値は、2015年換算レートに基づくもの。実際の数値はそれぞれ、4,779及び866

⁵ 為替レートが変化しなかったとした場合の合計数値でみた場合

Zurich は、マージン率の高い保障商品やユニットリンク商品に注力してきている。

2016 年の貯蓄・年金の新契約価値は、金利低下の影響を受けて、マイナスとなっている。

(4-2)新契約マージンの地域別状況

新契約マージンの地域別内訳は、以下の図表の通りとなっている。

マージン率については、前年との比較では、グループ全体ではほぼ横ばいであった。

生命保険事業の新契約マージン(対保険料比率)の状況

		全体	欧州・中東・ アフリカ	北米	中南米	アジア 太平洋	その他
2016年	新契約価値構成比	100%	58%	13%	15%	10%	5%
	新契約マージン(対年換算保険料)	21.0%	17.2%	70.7%	14.7%	57.8%	86.5%
	新契約マージン(対保険料現在価値)	1.9%	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
2015年	新契約価値構成比	100%	58%	11%	14%	12%	5%
	新契約マージン(対年換算保険料)	21.6%	16.3%	56.1%	21.1%	72.1%	85.1%
	新契約マージン(対保険料現在価値)	1.9%	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.

3—まとめ

以上、欧州大手保険グループの 2016 年の生命保険事業について、地域毎の業績及び低金利環境下での投資関係損益を巡る状況等について報告してきた。ここで、今一度欧州大手保険グループの状況を総括するとともに、日本の生命保険会社への示唆について考えてみる。昨年度のレポートの繰り返しになる部分も多いが、改めてこの 1 年間の状況を踏まえて述べておく。

1 | 地域別の事業展開及び業績状況

各社の自国以外の地域への事業展開の方針等は必ずしも一様ではなく、さらには、各社毎に、重点を置く事業種類等も考慮した上で、地域選定等に特徴を有した形になっている。その中には、積極的に海外進出するだけでなく、一旦進出した地域からの事業撤退等を行うケースも含まれている。具体的には、Allianz の韓国生命保険事業、Aegon のカナダ生命保険事業に加えて、Generali が新興市場を含めて最大 15 の市場の合理化を進めることを公表しているケースが挙げられる。さらには、事業単位で考えれば、Prudential が英国でのバルク年金市場から撤退したこと等が挙げられる。

ただし、基本的には、各社とも、自国以外の保険先進国や新興国への進出を通じて、自国以外でも一定規模の収益を確保してきている。特に、ここで取り上げた欧州大手保険グループでは、Generali と Aviva を除いて、各社とも米国において一定のプレゼンスを有し、高い収益を上げてきている。さらには、これらの地域に加えて、アジアや中南米等での展開を積極的に進めることで、収益機会を拡大させてきている。

前年からの地域別の進展率等については、各社毎の異なる地域展開の方針及び地域毎の市場環境の違い等を反映して、必ずしも一様ではない。ただし、これらを合算した会社全体の数値は、分散効果も一定程度見られる中で、比較的安定した形になっている。自国以外の地域への事業展開は、こうした点での意味合いも一定有する形になっている。

2 | 低金利環境下での投資関係損益等を巡る状況や各社の対応

低金利環境下で、各社は、新契約の保証利率の引き下げや、伝統的な保証商品に比べて保証を限定した商品（満期時保証、年金総額保証等）への代替を図ることで、負債コストの引き下げを図ってきている。一方で、今回のレポートの中では触れなかったが、リスク対応も図りつつ、安定的に高い運用利回りを確保するために、新たな分野での投資の拡大等の資産運用面での取組みも積極的に行ってきている。その結果として、再投資利回りと負債コストとのスプレッドを一定確保し、投資収益の減少をできる限り抑制するポートフォリオを構築してきている。欧州の多くの生命保険会社においては、投資関係損益が重要な収益源となっていることから、適正なマージンを確保すべく、各種の対応を図ってきている。

一方で、金利リスクに対するエクスポージャーを低下させ、その耐性度を高めるために、デュレーション・ギャップの解消等も図ってきている。これらを通じて、新たなソルベンシーⅡという資本規制下で、適正な資本水準を効率的に確保しつつ、高い収益を目指す経営を追求してきている。

なお、従前の投資関係損益への大きな依存から脱却すべく、各社とも、①市場に左右されない保障や医療商品にシフトすることで、保険引受けによる損益の位置付けを高めていくことや、②着実に資産の積み上げを図ることで手数料収入の確保を目指していく、運営を進めてきている。

3 | 各種規制（ソルベンシーⅡ等）への対応

今回採り上げた欧州大手保険グループのソルベンシーⅡに伴う2016年のSCR比率の状況については、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（1）及び（2）—ソルベンシーⅡに基づく数値結果報告—](#)」（2017.4.17及び2017.4.18）で報告した。

さらには、ソルベンシーⅡへの対応という観点からの各社の対応については、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—](#)」（2016.10.11）で報告した。

そこで述べたように、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。毎期の事業を通じて着実に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、リスク面では、特に金利リスクへの対応について、2 | で述べたように、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。

各社の主要な対応策を巡る状況については、具体的に、以下の（1）から（5）の5点について、前述のレポート及び今回の2回のレポートで報告してきたが、今回の2016年決算の状況は、こうした動向を裏付けるものとなっている。

（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は低いものと思われる。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なってきている。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も考えられることになる。

(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ものになりかねない。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。

例えば、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

2 | で述べたように、各種商品ポートフォリオを見直し、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。

即ち、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おり、実際にそのような方向で対応してきている。

なお、SCR 比率という観点からは、各社とも、2016 年は VA (ボラティリティ調整) 変更が大きな

影響を与えたとしているが、VAの見直しは今後も毎年行われていくことになる。さらには、現在EIOPAが提唱しているUFR水準の見直しがどうなっていくのかによっても保険会社が影響を受けていくことになる。英国の保険会社については、Brexitの影響やリスクマージンの見直しの動向に加えて、直近ではOgden割引率の改定の動向も損害保険事業において重大な関心事となっている。

さらには、規制ということではないが、IASB（国際会計基準審議会）が検討している新しい保険契約の会計基準であるIFRS 17が採択されていくことになると、財務諸表の数値が大きく変化していき、保険会社の業績を適正に見るための新たな指標のコンセンサス作りが必要になってくることになる。

欧州大手保険グループは、こうした規制等の動向に目配りをしつつ、自社のビジネススタイルに見合った適正な業績判断指標に基づいて、契約者や株主等の利害関係者に説明責任を果たしていくことが求められることになる。

4 | 日本の生命保険会社への示唆

(1) 海外事業展開

昨今、日本の生命保険会社も、アジアでの事業展開に加えて、米国や豪州の会社の買収等を通じて、先進国も含めた海外での保険事業の展開を積極化させてきている。ただし、欧州大手保険グループが以前からより積極的に海外事業展開に取り組んできたことに比べれば、日本の生命保険会社の海外事業展開やそのグループの中におけるプレゼンスは、まだまだ高いといえる状況にはない。日本の大手各社が公表している経営計画等によれば、今後海外事業からの収益を拡大していく方向性が示されてきている。この際、グループでのガバナンスやリスク管理、有効な資本政策のあり方等いろいろな意味で、欧州の大手保険グループの先行的な事例に学ぶべきことは多いものと考えられる。

ただし、欧州大手保険グループの海外事業戦略においては、一方的に事業地域の拡大を図るだけではなく、各国の保険市場の特性等を分析する中で、収益状況や成長可能性等を見極めながら、コア事業となりうるものに集中し、コアでない市場からは速やかに撤退する等の方針が明確に示され、実際にその方針が実行されてきている、単純な規模やプレゼンスの拡大を目指して、グローバル展開を進めるのではなく、自社の強みを十分に認識した上で適時適切な判断を行っていくことがより重要になってきているといえる。特に、最近の（保険会社ということではないが）日本企業による買収事例において、多額の減損を行うケースが見られていることは、既存保険会社の買収を通じて海外事業を展開していく場合において、買収に伴うプレミアムに見合うリターンをいかに獲得していくのかについての会社の方針・戦略を明確化していくことの重要性を再認識させられているものと思われる。

(2) 低金利環境への対応

低金利環境については、日本の生命保険会社が先行的に長期にわたって経験している状況であるが、欧州大手保険グループは、日本における先例も参考にしながら、そうした環境への対応を進めてきている。

例えば、ソルベンシーIIという新たな規制への対応という観点も踏まえて、総合的なリスク管理を推進する中で、利率保証を限定した商品へのシフトやデュレーション・マッチングを推進することにより、逆ざやリスクや金利リスクの抑制を行い、必要資本の効率化への対応を着実に図ってきている。

これにより、少なくとも欧州の大手保険グループについては、現在のような低金利環境下においても、適正な投資マージンを確保できる資産・負債ポートフォリオを構築してきている。

日本の生命保険会社は、欧州以上の長期かつ超低金利環境を経験している。従って、欧州の大手保険グループがこれまで進めてきたような対策を現時点で推進することが必ずしも現在の日本において適切だとは考えられないかもしれない。例えば、現在のような状況下では、マッチングを進めることで現時点で将来の逆ザヤを固定するのではなく、将来の金利上昇の機会に備えるために、デュレーション・ギャップを一定維持することも適切な判断かもしれない。

負債サイドの保障・医療商品へのシフトについては、日本の生命保険会社によって以前から追求されてきたことであり、この分野においては、ある意味で欧州の保険会社以上に進展しているといえる。今回の標準利率の0.25%への引き下げに伴う各社の商品価格戦略は、来年度に予定されている標準死亡率の引き下げと相まって、保障・医療商品や年金・貯蓄商品というプロダクトミックスを考える中で、それぞれの商品特性等に対応して、非常に難しい判断を迫られた結果であることが窺い知れる。いずれにしても、こうした判断はそれに伴う各種のリスクや中長期的な収益性等の幅広い影響も総合的に判断した上でのものとなっているようである。

こうした判断は、欧州の大手保険グループでも行われているものであり、昨今のような環境下での保険会社や保険契約者さらには社会にとって適切な商品・価格設定はどうあるべきかが問われているものと思われる。

(3)新たな経済価値ベースのソルベンシー規制への対応

日本における経済価値ソルベンシー規制等が今後どのような形で進展していくのかについては、現段階では不透明であるが、国際的な資本基準や会計基準の設定とそれらを日本が基本的には採択していくことを前提にするならば、経済価値ベースの評価の拡大を踏まえた上での対応が、より一層求められてくることになる。

ただし、規制を過度に意識するあまり、リスクを回避し、収益の機会を失ってしまうことは適切ではない。真の意味での保険契約者保護を達成していくためには、保険会社も監督当局も幅広く各種の要素を考慮した上での対応が必要になってきている。昨今の欧州や米国での規制を巡る各種の動向は、こうした考え方を反映したものとなっているものと思われる。日本の保険会社は、こうした世界における監督規制の動向及びそれらを通じての日本の監督規制への影響も踏まえつつ、会社の戦略を構築していくことが求められてきている。

以上、ここまで、2016年における欧州大手保険グループの海外事業展開、低金利環境への対応、各種規制への対応等の状況を報告するとともに、これらを踏まえての日本の生命保険会社にとっての示唆について考えてきた。

欧州大手保険グループは、ある意味、最も先駆的にこれらの課題に取り組んできていることから、今後もこうした会社の戦略や方針は、今後のグローバル展開を考えていく日本の生命保険会社にとって、いろいろな点で大変参考になるものがあると思われる。

今後とも、その動向については引き続き注視していくこととしたい。

以 上