

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(5) —EIOPAの2019年報告書の概要報告—

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

これまでの4回のレポートでは、EIOPA(欧州保険年金監督局)が2019年12月17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2019 (Report on long-term guarantees measures and measures on equity risk 2019)」¹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のうち、保険契約者保護、保険会社の投資に与える影響について報告する^{2,3}。

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。

¹ News

<https://eiopa.europa.eu/Pages/News/EIOPA-publishes-its-fourth-annual-analysis-on-the-use-and-impact-of-long-term-guarantees-measures-and-measures-on-eg-ri.aspx>
報告書

<https://eiopa.europa.eu/Publications/Reports/LTG%20Report%202019.pdf>

² 前回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2019」からの抜粋によるものであり、必要に応じて、筆者による分析数値を加えたり、表の項目の順番を変更する等の修正を行っている。

³ 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2019年報告書の概要報告—](#)」を参照していただきたい。

2—LTG 措置等の保険契約者保護への影響

1 | 調査概要

EIOPA は、NSAs (National Supervisory Authorities : 各国監督当局) 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過度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。

一部の NSAs は一般的な見解についてコメントしたが、殆どの NSAs は、LTG 措置と株式リスク措置が保険契約者保護に及ぼすプラス又はマイナスの影響について具体的な見解を示していない。しかし、ある NSA は 2 つの特定のケースを挙げている。1 つ目のケースは、強制的な事業譲渡に関するもので、技術的準備金が十分でないことが判明したケースであり、その理由として、技術的準備金の評価に用いられた金利の想定が楽観的すぎることが指摘された (UFR に対する外挿の影響と VA の両方を含む)。2 つ目のケースは、VA の適用から追加的な利益を得るために展開されたオフショア再保険イニシアティブに関連している。VA の適用は、保険会社の外にあるが保有しているスプレッドベースの投資の損失を補償することができる。そのため、保有はより多くのリスクを負うことができ、それは株主にとってはプラスであり、保険契約者にとってはマイナスとなる。

LTG の前回の報告書と同様に、MA、VA、DBER、SA の適用により、過度な資本救済が生じたかどうかの評価されている。過度な資本救済は、契約者保護に悪影響を与えるような不当に低い技術的準備金又は資本要件である。

NSAs は通常、LTG 措置と株式リスク措置の適用が会社のソルベンシー・ポジションに与える影響を監視している。

2 | 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「参照ポートフォリオ」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、自動的なチェックは行われない。そのため、NSAs 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 に関しては、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。

3 | NSAs による具体的な調査結果

NSAs からのフィードバックによれば、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なかった。ソルベンシー II 指令第 37 条第 1 項 (d) 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移行措置の基礎となる前提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、過度な資本救済の観察された事例に基づく資本アドオンを課していなかった。

ある NSA は TTP の適用を拒否した。移行措置の適用により、ソルベンシー I の要件と比較して財務リソース要件が減少したためである。

1 つの NSA が DBER の申請を受けたが、その会社自体がこの申請を取り下げた。

NSA の中には、会社が指令第 77b 条第 1 項 (a) に規定された条件を満たしていなかったために、MA 適用の承認を取り消さなければならなかったケースもあった。

NSAs が過度の資本救済を懸念していることから動機付けられた拒絶又は取消は観測されなかった。

(1)VA

昨年の LTG の報告書では、VA を適用する会社に対して過度の資本救済が発生しているかどうかを体系的に評価する最善の方法について議論されたが、さらなる背景としていくつかの措置が確認されている。

EIOPA は昨年の報告書で、特に VA を適用している会社が実際に信用スプレッドの変動にさらされているかどうかを分析した。VA は、保険会社の貸借対照表の資産側で信用スプレッドの変動を相殺することを意図しているため、信用スプレッドに対する感応度の高い資産の割合が低いことは、過度な資本救済の指標となる。この目的のために、信用スプレッドの変化に敏感な資産の、VA を適用する全ての会社の資産総額に対するシェアが計算された。しかし、この分析はいくつかの近似値に基づいており、市場全体の信用スプレッドの変化にさらされている資産のシェアの大まかな概要を示すことしか許されていない。

EIOPA は 2019 年春、2018 年末時点の VA を適用するソルベンシー II の対象となる欧州単独保険及び再保険会社の代表的なサンプルに対して情報提供要請を開始した。これは、VA の過大補償の潜在的なケースを評価するのに役立つ情報を求めたものであり、特定のスプレッドシナリオが会社の貸借対照表に与える影響に関する情報から構成されている。この情報はまた、要請に参加する会社の信用スプレッドに対する感応度の高い資産の割合を評価することを可能にする。

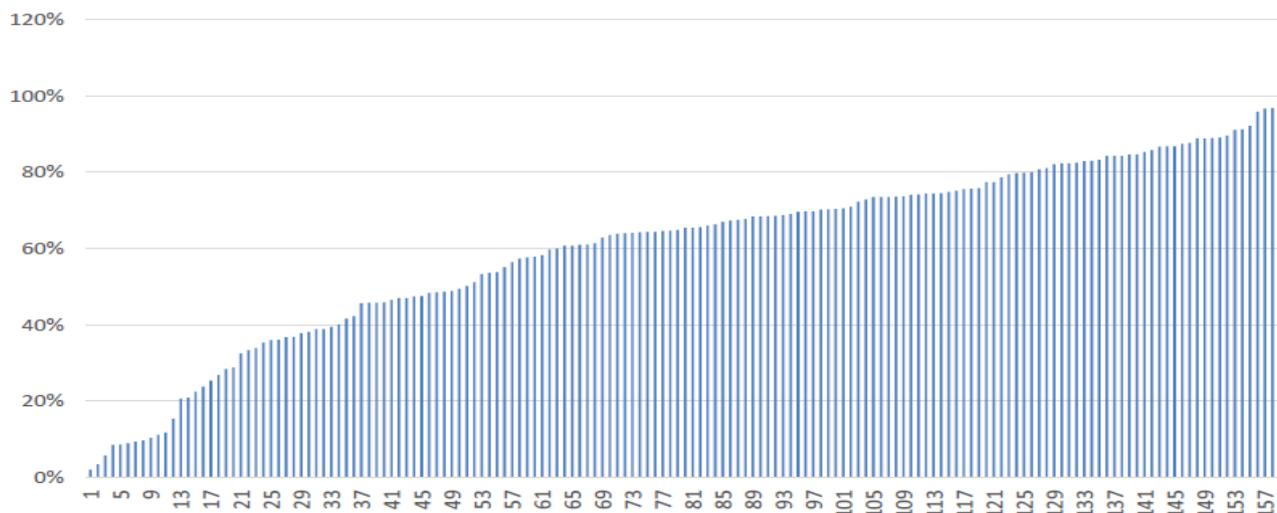
次ページの図表は、サンプルの結果のばらつきを示している。結果は規模順に並べられている。各棒グラフは 1 つの会社を表している。

このことは、結果の多様性が高いことを示している。つまり、信用スプレッドに対する感応度の高い資産に多額の投資を行っている会社がかなりの割合を占めている一方で、信用スプレッドに対する感応度の高い資産額が非常に低い会社もある。この分析のための全サンプルは、159 の会社を含む。

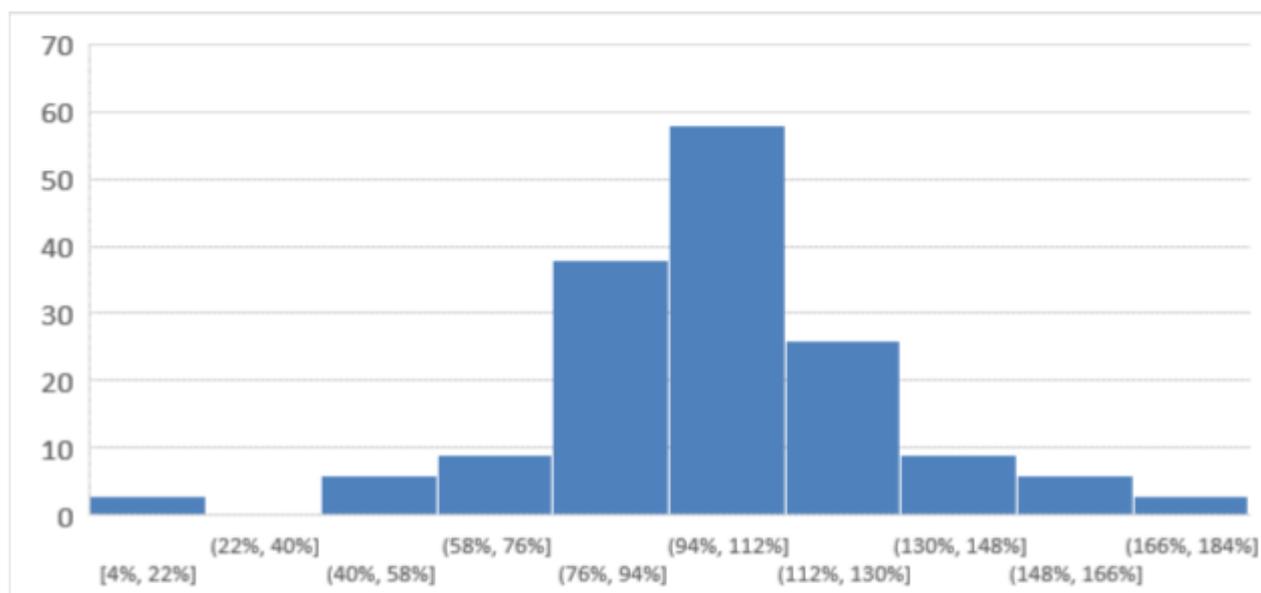
サンプル中の VA を適用している全ての会社の信用スプレッドに対する感応度の高い資産の平均シェアは 56% である。

図表 VA を適用している会社の信用スプレッドに対する感応度の高い資産の割合

Share of assets sensitive to credit spreads for undertakings using the VA



この情報は、信用スプレッドに対する感応度の高い資産の額が非常に少ない会社が、VA が適用される最良推定値も非常に低いため、過度な資本救済のケースを決定するには十分ではない。VA の最良推定値に対する影響が、スプレッド・ショックが保険会社の貸借対照表の資産サイドに与える影響を上回るかどうかは、資産と負債の両方のデュレーションに依存するとともに、負債のボリュームと比較した実際の信用スプレッドに対する感応度の高い資産のボリュームにも依存する。さらに例をあげれば、次の図表は、信用スプレッドに対する感応度の高い資産と負債（技術的準備金によって測定される）のボリュームの違いを示している。サンプルは上記と同様である。図表は、技術的準備金に対する信用スプレッド資産の割合のヒストグラムを提供している。

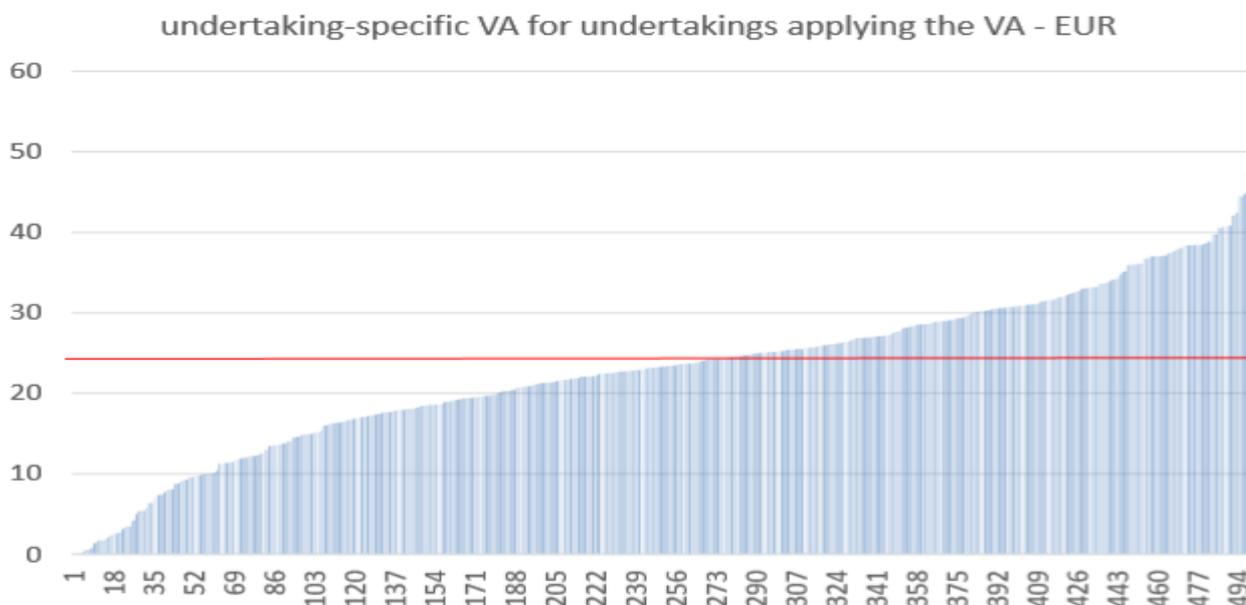


これは、VA を適用する殆どの会社で、信用スプレッドに対する感応度の高い資産のボリュームは、技術的準備金の額に匹敵することを示している。しかし、いくつかの会社では、技術的準備金と比較して、信用スプレッドに対して感応度の高い資産の額は低い。

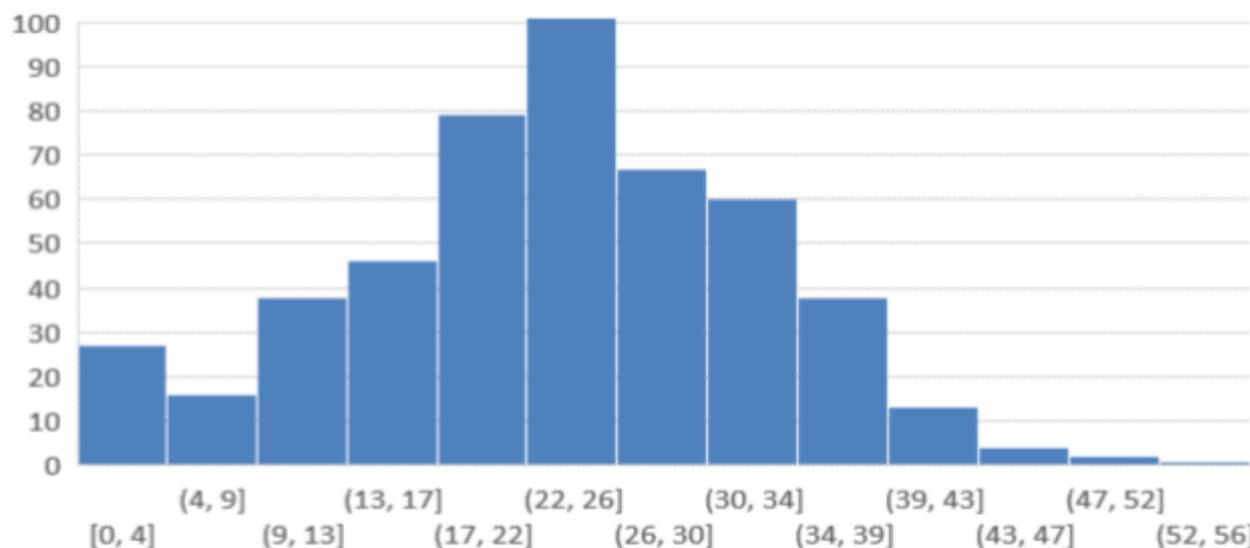
過度な資本救済の潜在的なケースを評価するためには、保険会社が VA を獲得する可能性を分析す

ることも重要である。これは、保険会社の個々の資産構成を代表ポートフォリオと、あるいは、会社固有の VA を通貨 VA と比較することによって評価することができる。次の図表は、参照ポートフォリオが会社固有のポートフォリオに設定されている場合、VA を適用する会社について、会社固有の VA のばらつきを示している。各棒グラフは一つの会社を表している。この図表はユーロ諸国とユーロの VA にのみ焦点を当てている。

図表 VA を適用している会社の会社固有の VA



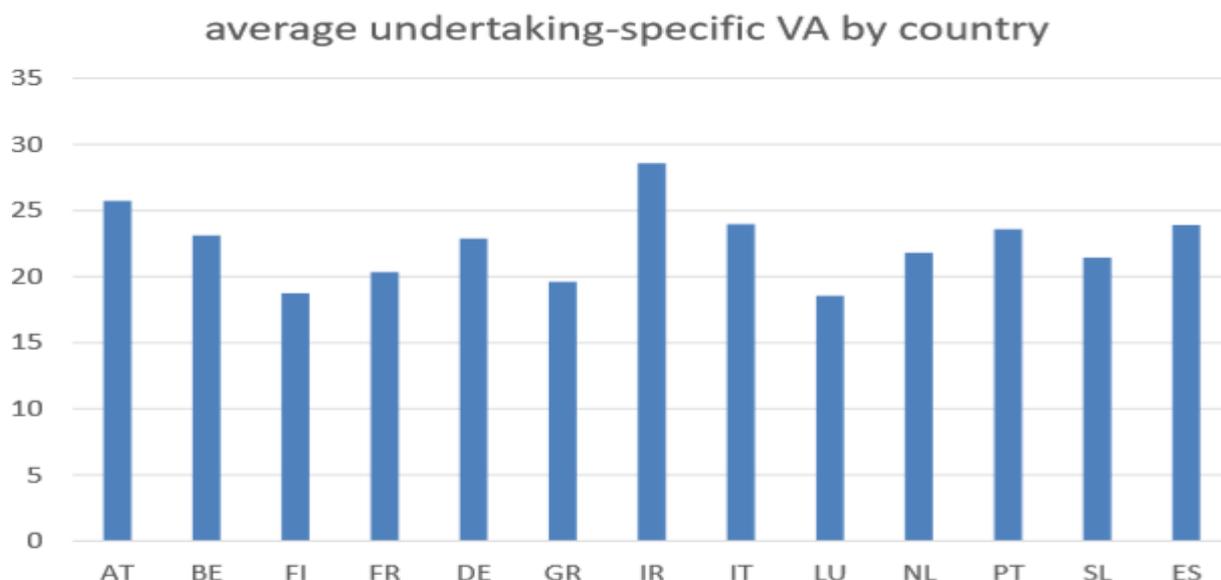
次の図表は、結果の分布の概要を示すための上記の結果のヒストグラムである。



結果はかなりばらつきがある。2018 年末時点のユーロの通貨 VA が 24bps を超えている会社が複数存在する。しかし、会社固有の VA の規模が非常に小さい会社もある。検討したサンプルの会社固有の VA の平均は 22bps であり、2018 年末時点のユーロの VA に近いと予想される。

しかしながら、以下の図表が示すように、平均値は国によって異なる。

図表 国別の平均会社固有 VA



この差異は、会社の社債ポートフォリオの配分が信用の質、財務、非財務、デューレーションの点で異なっているためである。通貨 VA は、ユーロ諸国間の差異ではなく、平均スプレッド情報を提供する ECB スプレッド情報に基づいて決定されるため、国債ポートフォリオの構成に関する（すなわち、異なるユーロ諸国に対するエクスポージャーに関する）会社ポートフォリオの差異は、これらの数値に反映されない。

(2)MA

MA からの過度の資本救済は、負債が十分に非流動的ではない場合及び／又は基本スプレッド (FS) の較正が不利な信用事象のリスクに対する適切なバッファーを提供しない場合の MA の適用から生じ得る。

この分析は、金融機関のポートフォリオにおいて、信用リスクの較正で予想されていたよりも多くの不良債権が発生しているかどうかに関心を当てる。

MA を適用することを承認された会社は、2017 年に想定された基本スプレッドと並んで、2017 年に経験したデフォルト及び／又は格下げによる損失に関する情報を提供するように求められた。

33 社（スペイン 15 社、英国 18 社）からの回答があった。

3 社が、対応する調整ポートフォリオ内でのデフォルトによる損失を報告した。これらの損失は、ポートフォリオの基本スプレッドがそれぞれ 29bps、47bps 及び 51bps であったのに対し、4bps、10bps 及び 1bp であった。これらの損失の主な原因は、2018 年前半に英国の大会社が破産申請を行ったことによるものである。

7 つの MA ポートフォリオで構成される 7 つの会社は、格下げによる損失を報告した。これは、資産が 2018 年にポートフォリオから削除された際に、その削除前に行われた格下げに続いて発生した損失として定義される。報告された損失は、基本スプレッドにおいて留保された引当金と比較して重要ではなかった。7 社のうち 5 社が 3bps 未満の格下げによる損失を計上しており、基本スプレッド

は 30bps~54bps であった。他の 2 社の損失は 8bps、7bps で、基本スプレッドはそれぞれ 51bps、34bps だった。

報告された損失から推測されるよりもより広範な格上げや格下げを市場が経験したことは注目に値する。報告された損失が低い理由の 1 つは、保険会社がポートフォリオ内で格下げ資産を保有していたことによるかもしれない。もう 1 つの理由は、非投資適格資産の MA キャップによって、会社は適合する資産の高品質なポートフォリオを維持するインセンティブを与えられ、品質が低下した資産は、MA ポートフォリオの外部からの高品質な資産に置き換えられるためである。

基本スプレッドは、デフォルトと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 指令第 77c 条第 2 項参照）。これは、単一の期間と直接比較できるものではない。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市場事象のコストを吸収するのに不十分な期間を特定するのに役立つはずである。

3—LTG 措置等の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。

報告書のこの一般的なセクションにおいては、以下の 3 つの観点から会社の投資を検討している。

- ・投資配分
- ・国債と社債を別々に対象とした債券ポートフォリオの信用度
- ・国債と社債を別々に対象とした債券ポートフォリオのデュレーション

これらの検討については、EEA（欧州経済地域）市場全体について、MA、VA、TTP、TRFR を用いた会社又はいずれの措置も非適用（no measure）の会社について別々に検討され、また会社の種類も区別した。

国毎の投資配分の多様性を観察することができる。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で等しく一般的ではない場合は、これらの国の特性を考慮する必要がある。

2 | 具体的な調査結果

(1) 全体的な状況

次ページの図表は、2018 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 (IL や UL を除いたベース)

| Country | Investment allocation at EEA and country level (without assets held for IL & UL contracts) | | | | | | |
|---------|--|-----------------|--------|------------------------------------|---------------------|-------------------|-------|
| | Government bonds | Corporate bonds | Equity | Collective Investment Undertakings | Mortgages and loans | Cash and deposits | Other |
| EEA | 30% | 31% | 15% | 8% | 6% | 5% | 5% |
| AT | 25% | 31% | 21% | 6% | 5% | 5% | 9% |
| BE | 48% | 23% | 9% | 1% | 12% | 3% | 4% |
| BG | 50% | 16% | 13% | 1% | 5% | 11% | 4% |
| CY | 21% | 36% | 13% | 6% | 3% | 14% | 8% |
| CZ | 48% | 18% | 12% | 6% | 9% | 6% | 1% |
| DE | 21% | 31% | 19% | 15% | 5% | 3% | 4% |
| DK | 17% | 38% | 29% | 6% | 4% | 2% | 3% |
| EE | 27% | 43% | 1% | 6% | 1% | 22% | 0% |
| ES | 57% | 22% | 6% | 1% | 1% | 8% | 4% |
| FI | 12% | 38% | 12% | 19% | 5% | 18% | -3% |
| FR | 33% | 38% | 14% | 4% | 2% | 4% | 6% |
| GR | 62% | 22% | 5% | 1% | 1% | 8% | 2% |
| HR | 64% | 4% | 9% | 1% | 7% | 7% | 7% |
| HU | 80% | 4% | 6% | 4% | 0% | 5% | 1% |
| IE | 28% | 32% | 7% | 3% | 4% | 20% | 5% |
| IS | 27% | 22% | 33% | 6% | 3% | 8% | 1% |
| IT | 52% | 22% | 14% | 3% | 1% | 2% | 6% |
| LI | 23% | 34% | 6% | 8% | 6% | 22% | 2% |
| LT | 69% | 17% | 2% | 0% | 1% | 8% | 3% |
| LU | 26% | 34% | 9% | 1% | 11% | 15% | 2% |
| LV | 61% | 18% | 2% | 1% | 1% | 13% | 3% |
| MT | 31% | 20% | 8% | 5% | 5% | 20% | 11% |
| NL | 34% | 16% | 6% | 3% | 26% | 5% | 9% |
| NO | 13% | 42% | 20% | 11% | 10% | 2% | 1% |
| PL | 53% | 5% | 24% | 10% | 2% | 5% | 0% |
| PT | 45% | 29% | 8% | 5% | 0% | 10% | 2% |
| RO | 69% | 7% | 7% | 1% | 1% | 13% | 2% |
| SE | 15% | 31% | 31% | 11% | 4% | 4% | 5% |
| SI | 39% | 35% | 19% | 0% | 2% | 4% | 2% |
| SK | 52% | 34% | 5% | 1% | 1% | 6% | 1% |
| UK | 20% | 33% | 11% | 12% | 9% | 9% | 5% |

会社の異なる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、ある程度、EEAに参加している国々の保険会社による資産投資の高度な多様性、そしてこの措置の適用が異なる市場に均等に広がっていないという事実に起因している。これは特に2つの国でのみ適用されているMAに関連している。国レベルでの詳細な分析からわかるように、これらの管轄区域における投資は、MAを適用する会社でも全く異なる可能性がある。従って、MAを適用する会社に関する全体的な観察結果は、MAの適用の有無ではなく、これらの国のいずれか又は両方における保険事業の特異性を単に反映しているのかもしれない。

(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

次ページの図表は、MA、VA、TRFR 又は TTP を適用する、又はこれらの措置の1つも適用しない (no measure) 会社の2018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。これらの図表では、ユニットリンク (UL) /インデックスリンク (IL) 契約に対する投資は除外されている。

最初の図表は、全ての会社の措置当たりの投資を示している。次の2つの図表は、生命保険会社と生損保兼営会社に対する措置当たりの投資を示している。

これらの図表は、投資配分いくつかの違いがあることを示している。

図表 MA、VA、TRFR 又は TTP を適用又はこれらの措置の 1 つも適用しない会社 (no measure) の 2018 年末の投資配分 (IL や UL を除いたベース)

Table 2.20

| Total of undertakings | | | | | | | |
|-----------------------|------------------|-----------------|--------|------------------------------------|---------------------|-------------------|-------|
| | Government bonds | Corporate bonds | Equity | Collective Investment Undertakings | Mortgages and loans | Cash and deposits | Other |
| Total | 30% | 31% | 15% | 8% | 6% | 5% | 5% |
| VA | 33% | 31% | 12% | 8% | 6% | 4% | 5% |
| MA | 26% | 30% | 9% | 11% | 10% | 9% | 5% |
| TTP & TRFR | 25% | 36% | 9% | 10% | 7% | 7% | 5% |
| No measure | 23% | 31% | 24% | 6% | 3% | 8% | 5% |

Table 2.21

| Life undertakings | | | | | | | |
|-------------------|------------------|-----------------|--------|------------------------------------|---------------------|-------------------|-------|
| | Government bonds | Corporate bonds | Equity | Collective Investment Undertakings | Mortgages and loans | Cash and deposits | Other |
| Total | 30% | 33% | 9% | 11% | 8% | 2% | 6% |
| VA | 30% | 34% | 8% | 12% | 8% | 2% | 6% |
| MA | 21% | 31% | 11% | 17% | 13% | 2% | 6% |
| TTP & TRFR | 25% | 36% | 9% | 12% | 9% | 2% | 6% |
| No measure | 35% | 33% | 12% | 5% | 5% | 4% | 6% |

Table 2.22

| Undertakings pursuing both Life and non-Life | | | | | | | |
|--|------------------|-----------------|--------|------------------------------------|---------------------|-------------------|-------|
| | Government bonds | Corporate bonds | Equity | Collective Investment Undertakings | Mortgages and loans | Cash and deposits | Other |
| Total | 39% | 31% | 13% | 4% | 3% | 4% | 5% |
| VA | 43% | 29% | 12% | 4% | 3% | 4% | 5% |
| MA | 48% | 34% | 6% | 1% | 2% | 6% | 3% |
| TTP & TRFR | 30% | 40% | 10% | 5% | 4% | 8% | 4% |
| No measure | 24% | 32% | 25% | 5% | 2% | 6% | 6% |

少なくとも 1 つの LTG 措置を適用している会社と措置を適用していない会社との間の差異は、生命保険会社以外では殆ど見られない。技術的準備金の大部分を占める生命保険会社では、VA が最も広く適用されている措置であり、何らの措置も適用していない会社と VA 適用会社間の差異は小さい。実質的な違いは、MA 適用会社でのみ確認できるが、これは、MA が適用される 2 つの管轄区域における国別の資産配分によるものである。

LTG 措置適用会社と LTG 措置非適用会社とのギャップは、生損保兼営会社においてより顕著であり、最大の違いはやはり MA 適用会社に起因している。しかし、国別の影響の問題は別として、これらの数字の因果関係の問題を解決することは難しい。LTG 措置が特定の投資配分の原因であるというよりも、特定の措置を適用することを選択した会社は、そもそも保険会社の完全な代表例ではない

かもしれない。

(3) MA、VA、TRFR 又は TTP 措置を適用した会社の債券ポートフォリオ

(3-1) 債券の信用度

以下の図表は、MA、VA、TRFR 又は TTP を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。

- ・実質的に債券への全ての投資は投資適格 (CQS0 ~CQS3) である。
- ・平均して、MA、VA、TRFR 又は TTP の措置を適用する会社は、これらの措置のいずれも適用しない会社よりも信用度の低い債券を保有している。
- ・平均して、MA を適用する会社は他の会社よりも信用度の低い債券を保有している。

図表 国債と社債の信用度 (措置適用有無別) (IL や UL を除いたベース)

Table 2.23

| Credit quality step of investments in government bonds (without assets held for IL & UL contracts) | | | | | |
|--|------|------|------|------|-------|
| | CQS0 | CQS1 | CQS2 | CQS3 | CQS>3 |
| All undertakings | 18% | 46% | 12% | 24% | 1% |
| MA | 6% | 43% | 38% | 13% | 0% |
| VA | 15% | 45% | 12% | 27% | 1% |
| TTP&TRFR | 18% | 54% | 13% | 14% | 1% |
| No measure | 30% | 46% | 14% | 9% | 1% |

Table 2.24

| Credit quality step of investments in corporate bonds (without assets held for IL & UL contracts) | | | | | |
|---|------|------|------|------|-------|
| | CQS0 | CQS1 | CQS2 | CQS3 | CQS>3 |
| All undertakings | 20% | 17% | 32% | 28% | 2% |
| MA | 7% | 12% | 40% | 39% | 2% |
| VA | 16% | 17% | 34% | 31% | 3% |
| TTP&TRFR | 24% | 17% | 31% | 26% | 2% |
| No measure | 35% | 18% | 27% | 19% | 1% |

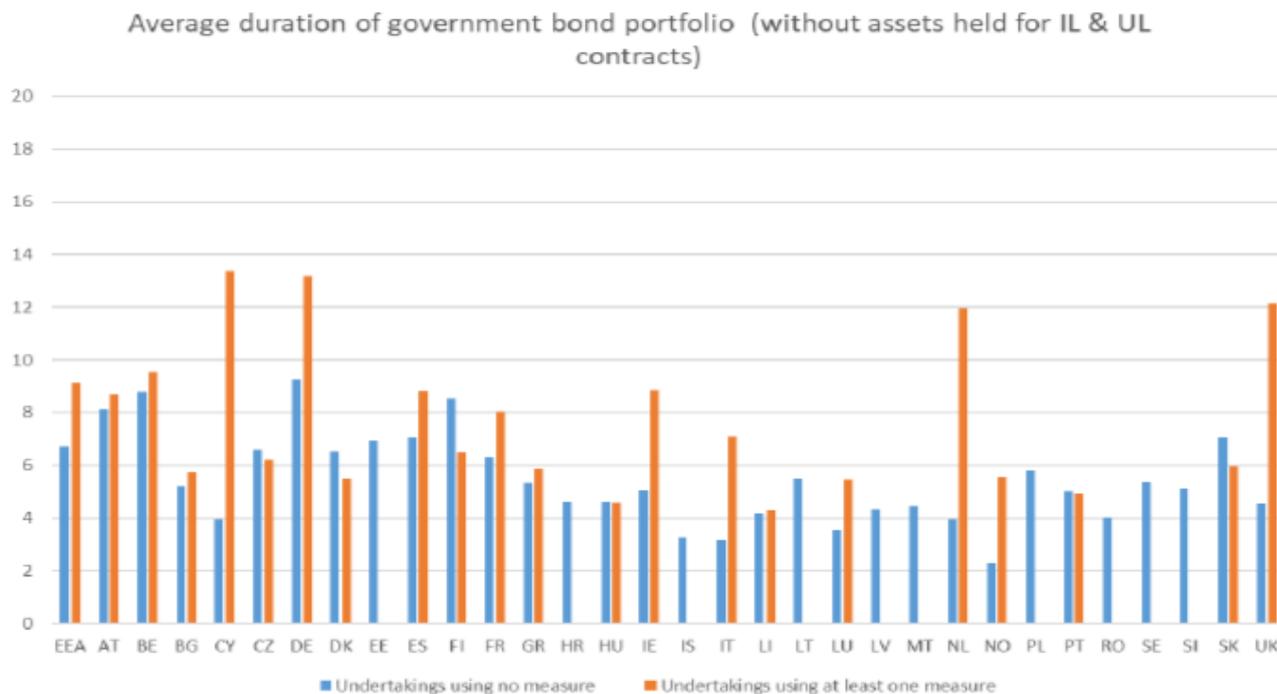
(3-2) 債券のデュレーション

次ページの図表は、国毎に、債券ポートフォリオの平均デュレーションを国債と社債で分けて示している。少なくとも 1 つの措置を適用した会社と、いずれの措置も適用していない会社を区別している。なお、デュレーションに関する図表には、ユニットリンク/インデックスリンク契約に対する投資は含まれていない。

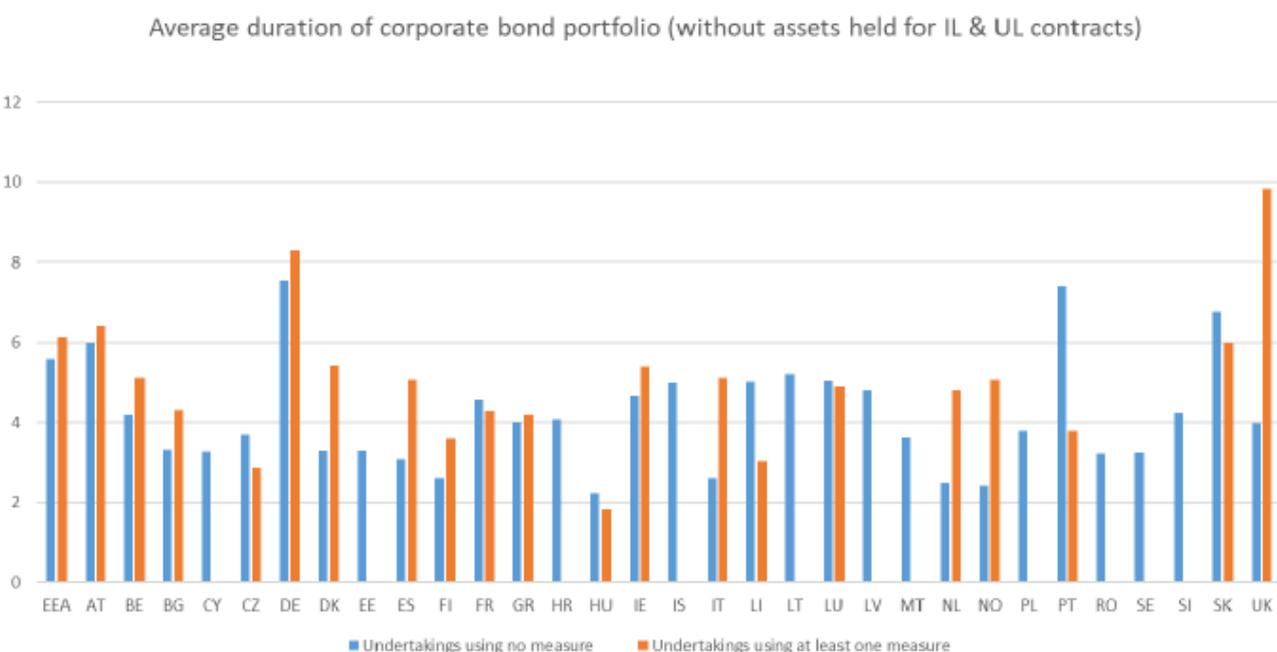
これによると、少なくとも 1 つの措置を適用した会社は、債券の平均デュレーションが平均して長

い。オランダ、ノルウェー、英国のように、その差が非常に大きい国もあれば、小さい国もある。なお、全体的な状況は 2017 年の報告書とは殆ど変わっていない。

図表 国債ポートフォリオの平均デュレーション (IL や UL を除いたベース)



図表 社債ポートフォリオの平均デュレーション (IL や UL を除いたベース)



(4)投資行動に関する監督上の観察

LTG 措置及び株式リスクに対する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 NSAs に対して、長期投資家としての会社の行動の傾向に関する観察、それらの動向に関連する要因及び措置と観察された傾向との間の関連についての見解を尋ねた。

全体として、NSAs からの反応は前年の観察と同様であった。殆どの NSAs は、監督する保険会社

の投資行動に関連性のある重要な傾向を確認していない。確認された傾向の殆どは、低金利が続いている状況下での利回り追求行動に関連している。いずれの観察も、ともかく達成が困難な事実に基づく証拠に基づいた LTG 措置の適用と明確に関連するものではなかった。

債券への投資を増やすことでの利回り追求は、7つの NSAs が指摘しており、そのうち2つは、国債から社債や住宅ローンへの移行に言及している。3つの NSAs は、より流動性の低い投資に向かう一般的な傾向に言及しており、いくつかの NSAs は、インフラ資産、現地の格付けされていない会社の債券、不動産市場投資ビークルについて明示的に言及している。ある NSA は、2018年の不安定な株式市場の結果として、株式と社債及びカバードボンドの間の切り替えに言及した。

5つの NSAs は、株式保有に関する具体的な動向について言及している。このうち、3つがやや上昇、1つがやや下落、1つが前述の投資ビークルへの移行を確認した。また、「資産の配分」の項目で示されたグラフを考慮すると、若干のわずかな動きを除けば、株式の総合的な保有行動は2017年から2018年まで変化していないと結論できる。

3つの NSAs は債券デュレーションの増加傾向を確認した。デュレーションが増加傾向を確認した NSA の1つは、これが利回り追求型の行動に直結していることを示している。

2つの NSAs は、投資の動向を LTG 措置の適用と関連付けた。1つの NSA は、長期的に流動性の低い資産へと向かう一般的な傾向について述べた。他の NSA は、一般的に20年のLLPを超えて減少したヘッジとキャッシュフローのマッチングに加えて、VA 参照ポートフォリオと整合しようとする VA 適用会社におけるよりリスクの高い投資行動の観察を報告した。

4—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のうち、保険契約者保護、保険会社の投資に与える影響について報告した。

次回の6回目のレポートでは、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のうち、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。

以 上