

保険・年金 フォーカス

欧州大手保険グループの2018年末 SCR比率の状況について(2) —ソルベンシーIIに基づく数値結果報告—

常務取締役 保険研究部 研究理事

ヘルスケア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2018年決算発表に伴い、ソルベンシーII制度に基づく各種数値等が開示されている。

[前回のレポート](#)では、欧州大手保険グループのSCR比率の水準等について、全体的な状況を報告したが、今回のレポートでは、各社のSCR比率の推移分析や感応度の推移の状況について報告する。

2—各社の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たが、2016年以降も、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、感応度の対象内容やシナリオも各社各様である。

加えて、要因分解に関する情報提供が行われている時期や感応度の対象時期も必ずしも統一されておらず、各社の考え方に基づいている。

なお、2018年上期末の状況については、基礎研レポート「[欧州大手保険グループの2018年上期末SCR比率の状況について—ソルベンシーIIに基づく数値結果報告—](#)」(2018.10.1)で報告しているので、こちらも参考にしていきたい。

1 | AXA

(1)SCR比率の推移

米国でのIPOの影響もあり、2018年上期末のSCR比率は、2017年末に比べて、28%ポイントと大きく上昇して、233%となっていたが、2018年末では、9月のXLグループの買収完了の影響を受けて、12%

ポイント低下して、193%となった。なお、XLグループの買収完了の影響はAXA Equitable Holdings Incの、IPO及び売出しによるプラスの経済的影響、取締役会が提案する配当を控除した堅調な営業利益の還元、及び株式市場のリスクを軽減するための経営行動によって一部相殺された、としている。

AXAのSCR比率推移の要因

	2015年第3四半 期末→2015年末	2015年末→ 2016年末	2016年末→ 2017年末	2017年末→ 2018年末
<SCR比率>	212%→205%	205%→197%	197%→205%	205%→193%
営業利益	+5pts	+19pts	+23pts	+24pts
配当	▲9pts	▲10pts	▲10pts	▲12pts
市場の影響(除く為替)	▲1pt	▲14pts	+2pts	▲4pts
米国IPO	—	—	—	+13pts
為替&その他	▲1pt	▲4pts	▲7pts	▲33pts
合計	▲7pts	▲8pts	+8pts	▲12pts

(2)感応度の推移

金利感応度については、2015年末以降は、ほぼ横ばいとなっていたが、2018年末には、ほぼどの項目に対するものも若干拡大している。

AXAの感応度の推移

	2015年末	2016年末	2017年末	2018年末
金利+50bps	+2pts	+3pts	+2pts	+7pts
金利▲50bps	▲8pts	▲9pts	▲6pts	▲11pts
社債スプレッド+75bps	0pt	▲1pt	▲2pts	▲3pts
株式市場+25%	+3pts	+6pts	0pt	+2pts
株式市場▲25%	▲6pts	▲7pts	▲5pts	▲7pts

(3)トピック

AXAは、2018年に、例えば、以下の資本取引を行うこと等を公表して、効率的な資本管理を行ってきているとしている。

- ・2018年2月21日 アゼルバイジャンにおける損害保険会社 AXA MBask Insurance Company OJSC を Mr. Elkhan Garibli に売却する契約を締結すると公表
- ・2018年2月27日 Maestro Health の買収の完了を公表
- ・2018年3月22日 2049年満期の20億ユーロの劣後債の発行を公表
- ・2018年4月10日 AXA のスイスのグループ生命保険事業を変革すると公表
- ・2018年4月25日 米国のIPO前のIPO再編取引完了から、AXA S.Aによる32億ドルの受領の公表
- ・2018年5月14日 AXA Equitable Holdings, Inc.のIPOが正常に完了し、XL Groupの買収資金を確保したことを公表
- ・2018年8月1日 AXAが欧州の変額年金のキャリアであるAXA Life Europeを独占的に処分することを公表
- ・2018年9月12日 XLグループの買収の完了及びナンバーワンのグローバル損害保険コマーシャルライン保険プラットフォームの創設を公表
- ・2018年9月17日 シェアプラン2018の希薄化による影響を排除するためのAXA株式の買戻しの公表

- ・2018年10月23日 ウクライナでのAXAの事業を売却すると公表
- ・2018年11月20日 AXA Equitable Holdings, Inc.の発行済普通株式の売買が完了したこと及び関連する自社株買いの公表
- ・2018年11月26日 AXA Tianpingの残りの50%の株式を取得すると公表

2 | Allianz

(1)SCR 比率の推移

SCR 比率は 2018 年末に 229%で 2017 年末から横ばいだった。

この要因については、下記の図表及び以下の通りとなっている。

- ・営業利益による資本形成とビジネス進展による影響が+35%ポイント
- ・38 億ユーロの配当支払いや 10 億ユーロの自社株買い等の資本管理や Euler Hermes の少数株主分のバイアウトや OLB の売却、Multiasistencia の買収及び台湾のレガシーブックの売却等の経営行動の影響が▲13%ポイント
- ・第 4 四半期における株式市場の低下や金利の低下等の市場の影響が▲6%ポイント
- ・その他の 20 億ユーロの税金や 11 億ユーロの譲渡制限の変更による影響が▲13%ポイント
- ・規制/モデル変更は、モデルの範囲の変更(標準モデルへの Allianz Ayudhya Assurance の組み込み)、UFR の削減及び Allianz Life での規制上の自己資本の譲渡制限の導入によるもので、これらによる影響が▲3%ポイント

AllianzのSCR比率推移の要因

(単位:十億ユーロ)

	2016年末→ 2017年末	2017年末→ 2018年末		2016年末→ 2017年末	2017年末→ 2018年末
<自己資本>	75.3→76.4	76.4→76.8	<SCR>	34.6→33.3	33.3→33.5
規制/モデル変更	+3.0	+0.7	規制/モデル変更	0.0	+0.8
営業利益	+11.2	+12.2	ビジネス進展	▲0.4	+0.1
市場の影響	+3.1	▲2.9	市場の影響	▲1.8	▲0.3
資本管理	▲9.2	▲6.2	経営行動	+0.5	▲0.7
その他	▲7.1	▲3.4	その他	+0.4	+0.3
合計	+1.1	+0.4	合計	▲1.3	+0.2

(2)感応度の推移

感応度については、2016 年末に低下していた株式市場の変動に対する感応度が 2017 年末には上昇して、2015 年末の水準に戻っていた。ただし、2018 年は、第 4 四半期に導入したリスク種類間のクロス効果のモデリングの改善により、金利と信用スプレッドの感応度が改善した、としている。

Allianzの感応度の推移

	2015年末	2016年末	2017年末	2018年末
金利+50bps	+9pts	+2pts	+2pts	+2pts
金利▲50bps	▲14pts	▲11pts	▲11pts	▲3pts
信用スプレッド+50bps(国債)	▲11pts	▲12pts	▲9pts	▲6pts
信用スプレッド+50bps(社債)	▲8pts	0pts	+2pts	+3pts
株式市場+30%	+9pts	+6pts	+11pts	+9pts
株式市場▲30%	▲9pts	▲2pts	▲6pts	▲8pts

(※)2015年末の信用スプレッドの感応度は+100bpsに対するもの

(3)トピック

Allianz は、2018年7月2日に10億ユーロの株式買戻しプログラムを公表していたが、プログラムは9月30日までに完了した（Allianz は2018年1月3日から5月3日にかけても20億ユーロの株式買戻しを行っている）。

Allianz は、資本の効率化を推進するために、内部再保険会社を積極的に使用している。具体的には、Allianz SE は、イタリアの Allianz SpA、フランスの Allianz IARD、ベルギーの Allianz Benelux SE、スイスの Euler Hermes Re AG を含む様々なグループ子会社との再保険契約を締結している。これにより、子会社の資本要件を軽減し、グループ間の資本代替性を向上させている。

3 | Generali

(1)SCR 比率の推移

Generali は、これまで会社の内部モデルに基づくベースと監督ベースの2つのソルベンシー比率を開示してきたが、内部モデルの承認段階にある会社（オーストリアの医療事業とスペイン）の数が減ったことを受けて、監督ベースと経済的ビューによる差異が縮小したことから、2018年12月31日以降、内部モデルベースの経済的ソルベンシー比率は開示しないこととなった（なお、2018年には内部モデルをオーストリアとスイスに拡大することについて承認を得たことにより、15%ポイントの改善が得られたとしている）。

2018年末のSCR比率は、営業利益の計上による資本形成で+18%ポイント、規制上のモデル変更等により+16%ポイントのプラス効果があったが、一方で市場の変動や社債の償還等で▲17%ポイントの影響があったことから、2017年末の207%から9%ポイント上昇して、216%となった。

GeneraliのSCR比率推移の要因（2014年から2017年は会社の内部モデルベース、2018年は監督ベース）

	2014年末→ 2015年末	2015年末→ 2016年末	2016年末→ 2017年末	2016年末→2017 年末
<SCR比率>	186%→202%	202%→194%	194%→230%	207%→216%
資本形成	+16pts	+17pts	+18pts	+18pts
規制上のモデル変更等	-	▲10pts	0pts	+16pts
配当	▲5pts	▲6pts	▲7pts	▲7pts
変動その他	+5pts	▲9pts	+25pts	▲18pts
合計	+16pts	▲8pts	+36pts	+9pts

(2)感応度の推移

感応度については、2018年末は、2017年末と比較して、大きな変化は無い。

なお、Generali は、これまで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開示してきた。また、変動幅については、毎年見直しを行い、2017年末では「UFRを15bps引き下げた場合」の感応度を示していた。

ただし、UFRの段階的な引き下げの実施を受けて、2018年末ではその数値を開示することを止めている。なお、これまでの開示において、今後のUFRの変動幅の上限である15bpsでの影響が限定的であることが示されていた。

Generaliの感応度の推移(2015年末と2016年末は会社の内部モデル、2017年末からは監督ベース

	2015年末	2016年末	2017年末	2018年末
金利+50bps	+4pts	+6pts	+5pts	+4pts
金利▲50bps	▲8pts	▲9pts	▲6pts	▲7pts
社債スプレッド ¹ +50bps	▲5pts	▲3pts	▲3pts	▲4pts
株式市場+25%	+10pts	+7pts	+6pts	+4pts
株式市場▲25%	▲11pts	▲7pts	▲5pts	▲4pts
UFR▲15bps	▲9pts	▲5pts	▲1pts	-

(※)社債スプレッドは、2017年末までは+100bpsに対するもの、
株式市場の変動は、2015年末と2016年末は+20%及び▲20%に対するもの
UFRの感応度は、2015年末は▲100bps、2016年末は▲50bpsに対するもの

(3)トピック

Generali は、2015 年から、国際的な事業展開の最適化を図ることに取り組んでいるが、これまでに、売却による10億ユーロのキャッシュ生成という目標に対して、15億ユーロの水準を達成し、さらに署名ベースでは25億ユーロのキャッシュ生成を達成したとしている。

具体的には、この1年間で、例えば以下の取引を通じて、キャッシュ形成等を行ってきている。

- ・2018年2月 オランダの Generali Netherland N.V.のオランダの保険会社 ASR への売却完了
- ・2018年4月 パナマ及びコロンビアの事業売却完了
- ・2018年4月 ベルギーの事業の Athora Holding への売却(2019年1月に完了)
- ・2018年6月 Generali PanEurope の LCCG (Life Company Consolidation Group) への売却完了
- ・2018年7月 Generali Worldwide 及び Generali Link の LCCG への売却(2019年3月に完了)

なお、これらの取引によるグループの SCR 比率への影響は、例えば、オランダの事業売却で+1.5%ポイント、ベルギーの事業売却で+2.6%ポイント、Generali Worldwide 及び Generali Link の売却により+0.9%ポイントであるとしている。

さらに、Generali は、2018年7月にドイツの生命保険ユニットである Generali Leben¹を Viridium Group に売却することを表明²している。これにより、金利リスクへのエクスポージャーを大幅に削減し、リスク資本収益率を改善させることができ、SCR 比率が 2.6%ポイント上昇すると想定している。

4 | Prudential

(1)SCR 比率の推移

営業利益の計上による資本創出等に加えて、新たに 16 億ポンドの劣後債の発行を行ったことが大きく貢献して、自己資本が 2017 年末に比べて 39 億ポンド増加した。このため、市場の変動等のマイナスの影響を相殺しても、2018 年末の SCR 比率は、2017 年末の 202%から 30%ポイントと大きく上昇して、232%となった。

なお、SCR 比率への影響については資本創出等が+23%ポイント、市場の変動で▲2%ポイント、また、

¹ Generali Leben は、Generali Deutschland の約 4 百万の保険契約の責任準備金の約 36%を占めている。Generali Deutschland は、2017 年において、ドイツで 9.6%の市場シェアを有し、160 億ユーロの保険料収入がある。

² この M&A については、ドイツの保険監督当局である BaFin が、2018 年 7 月 6 日に、集中的に調査し、保険契約者の保護措置に関する懸念が生じないことを慎重に審査することを表明していたが、2019 年 4 月 9 日に、徹底的な調査の結果、これを拒絶する根拠はないと結論付け、保険契約者の利益が Viridium Group によって十分に保護されていることを確認したと表明している。

発行及び償還に伴う債務残高の増減と配当の影響がほぼ相殺され、これらを含むその他で▲5%ポイントであった。

因みに、2016年末から2017年末にかけては、ポンドによる業績表示における為替面でのマイナスの影響や米国の税制改革の影響で、SCR比率は2016年末の201%から2017年末の202%にわずか1%ポイントの上昇にとどまっていた。

Prudentialの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年末	2016年末→ 2017年末	2017年末→ 2018年末
<ソルベンシーII 資本剰余>	9.7→9.7	9.7→12.5	12.5→13.3	13.3→17.2
営業利益	+2.0	+2.3	+3.2	+3.7
経営行動	+0.4	+0.4	+0.4	+0.6
市場の影響等	▲0.6	▲1.1	▲0.1	▲0.9
為替	+0.2	+1.6	▲0.7	+0.5
配当	▲1.0	▲1.3	▲1.2	▲1.2
劣後債務の発行	+0.6	+1.2	▲0.2	+1.2
その他	▲1.6	▲0.3	▲0.6	0
合計	0.0	+2.8	+0.8	+3.9

(※)2014年末は、社内のEconomic Capitalによる。

2017年末から2018年末にかけての経営行動には、長寿前提の変更(+0.5)、英国年金再保険(+0.4)、買収・売却(▲0.3)を含む。

(2)感応度の推移

感応度については、2017年末と比べて、2018年末においては、金利低下及び株式市場の下落による影響がかなり大きくなっている。

Prudentialの感応度の推移

	2015年末	2016年末	2017年末	2018年末
金利+100bps	+17pts	+13pts	+21pts	+20pts
金利▲50bps	▲14pts	▲9pts	▲14pts	▲21pts
信用スプレッド+100bps	▲6pts	▲3pts	▲6pts	▲9pts
株式市場▲20%	▲7pts	▲6pts	-	-
株式市場▲40%	▲14pts	▲7pts	▲11pts	▲28pts
英国15%ダウングレード	-	▲5pts	▲4pts	▲3pts

(3)トピック

(3-1)グループのSCR比率

会社はソルベンシーIIの算出に反映されていない経済的資本のソースとして、例えば、①ソルベンシーIIの契約境界の定義によって除外されるアジアの生命保険事業に関連する部分(2018年末で17億ポンド)、②区分された(ring-fenced)有配当ファンド部分(2018年末で55億ポンド)や有配当ファンドの消滅契約の株主持分、③職員の年金ファンド、を挙げている。

また、2018年12月末のSCR比率では、2018年3月からの120億ポンドの英国の年金ポートフォリオのRothesay Lifeへの出再及びPrudential plcの香港の子会社のPrudential Corporation Asia Limitedへの移転が考慮されている。これらにより、2018年末ベースでは、英国のソルベンシーII剰余が33億ポンド減少し、グループのソルベンシーII剰余が4億ポンド増加する、としている。

さらに、長期金利の低下に対して、Jackson Nationalを保護するために取られた一定のデリバティブ商品

に関する未実現利益も控除されている。

なお、Jackson National とグループの他の会社との分散効果は考慮していない。

(3-2)地域別のソルベンシー比率

地域別にソルベンシー比率をみると、以下の通りとなっている。

米国の Jackson National の RBC 比率に関しては、以下の説明がなされている。

①2017 年末から 2018 年末にかけて 49%ポイントも上昇した理由

- ・ネットの資本形成等で+121%ポイント
- ・配当で▲37%ポイント
- ・税制改革で▲35%ポイント

さらに、市場の悪化にも関わらず、準備金のバッファーや下落市場でデフェンシブな傾向にあるファン
ド及びヘッジ戦略の影響で、市場の低下の影響が軽減されたとしている。

②将来の規制変更の影響

- ・RBC の C 1 ファクターの更新により、2020 年から 30~40%ポイントの影響
- ・VA フレームワークの NAIC による変更により、2020 年から 40~50%ポイントの影響

Prudentialの地域別ソルベンシー比率

	2015年末	2016年末	2017年末	2018年末
英国(PAC)	146%	163%	178%	172%
英国(有配当)	175%	179%	201%	201%
米国(Jackson National)	481%	485%	409%	458%
アジア	229%	250%	266%	249%

(※)PAC(Prudential Assurance Company)、米国はRBC、アジアはローカルベースの総計方式によるもの

5 | Aviva

Aviva も会社ベースと監督ベースの 2 つのソルベンシー比率を開示している。

Aviva の以下の数値は、会社の株主ビューによるもので、完全に区分された(ring-fenced)有配当ファンド
(2018 年末で 26 億ポンド)、職員年金制度(2018 年末で 11 億ポンド)の SCR と自己資本が除かれている。
完全に区分された有配当ファンドと職員年金制度は、SCR を上回るいかなる資本もグループで認識されてお
らず、ソルベンシー II 資本ベースでは自立している。それゆえ、会社の株主ビューは、株主のリスク・エクスポ
ジチャーと適格自己資本で SCR をカバーするグループの能力をより適切に表している、としている。

(1)SCR 比率の推移

Avivaの会社ベースの数値は、2018年末に、着実な営業利益の計上及び各種の経営行動(英国の長寿年
金のリリースで6億ポンド、ヘッジングやモデリングの影響で4億ポンド等)を行ったことを主因として、債務の返
済や株式買戻しに15億ポンドを投入したにも関わらず、2017年末の198%に比べて6%ポイント上昇して、
204%となった。なお、監督ベースの数値も、169%から180%に11%ポイント上昇した。

AvivaのSCR比率推移の要因

(単位:十億ポンド)

	2015年末→ 2016年末	2016年末→ 2017年末	2017年末→ 2018年末
<ソルベンシーⅡ資本剰余>	9.7→11.3	11.3→12.2	12.2→12.0
資本形成(営業)	+3.5	+2.6	+2.0
資本形成(非営業)	▲1.8	▲0.3	+1.2
配当	▲1.0	▲1.1	▲1.2
株式買戻し	-	▲0.3	▲1.5
市場・為替	+0.6	+0.1	▲1.1
ハイブリッド債務発行/返済	+0.4	▲0.5	-
事業取得/売却	▲0.1	+0.4	+0.4
合計	+1.6	+0.9	▲0.2

(2)感応度の推移

感応度については、2018 年末は、2017 年末と大きくは変わっていない。また、長寿リスクに対応した、年金死亡率の5%低下による影響が11%ポイントと大きなものとなっている。

Avivaの感応度の推移

	2015年末	2016年末	2017年末	2018年末
金利▲25bps	▲4pts	▲5pts	▲6pts	▲4pts
社債スプレッド+100bps	▲3pts	▲1pts	▲2pts	▲8pts
株式市場▲10%	0pts	▲1pts	▲2pts	-
株式市場▲25%	▲3pts	▲4pts	▲6pts	▲5pts
損害率5%悪化	▲2pts	▲3pts	▲3pts	▲3pts
年金死亡率5%低下	▲8pts	▲11pts	▲11pts	▲11pts
維持費・投資経費10%増加	-	▲7pts	▲6pts	▲8pts
解約率10%増加	-	▲1pts	▲1pts	▲3pts

(3)トピック

Aviva は、2017 年 11 月に、2019 年末までに 30 億ポンドの現金を投入するという計画を述べていた。このうち、2018 年においては、①6 億ポンドの株式買戻し、②約 9 億ポンドの債務のレバレッジ解消、③アイルランドにおける Friends First の買収、等で 17 億ポンドが実施された。

「①6 億ポンドの株式買戻し」については、2018 年 7 月末において、3.76 億ポンドの買戻し、9 月に残りの 2.24 億ポンドの株式買戻しを行い、完了している。また、「②約 9 億ポンドの債務のレバレッジ解消」については、5 月に 5 億ユーロの Tier2 債務の返済が行われ、11 月に 5.75 億ドルの制限付 Tier1 債務の返済が行われた。これらにより、SCR 比率は 13%ポイント低下したとしている。また、6 月にアイルランドの Friends First の買収に 1.46 億ユーロが使用された。

残りの 13 億ポンドについては 2019 年以降に持ち越されている。なお、Aviva は、2019 年から 2022 年の間に、約 30 億ポンドの満期債務を抱えており、そのうち 15 億ポンドを再融資(リファイナンス)することなく返済する予定である、としている。プロフォーマベースでは、これにより、未払債務残高は約 20%減少し、ソルベンシーⅡ自己資本に対する債務の比率は 29%に 4%ポイント減少し、SCR 比率は 194%に 10%ポイント減少する、としている。

なお、Aviva は、2018 年 2 月にジョイントベンチャー持分の売却により、スペイン市場から撤退することを公表しているが、これにより、ソルベンシーⅡの資本が 150 百万ポンド増加するとしている。

また、Aviva は英国のバルク年金やペンション市場に注力してきているが、ソルベンシー II の下での資本の負荷を軽減するために、2018 年 8 月には、米国の Prudential Financial に対して、年金負債に関連する約 10 億ポンドの長寿リスクを出再している。

6 | Aegon

Aegon は、2017 年までは四半期報告を行い、SCR 比率の動向分析についても四半期毎に説明してきたが、2018 年からは、事業の長期的な性格とコアな投資家と株主の長期的焦点を反映して、四半期毎の報告を取りやめて、半期と年間報告にすることを公表している。

(1)SCR 比率の推移

2018 年上期における一時的な要因(米国における商品撤退及び Aegon Ireland の売却完了等により +6%ポイント)の影響によって、2018 年上期末の SCR 比率が、2017 年末の 201%から 215%に 14%ポイント上昇していた。下期は、市場の影響(米国株式市場の低下、オランダにおける不利な信用スプレッドの動き)が大きくマイナスに働いたが、好調な事業成績による資本形成もあり、2018 年下期の SCR 比率の低下が 4%ポイントに留まった。結果的に年間を通じては、2018 年末の SCR 比率は 10%ポイント上昇して、211%となった。

モデル&前提変更による影響のうち、上期の▲2%ポイントは UFR の 15bps 引き下げによるものであり、下期は主としてオランダにおいて、信用モデルの変更等により SCR が低下したことと、前提変更が自己資本を引き下げたことによるものである。なお、米国の税制改革の影響は、変額年金キャプティブの除去によって相殺されている。2017 年には、グループの SCR 比率で▲5%ポイント(米国の RBC 比率で▲16%ポイント)の影響となるが、2018 年以降は毎年 1 億ドルの資本形成効果があるとしている。

AegonのSCR比率推移の要因

	2017年上期末→ 2017年第3四半期末	2017年第3四半期末 →2017年末	2017年末→2018年 上期末	2018年上期末→ 2018年末
<SCR比率>	185%→195%	195%→201%	201%→215%	215%→211%

資本形成	+3pts	+4pts	+10pts	+11pts
市場の影響等	▲1pts	+4pts	+9pts	▲16pts
モデル&前提変更	+11pts	▲3pts	▲2pts	+6pts
配当等	▲3pts	-	▲3pts	▲4pts
合計	+10pts	+5pts	+14pts	▲4pts

(※)市場の影響等には、一時的項目その他を含む。モデル&前提変更には、米国の転換手法の変更を含む。

(2)感応度の推移

以下の図表においては、感応度の基準が年度毎にいくつか変更されているので、注意が必要である。

まずは、信用モデルの変更が感応度を増加させたと説明されている。さらに、2017 年末に比べて、米国事業を中心に株式の感応度が高くなっている。一方で、金利感応度は低下している。さらに、長寿に対する感応度も低下している。

Aegonの感応度の推移

(※)	2015年末	2016年末	2017年末	2018年末
金利+50bps	▲2pts	+2pts	+12pts	+3pts
金利▲50bps	▲4pts	▲18pts	▲16pts	▲6pts
信用スプレッド+50bps(除国債)	+3pts	+2pts	▲2pts	+5pts
株式市場+25%	+2pts	▲1pts	+10pts	+15pts
株式市場▲25%	▲4pts	▲6pts	▲5pts	▲11pts
米国信用デフォルト▲200bps	▲14pts	▲17pts	▲23pts	▲19pts
UFR▲15bps	▲6pts	▲4pts	▲4pts	▲1pts
長寿(年金死亡率5%低下)	—	—	▲10pts	▲6pts

(※) 金利・信用スプレッドは、2017年末までは100bpsに対するもの

株式市場は2017年末までは20%に対するもの

UFRは、2015年末は▲100bps、2016末と2017年末は▲50bpsに対するもの

(参考)Aegon のソルベンシー算出方法及び目標範囲の見直し

Aegon は、2017 年において、①米国の転換方法の改正、②オランダの計算方法の修正等、を行うことに加えて、③米国のランオフ事業の大部分の売却(SCR 比率への影響+ 5%ポイント)、④Rothesay Part VII の移転関連(+2%ポイント)等により、2016 年末に比べて、SCR 比率を 44%ポイント上昇させた。これらの詳しい内容等については、保険年金フォーカス「[欧州大手保険グループの2017年末SCR比率の状況について\(2\)ーソルベンシーIIに基づく数値結果報告ー](#)」(2018. 4.16)及び基礎研レポート「[欧州大手保険グループの2018年上期末SCR比率の状況についてーソルベンシーIIに基づく数値結果報告ー](#)」(2018.10.1)で報告しているので、これらのレポートを参照していただきたい。

併せて、これらの見直しに基づいて、従来の140～170%のグループソルベンシー比率の目標範囲を150～200%に引き上げた。さらに、ローカルベースでも、オランダ(150～190%)及び英国(145～185%)のソルベンシーII目標範囲の更新を行った。なお、米国のRBCの目標範囲は350～450%となっている。

(3-2)地域別のソルベンシー比率

地域別のソルベンシー比率は、以下の図表の通りとなっている。

オランダでは、税制の変更及び Robidus の買収の影響が反映されており、米国では、税制改革の悪影響や変額年金キャプティブの撤廃による恩恵等の効果が相殺された形になっている。

Aegonの地域別ソルベンシー比率

	2015年末	2016年末	2017年末	2018年末
オランダ	150%	141%	199%	181%
英国	140%	156%	176%	184%
米国(RBC比率)	400%	440%	472%	465%
グループ全体	160%	159%	201%	211%

(3)トピック

Aegon は、2025 年末までに、グランドファザー証券³をソルベンシーII対応証券に置き換えることを計画しており、2018年も計画に従って着実に借り換えを進めていく、としていた。具体的には、2018年4月には、ソルベンシーIIの下でTier2資本として適格な劣後債800百万ドルを発行したが、一方で、同じく4月にグランドファザーTier2証券にあたる5.25億ドルの劣後債を償還し、5月にグランドファザーTier1証券にあたる

³ 既得権認容ルール適用証券

2億ユーロの永久資本証券を償還している。さらに、2017年に発行された5億ユーロの1年シニア無担保債券を償還している。

なお、9月には、米国の2つの会社の合併により、準備金のリリースと分散化効果の結果として、米国のRBC比率に50%ポイント又は10億ドルの一時的な資本形成効果が見込まれる、と公表した。これによるグループのSCR比率への影響は、2018年下期の米国の税制改革の影響で殆ど相殺されるとしていた。また、この合併は、今後10年間の毎年の資本形成には重大な影響はないとしている。

7 | Zurich

Zurichは、ソルベンシーII制度の対象会社ではないが、ソルベンシーIIに同等と考えられている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(Zurich Economic Capital Model)を公表している。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、EU諸国を親会社としている保険グループと比べて、金利低下の影響をより受けることになる。

(1)Z-ECM比率の推移

引き続き着実な営業利益の計上で資本形成を図ったが、市場の影響がマイナスに働いて、Z-ECM比率は2017年末の132%から2018年末の125%(ただし、+/-5%ポイントの変動の可能性有り)へと7%ポイント低下した。

ZurichのZ-ECMの目標範囲は、AA格付けに相当する100%~120%となっており、2018年末の125%という水準はこの範囲を超えている。Z-ECMがこの範囲に収まっている場合には、リスクテイクや資本調達等の面で何らのアクションも要求されないが、この水準を超える場合には、リスクテイクの増加等の手段を検討している。

ZurichのZ-ECMの必要資本のリスク別内訳

	2017年3月31日	2017年9月30日	2018年3月31日	2018年9月30日
市場	50%	52%	46%	44%
再保険信用	3%	3%	4%	4%
保険料・責任準備金等	23%	22%	26%	24%
自然災害	7%	7%	7%	7%
生命保険	5%	5%	5%	6%
オペレーショナル	2%	2%	3%	33%
ビジネス	10%	8%	10%	11%

ZurichのZ-ECMの必要資本の事業別内訳

	2017年3月31日	2017年9月30日	2018年3月31日	2018年9月30日
生命保険	33%	36%	35%	37%
損害保険	49%	52%	53%	53%
農業者保険	7%	6%	4%	3%
その他	10%	6%	8%	7%

Zurichのソルベンシー比率(Z-ECM)推移の要因

	2014年末→ 2015年末	2015年末→ 2016年上期末	2016年末→ 2017年末	2017年末→ 2018年末
<ソルベンシー比率>	122%→121%	121%→107%	125%→132%	132%→125%
営業利益	+6pts	+4pts	+11pts	+13pts
保険リスク等	+1pt	+1pt	▲1pt	▲2pts
市場リスク	0pt	▲7pts	0pt	0pt
市場の影響	▲4pts	▲9pts	+12pts	▲5pts
その他	▲3pts	▲3pts	▲15pts	▲13pts
合計	▲1pt	▲14pts	+7pts	▲7pts

(※)その他には、配当、資本移動、モデル・前提の変更、分散化ベネフィットの変化等が含まれる。

(2)感応度の推移

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。金利に比べて、信用スプレッドによる感応度がかなり高いものになっている。

Z-ECM比率の感応度の推移

	2014年末	2015年末	2016年末	2017年末	2018年上期末
金利+100bps	+4pts	+2pts	+3pts	+4pts	+6pts
金利▲100bps	▲5pts	▲3pts	▲7pts	▲11pts	▲13pts
信用スプレッド+100bps	▲14pts	▲15pts	▲18pts	▲16pts	▲16pts
株式市場+20%	+4pts	+3pts	+2pts	+4pts	+3pts
株式市場▲20%	▲3pts	▲3pts	▲2pts	▲4pts	▲4pts
米ドル+10%	-	▲1pt	+1pts	+3pts	+2pts

SST比率の感応度の推移

	2014年末	2015年末	2016年末	2017年末
金利+100bps	+4pts	+6pts	+6pts	+7pts
金利▲100bps	▲6pts	▲10pts	▲20pts	▲21pts
信用スプレッド+100bps	▲29pts	▲22pts	▲33pts	▲27pts
株式市場+20%	+5pts	+3pts	+1pts	+6pts
株式市場▲20%	▲5pts	▲4pts	▲4pts	▲7pts
米ドル+10%	-	+3pts	+6pts	+5pts

(※)SSTについては、2017年末が最新ベースの公表数値である。

(3)トピック

Zurichは、2018年2月に約10億ドルの自社株買いを公表していたが、5月に174万株の自社株買いを完了している。一方で、2018年2月と4月には5億ドルの期限付劣後債を発行し、5月には3.5億豪ドルの優先債務、6月には3.5億スイスフランの優先債務の発行を行っている。

(参考)SST(スイス・ソルベンシー・テスト)について

SSTの報告は年1回であるが、2018年のFCR(Financial Condition Report:財務状況報告書)については、2019年4月30日までに公表されることになっている。ただし、2018年末のSSTはZ-ECMと類似の動きをすると想定されている。

SST比率は2015年末に、規制の変更等により、低下しているが、2016年末の数字に関しても、監督当局であるFINMAとの交渉により、①農業者代理人サービス契約に帰する価格の調整、②市場リスクと信用リスクの間の分散化効果の引き下げ、③準備金リスクの見直し、により、従前ベースの227%のSST比率が

204%に低下していた。

3—まとめ

以上、各社のプレス・リリース資料等に基づいて、欧州大手保険グループの2018年末におけるSCR比率の水準等について報告してきた。

2016年1月1日に新たなソルベンシー制度であるソルベンシーⅡがスタートして、3年が経過した。この間も、各社は自社の考え方をベースとしつつも、新たなソルベンシー制度に適切に対応すべく、各社各様の方策で資本管理への対応を行ってきている。

これらの内容については、これまでの四半期毎の報告書や、SFCR(Solvency and Financial Condition Report:ソルベンシー財務状況報告書)において開示や説明がなされてきている。ただし、これまでのレポートで触れてきたように、一般の投資家が理解を深めるにはまだまだ十分とはいえない面があるように思われる。今後5月下旬以降に公表されてくる2018年のSFCR等の開示資料や説明資料において、さらなる工夫・充実が図られていくことを期待したい。

いずれにしても、欧州の大手保険グループのソルベンシーⅡを巡る状況やそれへの各種対応については、日本の保険会社にとっても大変参考になるものがあることから、今後とも継続的にウォッチしていくこととした。

以上