

保険・年金 フォーカス

EIOPA が COVID-19 に起因する リスク等に関する調査結果を公表 —2020 年 7 月の金融安定性レポートより—

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

EIOPA（欧州保険年金監督局）は、2020 年 7 月 17 日に、「金融安定性レポート（FINANCIAL STABILITY REPORT）」を公表¹した。

EIOPA は年に 2 回（6 月と 12 月）、金融安定性レポートを公表してきているが、今回の金融安定性レポートは COVID-19 のアウトブレイク後初めてのものとなることから、COVID-19 のアウトブレイクが金融安定性や保険業界に与える影響について、現時点で得られるデータ等に基づいて、幅広い分析を行っている。

今回のレポートでは、この金融安定性レポートの概要を報告する。

2—今回の報告書の概要

エグゼクティブ・サマリーに基づく、以下の通りとなっている。

1 | 全体的な状況

欧州では、COVID-19 ウイルスの突発的な流行を食い止めるため、経済の大部分を封じ込めた。金融市場は巨額の損失と質への逃避的な投資行動を経験した。各国政府及び中央銀行は、経済・金融ショックが欧州全体の経済成長、労働市場及び消費者心理に不確実な期間にわたって挑戦することが予想されることから、経済を支えるための重要な緊急措置の提供にコミットした。

2 | COVID-19 の影響

長期化する低利回り環境は既に保険セクターの基本的リスクとなっており、COVID-19 ショックはその可能性を高めた。また、このショックは信用リスクを増大させており、保険会社の資産サイドでの評価や支払能力の状況にも影響を及ぼす可能性がある。実際、マクロ経済の見通しが悪化すると、企業の収益性に悪影響を及ぼし、格下げのリスクが高まる可能性がある。さらに、ショックの影響を受けた他のセクター、特に銀行や国内

¹ https://www.eiopa.europa.eu/content/eiopa-financial-stability-report-july-2020_en

ソブリンとのホームバイアス行動や相互接続は、保険会社のリスクをさらに増幅させる可能性がある。保険リスクに関しては、ウイルス関連の請求の適用範囲に関する曖昧さにより、保険会社の訴訟が増加する可能性がある。最後に、制限措置の結果、在宅勤務が可能になり、サイバーリスクが高まり、信頼できるサイバーリスク保険市場の重要性がさらに強調された。

3 | 監督当局の課題意識

EIOPA は、COVID-19 ショックに起因するリスクが保険セクターの金融安定性に及ぼす重要性を評価するため、各国の所管当局に定性的な質問を行った。その結果、①投資ポートフォリオの収益性、②ソルベンシーポジション、③銀行へのエクスポージャー、④引受収益性、⑤国内ソブリンリスク、⑥サイバーリスクへの集中、が保険会社にとって重要性の高い6つの主要なリスク及び課題であることが明らかになった。

この具体的な内容については、後述する。

4 | 監督当局の対応

COVID-19 ショックの影響により厳しい環境が続く中、EIOPA と各国監督当局は緊密に連携し、保険会社が顧客にサービスを提供するための事業継続性の確保に注力することを支援するための措置を講じている。保険会社に対する業務上の救済を確保することを目的とする様々な措置が、欧州市場全体で調和のとれた方法で実施されている。保険会社が主たる業務に集中することを支援するために各国が講じた措置には、報告期限の延長、必須ではない継続的検査の停止、国の規制イニシアティブの発効の遅延、及び必須ではない政策イニシアティブの延期がある。資本面では、EIOPA の声明に基づき、全ての裁量的配当や株主に報いることを目的とした自社株買いを停止するように保険会社に要請したことを受けて、配当金の支払いを取り消したり減額したりすることも、多くの国で取られている措置である。

3—定性的なリスク評価

ここでは、上記の「3 | 監督当局の課題意識」で述べた6つの重要なリスク及び課題に関する定性的なリスク評価について報告する。

1 | 評価の概要

COVID-19 ショックの未曾有の事態は、家計や企業に混乱をもたらし、先行きの経済見通しに大きな不確実性をもたらしている。保険会社は厳しい状況に直面する可能性が高く、収益性やソルベンシーに影響を及ぼす可能性がある。保険セクターの金融安定性に対するリスクの重要性を評価するために、EIOPA は NCAs (各国管轄当局) を対象に定性的な質問を行った。

EIOPA の定性的 COVID-19 質問票によると、①投資ポートフォリオの収益性、②ソルベンシーポジション、③銀行へのエクスポージャー、④引受収益性、⑤国内ソブリン、⑥サイバーリスクへの集中、が保険会社にとって重要性の高い6つの主要なリスク及び課題である。しかし、それはまた、全体として、保険会社がこれらのリスクを軽減するための適切な措置を講じていることを示している。

2 | 投資ポートフォリオの収益性

投資ポートフォリオの収益性は、保険セクターにとって重要性の点で最高ランクのリスクであり、回答の

10%以上が、新たな措置は必要ないものの、既存の措置を強化する必要性を示唆している。

回答者の NCA のほぼ半数が、重要性が最も高いリスクとしてランク付けしたが、わずかに低いシェア (40%) は重要性が中程度とランク付けした。低金利は保険業界の主要なリスクであることが確認されている。金利は既に低い水準で推移すると予想されていたが、中央銀行が経済を持続させるために取った措置の中で、この予想はさらに強化されている。投資ポートフォリオの約 65% が確定利付資産に集中しているため、保険セクターは低利回り環境に敏感である。アンケートの公開質問で NCA が示したように、保険会社の投資ポートフォリオの収益性を圧迫する二つの追加的要因が言及された。第一に、予想される景気後退のために減損が生じ、ローンやモーゲージから生み出されるリターンは減少すると予想される。第二に、同様の理由により、株式配当金が減少する可能性がある。NCA の報告によると、保険商品が保証されている生命保険会社は、悪化する市場環境に耐えるために相当のバッファーを構築している。むしろ、過去に販売された保証付き商品に大きくさらされていない国内市場では、投資収益性の低下による影響は限定的であると考えられる。金融市場も 4 月から 5 月にかけて、再び失速した。

3 | ソルベンシーポジション

COVID-19 ショック以前の保険会社の資本状況にもかかわらず、保険業界ではソルベンシーが 2 番目に大きなリスクとなっており、NCA の 15% が既存の措置の強化や新たな措置の導入が必要であると考えている。回答者のほぼ 4 分の 1 が重要性が高いと回答し、60% が重要性は中程度であると回答している。多くの NCA が述べているように、2020 年第 1 四半期にはソルベンシーポジションの悪化が観測されたが、これは低金利の継続が予想されたことと、資産の減価償却と経済の不確実性が保険会社のバランスシートに悪影響を及ぼしたためである。プラス面としては、配当の減額及び／又は取消しが、自己資本の維持を助けることによって、一部の保険会社のソルベンシーリスクを軽減する可能性がある。

4 | 銀行へのエクスポージャー、国内ソブリンリスク

銀行のエクスポージャー、国内ソブリンの集中に係るリスクは、それぞれ 3 位、5 位となっており、10% の回答が新たな施策の強化・導入が必要であるとしている。銀行へのエクスポージャーは、参加者の 23% が重要性が高い、又は非常に高いと考えており、NCA の半数以上が重要性は中程度と考えている。NCA は、銀行向けエクスポージャーの高い保険会社に対しては、COVID-19 危機が銀行のポートフォリオの質に悪影響を及ぼし、不良債権比率の上昇につながる可能性があるとして、より強い懸念を示した。回答者の NCA の 70% は、保険会社が講じている既存の措置は適切であると述べているが、10% は、既存の措置の強化又は新たな措置の導入が必要であると考えている。一方、「重要性が高い」又は「重要性が非常に高い」と回答した割合は 30% だった。固定資産のエクスポージャーが大きい保険会社は、金利やスプレッドリスクに対する感応度が高い。一部の保険会社にとっては、ボラティリティ調整 (VA) がスプレッドの変動を補償し、他の保険会社にとっては、マッチング調整 (MA) 手順と満期保有戦略がスプレッドリスクを削減する可能性がある。

5 | 引受収益性

引受収益性低下リスクが顕在化しており、10% の回答者が新たな施策の強化・導入が必要であると回答している。現在の COVID-19 ショックにおける生命保険及び損害保険の事業分野への影響については、保険

料収入は、損害保険の事業分野全体ではほぼ低下が見込まれるとの回答があった。代わりに、この状況は請求に関してはより不均一に見える。自動車事業(回答者の79%が減少と大幅な減少を想定)、一般責任(36%)、海上・航空・運送保険(33%)など一部の損害保険事業については、一時的な保険金請求額の減少が見込まれ、収益性への圧力が低下している。しかし、その他の金融損失(50%増と大幅増)、所得保障保険(40%増と大幅増)、信用保証保険(60%増と大幅増)などの損害保険については、NCAsによって保険金請求額の増加が報告されている。NCAsによると、全体的な影響はややマイナスのようだが、保険会社がある種の保険金を支払う義務があるかどうかについての法的不確実性もあるため、一部の保険金請求が後に実現する可能性があるため、評価を下すのは時期尚早である。

生命保険業界では、保険料の引き下げが保険金請求額の増加よりも保険引受収益に与える影響が大きいとみられる。特に、保険料については、NCAsの63%がインデックス・ユニットリンク保険の保険料の引き下げ(63%削減と大幅削減)、60%が利益参加型保険の引き下げ(60%削減と大幅削減)を予想している。

6 | サイバーリスク

この調査はさらに、COVID-19のアウトブレイクが保険会社のビジネスモデルに重大な影響を及ぼす可能性があることを示している。特に、サイバーリスクの重要性について尋ねたところ、NCAsでは20%が「重要性が高い」、40%が「重要性が中程度」と回答している。半数以上の回答者が緩和措置は適切であると回答しているが、NCAsの33%は現在の措置の強化と新しい措置の導入が必要であると回答している。この文脈では、特定の措置は特定されておらず、提案もされていない。将来を見据えた展望では、参加者の28%が今後6か月間でサイバーリスクの重要性の増加を予測している。これは主に在宅勤務環境の増加とフィッシング攻撃の可能性によるものである。

一部のリスクは、COVID-19ショック後に顕在化するまでに時間がかかる可能性があり、将来的に保険会社に追加的な圧力をかける可能性がある(図5.3)。NCAsは、受け取った回答に基づいて、今後6か月間に訴訟が増加し、保険会社の請求額と費用が増加し、収益性に悪影響を及ぼす可能性があると予想している。収益性は、COVID-19危機による所得減少のために時間とともに増加する経過リスクによって損なわれるかもしれない。さらに、一部のNCAsは、商品設計、銀行向けエクスポージャー、引受収益性への影響の増加も予想している。回答者のNCAsの約1/3以上が、銀行へのエクスポージャーが懸念材料になる可能性があると考えている。これは国内ソブリンへの集中度についても同様であるが、やや低いため図示していないが、NCAsの回答では、各国間に一定の不均一性があることが示唆されている。

7 | その他のリスク

本節で議論するリスクは重要性の点で優勢なものであるが、COVID-19の影響に関するアンケートは保険セクターに対する全ての潜在的な課題をカバーしている。

上位のリスクとして指摘されていないリスクについては、おそらく、より少ない管轄区域や特定の種類の企業(例えば、デリバティブは大企業によって利用される傾向がある)に固有のものであるためと思われるが、懸念を引き起こす可能性があるため、報告書の他の部分でも取り上げている。

この文脈では、いくつかのNCAsに対する懸念として、外部格付とアウトルックに対する既存の措置の強化も指摘された。外部格付及びアウトルック(ダウングレードなど)は、NCAsの半数が重要性が中程度と考えており、回答者の14%が保険会社は既存の緩和措置を強化すべきであると考えている。

一部のNCAsは、企業の収益性の低下と公的債務の増加を考慮して、特にBBB債の格下げリスクが高まると予想していると指摘した。また、一部の監督当局は、格下げの潜在的なリスクと、それが自己資本やソルベンシー比率に及ぼす影響を注意深く監視している。41%が翌月に増加または大幅増加すると考えている。

この問題は、本章の「COVID-19危機による大規模格下げの影響」の項で分析的な観点から取り上げている。さらに、COVID-19によって悪影響を受けるセクターへのエクスポージャー、及びそれに起因する潜在的な脆弱性については、本章末の「部門別エクスポージャー」の項で取り上げている。再保険及び関連するカウンターパーティリスクへのエクスポージャーの問題については、第3章「COVID-19ショックの再保険会社への影響」で触れている。投資ファンド、特にユニットリンク型ポートフォリオの流動性に起因する潜在的リスクについては、本章の「保険会社の保有する投資資金と流動性リスク」の項で扱っている。デリバティブの保有から生じる潜在的な流動性リスクについては、本章の「デリバティブの変動証拠金」で分析している。

8 | 監督当局の措置

EIOPAと各国の監督当局は緊密に協力して、保険会社がビジネス継続性を確保し、顧客へのサービス提供を継続することに注力できるよう支援している。欧州の保険セクターに対するアウトブレイクの影響を緩和するために、EIOPAと各国監督当局は異なる措置を講じている。国によってある程度の不均一性が見られるが、保険会社に対する運転支援の共通のアプローチがある。報告期限の延長、必須でない進行中の検査の一時停止、国の規制イニシアティブの発効の遅延、及び必須でない政策イニシアティブの延期は、保険会社が主要な事業活動に集中することを支援するために国々の間でとられるいくつかの措置である。

資本面では、EIOPAに基づく配当の取消しや減額が多く、多くの国で行われている。最後に、いくつかの国は、保険会社を綿密に監視し、さらなる分析を実施し（例えば、ポートフォリオの格付けの推移、IT及びアウトソーシング・リスク等）、保険会社間でのCOVID-19の影響に関する調査を開始し、場合によってはEIOPAの声明に従って保険会社に勧告を出す（事業継続性の確保、保険契約等に基づく契約上の権利義務の変更・調整等のために必要な措置を講じる）等の措置を講じる必要があると考えた。

9 | 結論

COVID-19ショックは、いくつかの面で経済に影響を与えたが、保険セクターにも長期的な影響を与えることが予想される。パンデミックの第2波は、報告書で分析され議論された影響をさらに増幅するだろう。危機の間に特定された保険セクターの主なリスクは、長期低成長低金利シナリオ（低利回りを伴う低成長）、潜在的な格下げリスク、ホームバイアス投資行動、銀行や国家との相互関連性、低い収益性（引受けと投資）、流動性需要の潜在的な増加、サイバーリスクの増加に関連している。

長期的な低利回り環境は、ウイルス発生以前から保険及び年金部門の基本的リスクであった。この点、COVID-19ショックの影響もあって、状況は更に悪化している。低利回りの影響については、EIOPAが最近、資産配分、収益性、ソルベンシー、ビジネスモデルの変化などの影響を反映した、この重要な問題に関する報告書を発表したため、この報告書では明確に分析されていない（なお、この内容については、前回の保険年金フォーカス「[EIOPAが超低金利が保険分野に与える影響（COVID-19危機の最初の影響を含む）に関する報告書を公表](#)」（2020.8.12）で報告した）。

さらに、COVID-19の経済的影響とその後の不透明な経済再開は、利益の減少と悲観的なマクロ経済見通しのために格下げのリスクを高める。原則として、格付けの格下げは、資産側の評価額が低い保険会社

と、スプレッドリスクの SCR が同時期に増加する可能性のある保険会社の双方に影響を与える可能性がある。

保険業界にとってのもう一つの重要なリスクは、保険会社のホームバイアスと、ウイルスの被害を受けた他の業界（銀行や地方政府）などとの相互関係である。各国における COVID-19 ショックからの非対称的な回復の可能性は、特定の国に集中している保険セクターに対してより高いリスクを誘発する可能性がある。

保険料収入の減少や保険金請求額の増加といった予想が、保険会社の引受実績を押し下げる要因となっている。将来の保険料は、経済成長の軌跡をたどると予想され、特に損害保険や再保険の分野で請求額が増加する可能性がある。さらに、経済的産出量の減少が予想される場合には、損失の増加が潜在的なシナリオとなりうる。一方、契約の条件に関するいくつかのリスクのカバー範囲に関する曖昧さの議論から、訴訟リスクが生じる可能性がある。

引受実績への影響は、特に投資収益の減少を考えると、流動性リスクにつながる可能性がある。デリバティブを通じた保険会社の既存のヘッジポジションは、変動証拠金による流動性の歪みを増加させる可能性がある。より長いシナリオの方が低いことを前提とすると、ヘッジ手段が将来的に増加する範囲では、変動証拠金が高い方のリスクがリスクを増幅する。

最後に、ウイルス発生時に在宅勤務をすることは、サイバーリスクを増大させる。報告されたサイバー攻撃の頻度は増加し、サイバーリスクに関連する信頼できる保険市場の重要性を強調した。

4—テーマ論文

ここでは、今回の金融安定性報告書におけるテーマ論文について、その概要を報告する。

1 | 保険・再保険部門の視点から見た EU の持続可能な金融分類

本稿では、保険会社が保有する投資のうち、どの程度が EU の持続可能な金融分類法の適用対象となるかを検討している。この目的のために、ソルベンシー II の投資対象別データを用いた。グリーン・ディールの一環として、欧州委員会は、今後十年間に少なくとも 1 兆ユーロの持続可能な投資を動員する欧州グリーン・ディール投資計画を発表した。我々の結果は、保険会社のエクスポージャーが主に金融活動に集中していることから、現在のところ、保険会社の投資のごく一部しか、EU の持続可能な金融分類法の対象となりうる経済活動になされていないことを示唆している。これは、保険セクターの移行リスクへのエクスポージャーが限定的であることを示す指標と解釈できるが、一方では、将来的に低炭素社会への移行により大きく貢献する可能性があることも示している。主要な長期投資家として、保険会社はより持続可能な社会への移行において重要な役割を果たすことができる。この点で、分類法は、持続可能な経済活動を明確にし、風評リスクを回避することによって、保険会社を助けることができる。

保険会社は最大の機関投資家の一つである。2019 年には、欧州の保険会社は推定 11.4 兆ユーロの資産を運用していた。グリーン・ディールの一環として、欧州委員会は 2020 年 1 月 14 日、今後十年間に少なくとも 1 兆ユーロの持続可能な投資を動員する欧州グリーン・ディール投資計画を発表した。それは、気候中立、グリーン、競争的かつインクルーシブな経済への移行に必要な公共投資と民間投資を促進する枠組みを可能にする。持続可能な成長を達成するために、資本の流れを持続可能な投資に向けるための主要

な手段は、EUの持続可能な金融分類学である。分類ツールとしての分類法は、投資家が環境に配慮した経済活動について十分な情報を得た上で投資判断を下すのに役立つ。現在の保険会社の投資ポートフォリオは分類法の対象となる可能性のある経済活動の約5%を占めており、そのうちの約4%がEEAに投資されている。これは約4500億ユーロの総投資額に相当し、欧州における持続可能な投資に貢献する可能性がある。

提供されているEIOPAの分析は、保険会社及び再保険会社によって提出された定量的報告書テンプレート(QRT)に基づいている。このテンプレートでは、分類法(すなわち、活動による適格性の特定)の実施のための5つのステップのプロセスの最初のステップの実行のみが許可されている。このステップではすでに、全ての企業が投資の基礎となる活動を十分な粒度で報告できるわけではないため、重要なデータ制限に直面していた。保険会社と再保険会社では、同様のデータ制限が発生している。特に、各資産についてステップ2からステップ5を実行し、コンプライアンスを確認する。

2 | EIOPAの声明が保険会社の配当に与える影響:株式市場からの証拠に基づく評価の概要

不透明性の高い急速な危機的状況の中、EIOPAは2020年4月2日、全ての裁量配当と株主への報酬を目的とした自社株買戻しの停止を保険会社に要請する声明を発表した(この声明の概要については、保険年金フォーカス「[新型コロナウイルスの感染拡大を受けての保険監督当局等の対応ー欧州のEIOPA等のケースー](#)」(2020.5.1)で報告した)。

これは、金融セクター全体の金融安定性にプラスの影響を与えるはずであるが、公表された声明に対する反応として、保険会社の株価にマイナスの影響を与える可能性がある。このため、この論文は、イベント研究方法論を用い、この可能性のある効果を経験的に検討している。いくつかのケースでマイナスの下落が観察されたが、得られた実証結果は、公表後数日のイベントウィンドウを考慮すると、欧州保険会社の株式市場全体では統計的に有意ではなかったことを示唆している。

現在進行中のCOVID-19危機が保険会社に及ぼす負の影響は、危機前の比較的高いソルベンシーポジションを徐々に縮小させ、潜在的な経済悪化に対する脆弱性を増大させることが予想される。より広い金融安定性の観点から、この危機は、主に経済危機であり、金融危機に発展しないことが重要である。EIOPAは、今後の経済動向の不確実性が極めて高いことを考慮し、不確実性が解消されるまで配当を延期することで、企業の資本を保全することを目的としている。これは、更なる不利な展開が生じた場合に、最終的に金融危機を招き、場合によっては公的部門の介入の必要性をもたらすかもしれない重大な結果を制限する、破綻期間を通じた保険会社の円滑な移行を確実なものとするべきである。

この声明は、潜在的に不利な状況にあるソルベンシーポジションの不確実性を低減するのに役立つ可能性がある。ソルベンシーポジションは、COVID-19でのアウトブレイクの予想される負の影響によって示唆されるショックを吸収することができない。しかし、短期投資家の目先の利益を最大化する投資行動によって、保険会社の株価に悪影響を及ぼす可能性もある。そこで本稿では、統計的に有意な効果があるかどうかを実証的に検証する。イベント研究方法論に基づいて、得られた経験的結果は、発表後にいくらかの負の影響が観察されたにもかかわらず、発表後数日にわたるイベントウィンドウにわたって統計的に有意ではなかったことを示唆する。これらの結果は、ノンパラメトリックランク検定と同様に、BMP又は調整BMPのようなパラメトリック検定を用いた異なる仕様に対してロバストであると思われる。

したがって、市場投資家は短期的な利益よりも長期的な利益を重視した合理的な評価を行っているといえる。これは、健全なソルベンシーポジションを有する保険会社が、株式の下落や信用格付けの引き下げといった市場ショックに、強制的な売却を行うことなく耐え、したがって危機を増幅させるのではなく、反循環的な役割を果たすことができるという前提に基づいている。同声明は、保険会社が長期的な資金を供給し、家計や企業部門からリスクを移転するショック・アブソーバーとしての役割を果たすことで、欧州の保険部門の金融安定性を確保し、実体経済の迅速な回復を可能にし、深刻で長期的な景気後退を回避することに貢献する可能性がある、としている。

5—まとめ

以上、今回のレポートでは、EIOPA による金融安定性レポートの中から、COVID-19 のアウトブレイクが金融安定性や保険業界に与える影響及び2つのテーマ論文についてその概要を報告してきた。

COVID-19 の影響については、いまだ事態が進展中であり、不透明な要素が多い。有効なワクチンが開発され、一般に幅広く普及するまでは引き続き最もホットなテーマであることから、これらのテーマに関する欧州における保険業界の動向については、継続的にウォッチしていきたい。

以上