

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2020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2020年12月3日に公表¹した「長期保証措置と株式リスク措置に関する報告書2020（Report on long-term guarantees measures and measures on equity risk 2020）」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)といたった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。なお、各措置による保険契約者保護、保険会社の投資に与える影響については、それぞれの措置に関する適用状況の報告でも触れているが、これらの報告内容については今回のレポートの中で重複して報告していない。

¹ https://www.eiopa.europa.eu/content/report-long-term-guarantees-measures-and-measures-equity-risk-2020_en

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2020」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2020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

今回のレビューでは、LTG 措置と株式リスク措置が保険契約者保護に及ぼす影響を分析している。

この目的のため、EIOPA は NSAs (National Supervisory Authorities : 各国監督当局) に対し、措置が保険契約者保護に与える影響、特に LTG 措置及び株式リスク措置のいずれかを適用するための承認取り消しの場合や資本救済の場合についての所見を報告するよう求めている。

いくつかの NSAs は、一般的な見解についてコメントしたが、殆どの NSAs は、保険契約者保護に対する LTG 措置と株式リスク措置の正又は負の影響について具体的な見解を示さなかった。しかし、ある NSA は、ソルベンシー・ポジションが VA 適用ではいまだ余裕をもって 100% を上回っているが、VA の適用が無い場合に 100% に近い会社については、監督上の措置を取ることが望ましいかもしれないと指摘した。

以前の LTG 報告書と同様に、MA、VA、DBER、SA の適用により、不当な資本救済が行われたかどうかの評価された。不当な資本救済とは、技術的準備金や資本要件の不当な低さが契約者保護に悪影響を及ぼすケースである。

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、通常、NSAs は VA を 0 に設定した場合の影響を評価する。いくつかの NSAs は、会社の投資ポートフォリオを実際の投資リターン、ポートフォリオの構成と信用の質の変化、及び投資戦略を考慮して監視していると報告した。これには、VA の決定及び会社の資産維持能力（資産の強制売却のリスクに直面しているか）の決定に用いられる「参照ポートフォリオ」との比較が含まれる。ある NSA は、会社の資本計画が VA の適用又は説計に依存しているかどうかを評価し、会社にその影響を評価することを求めていると述べた。いくつかの NSAs は特に、会社が実際に VA を獲得できるかどうかという問題に焦点を当てていると述べている。その目的のために、会社によって実際に得られたレートと VA の規模又は遡及的チェックとの比較が示唆される。これらの評価はケースバイケースで実行されるが、自動チェックは実行されない。従って、VA の承認プロセスが予見されるかどうかによって、NSAs のプロセスは異なっている。

(2) MA

MA に関して、ある NSA は、不当な資本救済が発生したかどうかを評価する際に、SCR の計算と自己資本の決定に自信があるかどうかを評価する。会社の資産ポートフォリオに内在するリスク（標準式の不備又は内部モデルの較正ミスのいずれかによる）を考慮した SCR の算出が適切であるか、不適切な基本スプレッドの較正（会社によるフロアの過小較正又は資産の不正確なマッピングのいずれかが原因）のために自己資本が過大評価されていないかを分析する。

3 | NSAs による具体的な調査結果

NSAsからのフィードバックは、2019年と2020年初めにVAとSAに関連して不当な資本救済が行われた一例を示している。

ソルベンシーII指令の第37条(1)(d)によると、資本アドオンは、MA、VA、又は監督当局がその会社のリスクプロファイルがこれらの調整と移行措置の根底にある前提から大幅に逸脱していると結論付けた場合に、移行措置を適用する会社に適用できる。

LTG措置と株式リスク措置に関して、観察された不当な資本救済の事例に基づいて、資本アドオンを課したNSAはなかった。

また、MA、VA、TTP又はTRFRの利用に関して資本アドオンを適用することが適切であると考えられる状況を検討したかどうかについても質問された。

3つのNSAsは、TTPに関して資本アドオンの必要性を検討したと回答した。そのうちの一つは、資本アドオンは、会社から提供された進捗報告書の情報を考慮して、監督当局が、段階的導入計画(PIP)の措置が2032年1月1日までに資本要件が満たされることを確保するのに十分であることに相当懸念を有している場合には、合理的な選択肢であると説明した。資本アドオンは、廃止と比較して望ましい解決策である。段階的導入計画における現行の措置では会社が移行期間末にソルベンシーを確保するには不十分であるように思われるが、会社が2032年1月1日までの資本要件の遵守が現実的であるように、ソルベンシーを強化するための更なる措置を講じる選択肢を依然として有している場合である。

2019年に、あるNSAは、実地調査の結果、MAの使用に関する要件を満たさなくなったことが判明したため、MAの使用承認を取り消した。

また、2019年に、あるNSAは、会社がTTPのPIPに含まれる措置にも監督者に毎年送られる進捗報告書に含まれる計画の更新にも準拠していなかったため、指令2009/138/EC第308.d条5レターb)に従って、TTPの使用の承認を取り消した。

2019年には、どの会社も再編措置の採用や清算手続きの開始(ソルベンシーII指令第268条第1項の定義に基づく)の影響を受けなかったが、2020年初めには、LTG措置や株式リスク措置を全く利用していない2つの会社の事例があった。

MAからの不当な資本救済は、負債に十分な流動性がない場合、及び/又は基本スプレッド(FS)の較正が信用リスクに対する十分なバッファーを提供しない場合に、MAの使用から生じる可能性がある。

この分析では、FSの較正によって予想されていたよりも多くの不良債権事象がMAポートフォリオで発生しているかどうかに関心を当てる。

スペインでMAの使用を承認された会社は、2019年に経験したデフォルト及び/又はダウングレードによる損失に関する情報を提供するよう求められ、2019年に想定された基本スプレッドも同様に求められた。この調査は(Brexit(英国のEU離脱)後の)2020年に実施されたため、英国のデータは収集されていない。

14(スペインのMA適用会社の全て)の回答を得た。デフォルトは報告されていない。1つの会社では1つのダウングレードしか報告されておらず、そのコストは重要ではない(損失は0.03bpsであったが、その会社の基本スプレッドは28bpsだった)。

基本スプレッドは、デフォルトとダウングレード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 項を参照）。これは、単一の期間に直接的に同等となることは期待されていない。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信用事象のコストを吸収するには不十分である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に与える影響

1 | 調査概要

MA、VA、TRFR、TTP が、保険及び再保険会社への投資に与え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。なお、詳細については、LTG 報告書の第 III 章の措置ごとの個別の項で説明されている。

以下の投資に関する表やグラフについて、資産配分や債券ポートフォリオの特徴と措置の利用との間の相関関係を分析する際には、LTG 措置が会社の投資に及ぼす因果関係について、これらのグラフから結論を出すことは困難であるため、注意が必要となる⁴。

また、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、2019 年末の保険及び再保険会社の投資配分を示している。このグラフは、EEA レベル及び各国の主要資産クラスへの配賦を示している。

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 Brexit 以後スペインでのみ使用されている MA に関連している。従って、これらの措置を適用している会社に関する全体的な観察は、LTG 措置の使用の有無ではなく、各国の保険会社の特殊性を単に反映している可能性がある。MA、VA、TRFR、又は TTP を利用している保険会社の投資に関するより詳細な情報は、LTG 報告書の第 3 章に記載されている。

⁴ 特に、1 レベルのルックスルーが適用されていることに注意が必要となる。したがって、「CIU（共同投資会社）」欄の数値は、CIU に対する総投資額を示すものではなく、ルックスルーが適用できなかった場合のみを示している。

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)

Investment allocation at EEA and country Level (without assets held for IL & UL contracts)							
Country	Government bonds	Corporate bonds	Equity	Collective Investment Undertakings	Mortgages and loans	Cash and deposits	Other
EEA	31%	30%	16%	8%	5%	4%	5%
AT	25%	31%	21%	6%	5%	4%	9%
BE	48%	21%	9%	1%	13%	3%	4%
BG	49%	17%	13%	1%	6%	10%	4%
CY	17%	38%	13%	8%	3%	14%	8%
CZ	54%	19%	14%	1%	4%	7%	1%
DE	20%	29%	21%	17%	5%	4%	4%
DK	13%	31%	23%	23%	4%	3%	3%
EE	21%	54%	2%	4%	1%	18%	0%
ES	59%	22%	7%	1%	1%	7%	4%
FI	11%	39%	14%	13%	6%	10%	9%
FR	33%	37%	15%	4%	2%	4%	6%
GR	63%	22%	5%	1%	1%	6%	2%
HR	65%	4%	9%	1%	7%	7%	7%
HU	80%	4%	6%	4%	0%	5%	1%
IE	27%	30%	8%	4%	6%	20%	5%
IS	24%	23%	27%	12%	2%	11%	1%
IT	53%	22%	13%	2%	1%	2%	6%
LI	24%	38%	6%	5%	3%	22%	2%
LT	71%	17%	2%	0%	1%	6%	2%
LU	26%	38%	9%	1%	9%	14%	2%
LV	60%	19%	3%	0%	3%	12%	2%
MT	22%	16%	2%	3%	7%	44%	6%
NL	35%	16%	6%	5%	26%	5%	8%
NO	11%	40%	22%	13%	10%	3%	1%
PL	56%	7%	19%	12%	2%	3%	0%
PT	47%	30%	9%	6%	0%	7%	2%
RO	68%	8%	7%	1%	1%	14%	2%
SE	14%	30%	32%	12%	4%	4%	5%
SI	41%	32%	18%	0%	1%	5%	2%
SK	46%	38%	7%	1%	1%	6%	1%

(2) MA、VA、TRFR 又は TTP を適用した会社の投資ポートフォリオ

以下及び次ページの図表は、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 2019 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 2019 年末の投資配分 (IL や UL を除いたベース)

Table 2.16

Total of undertakings							
	Government bonds	Corporate bonds	Equity	Collective Investment Undertakings	Mortgages and loans	Cash and deposits	Other
Total	31%	30%	16%	8%	5%	4%	5%
VA	34%	30%	13%	9%	5%	3%	5%
MA	75%	15%	2%	0%	0%	6%	1%
TTP & TRFR	34%	34%	8%	9%	4%	4%	6%
No measure	22%	30%	27%	6%	4%	8%	5%

Table 2.17

Life undertakings							
	Government bonds	Corporate bonds	Equity	Collective Investment Undertakings	Mortgages and loans	Cash and deposits	Other
Total	31%	33%	10%	11%	7%	2%	6%
VA	31%	33%	9%	11%	7%	2%	6%
MA	66%	12%	2%	0%	0%	8%	12%
TTP & TRFR	29%	38%	8%	10%	5%	2%	5%
No measure	35%	30%	14%	5%	5%	4%	6%

Table 2.18

Undertakings pursuing both Life and non-Life							
	Government bonds	Corporate bonds	Equity	Collective Investment Undertakings	Mortgages and loans	Cash and deposits	Other
Total	41%	28%	13%	6%	3%	3%	6%
VA	43%	28%	12%	5%	3%	3%	5%
MA	75%	15%	2%	0%	0%	6%	1%
TTP & TRFR	43%	27%	8%	6%	3%	6%	7%
No measure	22%	29%	25%	8%	3%	6%	7%

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には、一定の差異がある。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、過去数年に見られたように小さい。MA利用者には大きな違いが見られるが、これはMAが利用されている管轄区域における各国固有の資産配分によるものである。

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 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

次ページの図表は、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。

LTG を適用している会社と、自主的な措置を講じていない会社との間には、信用格付の格差が存在する。この違いは MA 利用者のサブセットにおいて特に顕著である。しかしながら、MA がスペインでのみ適用されるので、MA 利用者に対する投資の違いは国の要因によって説明される。VA を利用している企業では、その差は依然として大きく、CQS 0 格付けの政府債が 15%、CQS 0 格付けの社債が 16% である。全体的に、保有資産の大部分は CQS 0 と CQS 3 の間に格付けされており、LTG 措置の使用にかかわらず投資適格である。

全体として、ここに示した 2019 年の結果は、過去数年の数字とよく似ている。国別に見ると、どちらの方向へのシフトも見られるが、明確な傾向は見られない。また、特に国債の場合、平均 CQS の最も大きな変化は、異なるポートフォリオ構成ではなく、調整された格付けによるものと思われる。

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 2.19

Credit quality step of investments in government bonds (without assets held for IL & UL contracts)									
	CQS0		CQS1		CQS2		CQS3		CQS>3
All undertakings	17%	43%	15%	24%	1%				
MA	1%	0%	84%	15%	0%				
VA	15%	43%	15%	27%	1%				
TTP&TRFR	16%	35%	18%	30%	1%				
No measure	30%	42%	17%	11%	1%				

Table 2.20

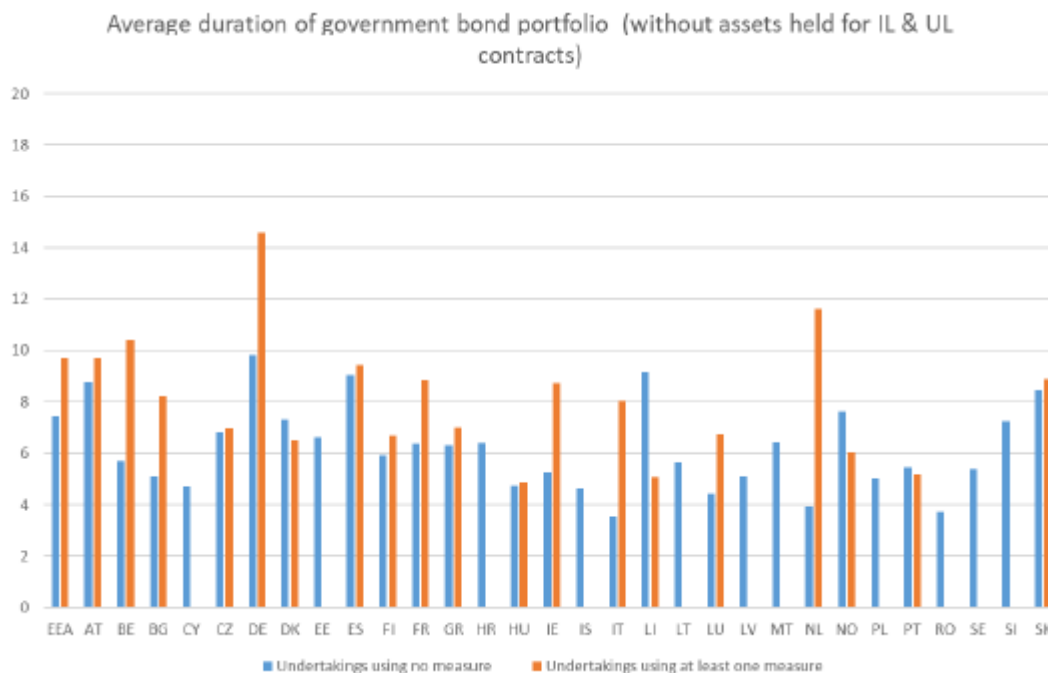
Credit quality step of investments in corporate bonds (without assets held for IL & UL contracts)									
	CQS0		CQS1		CQS2		CQS3		CQS>3
All undertakings	22%	17%	32%	28%	2%				
MA	1%	14%	37%	46%	2%				
VA	17%	17%	33%	31%	2%				
TTP&TRFR	30%	19%	26%	22%	3%				
No measure	38%	17%	26%	17%	1%				

(3-2)債券のデュレーション

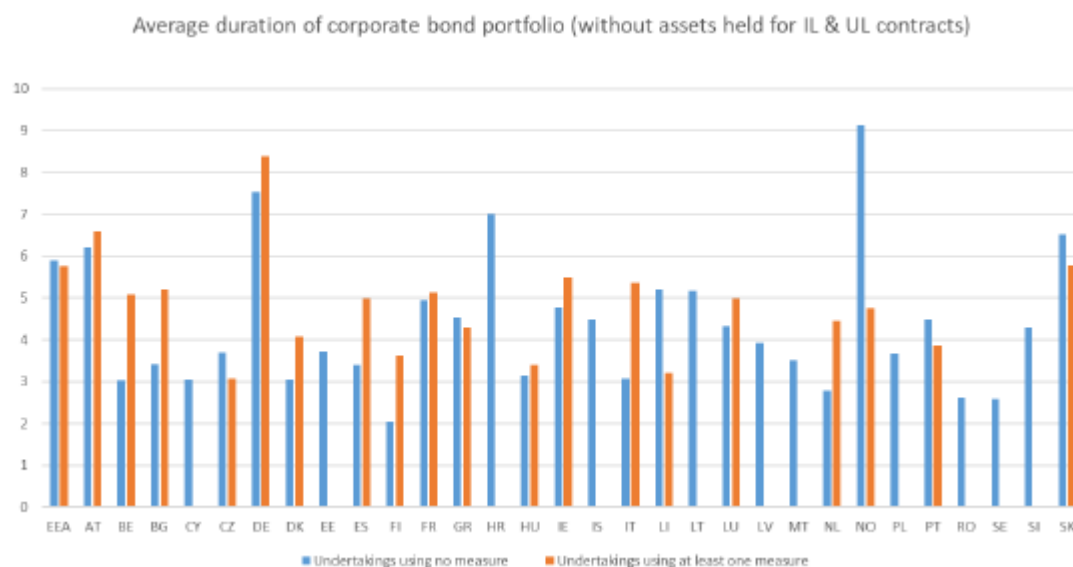
次ページの図表は、国毎に、債券ポートフォリオの平均デュレーションを国債と社債で分けて示している。少なくとも 1つの措置を適用した会社と、いずれの措置も適用していない会社を区別している。なお、デュレーションに関する図表には、ユニットリンク／インデックスリンク契約に対する投資は含まれていない。

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。この傾向は、社債よりも国債の方が顕著であるが、デュレーションには強い国の違いも重要な役割を果たしている。オランダ、ノルウェーのように、その差が非常に大きい国もあれば、小さい国もある。

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)



ここでも、異なる国の中のいくつかの顕著な違いが明らかになる。全体として、2018年から2019年にかけて債券デュレーションがわずかに増加する傾向がみられる。この傾向は国債でより強く、EEA内の平均デュレーションはほぼ0、8年増加している。社債のデュレーションは、平均してわずかに増加しただけであり、一部の国では減少している。より長期のデュレーションは、現在の低金利市場の状況において、利回り追求行動を示唆している可能性がある。

(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、事実の証拠に基づいた LTG 措置の適用と明確に関連するものではなかった。

2019 年の NSA による主な傾向は昨年と同様であった。5 つの NSAs が、インフラ、住宅ローン、ローン、その他の不動産投資などのオルタナティブ投資への転換について明確に言及した、利回り追求型の調査を行った。ある NSA は、投資決定における ESG 基準の認識が高まっているとコメントした。NSAs は 2020 年上半期にこの傾向に有意な変化を観察しなかった。

7 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、4 つが微増、3 つが微減を確認した。2020 年上半期、NSAs はこの傾向に大きな変化は観察しなかったが、ある NSA は株式投資の増加を観測し、別の NSA はより活発な売買行動を観測した。資産配分の項で示したグラフを考慮すると、2018 年から 2019 年にかけて、株式全体の保有がわずかに増加していることがわかる。

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 2 つの NSAs は、これが利回り追求型の行動に関連しているとした。

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、VA は、承認プロセスの要件により、市場における債券ポートフォリオの構成に影響を及ぼすことに言及した。他の NSA は、LTG 措置が長寿再保険の増加の動機であると観察した。彼らは、長寿リスクの減少は保険会社がより多くの投資リスクを引き受けることを可能にすると観察した。

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