

保険・年金  
フォーカスEUソルベンシーⅡにおけるLTG措置  
等の適用状況とその影響(4)  
—EIOPAの報告書2017の概要報告—

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

これまでの3回のレポートでは、EIOPA(欧州保険年金監督局)が2017年12月21日に公表した「長期保証措置と株式リスク措置に関する報告書2017 (Report on long-term guarantees measures and measures on equity risk 2017)」<sup>1</sup>に基づいて、EU(欧州連合)のソルベンシーⅡにおける長期保証(Long-Term Guarantees: LTG)措置及び株式リスク措置に関しての保険会社の適用状況やその財務状況に及ぼす影響について、全体的な状況及び措置毎、国別、会社毎の状況の概要を報告した。

今回のレポートでは、EIOPAの報告書の第2のセクションに記載されているLTG措置や株式リスク措置が直接的に会社の財務状況に与える影響以外の項目、具体的には、保険契約者保護、保険会社の投資、消費者及び商品、EU保険市場における競争と公平な競争の場、金融安定性に与える影響について報告する<sup>2</sup>。

以下の章では、UFR(Ultimate Forward Rate: 終局フォワードレート)の使用、MA(マッチング調整)、VA(ボラティリティ調整)、TRFR(リスクフリー金利に関する移行措置)、TTP(技術的準備金に関する移行措置)、ERP(ソルベンシー資本要件に準拠しない場合の回復期間の延長)、ED(又はSA)(株式リスクチャージの対称調整メカニズム)、DBER(デュレーションベースの株式リスクサブモジュール)といった8つのLTG措置及び株式リスク措置<sup>3</sup>の中から、MA、VA、TRFR、TTPの4つの措置を中心に、これらが先に掲げたそれぞれの項目に与える影響についての分析結果を報告している。

<sup>1</sup> News <https://eiopa.europa.eu/Pages/News/EIOPA-publishes-its-annual-analysis-on-the-use-of-long-term-guarantees-measures-and-measures-on-equity-risk-20-12-2017.aspx>

報告書 <https://eiopa.europa.eu/Publications/Reports/2017-12-20%20LTG%20Report%202017.pdf>

<sup>2</sup> これまでのレポートで述べたように、以下の図表及び図表の数値は、特に断りが無い限り、EIOPAの「長期保証措置と株式リスクに対する措置に関する報告書2016」からの抜粋及び筆者が付け加えた分析数値である。

<sup>3</sup> LTG措置や株式リスク措置の具体的説明については、「[EUソルベンシーⅡにおけるLTG措置等の適用状況とその影響\(1\) —EIOPAの報告書2017の概要報告—](#)」を参照していただきたい。

## 2—保険契約者保護への影響

### 1 | 調査概要

EIOPA は、NSAs (National Supervisory Authorities : 国家監督当局) に対し、LTG 措置又は株式リスク措置が保険契約者保護に与える影響、特に措置適用の承認取消のケースや不適切な資本救済ケースについての観測を報告するように求めた。

過度の資本救済は、技術的準備金や資本要件の不適切に低い金額が、保険契約者の保護に悪影響を及ぼすことになる。NSAs は、通常、LTG 措置及び株式リスク措置の適用が会社のソルベンシーポジションに及ぼす影響を監視している。

### 2 | 調査結果

NSAs からのフィードバックは、LTG 措置又は株式リスク措置の適用による会社に対する過度の資本救済が観察された具体的な事例はまだない、としている。LTG 措置と株式リスク措置が保険契約保護に与える肯定的又は否定的な影響の具体的な観察はなかった。さらに、措置の適用が、NSAs が保険契約者保護に望ましいと考えた監督措置を取ることを妨げた具体的なケースも、NSAs によって特定されなかった。

### 3 | NSAs による評価手法

#### (1)VA

VA に関しては、NSAs は通常、VA をゼロに設定することの影響を評価している。いくつかの NSAs は、実際の投資収益、ポートフォリオの構成と信用の質の変化、投資戦略を考慮して、会社の投資ポートフォリオを監視すると報告した。これには、VA の決定に使用される「基準ポートフォリオ」との比較や、資産を維持する能力（資産の強制売却のリスクに直面しているか）が含まれる。いくつかの NSAs は特に、会社が実際に VA（で設定されている利回り）を獲得することができるかどうかの問題に焦点を当てていることを概説している。この目的のために、会社が実際に獲得した金利と VA の規模との比較又は遡及的なチェックが提案されている。これらの評価はケースバイケースで行われるが、自動チェックは行われない。そのため、NSA のプロセスは、VA の承認プロセスが予見されるかどうかによって異なっている。

#### (2)MA

MA に関して、ある NSA は、過度の資本救済のケースが発生しているかどうかを評価する際に、SCR 計算及び自己資本決定に自信があるかどうかを評価する。SCR 計算が（標準式の不適合又は内部モデルの誤較正のため）資産のポートフォリオに内在するリスクを考慮して適切であるかどうか、及び（フロアの較正不足又は会社による資産の不正確なマッピングのため）基本スプレッドの不正確な較正により、自己資本が過大評価されているかどうか、が分析される。

### 4 | NSAs による具体的な調査結果

ソルベンシーII 指令の第 37 (1) (d) 項によれば、MA、VA 又は移行措置を適用する会社に対して、その会社のリスクプロファイルがこれらの調整及び経過措置の基礎となる仮定から大幅に逸脱していると監督当局が判断した場合、資本アドオンを適用することができる。観察結果を考慮すると、結果

として、どの NSA も、不当な資本救済の観察された事例に基づく資本アドオンをまだ課していなかった。

2つの NSAs (FR、LU) は、TTP の適用承認の取消を報告した。その理由は、会社がその措置を適用しなかったか若しくはもうこれ以上適用しなかったからである。

1つの NSA は、申請者が MA ポートフォリオに含めることに適格でない資産を含めることを提案していたため、MA の申請を拒否した。

MA からの過度の資本逃避は、資産と負債の不適切なマッチング、負債の流動性が十分でなく及び／又は基本スプレッドの較正が不利な信用事象のリスクに対して適切なバッファーを提供しない場合の MA の適用から発生する。

この分析は、基本スプレッドの較正によって期待されたよりも、MA のポートフォリオにおいてより多くの不利な信用事象が発生しているかどうかに関心を当てている。

MA を適用する許可を得た企業は、2016 年に経験したデフォルト及び／又は格下げによる損失と、2016 年に想定された基本スプレッドに関する情報を提供するように求められた。

34 件の回答があった (英国から 19 件、スペインから 15 件)。

どの会社もデフォルトからの損失を報告しなかったが、これはいかなる投資グレードの債務不履行も観察されなかった、より広い市場における状況と整合的なものであった。

6つの MA ポートフォリオを含む 5つの会社が、格下げからの損失を報告した。これは、当該資産の除外に先立って行われた格下げ後に、当該資産が 2016 年にポートフォリオから除外された場合に発生した損失である。これらの会社のうちの 2つについては、ポートフォリオ損失の割合は、それらのポートフォリオの 65bps から 71bps の間の基本スプレッドと比較して、およそ 2bps であった。その他の 4つのポートフォリオは、ポートフォリオの 41bps と 59bps の間の基本スプレッドと比較して、1bp 未満のデフォルトによる損失を被った。

我々は、より広い市場が、報告された損失から推測されるよりも広範囲に及ぶ格上げ及び格下げを経験したことに留意する。報告された損失の水準が低い理由の 1つは、保険会社がポートフォリオ内で格下げされた資産を保有していたことが考えられる。

基本スプレッドは、デフォルト及び格下げの長期平均コストを吸収するように設計されている (ソルベンシー II 指令の 77c (2))。これは、単一の期間に直接匹敵するものではないと予想される。確かに、上記のように、2016 年は平均よりも低いデフォルトを示している。この比較を毎年継続することは、基本スプレッドが不利な信用事象の費用を吸収するには十分でない期間を特定するのに役立つはずである。

### 3—保険会社の投資への影響

#### 1 | 調査概要

MA、VA、TRFR、TTP の保険及び再保険会社への投資に対する影響を評価するため、EIOPA はソルベンシー II の下で NSAs に報告された会社の投資配分を調査分析した。資産クラスに関するデータは、ソルベンシー II の 2016 年末の貸借対照表から得られたものである。

さらに、EIOPA は、MA、VA、TTP 又は TRFR の指標を用いて保険者の債券ポートフォリオの特性についてより詳細な分析を行った。この分析で使用されたデータは、2016 年末に NSAs に報告された資産のリストに由来している。一部の会社は資産テンプレートのリストを提出する必要はないので、債券ポートフォリオ分析は全ての欧州保険会社の 61% のみに基づいている。

また、LTG 措置と株式リスク措置が会社の投資行動に与える影響についての情報を収集するために、EIOPA は、長期投資家としての会社の行動における傾向、これらの傾向に関連したドライバー及び措置と観察された傾向との間の何らかの関連に関する考え方について、NSAs に要求した。

## 2 | 調査結果

各種措置の会社の投資への影響に関しては、この段階では明確な結論を導き出すことはできなかった。

また、NSAs の半数は、長期投資家としての会社の行動に関して、国内市場における明確な傾向を観察しなかった。残りの当局から、3 分の 1 は国債から社債への再配分が観察され、3 分の 1 は非流動資産への投資の増加が観察され、残りの 3 分の 1 は国債投資の増加を指摘した。ほぼ全ての NSAs は、措置と報告された変化との間に有意な関連性を認めなかったと述べた。

## 3 | 具体的な調査結果(①会社の投資への影響)

### (1) 全体的な状況

次のグラフは、2016 年末の保険及び再保険会社の投資配分を示している。

図表 国別の平均投資ポートフォリオ

**Investment allocation at EEA and country level**

Country	Government bonds	Corporate bonds	Equities	Assets held for IL & UL contracts	Other investments
EEA	23%	22%	3%	26%	26%
AT	19%	21%	1%	16%	43%
BE	50%	22%	4%	11%	13%
BG	53%	12%	4%	2%	28%
CY	7%	16%	1%	38%	39%
CZ	46%	19%	1%	17%	17%
DE	18%	28%	1%	5%	48%
DK	9%	20%	4%	26%	41%
EE	17%	31%	0%	36%	15%
ES	54%	22%	1%	6%	17%
FI	6%	22%	4%	48%	20%
FR	28%	30%	3%	13%	26%
GR	49%	15%	1%	16%	19%
HR	61%	2%	6%	4%	27%
HU	43%	2%	1%	45%	10%
IE	11%	10%	1%	71%	7%
IT	44%	16%	1%	17%	22%
LI	3%	5%	0%	85%	7%
LT	41%	5%	0%	39%	15%
LU	12%	10%	1%	66%	11%
LV	46%	4%	1%	9%	39%
MT	29%	15%	5%	2%	49%
NL	36%	12%	3%	26%	23%
NO	13%	52%	3%	16%	35%
PL	39%	2%	0%	52%	26%
PT	36%	22%	3%	24%	15%
RO	54%	6%	0%	24%	16%
SE	10%	18%	15%	38%	20%
SI	31%	25%	2%	22%	20%
SK	42%	25%	0%	20%	12%
UK	10%	16%	4%	57%	14%

このグラフは、EEA（欧州経済地域）レベル及び各国での、4つの主要な資産クラスへの配分割合を示している。国毎に配分に大きな差異が観察される。LTG 措置及び株式リスク措置を適用する会社の投資を分析する場合、特にある措置の適用が全ての国において等しく一般的でない場合には、これらの国の特殊性を考慮する必要がある。

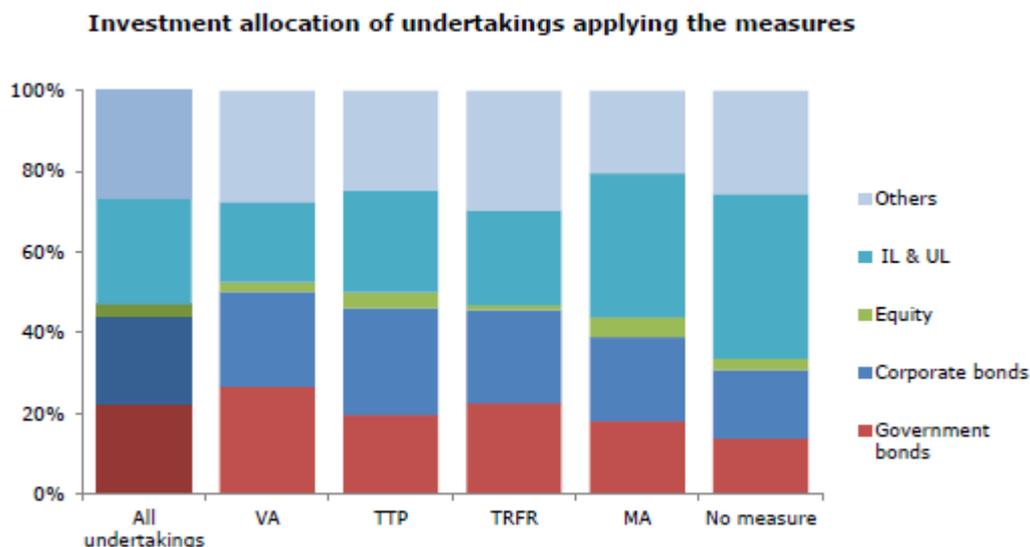
## (2) MA、VA、TRFR 又は TTP 措置を用いた会社の投資ポートフォリオ

以下のグラフは、MA、VA、TRFR 又は TTP を適用する会社、又はこれらの措置の1つも適用しない会社の2016年末の投資配分を、全てのEEA会社の投資配分と比較して示している。これは、LTG 措置を用いた会社の投資配分が、他のEEA会社とは異なることを示している。

平均して、社債及び国債の割合は、VA を適用する会社が最も高く、続いて TTP を適用する会社及び MA を適用する会社となっている。MA、VA、TRFR 又は TTP のいずれかの措置も適用しない会社は、平均して、他のグループと比較した場合、社債及び国債の割合が低い。全ての会社が株式投資の割合は低かった。

TRFR に関しては、この措置を適用する会社の数は非常に少なく、そのため、平均投資ポートフォリオは、その措置を適用する会社に代表的なものではない可能性がある。

このグラフとこのセクションの以下のグラフに関して、資産配分と債券ポートフォリオの特性と措置の適用との間の相関を分析する際には、これらの措置が会社の投資に与える因果関係について結論を出すにはこの段階では早すぎる、ということに注意する必要がある。



## (3) MA、VA、TRFR 又は TTP 措置を用いた会社の債券ポートフォリオ

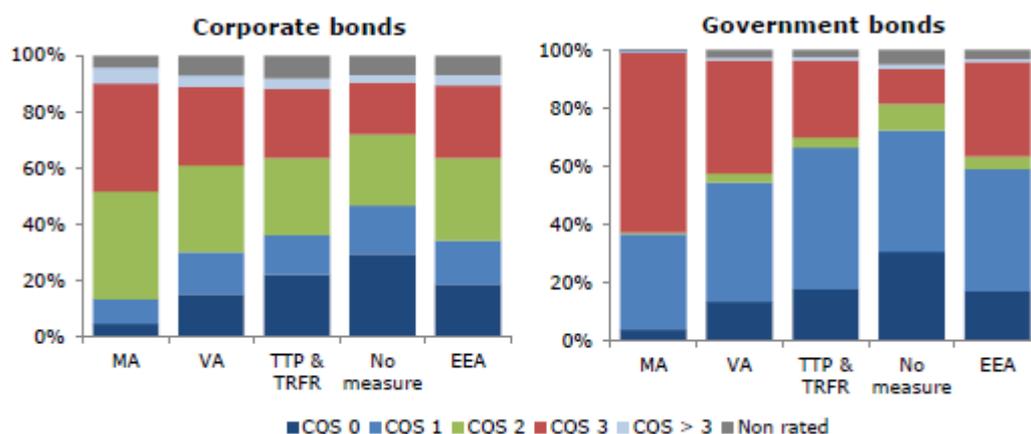
次ページの図表は、MA、VA、TRFR 又は TTP を2016年末に適用した会社の債券ポートフォリオの信用度を示している。信用度は、0から6まで変化する信用度ステップ（CQS）で測定される。0は最も高い信用度を示し、6は最も低い信用度を示す。「投資適格」とみなされる社債は、通常、0と3の間のCQSを有する。

平均して、MA、VA、TRFR 又は TTP の措置を適用する会社は、これらの措置を適用しない会社よりも低い信用度の債券を保有している。

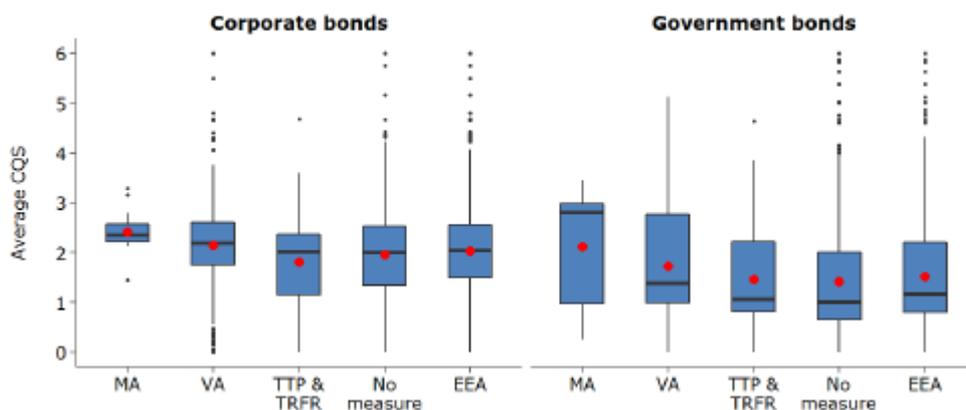
社債の信用力に関しては、VA を適用している会社と TRFR 又は TTP の移行措置のいずれかの措置を適用している会社の間に大きな違いはない。しかし、移行措置を適用している会社は、VA を適用している会社と比較して、最高信用度の債券の割合がやや高い。これらの2つのクラスの会社と比較して、MA を適用した会社は平均で CQS 2 と 3 の債券の割合が高く、CQS 0 と 1 の債券の割合が低い。

国債については、考慮されている全ての異なる会社グループにわたって、CQS 2 の債券へのかなり低い割合が示されている。同様に、社債についても、VA 又は TRFR と TTP のいずれかを適用している会社と、MA を適用している会社のより低い平均信用度の間には、大きな違いはない。社債の状況と比較して、CQS 3 の債券の割合がより高いことからわかるように、MA の適用会社と他の措置の適用会社との間の異なる信用度がより際立っている。

両方のケースで、信用格付機関の信用評価が保険又は再保険会社に利用できない全ての資産を含む非格付債券のウェイトは、異なる会社グループ間で整合的である。



上記の所見は、債券ポートフォリオの平均 CQS のそれぞれ 25%、50%、75%パーセンタイルを表す青色のボックスと、各グループのこの変数の非加重平均を表す赤色の点で、以下のボックスプロットによってさらに例示される。



このグラフはまた、個々の会社の債券ポートフォリオの信用度のばらつきが、国債については一般的に社債よりも高いことを示している。さらに、国債については、平均値 (mean value) が平均値 (average value) よりも高い MA を適用する企業を除いて、平均信用度は信用度の平均値より高い。

これは、MA 適用会社の場合、約 50%の会社が 3に近い平均 CQS を有しており、3より大きい CQS の債券の比率が非常に低いという事実によるものであり、個々の保険会社の国債ポートフォリオの信用度の分布は非常に歪んでいる。

上記で分析された異なる会社グループ間の平均資産配分又は債券ポートフォリオの特性の違いは、EEA の各国の保険会社による資産投資の高度な多種多様性に起因するものであり、その措置の使用が異なる市場に均等に広がっていないという事実が含まれる。これは、特に 2カ国（英国、スペイン）でのみ適用されている MAに関連している。

#### 4 | 具体的な調査結果(②会社の投資行動への影響)

NSAs の約半数は、長期投資家としての企業行動に関する国内市場での傾向を観察していないと報告した。これは、EIOPA の 2016 年報告書の所見と一致している。残りの NSAs からは、国債から社債への再配分が観察され、そのうち 3分の 1は非流動資産への投資が増加し、残りの 3分の 1は国債投資の増加を指摘した。また、ある NSA は、リスクの高い資産への投資傾向と間接投資の増加を報告した。

NSAs はまた、株式保有に関して、いかなる傾向も観察したかどうか尋ねられた。大多数の NSAs は、このような傾向を観察していないと報告した。ある NSA は株式保有、特に先進国市場に上場している株式のわずかな増加を報告した。別の NSA は、保険会社が株式保有を変更した場合、市場動向のせいではなく、特有の理由によるものであると述べた。

債券ポートフォリオの存続期間に関して、殆どの NSAs は、彼らが国内市場でどのような傾向も観察していないと報告した。逆に、3つの NSAs は、債券ポートフォリオのデュレーションの増加傾向を報告した。

NSAs によって検討された傾向と変化の主な要因は、低利回り環境（特に国債から社債への再配分）、利回りの追求と資産負債マッチング（特にデュレーションの増加）であった。さらに、いくつかの NSAs は、資産のリスク回避、税金及び法的環境、ソルベンシー II の導入を要因とした。

2016 年の報告書と整合的に、どの NSA も、MA、VA、SA 又は DBER の使用と、長期投資家としての会社の投資行動に関する経験的な傾向/変化との間の重要なリンクの事実上の証拠は提供しなかった。

なお、EIOPA は、金融安定性に関する作業の一環として、2017 年に保険業界の投資行動に関する調査を実施し、その結果についての報告書を公表している。この内容については、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](#)」（2018.1.15）で報告した通りである。

## 4—消費者及び商品への影響

### 1 | 調査概要

ソルベンシー II 規制の枠組みには、LTG（Long-Term Guarantee：長期保証）の法的定義は含まれていない。以下の LTG の調査報告は、各 NSA 独自の LTG の定義に基づいて作成されており、国によって LTG の定義が異なる場合がある。

NSAs は、国内市場で現在利用可能な LTG を含む保険商品の例として、以下のタイプの商品を挙げている。

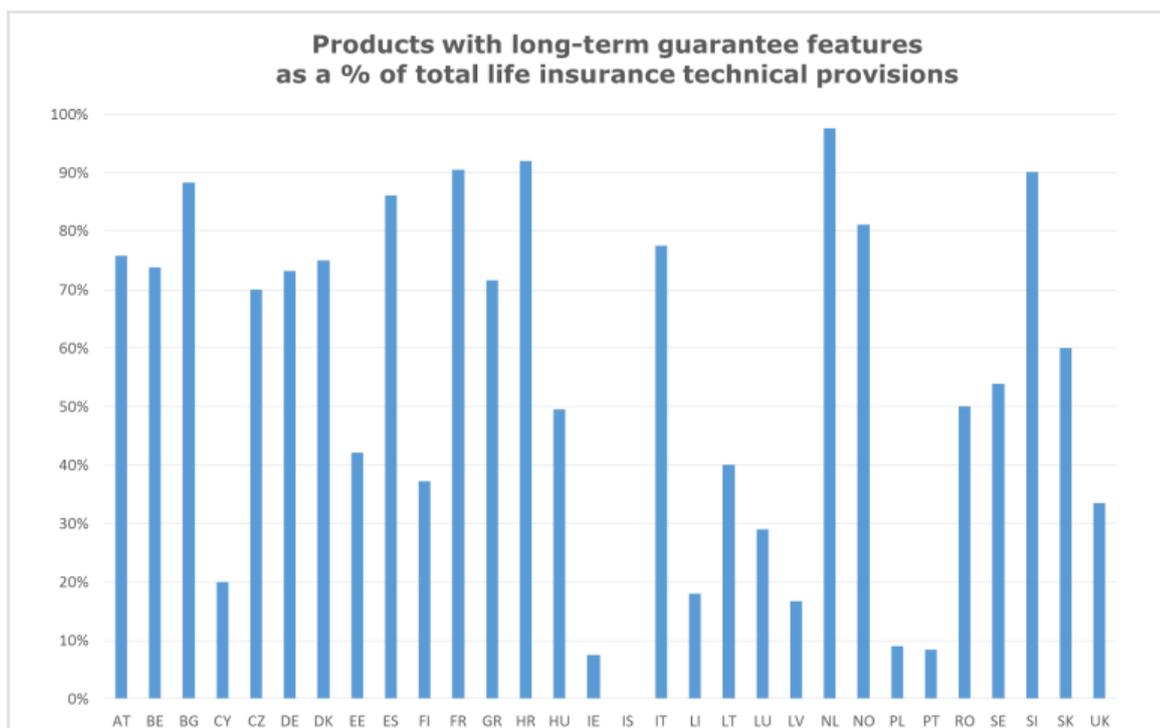
- ・伝統的な生命保険（例えば、有配当契約、貯蓄商品、終身、養老、年金等）
- ・ユニットリンクと有配当給付の特徴を組み合わせたハイブリッド商品
- ・保証リターン又は元本保証付きのユニットリンク商品
- ・変額年金
- ・医療保険（例えば、障害に関連する年金、又は労働者災害補償）
- ・損害保険年金（例えば、第三者責任保険から派生するもの）
- ・特定の損害保険商品（建設リスク及び借り手の保険等）

## 2 | 調査結果

### (1)LTG の提供状況

LTG を使用した商品の大半（保険料の約 70%）は、生命保険会社で販売されている。

生命保険の技術的準備金の約 70%が LTG 付契約に関連している。国レベルでは、市場における LTG 商品の相対的重要性の間に大きな違いがある。以下の図表は、全技術的準備金における LTG 商品の割合を国別に示している。



さらに、次ページの図表は、21 カ国からの回答に基づき、LTG 商品の商品種類別保険料の内訳を示している。

伝統的な有配当生命保険商品は、LTG 商品の保険料の約 70%を占めており、大半の国で LTG 付商品の中の最も重要な事業となっている。

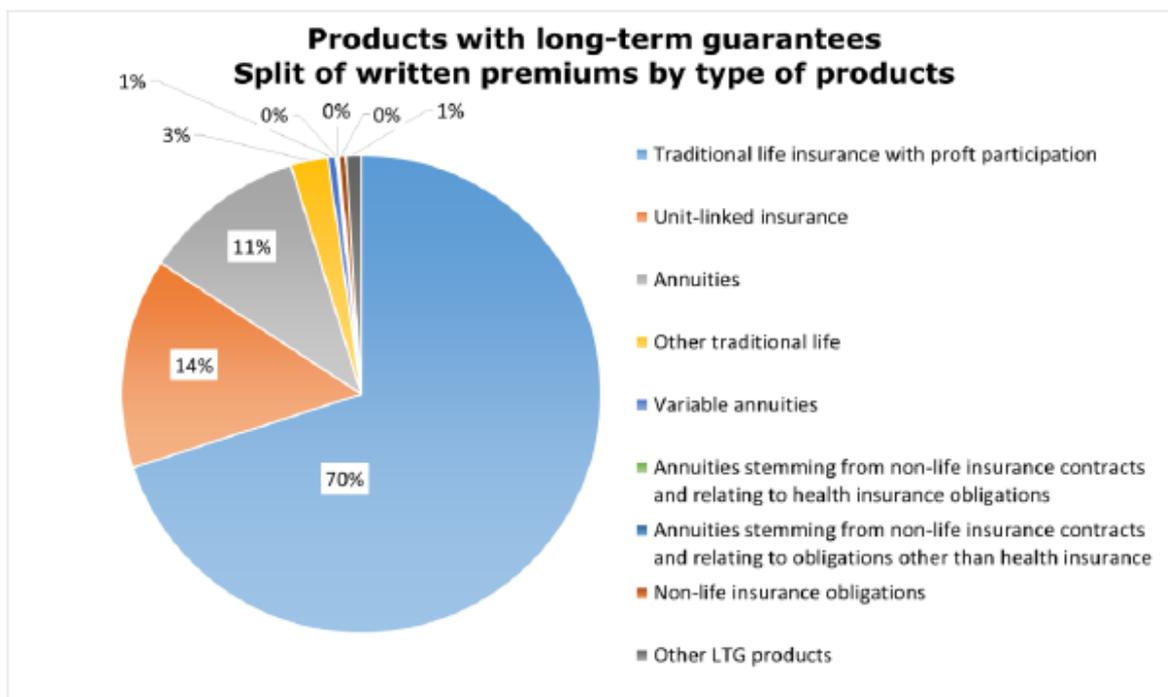
LTG 商品の保険料の 14%はユニットリンク商品であるが、各国は2つに分類される。大部分の国では、保証付きのユニットリンク商品のシェアは、有配当商品と比較して、非常に小さく又はゼロと

なっている。3カ国（エストニア、オランダ、スロヴェニア）では、保証付ユニットリンク商品はより高いシェアとなっている。

年金事業は、LTG商品の保険料の11%を占めている。2カ国（オランダ、英国）は、この事業ラインがLTG商品の最も重要な供給源となっている。回答した他の全ての国々では、年金商品におけるLTG商品は少数を構成している。

アイルランドでは、変額年金事業が市場における最も重要なLTG商品となっている。

12のNSAs（キプロス、フィンランド、ハンガリー、アイルランド、アイスランド、リヒテンシュタイン、ラトビア、ルクセンブルグ、マルタ、ポーランド、ポルトガル、英国）は、LTG商品が市場に存在しないか、マイナーな商品であると報告している。



LTG商品は、LTG措置を適用する保険会社及び適用しない保険会社によって提供されており、LTG措置は、LTGを含まない商品にも適用される。

最も一般的な保証は、最低保証利率や保険金額や解約返戻金の保証に関連している。

## (2)LTG商品の利用可能性に関する動向

昨年観察された傾向と一致して、LTG商品の入手可能性は、主にEEA全体で安定しているか又は減少しているが、一般的に傾向はLTG措置の設計には関係していない。いずれにしても、多数のNSAsが以下の点を観察している。

- ・ユニットリンクや純粋保障やハイブリッド商品へのシフト
- ・契約に含まれる金融保証のレベル低下
- ・保証期間の短縮

LTG商品の利用可能性が低下した主な要因としては、低金利環境、保証コストの増加、税制の変化が挙げられている。

国の約半数が、完全に透明な情報なしに、保険契約者が高保証付商品を解約したり、転換するように仕向けられて、消費者が損害を被ったケースをいくつか報告している。僅かな NSAs のみが、保証付新商品の導入に関する消費者保護の問題を報告していない。

## 5—EU 保険市場における競争と公平な競争の場への影響

### 1 | 調査概要

競争と公平な競争の場に関するこのセクションは新しいサブセクションである。このトピックは、ソルベンシー II 指令第 77f 条 (3) (c) の LTG 措置及び株式リスク措置のレビューための関連項目のリストに含まれているが、データの不足と限られた経験のため、2016 年の報告書には含まれなかった。

LTG 措置及び株式リスク措置が競争に与える何らかの影響を観察したかどうかについての質問に答えて、NSA の過半数がそのような観察を報告しなかった。

競争と公平な競争の場の調査分析の焦点は、措置の監督上の取扱における国家間の差異にあった。

### 2 | 調査結果

例えば、以下の項目について、監督上の異なるアプローチが確認されたとしている。

#### (1) 内部モデルにおける VA の取扱 (動的 VA の取扱)

内部モデルにおける VA の取扱については、前々回のレポート「[EU ソルベンシー II における LTG 措置等の適用状況とその影響 \(2\) – EIOPA の報告書 2017 の概要報告](#)」(2018.1.23) で報告した。

動的 VA についてのモデリングは、スプレッドリスクの SCR を大幅に低下させるが、10 の NSAs が、内部モデルを使用する会社が動的 VA を使用することを許可している。

アイルランドは、動的 VA の使用も許可するが、承認申請を受けていない。

大部分の NSA は、自国に内部モデルを適用する会社がないこと又は会社が VA を適用しないために、動的 VA の申請を許可するかどうかについての決定を下していない、と報告した。2 つの NSAs は、内部モデルを使用して、動的 VA を使用することを可能にすることに抵抗している。

#### 動的 VA を適用している会社数

	単体会社	グループ
オーストリア	2	0
ベルギー	2	0
チェコ	1	0
フランス	13	1
ドイツ	24	2
イタリア	5	1
ルクセンブルグ	1	0
オランダ	7	3
上記合計	55	7

#### (2) TTP の取扱

(2-1) NSA によって承認された最大額よりも低い金額での技術的準備金への段階的控除額の適用の可能性

以下の異なる監督慣行が観察された。

- ・3つのNSAsは、管轄区域における会社が常に最大額を適用し、ソルベンシーII指令の読み方又は国内法への移転を議論する必要があることを示した。
- ・他の5つのNSAsは、より低い額を適用することを認めている。しかし、これらのうち3つのケースでは、最大額を適用することから逸脱した会社はない。他の2つのNSAsは、彼らの実務に関するさらなる情報を与えた。1つのNSAは、移行期間中に最大額の減額が行われた場合、これは後の年に取消しすることはできないと考えているが、他のNSAは、移行期間にわたって整合的なアプローチに従うことを必須条件に、後日減額の取消しを行うことを認めている。また、このNSAは、会社が、リスク管理の枠組みとORSA（リスクとソルベンシーの自己評価）におけるアプローチを反映することを期待している。
- ・残りのケースについては、どの会社もその国でTTPを適用しない又は最大限の金額を下回る段階的控除を適用したいと考えている会社が観測されなかったため、決定が下されなかった。

## (2-2) 2016年1月1日以降の移行措置の適用の開始

2016年1月1日以降のNSAsの大部分がこの措置の承認を認めているのに対し、2つのNSAsは制限を適用し、それらを承認することに抵抗している。

2016年中には、5カ国からの20の会社に移行措置が適用された。

なお、この際、段階的控除の計算において考慮すべき契約について、以下の2つの異なるアプローチが記述されている。

- ・大部分のNSAsは、会社が、2016年1月1日に保険会社に保有されており、移行期間の開始時において依然として事業開始時の事業ポートフォリオの一部である一連の関連契約に基づいて算定を行う必要があると考えている。
- ・他のNSAsは、2016年1月1日以降にTTPを適用した場合、2016年1月1日に保険会社のブロックの中にあつた関連する契約を基礎とすることを想定している。しかしながら、リスクプロファイルが2016年1月1日に比較して大幅に変更された場合（これは、保険会社の保有契約の抜本的なランオフによっても引き起こされる可能性がある）、再計算が行われ、再計算時に引き続き当該事業のポートフォリオに含まれる債務を反映する必要がある。

## 6—金融安定性への影響

### 1 | 調査の概要と結果

ソルベンシーII指令第77条(3)(j)によれば、LTG措置と株式リスク措置のレビューは、金融安定性に対する措置の効果を分析すべきである。その目的のために、EIOPAはNSAsに対し、金融安定性に対する措置の観察された具体的な影響を報告するよう要請した。1つのNSAは、TTPの適用に説明される抗循環作用を観察した。この措置を適用している会社は、リスクプロファイルの変更後の段階的な金額を再計算することができ、金利に関連するリスクマージンの感応度の影響の一部を吸収することができた。

## 2 | 報告書の内容

報告書では、以下の記述により、ESRB（欧州システミックリスク委員会）の報告書<sup>4</sup>のエグゼクティブサマリーを報告している。

「2017年8月、ESRBは、規制上のリスクフリーの利回り曲線特性及びマクロ的な妥当性の影響に関する報告書を発表した。このレポートは、EIOPAの進行中の作業にこの利回り曲線の導出方法や今後のソルベンシーIIのレビューを知らせるために、規制上のリスクフリー利回り曲線のマクロ的な影響を考慮している。以下では、ESRBの報告書のエグゼクティブサマリーの逐語転写が与えられる。」

### エグゼクティブサマリー

規制上のリスクフリー利回り曲線は、保険会社の行動に直接的な影響を与える。プロビジョニングに影響を及ぼし、ヘッジや投資の選択に影響を与える可能性がある。その結果、市場データからのその設計及び導出が重要である。この報告書は、ソルベンシーIIのレビューと同じくこの利回り曲線を導き出すための方法論について、欧州保険年金監督局（EIOPA）の進行中の作業に情報を提供するために、規制上のリスクフリー利回り曲線のマクロ的な影響を検討している。

規制上のリスクフリー利回り曲線に対するマクロ・プルデンス要件は、市場ベースの曲線の使用を要求している。(1) 負債価値の現実的見積り、(2) 一貫性のある曲線の導出及び適用、(3) 適切なリスク管理インセンティブ、及び(4) プロシクリカルな行動の防止である。最初の3つの要件は、規制上のリスクフリー利回り曲線が市場データに基づいている場合により良い結果が得られる。第4の要件は、保険会社の貸借対照表の市場評価と競合する可能性がある。保険会社のプロシクリカルな行動についてのいくつかの初期的な証拠がある（イングランド銀行（BoE）、2014年、オランダ国立銀行（DNB）、2015年）ので、潜在的な景気循環効果が監視され、これらの影響及び／又はその原因が、例えば、基本的なリスクフリー利回り曲線を越えたマクロ・プルデンスな政策措置を通じて、どのように対処されるべきかの検討が行われる必要がある。

金融市場の流動性が低い、より長期の期限物のための規制上の利回り曲線の導出に関する相違する考え方がある。より長期の期限物については、スワップ市場とソブリン債券市場の流動性が低い。ソルベンシーIIは、市場金利と補外のハイブリッドを用いてこれを考慮している。この報告書では、この設定において、規制上のリスクフリー利回り曲線の関連パラメータがマクロ・プルデンス要件に従って設定されているかどうかを評価する。

規制上のリスクフリー利回り曲線の長期物に対しては、最終流動性点（LLP）と終局フォワードレート（UFR）の現実的な設定、及びそれらの間のコンバージェンスが極めて重要である。ソルベンシーIIは、規制上のリスクフリー利回り曲線の長期物を導き出すために、スミス・ウィルソン手法を適用している。これは、(1) 曲線の流動性部分の市場価値、(2) それを超えては市場金利が使用されない満期であるLLP、(3) 遠い将来における想定される1年フォワードレートであるUFRの水準、(4) LLPからUFRへの収束速度。このテクニックは、曲線の長期物に、かなり安定したレベルの規制上のリスクフリー利回りを提供する。これらのパラメータの設定は、規制上のリスクフリー利回り曲線

<sup>4</sup> [https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/esrb.reports170817\\_regulatoryriskfreevieldcurveproperties.en.pdf](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/esrb.reports170817_regulatoryriskfreevieldcurveproperties.en.pdf)

を決定する。

2017年4月、EIOPAは、UFRを継続的に導出する方法論を開発した(欧州保険年金監督局、2017a)。これは2018年1月1日以降に適用される。この方法論を使用して、ユーロのUFRは3.65%と計算される。この方法論には、UFRの年間変動額に15bpsの限度値が含まれている。この限度値は、UFRが2018年に4.2%から4.05%に、そして他の事情が同じならば直線的に以後に変更されることを意味する。欧州システミックリスク委員会(ESRB)の大部分のメンバーは、UFRの現在の水準の低下を支持し、もし「長期低位」シナリオが次の10年にわたって続けば、移行はあまりにもゆっくりであるようにみえるとの政策的観察を行った。

この報告書は、現在の市場環境の下で、UFRの今後の引き下げとともに、より低い規制上のリスクフリー利回り曲線をもたらす3つの提案をしている。この報告書の所見は、現在の曲線が保険会社の負債を過小評価し、したがって未実現損失を生み出す可能性があることを示唆している。生命保険会社の支払能力の技術的準備金に対する提案された変更の正確な影響は、規制当局によるリスクフリー利回り曲線への更なる変更についての結論に達する前に、欧州の保険会社の全体の景色を考慮して慎重に評価されるべきである。2016年のEIOPAストレステストで使用された長期低位利回りのストレス曲線との比較は、この報告書に提出された提案の全体的な影響が、上記のストレステストのそれよりも重要でないことを示している。保険会社のデュレーション追求によって引き起こされるようなリスクフリー低利回り曲線の潜在的な第2ラウンド効果が監視され、追加のマクロ・プルデンス政策措置が必要となる可能性がある。

具体的には、報告書は、以下の点を組み合わせた実施が規制上のリスクフリー利回り曲線の導出に、より根本的な変更を要求することを考慮して、1つ以上を検討することを提案する。

- ユーロの規制上のリスクフリー利回り曲線に対して、LLPを導出し、LLPを20年から30年に延長する新しい方法。一般的な流動性指標によると、20年と30年のユーロ・スワップ・レート間の流動性にはほとんど差異がない。ユーロ・ソブリン債券市場における流動性についても同様である。スワップ及び債券市場の流動性に基づいて、ユーロの規制上のリスクフリー利回り曲線のLLPは30年に移行すべきである。
- 収束期間(LLPからUFRまで)を40年から100年に延長する。これは、規制上のリスクフリー利回り曲線の非流動性部分を導出する際に、UFRのウェイトを削減し、規制上のリスクフリー利回り曲線の流動性部分のウェイトを増加させる。
- 例えば、スウェーデンやオランダの年金基金の規制で行われているように十分に信頼できる市場データが入手できる場合は、曲線の補外された部分を市場データと部分的にブレンドする。単一の満期日に設定されたLLPからリスクフリー利回り曲線を推定する必要があると、その満期前後の金利リスクへのリスクエクスポージャーが過度になり、潜在的にはプロシクリカルなヘッジ行動になる可能性がある。さらに、補外法の特長に基づいて、負債の満期バケットがLLPに近づくと、未実現損失の比較的短期的な実現が必要になる可能性がある。

この報告書で行われた分析は、規制上のリスクフリー利回り曲線のさらに進んだレビューの基礎を提供する。特に、このレポートはユーロに重点を置いているが、EIOPAは規制上のリスクフリー利回り曲線を見直す際に、より広範な通貨の規制上のリスクフリー利回り曲線を分析したいと考えるか

もしれない。流動性は時間の経過とともに変化するため、一定の方法論に基づいた LLP の定期的な再評価は正当なものと思われる。

## 7—まとめ

以上、今回のレポートでは、EIOPA の報告書の第 2 のセクションに記載されている LTG 措置や株式リスク措置が直接的に会社の財務状況に与える影響以外の項目、具体的には、保険契約者保護、保険会社の投資、消費者及び商品、EU 保険市場における競争と公平な競争の場、金融安定性に与える影響について報告した。

今回が 2 回目の報告書ということで、LTG 措置や株式リスク措置がこれらの項目に与える影響については、必ずしも十分な因果関係が得られているわけではないが、一定程度の影響があることも示されている。今後さらなるデータ収集や報告を重ねる中で、より一層明確な分析が行われていくことになるものと思われる。

次回の 5 回目のレポートでは、報告書の第 4 のセクションに毎回のテーマ別の情報として記載されている項目である「LTG 措置及び株式リスク措置に関する公衆開示」について報告する。

以 上