

# 保険・年金 フォーカス

## 欧州保険会社の利回り追求に 向けた投資行動の傾向に関する EIOPA による調査報告書

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

EIOPA(欧州保険年金監督局)は、2017年11月16日に、過去5年間の欧州保険会社の投資行動の傾向を分析した調査結果である「投資行動報告書(Investment behaviour report(EIOPA-BoS-17/230))」<sup>1</sup>を公表した。

これにより、信用格付けのより低い確定利付証券へのエクスポージャーの増加や、非上場株式のようにより流動性のない投資やインフラストラクチャー、モーゲージ、ローン、不動産のような非伝統的な資産種類へのエクスポージャーの段階的な増加等の保険業界の利回り追求に関連する可能性のある傾向が明らかにされている。

今回のレポートでは、この EIOPA の調査報告書の概要について報告する。

### 2—今回の調査報告の概要

この章では、EIOPA のプレスリリース資料<sup>2</sup>及び報告書のエグゼクティブサマリー等に基づいて、今回の調査報告の概要を報告する。

#### 1 | 調査の目的

この調査の目的は、持続可能な低利回り環境を想定した潜在的な「利回り追求」を可能な限り特定することを含む、過去5年間の保険会社の投資行動の変化と傾向を特定することである。この調査は2017年第1四半期に実施され、保険グループの貸借対照表の資産サイドに重点を置いて行われた。

調査の目的は、個々のグループや国の問題を特定するのではなく、サンプル全体の投資行動の進展に焦点を当てることである。さらに、分析は、グループの貸借対照表のスナップショットを提供する年末データに基づいている。おそらく追加的な洞察を明らかにする可能性のある投資フローのデータについては使用され

<sup>1</sup> [https://eiopa.europa.eu/Publications/Reports/Investment\\_behaviour\\_report.pdf](https://eiopa.europa.eu/Publications/Reports/Investment_behaviour_report.pdf)

<sup>2</sup> <https://eiopa.europa.eu/Publications/Press%20Releases/EIOPA%20identifies%20a%20search-for-yield%20trend%20in%20the%20investment%20behaviour%20of%20insurers.pdf>

なかった。

なお、いくつかの機関が様々な出版物で「利回り追求」の存在を評価している。例えば、IMF(国際通貨基金)「グローバル金融安定性報告(2014年10月<sup>3</sup>及び2016年4月<sup>4</sup>)」、ESRB(欧州システミックリスク理事会)「EU保険業界のシステミックリスクに関する報告(2015年12月)<sup>5</sup>」等である。

この調査は、関連するデータを収集し、いくつかの結論を引き出すことによって、この仮定を検証する試みである。

## 2 | 調査設計及び報告書の構成

### (1) サンプル(参加会社)

今回の調査は2017年第1四半期に実施され、大手保険グループの貸借対照表の資産サイドに焦点を当てている。この結果は、EU(欧州連合)加盟国16カ国の87の大規模な保険グループと4つの単独会社からの提出に基づいている。

調査参加会社の73%が生損保兼営の複合保険会社であり、24%が生命保険会社であり、2%が損害保険会社であり、1%が再保険会社である。各国の参加会社数は1から21まで様々である。サンプル会社の2016年投資額は、業界全体の投資資産の約72%に相当する。

### (2) アンケートの概要

アンケートには、貸借対照表の資産面に焦点を当てた定量的及び定性的な部分が含まれている。

定量的な部分は、2011年、2013年及び2015年のソルベンシーI(SI)制度の下での保険グループの主要な投資カテゴリーに焦点を当てた。このデータセットは、その後、同じ投資カテゴリーの2016年のソルベンシーII(SII)データで補完された。

調査期間において、2つの異なる規制(SI及びSII)の枠組みが整備されており、一部の投資サブカテゴリーの定義が異なるため、報告の相違が発生している可能性がある。しかし、主な投資区分の集合体、例えば、不動産、ローン及びユニットリンク及びインデックスリンク(UL/IL)資産は、2016年のデータと一致していた。

入手可能な場合、集団投資会社を通じた投資(ルックスルー)に関するデータも要求され、データに含まれた。サンプル会社の44%は、この情報をEIOPAに提出されたデータセットに含めた。

最後に、為替レートの変動を避け、投資の変化のみに焦点を当てるために、全てのデータは2016年末の為替レートを使用してユーロに換算された。

定性的な部分には、2011年～2015年のポートフォリオ動向、投資配分の決定及び同期間の保険会社の資産管理に関する多くの質問が含まれていた。調査には、今後3年間のグループの投資と戦略決定に焦点を当てた一連の質問も含まれている。

### (3) 報告書の構成

この報告書は、分析される様々な資産種類に対応して、様々なセクションに分かれている。

調査の定量的及び定性的な結果はサンプル全体で別々に表示されるが、より詳細な分析は2016年

<sup>3</sup> <http://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2016/12/31/Risk-Taking-Liquidity-and-Shadow-Banking-Curbing-Excess-While-Promoting-Growth>

<sup>4</sup> <http://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2016/12/31/Potent-Policies-for-a-Successful-Normalization>

<sup>5</sup> [https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/2015-12-16-esrb\\_report\\_systemic\\_risks\\_EU\\_insurance\\_sector.en.pdf](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/2015-12-16-esrb_report_systemic_risks_EU_insurance_sector.en.pdf)

のソルベンシーⅡデータを使用して実行される。最後のセクションでは、UL / IL 商品の市場の動向を簡単に概説している。

### 3 | 報告書のポイント

EIOPA は、今回の調査で、保険会社の投資行動における利回り追求傾向を確認した、としている。具体的には、以下の点がポイントとしてまとめられている。

#### ①信用格付けのより低い確定利付証券へのエクスポージャーの増加

同時に観測期間中の多数のソブリン及び企業の格付け低下を考慮する必要がある、としている。

#### ②非上場株式のようなより流動性のない投資やインフラストラクチャー、モーゲージ、ローン、不動産のような非伝統的な資産種類へのエクスポージャーの段階的な増加

非伝統的資産種類への投資の金額は、ポートフォリオの規模に比べて小さいものの、サンプルのほぼ 75%がこれらの投資を増やすことに積極的に対応している。

また、不動産投資の価値の低下も検出されている。

#### ③債券ポートフォリオの平均満期の増加

#### ④株式へのエクスポージャーは大きくは変わらず

ただし、総計レベルでの投資配分の動きを見ると、2011 年から 2016 年までの 3 つの主な投資カテゴリー（債券、株式、その他）の間の構成比の変化はわずかである。

以上を踏まえて、これらの傾向は、全体として、会社及びセクターのリスクプロファイルに影響する可能性があるため、監督当局による密接な監視が必要となる、としている。

### 4 | EIOPA 会長のコメント

EIOPA の Gabriel Bernardino 会長は、「この調査は、低金利環境への自然な反応である保険会社の利回り追求の投資行動を指摘している。」「より流動性のない投資やインフラストラクチャーなどの非伝統的な資産種類に対するエクスポージャーの増加は、資産の多様化を改善するだけでなく、保険会社の新たなリスク管理能力と監督上の注意を必要とする。」「同時に、我々の想定通り、ソルベンシーⅡの影響による最初の観察は、長期投資の増加と株式への安定的な配分を示している。」「EIOPA は、保険会社がリスク負担能力に沿ったままであり続けることを確実にするために、保険会社の投資行動を注意深く監視し続ける。」と語った。

(参考)EIOPA のプレスリリース資料

#### EIOPA は、保険会社の投資行動における利回り追求傾向を確認している

- EIOPA は、持続的な低利回り環境で特徴付けられる過去 5 年間の保険会社の投資行動の変化と傾向を特定するための調査を実施した。
- 信用格付けのより低い確定利付証券へのエクスポージャーの増加
- 非上場株式のようなより流動性のない投資やインフラストラクチャー、モーゲージ、ローン、不動産のような非伝統的な資産種類へのエクスポージャーの段階的な増加
- 債券ポートフォリオの平均満期の増加

- ・株式へのエクスポージャーは大きくは変わっていない。
- ・これらの傾向は、全体として会社及びセクターのリスクプロファイルに影響する可能性があるため、監督当局による密接な監視が必要となる。

フランクフルト、2017年11月16日 – 本日、欧州保険年金監督局（EIOPA）は、進行中の低利回り環境に対する監督上の対応の一環として、過去5年間の欧州保険会社の投資行動の傾向を分析した調査結果を発表した。この調査では、信用格付けのより低い確定利付証券へのエクスポージャーの増加や、非上場株式やローンなどのより流動性のない投資など、保険業界の利回り追求行動に関連する可能性のある傾向が明らかになった。さらに、債券ポートフォリオの平均満期は増加したが、株式配分は大きくは変わらなかった。大規模な保険グループは、インフラストラクチャー、モーゲージ、ローン、不動産などの非伝統的な資産種類により多くの投資を行っているようだ。

この調査は2017年第1四半期に実施され、大手保険グループの貸借対照表の資産サイドに焦点を当てている。この結果は、欧州連合加盟国16カ国の87の大規模な保険グループと4つの単独会社からの提出に基づいている。

EIOPAのGabriel Bernardino会長は、「この調査は、低金利環境への自然な反応である保険会社の利回り追求の投資行動を指摘している。より流動性のない投資やインフラストラクチャーなどの非伝統的な資産種類に対するエクスポージャーの増加は、資産の多様化を改善するだけでなく、保険会社の新たなリスク管理能力と監督上の注意を必要とする。同時に、我々の想定通り、ソルベンシーIIの影響による最初の観察は、長期投資の増加と株式への安定的な配分を示している。EIOPAは、保険会社がリスク負担能力に沿ったままであり続けることを確実にするために、保険会社の投資行動を注意深く監視し続ける。」と語った。

投資行動レポートは、EIOPAのウェブサイトから入手できる。

### 3—調査報告書の結果の具体的内容

この章では、調査報告書が指摘したポイントについて、その具体的内容を報告する。なお、図表は全て調査報告書からの抜粋である。

#### 1 | 全体的な投資配分

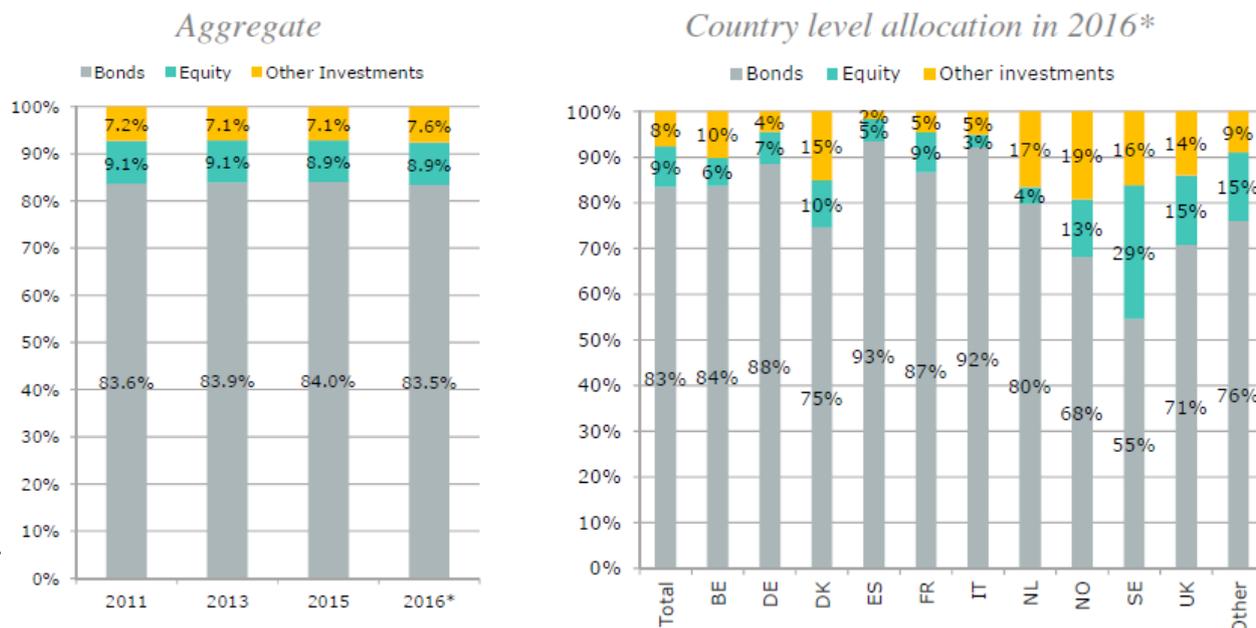
債券、株式、その他（商業用不動産、住居用不動産、ローン（除くモーゲージ）及びデリバティブ）の3つの主要分類への投資配分を定量的にみても、サンプル会社全体で過去の5年間で大きな変化はみられていない。

一方で、定性的には、半数以上（60%）のグループが、より流動性の低い資産への投資にシフトさせたと報告しており、これはいわゆる非流動性プレミアムによる利回り向上を目指したことによるものである。一方で、不確実性が增大している中で、短期的に新しい機会を獲得することを目指して、4分の1（24%）が流動性資産へのシフトを報告した。

また、多数（58%）が平均投資格付けの低下を報告したが、そのうちの40%は長期保有資産の格付け低下によるものであった。

全体的（サンプル会社全体で見た場合）には、調査は、定性的な観点から、投資行動の明確な変化を特定することは困難であるとしている。

図表 主要投資カテゴリー



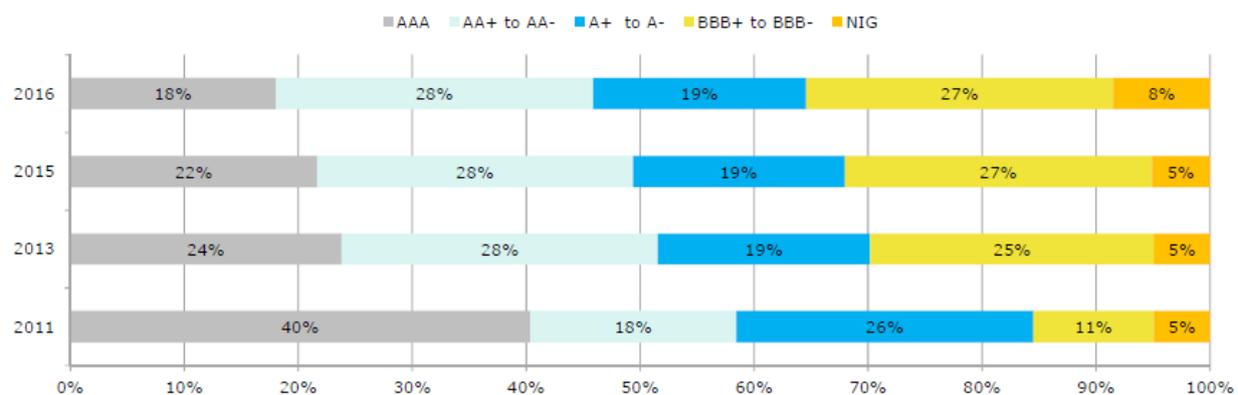
## 2 | 債券投資

全体的に、債券投資の総投資資産に占める割合は過去 5 年間で大きくは安定的である。

債券投資の割合は国によって異なり、ドイツ、スペイン、フランス、イタリアでは 85%以上となっているが、デンマーク、ノルウェー、スウェーデン、英国では 75%以下となっている。

AAA 格付けの債券の全体金額は、より低格付けの分類へのシフトで、大きく減少した。これは、利回り追求の確認とみることもできるが、欧州債務危機の影響で多くの国がこの間に AAA 格付けを失ったことも関係していることを考慮する必要がある。

図表 格付け別の債券内訳

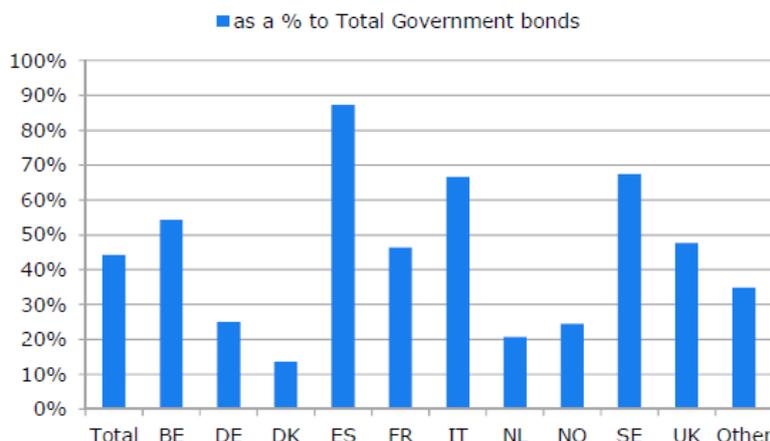


Note: The chart includes sovereign bonds, corporate bonds, structured notes and collateralised securities. The chart does not contain bond investments made through index linked and unit linked products.

全体的に、総投資資産に占める国債投資の割合は、2011 年の 35%から 2016 年の 40%に増加している。この傾向は多数の国で観測されている。

国債の「ホームカンントリーバイアス」（母国の国債に投資する傾向）は、サンプル会社の国債全体の44%となっている。国別では、スペイン、イタリア、スウェーデンのように60%を超える国もあれば、ドイツ、デンマーク、オランダ、ノルウェーのように25%以下の国もある。

図表 ホームカンントリーバイアス



Note: Home country bias may have limitations when assessed with group data. The chart does not contain bond investments made through index linked and unit linked products.

全体的に、総投資資産に占める社債投資の割合は、2011年の42%から2016年の39%に若干減少している。

なお、CoCo債<sup>6</sup>の全体金額は2011年から約5%増加したが、総投資資産に占める割合は0.5%未満で非常に低い。

半数以上（56%）が債券ポートフォリオの満期構造の変化を観測し、殆どの会社で長期へのシフトが観測された。大多数でその増加は小さくモデレートなものだったが、いくつかのケースでより大きく増加した。

過去5年間で、半数以上（54%）が、利回り向上のため、国債の平均満期は増加したと回答したが、一方で、多数（58%）が社債の平均満期は減少したか又は変化無しと回答した。また、16%が債券ポートフォリオにおいて転換社債（CoCo債）へシフトしたと述べた。

### 3 | 株式投資

全体的に、株式投資の総投資資産に占める割合は過去5年間で大きくは安定的である。

株式投資の割合は国によって異なり、殆どの国では10%を大きく下回っているが、スウェーデンでは29%と顕著に高く、英国が15%、ノルウェーは13%となっている。

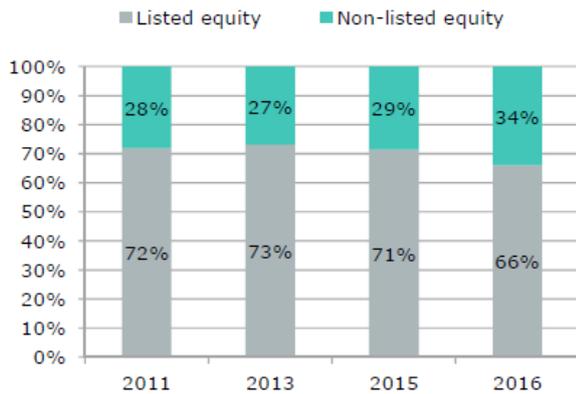
2つの明確な傾向が特定できる。

1つは上場から非上場へのシフトで、株式全体における非上場の割合は2011年の28%から2016年の34%に増加しており、これはより非流動的な投資へのシフトを確認する形になっている。

もう1つは上場株式ポートフォリオ内での先進国株式へのシフトであり、上場株式全体における先進国株式の割合は2011年の90.0%から2016年の93.2%に増加している。

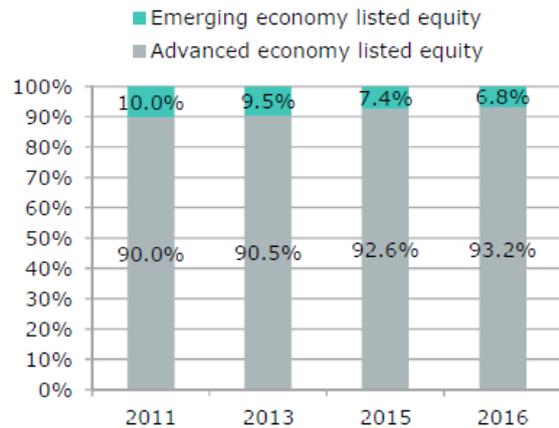
<sup>6</sup> 「Contingent Convertible Bonds」：偶発転換社債とも呼ばれ、制限条項が付いた転換社債

図表 株式構成（上場と非上場）



Note: The chart includes listed and non-listed equity investments as well as equity investments made through collective investment undertakings for the companies which provided this information. The chart does not contain equity investments made through index linked and unit linked products.

図表 上場株式構成（先進国と新興国）



Note: The chart includes all listed equity investments. It does not include equity investments made through collective investment undertakings for 2016. The chart does not contain equity investments made through index linked and unit linked products.

金融会社や非金融会社への株式投資の選好については、サンプルの 24%で金融会社への株式の増加を観測したが、30%では非金融会社への株式の増加を観測している。

EIOPA は、株式投資に関する実態分析を行い、以下の点を確認している。

- ・株式ポートフォリオの市場価値は、2011年から2016年の間にサンプルの殆どの国で増加している。
- ・株価は、一般に、観察期間において増加傾向を示している。
- ・株価の動向が株式ポートフォリオの市場価値に与える影響を調査した。サンプルの欧州保険会社は主に欧州株式にさらされている。さらに、一部の国では、ポートフォリオ配分に大きなホームバイアスがある。その結果、株式ポートフォリオのパフォーマンスは、欧州株式市場のパフォーマンスと密接に関連している。新興市場へのエクスポージャーは、限られているように見える。
- ・株式ポートフォリオの市場価値の全体的な上昇は、株価の上昇に部分的にのみ対応するよう見える。2011年から2016年までに、サンプル全体の推定累積リターンは59%であったが、株式ポートフォリオの市場価値の変動は32%だった。
- ・この分析は、時間の経過とともに比較的安定した配分を維持するために、保険会社が部分的にポートフォリオのリバランスを行ったことを示唆している。

**Box1 : 2011年~2016年の株価と株式ポートフォリオ配分**

株式ポートフォリオの市場価値は、2011年から2016年の間にサンプルの殆どの国で増加している。集計レベルでは、この期間全体の増加率は32%だった。国レベルでは、株式ポートフォリオの市場価値は、ベルギー（57%）とスウェーデン（50%）が大きく増加しているが、オランダ（▲14%）、ノルウェー（▲9%）、スペイン（▲3%）など数カ国で減少した。

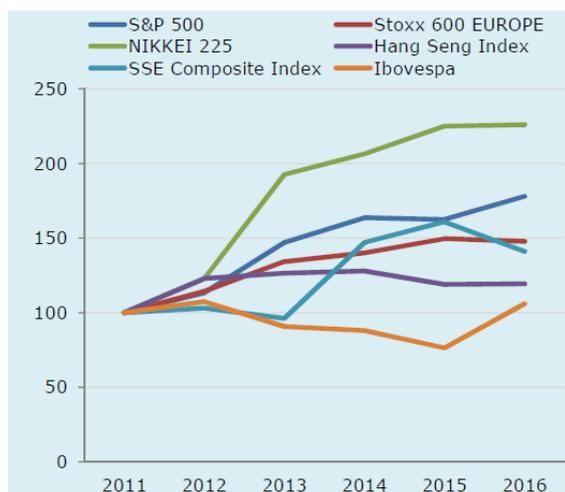
株価は、一般に、観察期間において増加傾向を示している。図表 A に示すように、2011年~2016年の間、世界全体の参照指数はプラス成長を記録した。平均年間成長率は、ボベスパ指数の3%から日経225の19%の範囲であった。Stoxx 600 Europe は、この期間で年平均8%増加した。

株価の動向が株式ポートフォリオの市場価値に与える影響を調査した。2011年から2016年までの株式ポートフォリオの市場価値の観察された成長率に対する株価の変動の寄与は、株式市場指標の加重平均に基づいて見積もられた。この株価の推計値を累積リターンとして参照する。各国について、加重は2016年の株式ポートフォリオ配分の地理的分布から導出された。このデータに基づくと、サンプルの欧州保険会社は主に欧州株式にさらされている。さらに、一部の国では、ポートフォリオ配分に大きなホームバイアスがある。その結果、株式ポートフォリオのパフォーマンスは、欧州株式市場のパフォーマンスと密接に関連している。新興市場へのエクスポージャーは、限られているようにみえる。

株式ポートフォリオの市場価値の全体的な上昇は、株価の上昇に部分的にのみ対応するよう見える。図Bは、サンプル及び選択された国全体について、2011年から2016年までの株式ポートフォリオの市場価値の変化と推定累積リターンを示している。サンプル全体の推定累積リターンは59%であり、株式ポートフォリオの市場価値の変動は32%だった。推定累積リターンは、スペインの36%からデンマークの78%まで、全ての国でプラスである。殆どの国は株式ポートフォリオの市場価値の上昇を記録したが、この増加は一般的には推定リターン（ベルギーを除く）を下回っている。一部の国（オランダ、ノルウェー、スペイン）の株式ポートフォリオの市場価値は、プラスの推定リターンにもかかわらず減少した。

この分析は、時間の経過とともに比較的安定した配分を維持するために、保険会社が部分的にポートフォリオのリバランスを行ったことを示唆している。この分析では、保険会社の投資戦略が対応する市場指標のパフォーマンスを再現するという仮定に基づいているが、推定累積リターンはとてとても大きいので、たとえ保険会社が市場を下回る実績であったとしても、それでも結論は引き出されていた可能性がある。

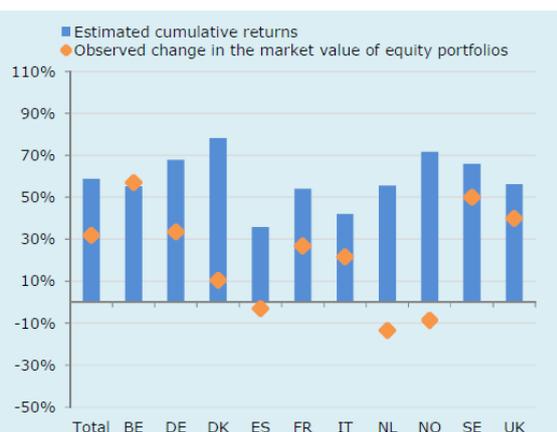
図表 A 主要株式指標の進展



Source: Bloomberg.

Note: EIOPA's calculations. Indices were calculated from end-of-year figures. Indices are shown for US (S&P 500), Japan (NIKKEI 225), China (SSE Composite Index), Europe (Stoxx 600 Europe), Hong Kong (Hang Seng Index) and Brazil (Ibovespa).

図表 B 2011年から2016年の株式ポートフォリオの進展



Source: EIOPA and Bloomberg.

Note: EIOPA's calculations. Cumulative returns are estimated using a weighted average of stock market indices based on 2016 portfolio allocations per country. For exposures to EU/EEA countries, Switzerland, US, Japan, China, Hong Kong and Brazil, the reference stock market index was used. For exposures to other countries and exposures with missing counterparty, the US stock index was used.

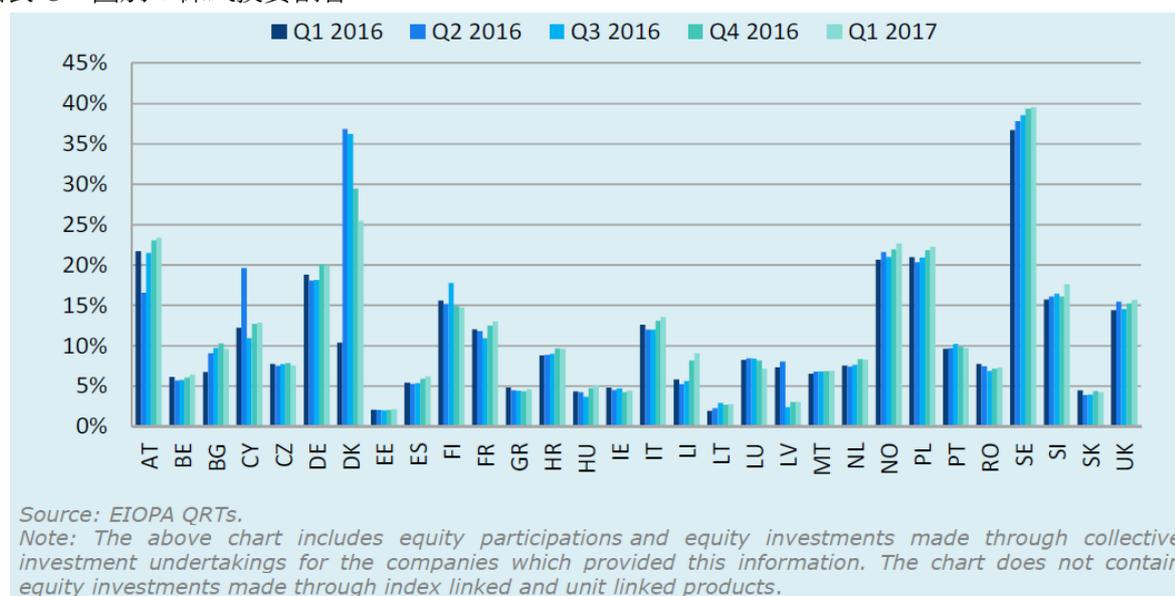
単独会社における 2016～2017 年の株式投資については、以下の特徴が確認されている。

- ・加盟国レベルで保険会社の株式投資をさらに分析すると、各国の株式投資に関して異質性が高いことが示唆される。
- ・事業種類別では、生命保険会社と損害保険会社とで異なるアプローチを示している。
- ・損害保険会社の総投資資産に対する株式比率は比較的高く、2016 年第 1 四半期から 2017 年第 1 四半期において 22%から 24%に増加している。
- ・生命保険会社の場合、株式は平均して投資ポートフォリオの 10%となっている。
- ・株式投資と保険会社の SCR 比率の関係を見ると、株式投資の比率は資本の充実した企業でより高い。それにもかかわらず、株式への投資の増加は、異なるビジネスモデルなどの他の理由に起因する可能性がある。

### Box 2 : 単独会社における 2016～2017 年の株式投資

加盟国レベルで保険会社の株式投資をさらに分析すると、各国の株式投資に関して異質性が高いことが示唆される。ソルベンシー II の QRT データによれば、株式投資は、スウェーデン、デンマーク、ノルウェー、ポーランド、オーストリアなどの国で高いようだ。

図表 C 国別の株式投資割合

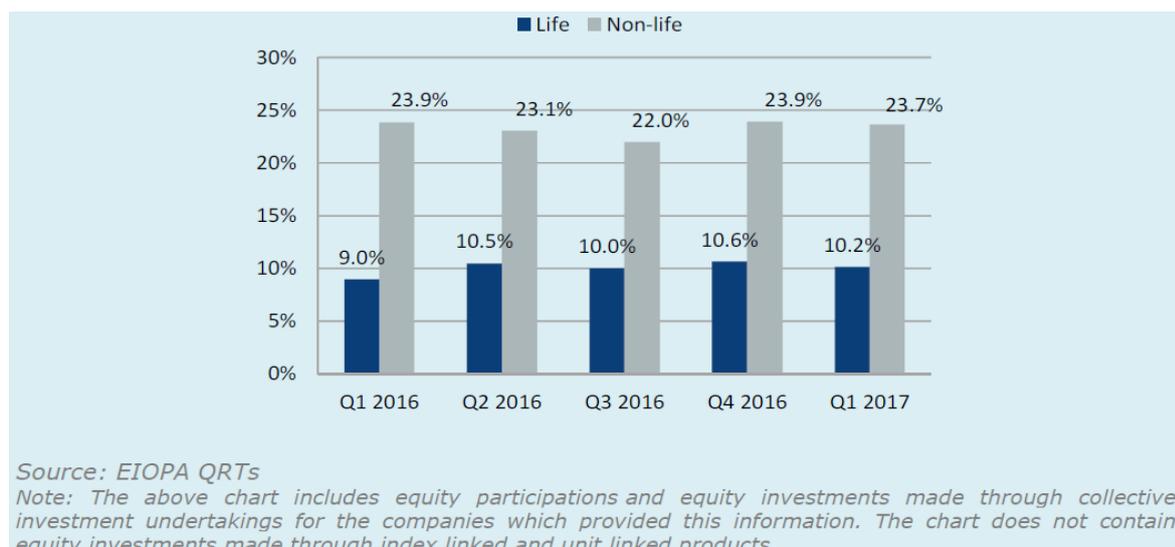


保険会社間の事業種類による分割は、生命保険会社と損害保険会社とで異なるアプローチを示している。生命保険会社は、損害保険会社よりも資産負債マッチングに重点を置いているため、損害保険会社に比べて総投資資産における株式比率が低くなっている。

総計では、損害保険会社の総投資資産に対する株式比率は比較的高く、2016 年第 1 四半期から 2017 年第 1 四半期において 22%から 24%に増加している。

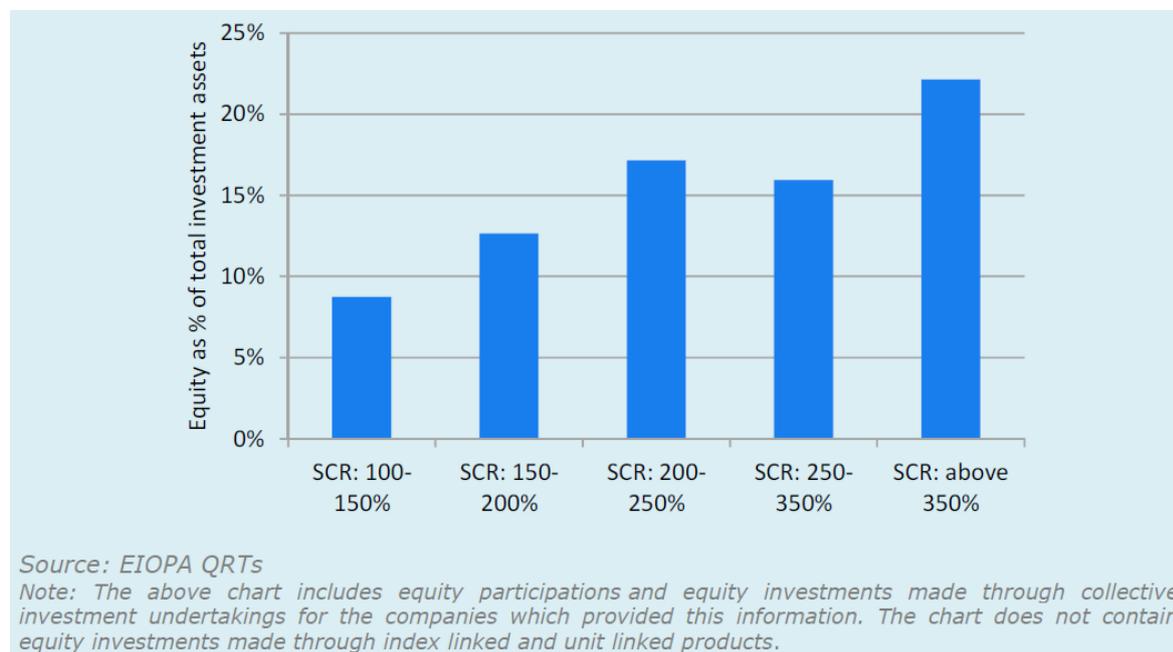
生命保険会社の場合、株式は平均して投資ポートフォリオの 10%となっている。2017 年の第 1 四半期末までに、QRT データは、集計レベルで、生命保険会社は株式へより高い金額を配分して、前年同期と比較して 1%ポイント増加させたことを示している。

図表 D 生命保険会社と損害保険会社の総投資資産に対する株式比率



株式は、例えば、SCR のカバレッジ計算の際に、株式投資と保険会社の SCR 比率の関係を見極めることが重要である。図 E は、総額ベースで、株式投資の比率は資本の充実した企業でより高いと思われることを示している。それにもかかわらず、株式への投資の増加は、異なるビジネスモデルなどの他の理由に起因する可能性がある。

図表 E 2016 年 SCR 比率と総投資資産に対する株式比率



#### 4 | 他の投資

全体的に、その他投資の総投資資産に占める割合は過去 5 年間で大きくは安定的である。

その他投資の状況に関しても、国やグループによって、大きく異なっている。ドイツ、スペイン、フランス、イタリア等の国では、非常に小さいシェアしかないが、スκανディナヴィア諸国では 15%

以上となっている。

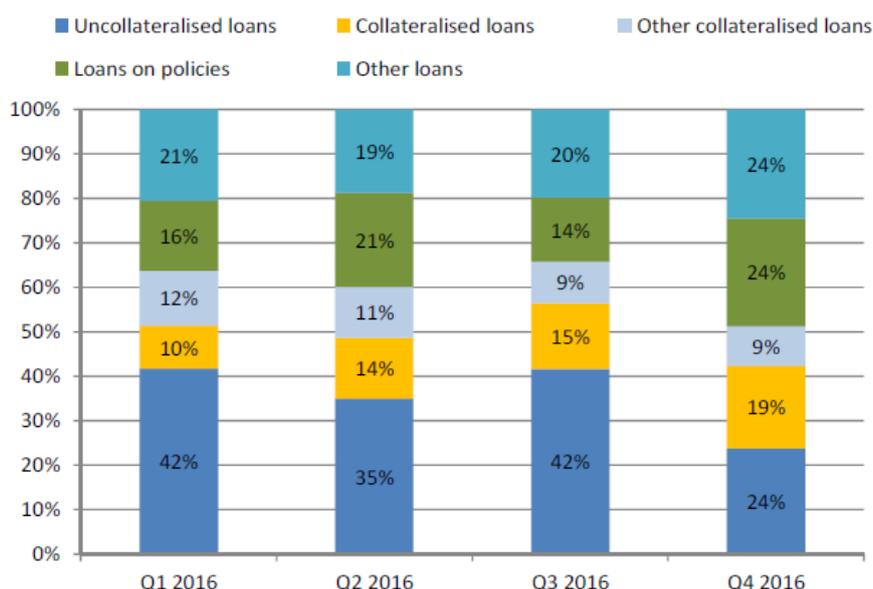
その他投資の内訳別では、ローン（除くモーゲージ）及びデリバティブが増加し、不動産が若干減少している。

さらなる分析によれば、サンプルのいくつかのグループで、ローンが貸借対照表における増加金額を代表しており、2016年には総投資資産の約8.5%に達する会社もある。

2016年における全てのローンの内訳をみてみると、無担保ローンが第3四半期まで3分の1以上を占めていたが、担保付ローンが徐々にウェイトを高めてきている。

サンプル会社におけるデリバティブの金額は2011年から2016年にかけて増加したが、いまだその総投資資産に対する比率は1.7%と低い。

図表 ローン（除くモーゲージ）の内訳



Source: EIOPA QRT

Note: The chart above includes:

- a) Uncollateralized loans are defined as loans made without any collateral
- b) Collateralized Loans are defined as loans made with collateral in the form of financial securities
- c) 'Other collateralized loans made' are defined as loans made with collateral in any other form
- d) Loans on policies are defined as loans made with insurance policies as collateral
- e) 'Other loans' are defined as other mortgages and loans not classified under any of the above categories

## 5 | ユニットリンク、インデックスリンク (UL/IL) 事業

ユニットリンク、インデックスリンク (UL/IL) 事業は、近年大幅に進展しており、2011年から2016年にかけて倍増した。その80%はドイツ、フランス、オランダ、英国のグループで管理されている。

大多数 (78%) が、2011年から保険商品設計における進展を観察している。これらの全ては、商品における保証の低下又は完全な削除に向けて行われた。これに加えて、約3分の2 (66%) のグループが今後3年間でユニットリンク及びインデックスリンク商品の商品範囲と販売を拡大する計画で

あると回答している。さらに、半数以上（54%）のグループが保証商品の販売をさらに減少させる計画であると回答している。

#### 4—まとめ

以上、ここまで、欧州保険会社の利回り追求に関連する EIOPA の調査報告書の内容について報告してきた。

昨今の低金利環境下で、「2—3 | 報告書のポイント」で述べたように、大きくは利回り追求の動きが見られている。ただし、その状況は段階的に行われてきており、国や会社・グループによっても取組みの状況等は異なっている。

各社毎の状況については、適宜公表される財務諸表を通じて、確認されていくことである。また、利回り追求はあくまでもリスクテイクとの関係で行われているものである。こうした点については、引き続き各社が投資家等に適切な説明責任を果たしていくことが求められていくことになる。

今後とも、欧州保険会社・グループの投資行動については、継続的にウォッチしていくこととしたい。

以 上