

基礎研 レポート

欧州大手保険グループの 生命保険事業の収益構造について —2018年決算数値等に基づく結果報告—

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等の形で公表されている。

これらの2018年決算数値に基づいて、[前々回のレポート](#)¹では、生命保険事業を中心とした地域別の事業展開の状況について、[前回のレポート](#)²では、生命保険事業の新契約の状況について報告した。

欧州の生命保険事業の収益を取り巻く環境は、引き続きの低金利や不透明さを増す金融市場の下で、投資関係の損益を中心に、難しい経営管理が必要とされるものとなっている。

今回のレポートでは、2018年の生命保険事業の営業利益等の収益構造に関する各社の情報提供の内容について報告する。なお、今回は、これまでのレポートにおける7社とは異なり、収益構造に関する詳しい情報開示を行っているAXA、Allianz、Generali、Prudential及びAvivaの5社に絞って報告する。

2—欧州大手保険グループ各社の収益構造

この章では、欧州大手保険グループ各社の生命保険事業について、まずは営業利益等の収益構造に関する各社の情報提供の内容について報告し、その後投資損益に関係するスプレッドやマージン及びデュレーション・マッチングの状況等について報告する。

各社の開示情報は、その開示様式、使用されている用語及びそれぞれの数値の算出方法等は統一されておらず、各社各様のものとなっているが、ここでは各社の公表内容及び公表数値に基づいて報告する。

なお、以下の図表は、会社が公表している数値等に基づいて、筆者が作成したものである³。

¹ 基礎研レポート「[欧州大手保険グループの地域別の事業展開状況—2018年決算数値等に基づく現状分析—](#)」（2019.4.25）

² 基礎研レポート「[欧州大手保険グループの2018年の生保新契約動向—新たな規制・低金利環境下での商品タイプ別・地域別の販売動向・収益性の状況はどうだったのか—](#)」（2019.5.20）

³ 以下の資料において、例えば、営業利益や基礎利益の内訳項目としては、主要な項目のみを掲載しており、全ての項目を網羅しているわけではない。

1 | AXA

(1) 基礎利益の構造

AXA は、生命保険事業の基礎利益(underlying earnings)の構造を地域別に開示しており、以下の図表の通りとなっている。

2017年から2018年にかけて、グループ全体では、「付加保険料&手数料(Fees & revenues)⁴」が6,609百万ユーロから6,854百万ユーロに3.7%増加、「技術マージン(Net technical margin)」が763百万ユーロから993百万ユーロに30.1%増加したものの、「投資マージン(Investment margin)」は2,476百万ユーロから2,515百万ユーロの1.6%の増加に留まった。一方で、「費用(Expenses)」は6,049百万ユーロから5,883百万ユーロに2.7%減少した。

欧州、米国、アジアという大きな3つの地域における収益構造は、それぞれの地域における市場や販売商品の特性等を反映して、異なるものとなっている。

各地域において、付加保険料&手数料が最も大きな収益の源泉になっている。投資マージンについては、欧州ではウェイトが高く、米国でも高い水準となっているが、アジアでは日本の影響でマイナスとなっている。技術マージンについては、欧州では高く、アジアでも一定の水準を占めているが、米国では変額年金保証に関するマージンの影響でマイナスとなっている。

生命保険事業の収益構造(地域別)

(単位:百万ユーロ)

	グループ全体		欧州		米国		アジア	
	2017年	2018年	2017年	2018年	2017年	2018年	2017年	2018年
投資マージン	2,476	2,515	1,883	1,825	543	634	(15)	(9)
付加保険料&手数料	6,609	6,854	2,372	2,409	2,579	2,775	1,249	1,323
技術マージン	763	993	875	1,045	(408)	(362)	212	244
費用(-)	6,049	5,883	2,968	2,989	1,850	1,616	754	869
基礎利益	3,755	4,423	2,134	2,260	863	1,431	679	665

生命保険事業の収益構造(主要国別)

(単位:百万ユーロ)

	フランス		ドイツ		スイス		ベルギー	
	2017年	2018年	2017年	2018年	2017年	2018年	2017年	2018年
投資マージン	1,073	1,066	103	101	212	155	303	317
付加保険料&手数料	1,308	1,344	209	204	333	335	127	128
技術マージン	501	572	46	48	208	272	40	51
費用(-)	1,874	1,839	151	156	206	345	215	210
基礎利益	1,007	1,143	201	190	419	404	253	281

生命保険事業の収益構造(主要国別)

(単位:百万ユーロ)

	イタリア		スペイン		英国&アイルランド	
	2017年	2018年	2017年	2018年	2017年	2018年
投資マージン	148	139	44	46	0	2
付加保険料&手数料	255	262	81	80	60	56
技術マージン	55	64	27	38	-	-
費用(-)	275	293	87	90	47	55
基礎利益	181	169	61	71	12	3

⁴ 「Fees & revenue」は、「付加保険料&その他>Loading & others)」と「ユニットリンク管理手数料(Unit-Linked management fees)」で構成されるため、ここでは「付加保険料&手数料」としている。

生命保険事業の収益構造(主要国別) (単位:百万ユーロ)

	日本		香港	
	2017年	2018年	2017年	2018年
投資マージン	(18)	(14)	0	0
付加保険料&手数料	678	711	536	583
技術マージン	104	112	105	125
費用(-)	453	493	273	344
基礎利益	298	300	367	358

(2)投資スプレッド(資産利回りと保証利率との差異)に関する状況

AXA は、投資スプレッドの状況を、会社全体及び主要国別に、保有・新契約ベースで開示している。

(2-1)グループ全体

金利低下で保有資産利回りは低下してきているが、一方で新契約の保証利率も低下させてきているため、保有契約のスプレッドについては、グループ全体で 135bps(2017年 130bps、2016年 140bps、2015年 160bps、2014年 160bps、以下同様)と、引き続き高い水準を確保している。これから経費等を差し引いた投資マージンは 70bps(69bps、73bps、79bps、80bps)となっている。

AXA は 2018 年から 2020 年にかけての投資マージンのガイダンスとして、55bps~65bps と設定しており、これを上回る水準を確保した。

なお、2018 年末において、AXA の一般勘定資産の 81%を占める固定利付資産のデュレーションは 7.9 年(8.2年、8.3年、8.0年、7.6年)となっている。

一方で、新契約ベースでは、再投資利回りの上昇により、スプレッドは 220bps(180bps、140bps、160bps、230bps)に上昇している。

(2-2)国別

国別に見た場合、例えば、本国のフランスでは、1998 年に長期保証付一般勘定貯蓄性商品の新契約販売を停止しており、さらに、貯蓄性商品については、一般勘定における貯蓄性商品から、高い新契約価値を有するユニットリンク型商品等へシフトさせてきているため、新契約の平均保証利率は 0.0%となっている。この結果として、保有ベースで 290bps(300bps、310bps、320bps、310bps)、新契約ベースで 180bps(180bps、190bps、200bps、240bps)と、引き続き高いスプレッドを確保している。

一方で、ドイツにおいては、平均保証利率が 2.9%と引き続き高い水準にあることから、保有契約のスプレッドは 50bps(60bps、40bps、40bps、40bps)と他の国に比べて、低い水準となっている。ただし、平均予定利率については、毎年低下させてきている。また、新契約ベースでは、保証水準を低下させた商品を販売してきていることから、130bps(90bps、110bps、130bps、120bps)のスプレッドを確保している。

生命保険事業の主要国別投資スプレッドの状況(2018年) (単位:%)

	保有契約			新契約(再投資)			一般勘定 平均準備金残高 (十億ユーロ)
	①資産利回り	②平均 保証利率	③スプレッド (①-②)	①資産利回り	②平均 保証利率	③スプレッド (①-②)	
会社全体	3.1	1.8	1.3	2.5	0.3	2.2	371
フランス	3.5	0.6	2.9	1.8	0.0	1.8	108
ドイツ	3.5	2.9	0.5	2.2	0.9	1.3	38
スイス	1.6	1.4	0.2	1.0	0.5	0.5	34
ベルギー	3.8	2.5	1.4	1.9	0.8	1.2	23
イタリア	2.4	1.0	1.4	1.5	0.4	1.1	13

2 | Allianz

(1) 営業利益の構造

Allianz は、営業利益(operating profit)の構造を商品タイプ別に開示しており、以下の図表の通りとなっている。これにより、商品タイプごとの収益構造の特徴が一定程度認識できる開示を行っている。

2017年から2018年にかけて、グループ全体では、「付加保険料&手数料(Loadings & fees)」が5,989百万ユーロから6,090百万ユーロに1.7%増加したものの、「投資マージン(Investment margin)」は、4,112百万ユーロから3,821百万ユーロに7.1%減少し、「技術マージン(Technical margin)」も1,238百万ユーロから1,211百万ユーロに2.2%減少した。一方で、「費用(Expenses)」は6,860百万ユーロから7,003百万ユーロに2.1%増加した。

商品タイプ別の収益の源泉を見てみると、保証付貯蓄・年金は、投資マージン及び付加保険料&手数料が中心であるが、2018年は2017年に比べて、ともに大きく減少している。一方で、高資本効率商品は、投資マージンのウェイトが高いが、技術マージンも一定の割合を占めており、保障・医療商品は、付加保険料&手数料に加えて、技術マージンが大きなウェイトを占めており、ユニットリンクは付加保険料&手数料が殆どを占めている。

生命保険事業の収益構造(商品タイプ別)

(単位:百万ユーロ)

	グループ全体		保証付貯蓄・年金		高資本効率商品		保障・医療		ユニットリンク	
	2017年	2018年	2017年	2018年	2017年	2018年	2017年	2018年	2017年	2018年
投資マージン	4,112	3,821	2,103	1,813	1,774	1,766	167	200	69	42
付加保険料&手数料	5,989	6,090	2,545	2,174	730	928	1,756	1,799	958	1,189
技術マージン	1,238	1,211	96	191	242	218	775	739	125	64
費用(-)	6,860	7,003	2,156	1,886	1,925	2,221	1,875	1,931	903	964
営業利益	4,412	4,152	2,375	2,030	743	793	927	879	367	449

各項目のより詳しい内訳は、以下の図表の通りとなっており、付加保険料率の水準や投資マージン率さらには事業費率の状況等が開示されている。

「付加保険料&手数料」については、ドイツの高資本効率商品やイタリアやアジア・太平洋での売上げ増加や、米国・ドイツ・フランスにおける準備金の増加、イタリアや台湾でのユニットリンク資産の増加等により、1.7%増加した。

付加保険料&手数料の内訳

(単位:百万ユーロ)

	①2017年	②2018年	③増加率 (②/①-1)
①保険料からの付加保険料	3,871	3,915	1.1%
②責任準備金からの付加保険料	1,462	1,477	1.0%
③ユニットリンク管理手数料	657	698	6.2%
付加保険料&手数料	5,989	6,090	1.7%
①/法定保険料	5.8%	5.6%	▲0.2%ポイント
②/平均責任準備金	0.3%	0.3%	0.0%ポイント
③/平均ユニットリンク責任準備金	0.5%	0.5%	0.0%ポイント

「投資マージン(キャピタルゲインを含む投資収益から、保証利率や契約者配当等を控除したもの)」については、市況の悪化の影響等を受けて、7.1%減少した。

投資マージンの内訳

(単位:百万ユーロ)

	①2017年	②2018年	③増加率 (②/①-1)
投資収入	17,856	17,893	0.2%
金融資産・負債からの営業収入	(1,149)	(3,351)	-
営業実現損益	5,335	4,945	▲7.3%
利息費用(-)	102	104	2.0%
投資減損(-)	634	2,465	288.8%
投資費用(-)	1,332	1,382	3.8%
その他	405	942	132.6%
予定利息	8,745	8,781	0.4%
契約者配当	7,519	3,867	▲48.6%
投資マージン	4,112	3,821	▲7.1%
投資マージン率	97bps	87bps	▲10bps

費用の内訳

(単位:百万ユーロ)

	①2017年	②2018年	③増加率 (②/①-1)
①新契約費&手数料	4,963	5,187	4.5%
②管理経費	1,897	1,815	▲4.3%
費用	6,860	7,003	2.1%
①/PVNB	8.3%	8.2%	▲0.1%ポイント
②/平均責任準備金	0.4%	0.3%	▲0.1%ポイント

なお、内訳の図表はないが、「技術マージン」についても、米国における一時的な準備金の調整、保障及び医療における請求増加による損失率の増加等により、わずかに減少した。

また、投資マージンの構造については、以下の図表の通りとなっている。

これによれば、2017年から2018年にかけて、キャピタルゲイン等を含まない直接利回り(責任準備金ベース)は4.18%から4.03%に0.15%ポイント低下したが、一方で、平均保証利率は2.06%から1.99%に0.07%ポイント低下した。なお、キャピタルゲイン等の減少はそのまま配当分配等の減少に反映されている。

生命保険事業の投資マージン(保有契約)

(単位:%、百万ユーロ)

	①直接利回り (資産ベース)	②直接利回り (責任準備金ベース)	③キャピタル・ ゲイン等	④総利回り (②+③)	⑤保証利率	⑥配当分配等	⑦投資マージン (④-⑤-⑥)	⑧投資マージン (実額)
① 2018年	3.34	4.03	(0.36)	3.67	1.99	0.82	0.87	3,821
② 2017年	3.41	4.18	0.52	4.70	2.06	1.67	0.97	4,112
③ ①-②	▲0.07	▲0.15	▲0.88	▲1.03	▲0.07	▲0.85	▲0.10	▲291

(※)「直接利回り」は「Current yield」の訳、「投資マージン」は平均責任準備金残高に対する率

(2)保証利率の状況

Allianzの主要国における保有契約の平均保証利率の状況は、次ページの図表の通りとなっている。

絶対的な保証利率の水準では、ドイツとベルギーが高く、イタリアとスイスがこれに続いており、フランスの保証利率が最も低いものとなっている。これは、同様の数値を公開しているAXAの状況とほぼ同じである。なお、これらの主要国の責任準備金が全体の86%(2017年は86%)を占めている。

2017年との比較では、元々平均保証利率水準の低いフランスと米国を除く各国の平均保証利率が0.1%程度低下している。これらの国々では、この2年間で平均保証利率水準が0.2%~0.3%程度低下している。

生命保険事業の加重平均保証利率(国別)

(単位:%)

	2015年末		2016年末		2017年末		2018年末	
	①平均保証利率	②責任準備金(十億ユーロ)	①平均保証利率	②責任準備金(十億ユーロ)	①平均保証利率	②責任準備金(十億ユーロ)	①平均保証利率	②責任準備金(十億ユーロ)
ドイツ	2.7	161.6	2.5	168.0	2.4	178.7	2.2	190.2
フランス	0.4	55.0	0.4	54.9	0.4	54.8	0.4	55.2
イタリア	1.9	29.6	1.7	29.9	1.6	29.3	1.5	29.5
米国	0.7	80.5	0.6	90.1	0.6	85.9	0.6	97.1
スイス	1.8	11.7	1.7	12.0	1.6	11.1	1.5	11.4
ベルギー	2.8	8.9	2.6	8.8	2.5	8.8	2.2	8.6

(3)デュレーション・マッチングの状況

Allianz は、資産と負債のデュレーション・マッチングを進めてきており、2017 年末の生命保険事業においては、資産及び負債のデュレーションは共に 9.5 年で一致していたが、2018 年末においては、経営行動によって資産のデュレーションの長期化を図った一方で、市場の動きやモデルの変更の影響を受けて、負債のデュレーションが短くなったことから、逆に資産のデュレーションが 0.4 年長くなった。

生命保険事業における資産と負債のデュレーション・ギャップの推移

(単位:年)

	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
①資産のデュレーション	6.8	7.6	7.6	8.3	8.8	9.5	9.5	9.7
②負債のデュレーション	8.9	8.6	7.9	8.9	9.4	9.7	9.5	9.3
③デュレーション・ギャップ(①-②)	▲2.1	▲1.0	▲0.3	▲0.6	▲0.6	▲0.2	0.0	0.4

3 | Generali

(1)営業利益の構造

Generali は、生命保険事業の営業利益 (operating result) の構造を地域別に開示しており、次ページの図表の通りとなっている。

2017 年から 2018 年にかけて、グループ全体では、低金利の影響や減損の増加を受けて、「投資結果 (Investment result)」は 2,098 百万ユーロから 1,835 百万ユーロに 12.6%減少した一方で、「技術マージン (Technical margin)」のうちの「付加保険料&手数料⁵」は、イタリアにおけるユニットリンク商品からの手数料の増加等により、4,365 百万ユーロから 4,474 百万ユーロに 2.5%増加し、「技術的&その他結果 (Technical & other result)」は、フランスの長寿リスクの影響の改善等により、1,065 百万ユーロから 1,345 百万ユーロに 26.3%増加した。一方で、「費用 (Expenses)」は 4,546 百万ユーロから 4,587 百万ユーロに 0.9%の増加に留まった。

各国・各地域別に見てみると、イタリアやフランスが引き続き投資結果に依存する収益構造であるのに対して、ドイツは投資結果が殆どなく、付加保険料&手数料や技術的&その他結果に依存した構造となっている。これに対して、中東欧等(オーストリア、中東欧、ロシア)は、投資結果及び付加保険料&手数料や技術的&その他結果の全ての項目から、相対的に高い収益が得られる構造となっている。

⁵ ここでは、「収益マージン (Margin on revenues)」及び「ユニット/インデックス・リンク手数料 (Unit/indexed linked fees)」の合計を「付加保険料&手数料」としている。

生命保険事業の収益構造(地域別)

(単位:百万ユーロ)

	グループ全体		欧州・その他		米州・南欧		アジア	
	2017年	2018年	2017年	2018年	2017年	2018年	2017年	2018年
投資結果	2,098	1,835	1,954	1,752	35	33	109	50
付加保険料&手数料	4,365	4,474	3,761	3,883	41	36	532	555
技術的&その他結果	1,065	1,345	1,007	1,197	51	49	7	99
費用(-)	4,546	4,587	3,891	3,915	85	94	570	578
営業利益	2,982	3,067	2,861	2,916	43	24	78	127
技術マージン/法定保険料	12.5%	12.8%	.N.A.	.N.A.	34.1%	42.1%	27.5%	26.7%
投資結果/一般勘定投資	0.70%	0.61%	.N.A.	.N.A.	7.23%	6.92%	1.57%	0.65%
営業利益/投資	0.82%	0.83%	.N.A.	.N.A.	8.38%	6.79%	1.05%	1.65%

(※)「技術マージン」は、「付加保険料&手数料」と「技術的&その他結果」の合計

生命保険事業の収益構造(主要国別)

(単位:百万ユーロ)

	イタリア		フランス		ドイツ		中東欧等	
	2017年	2018年	2017年	2018年	2017年	2018年	2017年	2018年
投資結果	1,043	1,007	637	478	45	59	128	124
付加保険料&手数料	836	896	1,310	1,244	1,042	1,094	412	415
技術的&その他結果	433	424	(253)	(47)	347	334	163	173
費用(-)	1,067	1,044	1,088	1,084	1,014	1,063	412	405
営業利益	1,264	1,284	607	585	420	424	291	306
技術マージン/法定保険料	7.3%	7.2%	11.8%	12.9%	14.8%	14.5%	22.8%	23.1%
投資結果/一般勘定投資	0.90%	0.86%	0.77%	0.57%	0.07%	0.09%	0.81%	0.78%
営業利益/投資	0.97%	0.98%	0.59%	0.56%	0.50%	0.50%	1.45%	1.54%

生命保険事業の収益構造(主要国別)

(単位:百万ユーロ)

	スイス		スペイン	
	2017年	2018年	2017年	2018年
投資結果	73	65	92	69
付加保険料&手数料	89	120	75	78
技術的&その他結果	152	135	20	39
費用(-)	115	105	56	56
営業利益	199	213	131	131
技術マージン/法定保険料	22.8%	25.4%	10.5%	14.2%
投資結果/一般勘定投資	1.13%	0.95%	1.26%	0.97%
営業利益/投資	1.77%	1.78%	1.05%	1.56%

なお、付加保険料&手数料の内訳は、以下の図表の通りとなっている。

付加保険料&手数料の内訳

(単位:百万ユーロ)

	①2017年	②2018年	③増加率 (②/①-1)
付加保険料	3,075	3,117	1.4%
ユニット/インデックス・リンク手数料	1,290	1,357	5.2%
付加保険料&手数料	4,365	4,474	2.5%

(2)投資利回りと保証利率の状況

2018年末の平均保証利率は1.38%であり、2010年の2.30%からの8年間で0.92%ポイント低下した。これに対して、投資利回りは2018年に3.10%で、2010年の4.30%からの8年間で1.20%ポイント低下した。その結果、両者の差額としてのスプレッドは1.72%と、この6年間で0.28%ポイント低下した。ただし、このスプレッドは2016年末に1.48%ポイントに低下した後、この2年間は上昇してきている。

生命保険事業における投資利回りと保険負債保証利率の推移 (単位:%)

	2010年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
①投資利回り	4.30	N.A.	3.38	3.21	3.18	3.10
②保険負債保証利率	2.30	2.02	1.80	1.73	1.61	1.38
③ ①-②	2.00	—	1.58	1.48	1.57	1.72

一方で、2018年の新契約の保証利率は0.12%であるのに対して、再投資リターンは2.01%となっており、両者の差額としてのスプレッドは1.89%となった。こちらの水準についても、2016年まで毎年低下してきていたが、2017年の横ばいの後、2018年は0.31%ポイント上昇している。

新契約保証利率と再投資利回りの推移 (単位:%)

	2010年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
①再投資利回り	3.90	N.A.	2.50	2.02	1.80	2.01
②新契約保証利率	1.23	0.65	0.51	0.45	0.22	0.12
③ ①-②	2.67	—	1.99	1.58	1.58	1.89

(※)新契約保証利率は、保険料ベース

(3) デュレーション・マッチングの状況

Generaliの2018年末の債券のデュレーションは8.4年で、固定利付資産と負債とのデュレーション・ギャップは0.0年(資産と負債のデュレーションが同じ)となった。Generaliは、これまで資産のデュレーションの長期化を図ること等で、着実にデュレーション・ギャップの解消を図ってきた。

資産と負債のデュレーション・ギャップ (単位:年)

	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
①債券のデュレーション	6.7	7.2	8.2	8.0	8.4	8.8	8.4
②デュレーション・ギャップ	▲2.1	▲1.5	▲1.0	▲1.0	▲0.9	0.1	0.0

(※)デュレーション・ギャップ=固定金利資産のデュレーション-負債のデュレーション×(最良推計負債/固定利付資産の市場価格)
過去の数値は対象の決算時点で公表されたものを使用

4 | Prudential

(1)営業利益の構造

Prudentialは、営業利益(operating profit)の構造を地域別に開示しており、次ページの図表の通りとなっている。

グループ全体の「スプレッド収入(Spread income)」は、低金利環境下での利回り低下等により、毎年低下してきており、2018年は105bps(2017年126bps、2016年141bps、2015年158bps)となった。これにより、スプレッド収入は2017年の1,122百万ポンドから19.9%減少((比較可能ベースでは、1,090百万ポンドから17.5%減少、以下同様)して、899百万ポンドとなった。

一方で、「手数料収入(Fee income)」は、2,609百万ポンドから2,711百万ポンドに3.9%増加(2,518百万ポンドから7.7%増加)し、「保険引受けマージン(Insurance margin)」が2,302百万ポンドから2,480百万ポンドに19%増加(2,223百万ポンドから11.6%増加)した。これらは高い資本効率商品へのシフト戦略の結果によるものである、としている。「収益マージン(Margin on revenues)⁶」は、2,287百万ポンドから2,254百万ポンドに1.4%減少(2,210百万ポンドから2.0%増加)した。「費用(Expenses)」は4,243百万ポ

⁶ 主として、保険料から新契約費や管理経費をカバーするために控除される金額等

ンドから 4,225 百万ポンドでほぼ横ばい(3,967 百万ポンドから 6.5%増加)した。

生命保険事業の営業利益の源泉の状況

(単位:百万ポンド)

	グループ全体					
	2017年 (実際)	同左 (マージン)	2017年	同左 (マージン)	2018年	同左 (マージン)
収入	8,901	-	8,614	-	8,977	-
スプレッド収入	1,122	126bps	1,090	124bps	899	105bps
手数料収入	2,609	156bps	2,518	155bps	2,711	155bps
有配当	347	25bps	345	25bps	391	27bps
保険引受けマージン	2,302	-	2,223	-	2,480	-
収益マージン	2,287	-	2,210	-	2,254	-
株主資産の期待リターン	234	-	228	-	242	-
費用	4,243	-	4,105	-	4,516	-
新契約費	2,443	35bps	2,364	35bps	2,319	34bps
管理経費	2,305	88bps	2,231	87bps	2,413	91bps
DAC調整	(505)	-	(490)	-	(216)	-
その他収支	216	-	216	-	570	-
営業利益	4,874	-	4,725	-	5,031	-

※ 2017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2017年数値ではない。
「有配当」は、有配当ファンドから税引前の株主への移転

地域別にみると、米国はスプレッド収入や手数料収入のマージンが高いものの、アジアは保険引受マージンが高いものとなっている。ただし、アジアは収入のマージン水準は高いものの、管理経費等の水準も高くなっている。

欧州では、保有年金ポートフォリオのランオフの影響や **Rothesay Life** への年金ポートフォリオの再保険の効果等から、スプレッド収入が 4 割程度減少した。一方で、英国における新しい生命表の採用に伴う長寿前提の変更に伴い、441 百万ポンドのプラス効果があったことで、営業利益全体では 32.2%(比較可能ベース、以下同様)増加した。

米国では、低金利や金利スワップにおける LIBOR 増加の影響等により、スプレッド収入が 19.6%減少した。

アジアでは、相対的に高い構成比のリスクベースの商品の保有契約が継続的に成長していることから、保険引受マージンは 14.5%増加し、収益マージンも 4.2%増加した。

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) 地域別

(単位:百万ポンド)

	欧州			米国			アジア		
	2017年	2018年	同左 (マージン)	2017年	2018年	同左 (マージン)	2017年	2018年	同左 (マージン)
収入	834	761	-	3,866	3,988	-	3,914	4,228	-
スプレッド収入	137	84	29bps	725	583	155bps	228	232	123bps
手数料収入	61	56	26bps	2,262	2,445	183bps	195	210	104bps
有配当	288	320	29bps	-	-	-	57	71	20bps
保険引受けマージン	55	50	-	875	949	-	1,293	1,481	-
収益マージン	189	149	-	-	-	-	2,021	2,105	-
株主資産の期待リターン	104	102	-	4	11	-	120	129	-
費用	228	233	-	1,729	2,077	-	2,148	2,206	-
新契約費	68	57	4bps	846	759	49bps	1,450	1,503	40bps
管理経費	164	180	35bps	1,134	1,204	69bps	933	1,029	264bps
DAC調整	(4)	(4)	-	(251)	114	-	(235)	(326)	-
その他収支	255	610	-	-	-	-	(39)	(40)	-
営業利益	861	1,138	-	2,137	1,911	-	1,727	1,982	-

※ 2017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2017年数値ではない。

(2) 保険負債のデュレーションの分布

Prudential は、金利リスクへの対応のため、資産と負債のマッチング管理を行っているとしている。

保険負債のデュレーションの分布の地域別の状況は、以下の図表の通りとなっている。

各市場の商品の差異から、保険負債のデュレーションの分布の状況も地域毎に大きく異なっており、変額年金の分離勘定のウェイトの高い米国は、短期のデュレーションの契約が多く、有配当契約が中心の英国を主とした欧州は、やや長期の契約が多くなっている、これに対して、アジアは、長期の契約の割合が高くなっている。

生命保険事業の負債のデュレーション別分布(地域別)

(単位: %)

想定満期	欧州		米国		アジア	
	2017年	2018年	2017年	2018年	2017年	2018年
5年以下	34	35	44	43	21	20
5年超10年以下	25	25	28	27	19	19
10年超15年以下	17	17	14	15	16	15
15年超20年以下	11	10	8	8	12	12
20年超25年以下	6	6	4	4	10	10
25年超	7	7	2	2	22	24

5 | Aviva

(1) 営業利益の構造

Aviva は、生命保険事業の営業利益(operating profit)の構造を地域別に開示しており、以下の図表の通りとなっている。

2017年から2018年にかけて、グループ全体では、「新契約収入(New business income)」が1,455百万ポンドから1,381百万ポンドに5.1%減少したものの、「保険引受マージン(Underwriting margin)」が580百万ポンドから681百万ポンドに17.4%と大きく増加したことを要因として、全体でも営業利益が2,852百万ポンドから2,999百万ポンドに5.2%増加した。また、「投資リターン(Investment return)」は2,722百万ポンドから2,770百万ポンドに1.8%増加した。「費用(Expenses)」は2,336百万ポンドから2,398百万ポンドに2.7%増加した。なお、「その他」には、DAC(繰延新契約費)、モデルや前提の変更、一時的な項目等が含まれるが、2018年は、(Prudentialと同様に)英国における長寿死亡率の変更がプラスに働いた。

地域別の特徴としては、アジアにおける投資リターンのウェイトが、英国や欧州(英国以外)に比べてかなり低くなっていることが挙げられる。

生命保険事業の収益構造(地域別)

(単位: 百万ポンド)

	グループ全体		英国		欧州(英国以外)		アジア	
	2017年	2018年	2017年	2018年	2017年	2018年	2017年	2018年
新契約収入	1,455	1,381	868	772	335	309	252	300
保険引受マージン	580	681	280	382	215	196	85	103
投資リターン	2,722	2,770	1,324	1,406	1,171	1,131	227	233
費用(-)	2,336	2,398	1,162	1,223	884	858	290	317
その他	431	565	418	534	36	53	(39)	(19)
営業利益	2,852	2,999	1,728	1,871	873	831	235	300

(※)「その他」には、DAC(繰延新契約費)、前提やモデルの変更等が含まれる。

Aviva は、新契約からの収益、保険引受マージン及び投資リターンの内訳も開示している。

これによれば、2018年の新契約からの収益は、新契約収入 1,381 百万ポンドに対して、新契約費が 977 百万ポンドとなり、差引き 404 百万ポンドの黒字となったが、保障商品の契約規模の低迷により、2017年の 465 百万ポンドからは 13%減少した。

新契約からの収益の状況

(単位:百万ポンド)

	グループ全体		英国		欧州(英国以外)		アジア	
	2017年	2018年	2017年	2018年	2017年	2018年	2017年	2018年
新契約収入	1,455	1,381	868	772	335	309	252	300
新契約費	990	977	473	425	326	335	191	217
新契約からの収益	465	404	395	347	9	(26)	61	83

保険引受マージンの中では死亡率・罹患率によるものが 6 割から 7 割程度を占めているが、これは営業利益全体では 1 割から 2 割程度となっている。2017 年から 2018 年にかけては、英国では、保険金支払請求経験率の改善と年金経験率の改善により、大幅に増加したものの、欧州(英国以外)では、イタリアの死亡率上昇及びスペイン事業の売却の影響で減少、アジアでは中国におけるマージンの改善で増加した。

保険引受マージンの内訳

(単位:百万ポンド)

	グループ全体		英国		欧州(英国以外)		アジア	
	2017年	2018年	2017年	2018年	2017年	2018年	2017年	2018年
事業費	193	205	63	63	65	67	65	75
死亡率&罹患率	395	471	217	319	157	122	21	30
継続率	(8)	5	-	-	(7)	7	(1)	(2)
保険引受マージン	580	681	280	382	215	196	85	103

また、資産残高の増加等に伴い、ユニットリンク・マージンが投資リターン全体の約 6 割を占めている。

「ユニットリンク・マージン」については、管理資産残高が増加しているものの、高マージンの商品から低マージンの商品への商品構成のシフト等もあり、2017 年から 2018 年にかけてはほぼ横ばいに留まった。「有配当」については、スペイン事業の売却の影響を受けて、欧州(英国以外)で減少した。一方で、「株主資産の期待リターン」が主として ALM 行動の影響により、大きく増加した。

なお、地域別にみると、Aviva においても、アジアの投資リターン率は、英国やその他の欧州の水準に比べて高くなっているが、絶対額はいまだ全体の 1 割弱に留まっている。

投資リターンの内訳

(単位:百万ポンド)

	グループ全体		英国		欧州(英国以外)		アジア	
	2017年	2018年	2017年	2018年	2017年	2018年	2017年	2018年
①ユニットリンク・マージン	1,678	1,688	891	903	585	581	202	204
割合(対平均準備金)	92bps	89bps	68bps	66bps	138bps	136bps	213bps	217bps
②有配当	647	630	164	165	487	461	(4)	4
割合(対平均準備金)	55bps	55bps	34bps	39bps	73bps	68bps	(10bps)	10bps
③スプレッド・マージン	289	275	271	266	6	2	12	7
割合(対平均準備金)	41bps	38bps	42bps	40bps	13bps	4bps	80bps	37bps
④株主資産の期待リターン	108	177	(2)	72	93	87	17	18
投資リターン	2,722	2,770	1,324	1,406	1,171	1,131	227	233
割合(対平均準備金)	73bps	75bps	55bps	57bps	103bps	99bps	152bps	151bps
平均準備金(十億ユーロ)	370.5	376.0	242.4	245.8	113.2	114.8	14.9	15.4

(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高い水準を確保している。

生命保険事業の保証利率の状況(2018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	0.70%	2.67%	1.97%	67,956
イタリア	0.48%	3.52%	3.04%	19,010
その他	N.A.	N.A.	N.A.	44,329
合計	N.A.	N.A.	N.A.	131,295

※「その他」には、英国の有配当契約が含まれる。

3—まとめ

以上、欧州大手保険グループ5社の2018年の生命保険事業について、まずは営業利益等の収益構造に関する各社の情報提供の内容について報告し、その後投資損益に係るスプレッドやマージン及びデュレーション・マッチングの状況等について報告してきた。

1 | 今回の報告の趣旨

生命保険会社の財務諸表上の営業利益等の収益構造を示す開示情報に関しては、日本においても、経常利益のうちの基礎利益やその内訳としての利源別の収益状況等が開示される等、過去から開示情報の充実に向けた取り組みが行われてきている。その結果として、少なくともこれらの概念については幅広く普及し、投資家向けの情報として定着してきている。ただし、せっかく開示されている情報ではあるが、投資家等の財務情報の利用者の観点からは、あくまでも参考情報に留まっており、それらを活用してのさらなる分析等が行われるようなものとはなっていないというのが現状のように思われる。

その意味で、欧州の大手保険グループにおいて、どのような形で営業利益等の収益構造の開示が行われているのか、それらがどの程度有用なものになっているのかについては、日本における有益な情報開示のさらなる充実を検討する上で一つの参考になるのではないかと、ということで今回の報告を行っている。

併せて、昨今の低金利環境下での各社の保証利率と資産運用利回りとの関係やデュレーション・マッチングに関する情報開示を通じて、投資関係の損益やリスクを巡る状況に関してどのような情報が提供されているのかを報告することとした。

2 | 欧州大手各社の収益構造の比較

(1) 5社のグループ全体の収益構造について

これまで報告してきた各社のグループ全体の収益構造の状況をまとめると、次ページの図表の通りとなっている。ここにおいて、各社のベースを合わせるために、各社の開示ベースの項目の分類を組み替えた数値を用いている。

なお、これまでに報告してきたように、例えば技術マージン等の項目について、会社によっては、さらなる内訳の開示等も行われており、地域別又は商品タイプ別の数値も開示されている。そして、それらの数値の前年との差異説明等が行われている。

欧州大手保険グループの生命保険事業の収益構造(2018年)

(単位:百万ユーロ/百万ポンド)

	AXA		Allianz		Generali		Prudential		Aviva	
	2018年	構成比	2018年	構成比	2018年	構成比	2018年	構成比	2018年	構成比
投資マージン	2,515	24%	3,821	34%	1,835	24%	1,532	16%	1,082	20%
付加保険料&手数料	6,854	67%	6,090	55%	4,474	58%	4,965	52%	3,069	57%
技術マージン	993	10%	1,211	11%	1,345	18%	2,480	26%	681	13%
費用(-)	5,883	57%	7,003	63%	4,587	60%	4,516	47%	2,398	44%
営業利益/基礎利益	4,423	43%	4,152	37%	3,067	40%	5,031	53%	2,999	56%

(※) 構成比は、「費用+営業/基礎利益」に対する割合

「投資マージン」には、投資リターン、投資結果等(Prudentialにおいては、「スプレッド収入」、「有配当」、「株主資産の期待リターン」)を計上している。

Prudentialの「手数料収入」と「収益マージン」及びAvivaの「新契約収入」は、「付加保険料&手数料」に計上している。

Avivaの「投資リターン」に含まれている「ユニットリンク・マージン」については、「付加保険料&手数料」に計上している。

(2)会社間比較

各社のグループ全体の収益構造については、各社の地域別の事業展開や商品戦略等に差異があることから、単純な比較はできない。特に、今回見てきたように、各社の情報開示が地域別又は商品タイプ別のいずれかの情報開示に留まっている場合には、一定程度各地域の数値がそれぞれの市場における主要な商品特性の状況を反映する形になっていたとしても、分析に必要な十分な情報開示が行われているとはいえない状況にある。

そもそも、今回報告対象としている欧州の大手保険グループの主たる保険監督当局等は異なる国であることから、財務諸表等における収益構造に関する情報に関して提供されている数値の算出方法、開示内容、開示様式等についても、統一されたものがあるわけではない。そのため、基本的には各社各様の方式での開示が行われているため、十分な会社間比較が行えるものとはなっていない。

ただし、上記の図表からもわかるように、グループ全体の数値だけをみても、一定程度の特徴を認識することは可能であり、これをさらにこれらの保険グループが事業展開を行っている地域・国毎に絞ってみれば、それなりに比較可能な参考情報が提供された形になっているものと思われる。

例えば、各社とも、「付加保険料&手数料」が大きなウェイトを占めており、これに「投資マージン」が続いている。ただし、次のページのAllianzの「営業利益の内訳項目の説明」にあるように、「投資マージン」は予定利息等が控除された数値であるのに対して、「付加保険料&手数料」はあくまでも収入だけを見た場合の数値であって、新契約費等の費用が控除された数値ではない(従って、日本の費差益とは異なるもの)であることには注意が必要である。

また、日本の生命保険会社において大きな収益源となっている保険引受マージン等の「技術マージン」については、欧州の大手保険グループにおいても、その位置付けが見直されて、ウェイトを上げてきているものと想定されるが、現時点では地域展開等の状況の差異を反映して、例えばアジアのウェイトが高いPrudentialではグループ全体の収入の26%(Prudentialのアジアにおいてはこの比率は35%)と高い水準となっているが、AXAやAllianzでは1割程度に留まっている。

(参考) 営業利益の内訳項目の説明

営業利益の内訳項目について、例えば、Allianz は以下のように説明している。

- ・「投資マージン」は、費用を控除した IFRS 投資収入から、IFRS 準備金に対する利息及び保険契約者の配当（主にドイツの生命保険事業に関する契約上及び規制上の要件を超える保険契約者の配当を含む）を控除したもの、として定義される。
- ・「付加保険料&手数料」には、保険料及び準備金ベースの手数料、ユニットリンク管理手数料、及び保険契約者の費差配当が含まれる。
- ・「技術マージン」は、リスク結果（危険保険料から準備金を超える給付を差し引いた金額から保険契約者への配当を差し引いたもの）、解約結果（解約手数料及び手数料の払戻し）及び再保険の結果から構成される。
- ・「費用」は、管理経費及びその他の経費だけでなく、新契約費及び手数料（技術マージンに配分される手数料の払戻しを除く）が含まれる。

(3)時系列比較

さらに、今回のレポートでは示していないが、これらの数値の過去からの推移を見れば、収益構造におけるトレンドを一定程度窺い知ることにもできることになるものと思われる。

ただし、各社の毎年の開示数値は適宜見直しが行われてきていることから、継続的な時系列比較が困難な場合も多いことも認識しておく必要がある。

実際に、AXA、Allianz 及び Generali のここ数年の推移を見ると、以下及び次ページの図表の通りとなっている。これによれば、会計方針の変更等の影響を受けて、結構過去の数値の遡及的な変更も行われてきていることがわかる。

また、あくまでも、基礎利益や営業利益と費用の合計としての収入に対する構成比という簡便な方式による推移等を見ているので、必ずしも適切な状況を表せていないのかもしれないことには注意が必要である。

AXAのグループ全体の生命保険事業の収益構造の推移

(単位:百万ユーロ)

	2013年	2014年	2015年 (元)	2015年	2016年 (元)	2016年	2017年	2018年
投資マージン	2,710	2,609	2,784	2,781	2,669	2,601	2,476	2,515
付加保険料&手数料	7,700	7,461	8,386	8,095	8,008	6,534	6,609	6,854
技術マージン	720	769	609	529	1,498	1,294	763	993
費用(-)	7,274	6,726	7,246	6,977	7,796	6,657	6,049	5,883
基礎利益	3,787	4,105	4,518	4,413	4,388	3,609	3,755	4,423
*全体の収入に対する構成比の推移								
投資マージン	25%	24%	24%	24%	22%	25%	25%	24%
付加保険料&手数料	70%	69%	71%	71%	66%	64%	67%	67%
技術マージン	7%	7%	5%	5%	12%	13%	8%	10%
費用(-)	66%	62%	62%	61%	64%	65%	62%	57%
基礎利益	34%	38%	38%	39%	36%	35%	38%	43%

Allianzのグループ全体の生命保険事業の収益構造の推移

(単位:百万ユーロ)

	2013年	2014年 (元)	2014年	2015年 (元)	2015年	2016年 (元)	2016年	2017年	2018年
投資マージン	2,386	2,972	2,973	3,915	4,062	4,401	4,487	4,112	3,821
付加保険料&手数料	4,709	5,151	5,285	5,667	5,479	5,609	5,726	5,989	6,090
技術マージン	1,289	1,190	1,203	1,156	1,046	955	1,015	1,238	1,211
費用(-)	5,752	6,410	6,522	6,610	6,390	6,687	6,821	6,860	7,003
営業利益	2,709	3,327	3,327	3,796	3,796	4,148	4,277	4,412	4,152

全体の収入に対する構成比の推移

投資マージン	28%	31%	30%	38%	40%	41%	40%	36%	34%
付加保険料&手数料	56%	53%	54%	54%	54%	52%	52%	53%	55%
技術マージン	15%	12%	12%	11%	10%	9%	9%	11%	11%
費用(-)	68%	66%	66%	64%	63%	62%	61%	61%	63%
営業利益	32%	34%	34%	36%	37%	38%	39%	39%	37%

Generaliのグループ全体の生命保険事業の収益構造の推移

(単位:百万ユーロ)

	2013年	2014年	2015年	2016年 (元)	2016年	2017年 (元)	2017年	2018年
投資マージン	1,734	2,240	2,260	2,085	2,080	2,209	2,098	1,835
付加保険料&手数料	4,737	4,631	4,898	4,801	4,918	4,940	4,365	4,474
技術マージン	960	901	1,011	1,226	977	927	1,065	1,345
費用(-)	4,846	4,795	5,204	4,985	4,890	4,936	4,546	4,587
営業利益	2,585	2,978	2,965	3,127	3,084	3,141	2,982	3,067

全体の収入に対する構成比の推移

投資マージン	23%	29%	28%	26%	26%	27%	28%	24%
付加保険料&手数料	64%	60%	60%	59%	62%	61%	58%	58%
技術マージン	13%	12%	12%	15%	12%	11%	14%	18%
費用(-)	65%	62%	64%	61%	61%	61%	60%	60%
営業利益	35%	38%	36%	39%	39%	39%	40%	40%

(4)収益構造に関する開示情報の意味合い

これまで、各社間比較や時系列比較の結果やその課題等にも触れてきたが、基本的には、これらの開示情報及びこれらに関連したさらなる詳細な内部管理のための数値等は、各社がグループ内での、地域間や商品間の収益性等の比較を通じて、戦略的な経営判断を行っていくための基礎数値としてワークしている形になっており、その意味で有益な情報を与えているものと思われる。

この点は、前回の基礎研レポートで報告した各社の新契約の収益性評価等のための開示情報と同様であり、同じことが既契約を含めた保有契約から得られる財務諸表上の収益構造や収益性の分析・評価のための開示情報についてもいえることになる。

3 | 今後の生命保険会社の収益構造及び収益性の評価のための開示情報

「2 | 欧州大手各社の収益構造の比較」において、欧州大手保険グループの営業利益等の収益構造に関する情報開示の状況を見てきたが、これだけを見ると、日本に比べて特段に進んでいるわけでもないように思われるかもしれない。ただし、会社によっては（日本のディスクロージャー資料におい

ては一般的でない) 利益の源泉となる項目の内訳や商品タイプ別の情報等の開示も行われ、さらには各項目の前年との差異等についての説明も紙面を割いて行われている。

なお、「2 | 欧州大手各社の収益構造の比較」で提示されている数値は、あくまでも現在の法定や財務会計ベースの数値に基づいたものである。その意味で、生命保険会社の収益構造あるいは収益性の評価を行う上では、これだけでは十分なものとはなっていない。すなわち、現在の法定や財務会計ベースの数値は、基本的には過去法ベースのものなので、将来の収益状況を評価するための情報を必ずしも提供しているわけではない。その意味では、生命保険契約の収益モデルやその長期性を考慮した場合、何らかの形で、現在の保有契約から期待される将来収益の評価等も反映した開示情報が求められることになる。

欧州の大手保険グループは、[前回](#)及び[前々回](#)のレポートで報告したように、新契約価値や保有契約価値等について、EV (Embedded Value) に関する報告書等(「Embedded Value Report」、「Own Funds Report」等、こうした情報を含む報告書の名称も各社各様) で開示を行ってきているので、これらも併せてみていく必要があることになる。もちろん、日本の生命保険会社においても同様な開示を行っている会社もある。

これに関連しては、EV 等の会社価値判断指標、欧州のソルベンシー II や IAIS (保険監督者国際機構) による ICS (保険資本基準) 等の資本基準、さらには IFRS (国際財務報告基準) 第 17 号 (保険契約) 等の会計基準において、それぞれの考え方に基づく経済価値ベースの指標等が開発されてきているが、欧州の大手保険グループの中には、これらの考え方に基づいた収益構造の分析等を開示している会社もある。

生命保険会社の収益性を評価するためには、本来的にはこうした経済価値ベースのアプローチに基づいた情報を含めて判断していくことが求められることになる。ただし、これらの指標等も、その作成のための負荷等に比べて、一般の投資家等による利用が必ずしも十分に行われていないのではないかと、との意見も見受けられる。

いずれにしても、こうした各種の機関における検討状況やこれらの情報開示に伴う各種の課題等も踏まえながら、今後日本における生命保険会社の収益構造や収益性を評価するためのより良い情報開示や指標等がさらに開発されていくことが期待されることになる。

ただし、ここで敢えて述べておきたいのは、欧州大手保険グループの開示状況をみても理解できるように、生命保険会社の収益構造や収益性を評価するための簡便で単一の開示情報や指標等は存在しないと思われることである。結局のところは、投資家等は、複数の指標等に基づいて、幅広い観点から判断していかざるをえないと思われる。それでもそうした判断を行うための材料をできる限り理解されやすい形で提供していくことが、生命保険会社に求められているといえるだろう。

欧州の大手保険グループの有益で適切な情報開示の充実に向けた取組みについては、日本の生命保険会社にとっても参考になるものが多いと思われることから、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