

# 保険・年金 フォーカス

## EIOPA による 2021 年保険 ストレステストの結果について(3) —流動性コンポーネントへの影響と保険業界団体の反応—

保険研究部 研究理事 中村 亮一

TEL: (03)3512-1777 E-mail: [nryoichi@nli-research.co.jp](mailto:nryoichi@nli-research.co.jp)

### 1—はじめに

EIOPA (欧州保険年金監督局:European Insurance and Occupational Pensions Authority)は、2021年12月16日に「2021年 EIOPA 保険ストレステスト報告書 (2021 EIOPA Insurance Stress Test Report)」(以下、「今回の報告書」という)を公表<sup>1</sup>した。この報告書により、EIOPAは、2021年に実施された欧州保険会社に対するストレステストの結果に基づく欧州保険会社の脆弱性と耐性力に関する状況を報告している。

その中で、[前々回のレポート](#)では、今回のストレステスト及び今回の報告書の概要について報告し、[前回のレポート](#)では、報告書の第3章のストレステストの結果の中から、資本コンポーネントへの影響について報告した。今回は報告書の第3章のストレステストの結果の中から、流動性コンポーネントへの影響の抜粋及び今回の報告書に対する保険業界団体からの反応について報告する<sup>2</sup>。

### 2—流動性コンポーネントへの影響—全体概要—

全体概要は以下の通りとなっている。なお、FBS(固定貸借対照表)アプローチ及びCBS(拘束貸借対照表)アプローチについては、[前々回のレポート](#)を参照していただきたい。

- ①不利なシナリオは、参加者の流動性ポジションに影響を及ぼし、合計のネット・キャッシュ・フローが、ベースラインの約60億ユーロから、FBS(固定貸借対照表)アプローチでは約▲789億ユーロ、CBS(拘束貸借対照表)アプローチでは約▲574億ユーロに減少し、マイナスに転じる。
- ②開始時点のキャッシュポジションは、これらのネットの資金流出を補うには十分ではなく、その結果、FBSで

<sup>1</sup> <https://www.eiopa.europa.eu/media/news/eiopa-insurance-stress-test-shows-industry-resilience-also-reliance-transitional-measures>

<sup>2</sup> 今回の一連のレポートにおける図表等については、特に断りが無い限り、EIOPAの「2021年 EIOPA 保険ストレステスト報告書 (2021 EIOPA Insurance Stress Test Report)」からの引用によるものであり、必要に応じて、説明のための数値の強調や翻訳等を行っている。また、図表については、このレポート専用の番号を付けている。

▲101 億ユーロのキャッシュ不足が生じるが、リアクティブな経営行動によって+114 億ユーロとなる。

③強い流動資産ポジション(ベースラインの 2.8 兆ユーロが、FBS で▲5,387 億ユーロ、CBS で▲5,258 億ユーロ減少)が、FBS のキャッシュ不足を補うための重要なバッファーを提供していることが示されている。

図表1 不利なシナリオが流動性指標に与える影響

(単位：ユーロ)

	①ベースライン値	固定貸借対照表		制約付き貸借対照表	
		②値	③ ①と②の変化	④値	⑤ ①と④の変化
ネット流動性ポジション (キャッシュ+ネットフロー)	811億	▲101億	▲112.5%	114億	▲85.9%
サステナビリティ (キャッシュ+ネットフロー+流動性資産)	2.8兆	2.2兆	▲5,387億	2.2兆	▲5,258億

ネット・フローの悪化は、生命保険事業、特に、ベースラインの 322 億ユーロから FBS の 3,467 億ユーロへの大量解約ショックに伴う解約によるネット流出の増加に起因している。損失を補填するため、参加者は資産を売却する。開始資産クラスのポジションをみると、ソブリン債、国際機関債、社債、株式が、FBS 及び CBS において（開始時のポジションに対する比率としての購入マイナス売却の）ネット・フローの変動幅が最も大きい。

ストックについては、2021 年 3 月末の（総資産に対するヘアカット後の流動資産の比率として定義される）流動資産比率及び（総負債に対するヘアカット後の流動負債の比率と定義される）流動負債比率において、流動性ポジションの維持が確認されている。流動資産比率は、ストレス・シナリオ全体では安定的に推移しており、ベースライン（12 月）の 52.1%から、FBS（3 月）の 50.7%、CBS（3 月）の 50.9%へと若干低下する。同様に、生命保険事業、UL/IL 事業（ユニバーサルライフ/インデックスライフ）、MA（マッチング調整）ポートフォリオの流動負債比率は、UL/IL 事業が牽引し、FBS で 35.8%から 33.5%へと約 2 ポイント低下するが、それ以外は安定的に推移している。

### 3—流動性コンポーネントへの影響—サステナビリティとフローやストックへの影響—

#### 1 | サステナビリティ（持続可能性）

##### (1)流動性ポジション

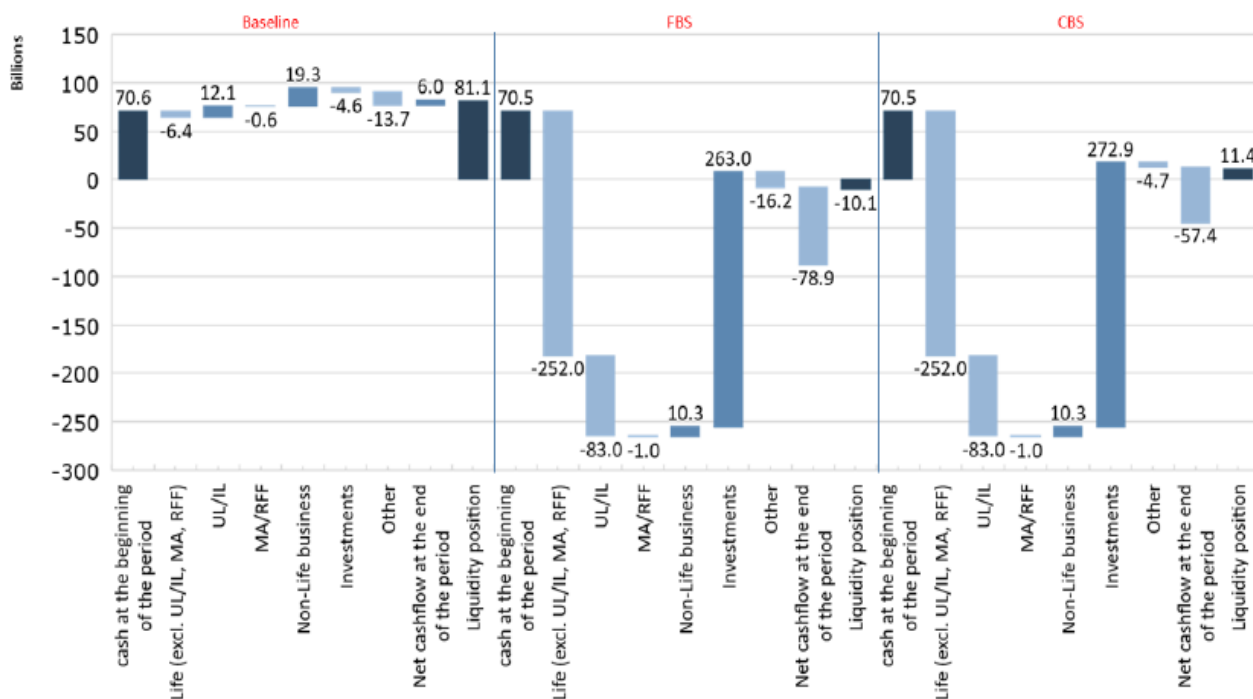
2020 年末時点の（ネット・キャッシュ・フロー+現金）で表される「流動性ポジション」の総額は、期首時点での現金の総額の減少を伴う所定のショックによって大きな影響を受けて、ベースラインの 705 億ユーロから、FBS において▲101 億ユーロの資金不足まで減少するが、リアクティブな経営行動の適用によって、CBS においては、114 億ユーロのプラスになる。

全体でのキャッシュの枯渇は、サンプル会社のネット・キャッシュ保有高が、FBS におけるマイナスの総キャッシュ・フローをカバーするのに十分でないことを示している。保険会社のネット・キャッシュ・フロー・ポジションについては、シナリオの影響により、ベースラインと比較して FBS において、大幅に（▲789 億ユーロ）に流出する。

個社レベルでは、ネット・キャッシュ・フロー・ポジションの分布は、ベースラインと FBS の間で重要な変化を示し、ベースラインの中央値（+59 億ユーロ）は FBS でマイナス（▲362 億ユーロ）

になる。CBS では、分布は FBS よりも集中し、より高い値にシフトするが、中央値は▲26 億で依然としてマイナスとなる。

図表2 ベースライン、FBS、CBS の流動性ポジション（2020年12月時点のネット・キャッシュ・フロー+現金及び現金同等物）



FBS アプローチにおいては、以下の通りとなる。

- ①生命保険事業（UL/IL、MA ポートフォリオ、RFF（リングフェンスファンド）を除く）のネット・キャッシュ・フローは、ベースライン・シナリオで既にマイナスとなっており、▲64 億ユーロから▲2,520 億ユーロへとさらに大幅に減少し、ネット・キャッシュ・フローの流出を促進している。
- ②UL/IL 事業のネット・キャッシュ・フローは、それほど重要ではないが、FBS では（121 億ユーロから▲830 億ユーロへ）マイナスに転じている。
- ③損保事業のネット・キャッシュ・フローはプラスであるが、ベースラインと比較して（193 億ユーロから 103 億ユーロへ）減少している。
- ④技術的フローの悪化は、大量解約ショックによる解約流出の著しい増加によって引き起こされる。
- ⑤これらのマイナスの技術的フローを補うために、投資フローは▲46 億ユーロから 2,630 億ユーロへと大幅に増加する。
- ⑥「その他のフロー」は FBS シナリオでは大きな変化はなく、（▲137 億ユーロから▲162 億ユーロで）マイナスのままである。
- ⑦MA ポートフォリオと RFF の貢献は重要ではない。

CBS では、投資フローはさらに 2,729 億ユーロに増加（主に資産の売却の増加と購入の減少による）し、「その他のフロー」は▲47 億ユーロに増加する。

2021年3月時点の流動性ポジションの分布を、2020年12月時点のネット・キャッシュ・フローに現金及び現金同等物を加えて計算することにより、全体としての資金不足は主にFBSの分布の25パーセンタイル値によって引き起こされていることが分かる。なお、全体として、流動性ポジションの中央値は、ベースラインの4億ユーロからFBSで1億ユーロ、CBSで2億ユーロにそれぞれ低下するが、FBSとCBSの両方でプラスのままである。

## (2) サステナビリティ比率

「サステナビリティ比率」 $(\text{ネット・キャッシュ・フロー資産の売却と購入} + 2020\text{年}12\text{月時点の流動資産}) / (2020\text{年}12\text{月時点の流動資産})$ で測定される流動性ニーズは、ストレス期間の資産の売却と購入で修正されたネット・キャッシュ・フローと等しく、FBS及びCBSアプローチの下で2020年12月に保有された流動資産で容易にカバーすることができる。

ネット流出の場合、所定のシナリオに基づき、2020年12月から2021年3月までの純残高をカバーするのに十分な額の流動資産を企業が保有しているかどうかを示している。サステナビリティ比率が100%を超えると、ネット・キャッシュ・フローがプラスになり、サステナビリティ比率が0%未満の場合は、流動性ニーズが基準日の流動資産よりも大きいことを示しており、懸念材料となる。

FBSシナリオにおける参加者中央値のストレス下でのネット流出額は、12月の流動資産保有額の2.4%に等しく、25パーセンタイルでは、必要な流動資産の割合は13.8%に増加する。CBSでは、中央値は1.3%、25パーセンタイルは6.1%となる。

## (3) サステナビリティ指標

「サステナビリティ指標」 $(\text{ネット・キャッシュ・フロー} + \text{現金及び現金同等物} + \text{その他の流動資産})$ は、2021年3月までの潜在的な流動性ニーズを、ネット投資フローも考慮した絶対値で表したものである。ネット流出の場合、所定のシナリオに基づき、2020年12月から2021年3月までの純残高をカバーするのに十分な額の流動資産を企業が保有しているかどうかを示している。

その結果、全ての参加者は、ベースライン並びにFBS及びCBSにおいて、負のネット・キャッシュ・フローを他の流動資産で維持できることが示された。ベースラインでネット・フローをカバーするために、保険会社は合計で2.8兆ユーロを保有しているが、これがFBSで5,387億ユーロ、CBSで5,258億ユーロ減少する。

個社レベルでは、サステナビリティ指標の分布をみると、サステナビリティ指標の中央値は、ベースラインの115億ユーロからFBS、CBSでは約98億ユーロに低下しているが、流動性資産がマイナスのネット・キャッシュ・フローを上回っている強いポジションの結果として、FBS、CBS間の分布には大きな変化はないことが示されている。

## 2 | フロー

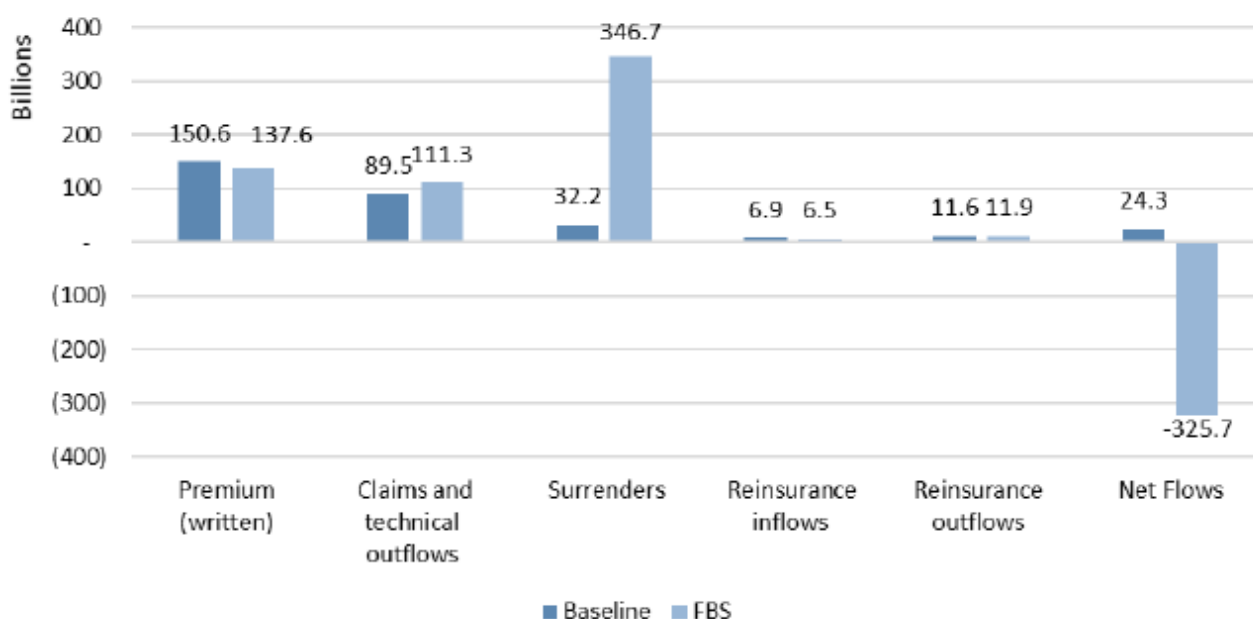
### (1) 技術的フロー

図3は所定のショックに対するベースラインとFBSの技術的ネット・フローの変化を示している。

サステナビリティ指標の分析結果と整合的に、保険会社の流動性ポジションの変化の主な要因は、大量解約ショックに伴う解約の増加で、合計で、解約はベースラインの322億ユーロからFBSの

3,467 億ユーロに増加する。さらに、死亡率ショックによる保険金請求の増加（FBS では+218 億ユーロ）で、さらに保険料の減少（FBS では▲130 億ユーロ）が続いている。

図表3 ベースライン、FBS、CBS の技術的ネット・キャッシュ・フロー



## (2)投資フロー

2020年3月時点におけるベースライン、FBS及びCBSの資産配分とともに、UL/IL及びMAポートフォリオを除く、生命保険・損害保険事業の（各資産の期末資産残高に対する比率での）主要資産種類全体の投資フロー合計の構造を示している。

ストレス後、3つのシナリオ全てで安定している担保付証券を除いて、全ての資産カテゴリーでネット売却が発生する。売越しは（部分的には）(1)で説明した解約と請求流出の増加に関連している。

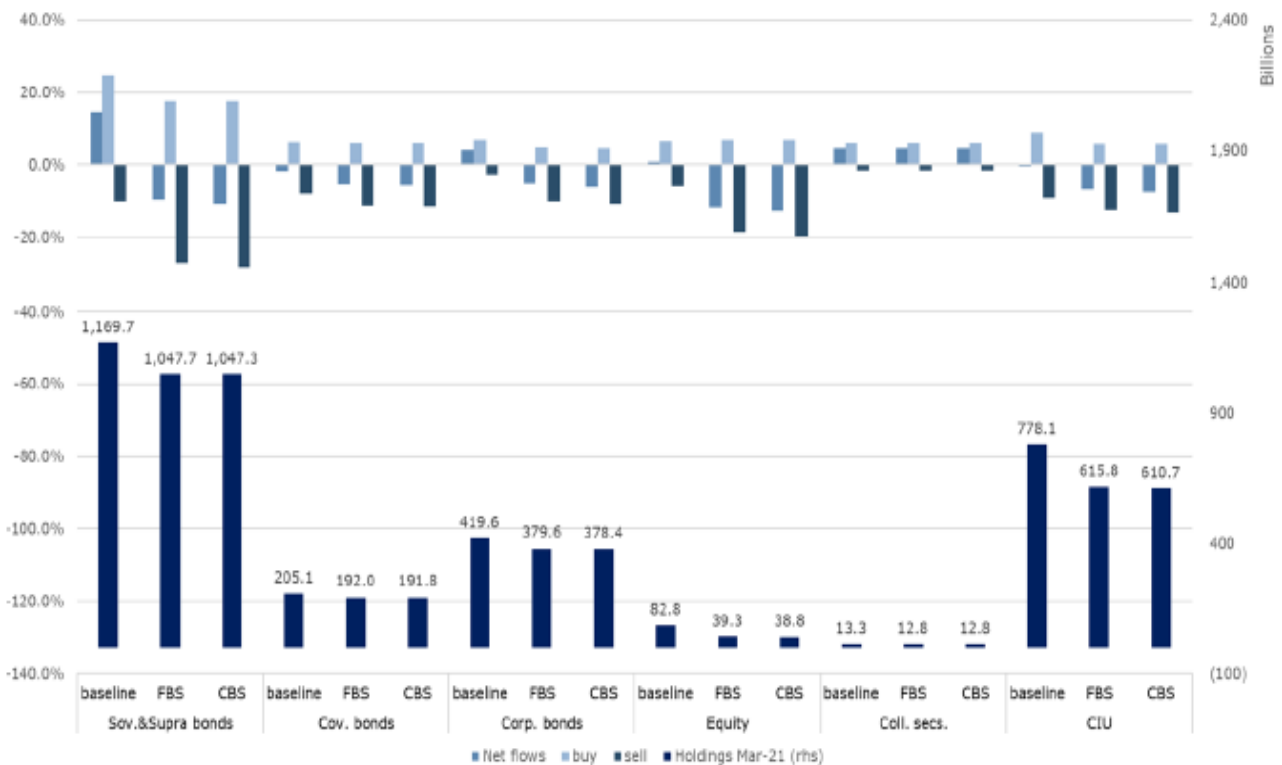
資産種類別には、ソブリン債及び国際機関債のネット・フローは、ベースラインでのネット購入（+14.5%）から、FBSでのネット売却（▲9.6%）及びCBSでのネット売却（▲10.6%）へと転換している。社債のネット・フローは、ベースラインの4.1%からFBSの▲5.2%、CBSの▲6.0%へと減少している。株式のネット・フローは、ベースラインの+0.7%から、FBSで▲11.7%、CBSで▲12.8%に減少し、大幅な変化を示している。

生命保険ポートフォリオと損害保険ポートフォリオ（UL/IL及びMAポートフォリオを除く）の投資ネット・フローを合計すると、ベースラインの1.2%から、FBSで▲3.6%に、CBSで▲3.8%に変化している。

UL/ILポートフォリオの変化はさらに大きく、ベースラインの1.8%から、FBSで▲7.5%、CBSで▲7.6%となっているが、これらのポートフォリオによって生成されたフローは、ビジネスの他の部分をカバーするために利用できないため、詳細には分析されていない。

MAポートフォリオは、3つのシナリオ全てで比較的一定のままである。

図表4 ベースライン、FBS 及び CBS における保有に対する流動投資フロー（UL/IL 及び MA ポートフォリオを除く）



### 3 | ストック-資産負債ポートフォリオの流動性

図表5は、技術的仕様書に記載されているヘアカットの考え方に基づいて、ストックの流動性ポジションの評価を行っている。

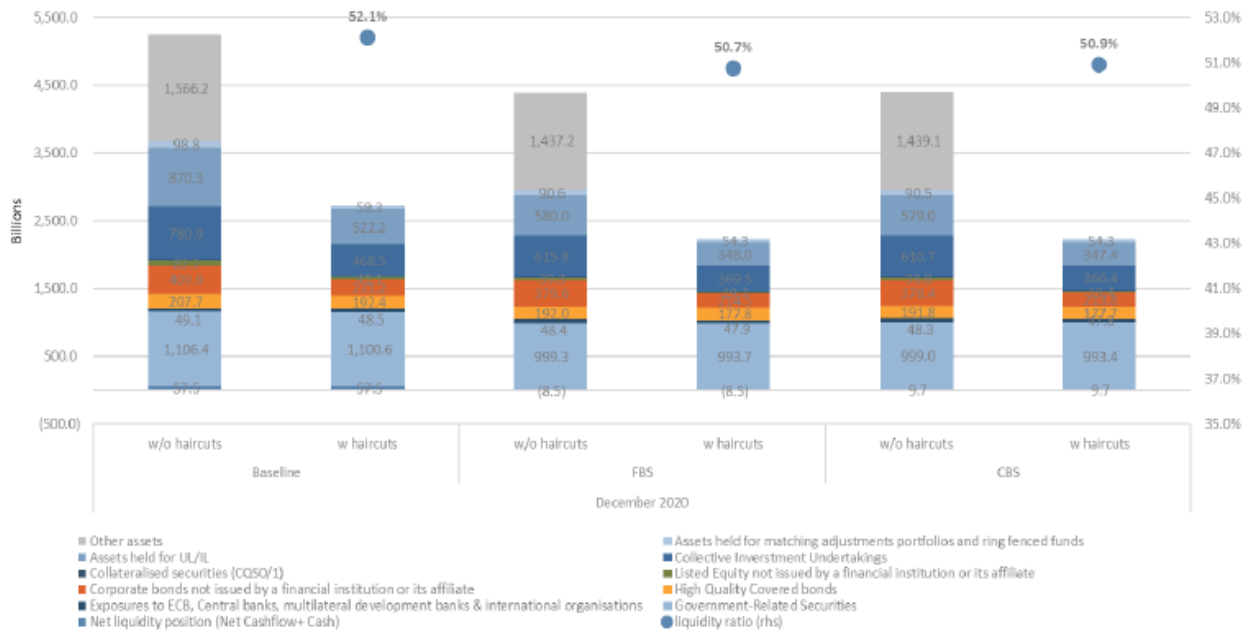
「流動資産比率」（総資産に対する流動資産（ヘアカット後）の比率）は、2020年12月のベースラインの52.1%から、2021年3月時点で、FBSでは50.7%へ、CBSでは50.9%へとわずかに低下し、ストレス・シナリオにおいて全体として安定している。12月のベースライン時の状況と3月のストレス時の状況（FBS、CBS）の比較は、①技術仕様書に規定された市場ショックの適用による変化と、②予測の時間軸における動き（売却と購入）による変化の両方の要素を含んでいる。

流動資産比率を分子・分母で分解すると、12月のベースラインから3月のストレス状況（FBS、CBS）にかけて、総資産は16.3%減少する。これは、①市場ショックによる11.2%の減少（即ち、12月のベースラインとストレス後の12月との比較）と、②予測期間中の資産再配分によるFBSとCBSの両方での5.7%の減少（即ち、ストレス後の3月とストレス後の12月との比較）、に分割される。

ヘアカットの適用後、流動資産は全体で18.5%減少する。これは、①市場ショックによる10.9%の減少（即ち、12月ベースラインとストレス後の12月との比較）と、②予測期間中の売却及び購入による8.6%のさらなる減少（即ち、ストレス後の3月とストレス後の12月との比較）、に分割される。

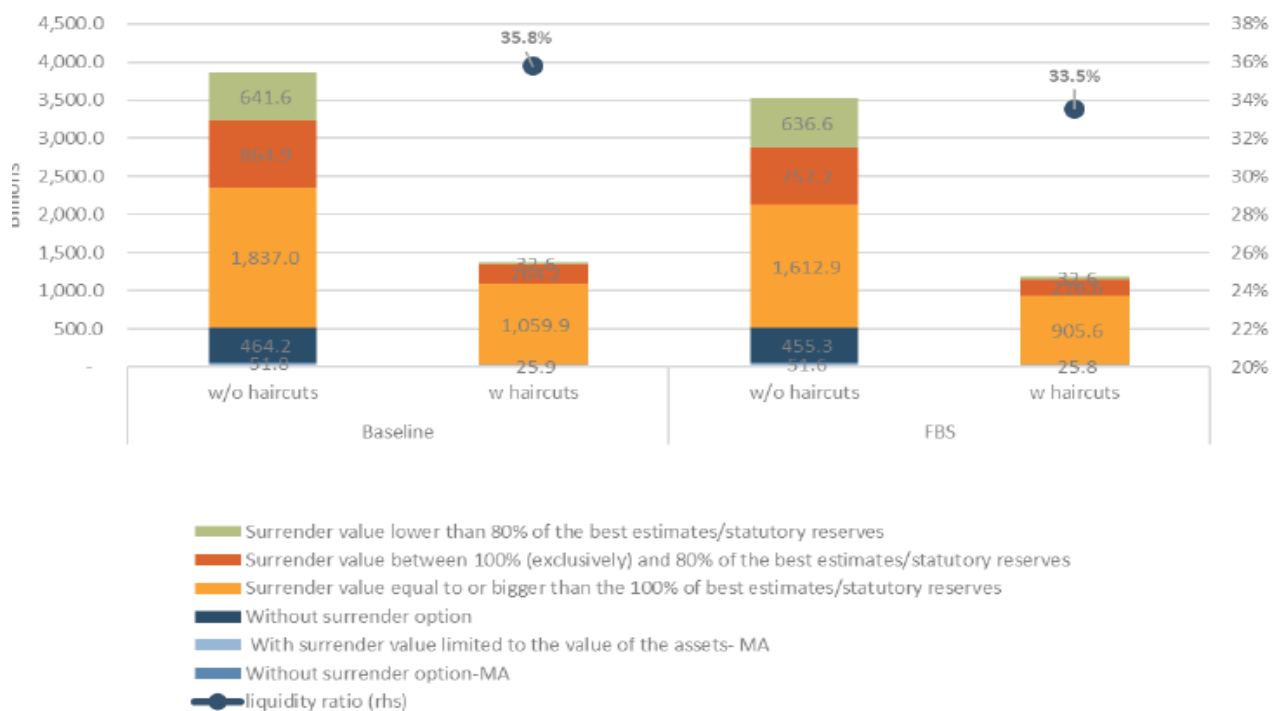


図表5 ベースライン、FBS、CBSにおける総資産、ヘアカットの有無別の流動資産、流動資産比率



生命保険事業、UL/IL 事業、MA 事業の流動負債比率（ヘアカット後）は、UL/IL 事業が安定的に推移したことにより、ベースラインの 35.8%から FBS では 33.5%へと 2.3 ポイント低下する。FBS の流動負債は 14.6%減少するが、総負債は 8.9%減少する。流動性比率は、ベースラインの 22.0%から FBS では 21.4%と 0.6 ポイント低下する。

図表6 ベースライン及び FBS におけるヘアカットの有無別の負債合計、流動負債及び流動性比率（損保を除く）

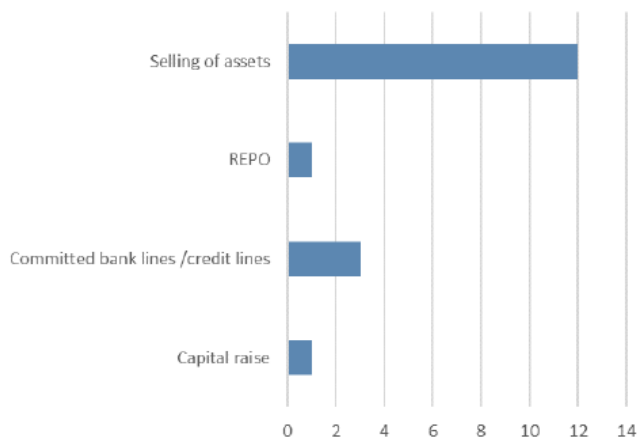


#### 4 | リアクティブな経営行動

一元的な流動性管理システムの場合、グループ内の流動性取引は全て経営行動として組み込まれ、FBS に計上される。その他の全ての場合、流動性関連のグループ内取引は、CBS に含まれる。さらに、適切かつ現実的であり、かつ演習の期間（3 ヶ月）内に実施可能であれば、他のリアクティブな経営行動も認められる。

6つのグループに属する合計 15 の単独会社がリアクティブな経営行動を適用しており、そのうち 2 つは複数の措置を適用している。12 社は、不利なシナリオの下で観察されたネット流出の影響を緩和するために、流動性の高い資産を売却し、3 社はコミットメント・バンク・ラインを通じて流動性を調達した。さらに、1 社は、債券の買戻契約（レポ）をリアクティブな経営行動として使用した。レポ契約は基準日時点で既に設定されており、取引はグループの境界内で行われていたため、演習の文脈において適切であると考えられる。別の参加者は資本増強と劣後債の発行を通じて資本を調達する。

図表 7 適用されたリアクティブな経営行動

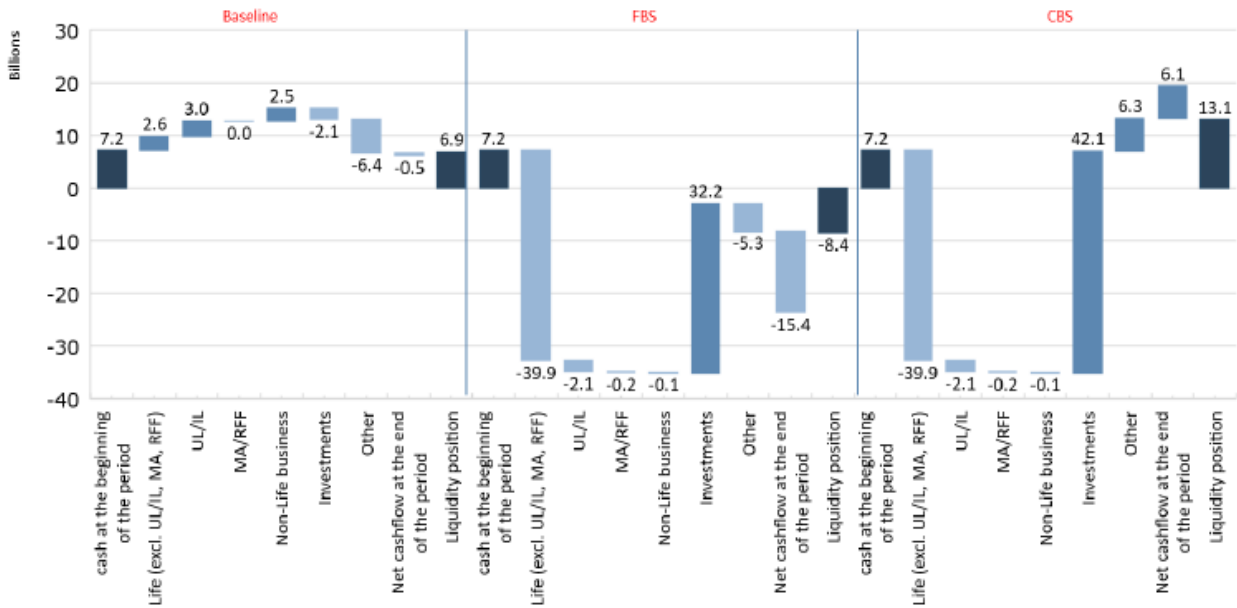


15 の単独会社のサブサンプルの合計ネット流動性ポジションの推移（図表 8）は、FBS では、全体で観察されたのと同じフロー（即ち、投資の流入によって補填されない生命保険事業の大きな技術的流出）により引き起こされ、84 億ユーロの不足を示している。

CBS で適用された資産の売却により、投資からの流入が大幅（99 億ユーロ）に増加し、さらに「その他」のカテゴリーで示されたレポ契約に関連した流動性注入（63 億ユーロのうち 61 億ユーロ）が貢献した。これらのリアクティブな経営行動の全体的な効果により、ネット流動性ポジションは 131 億ユーロに増加する。



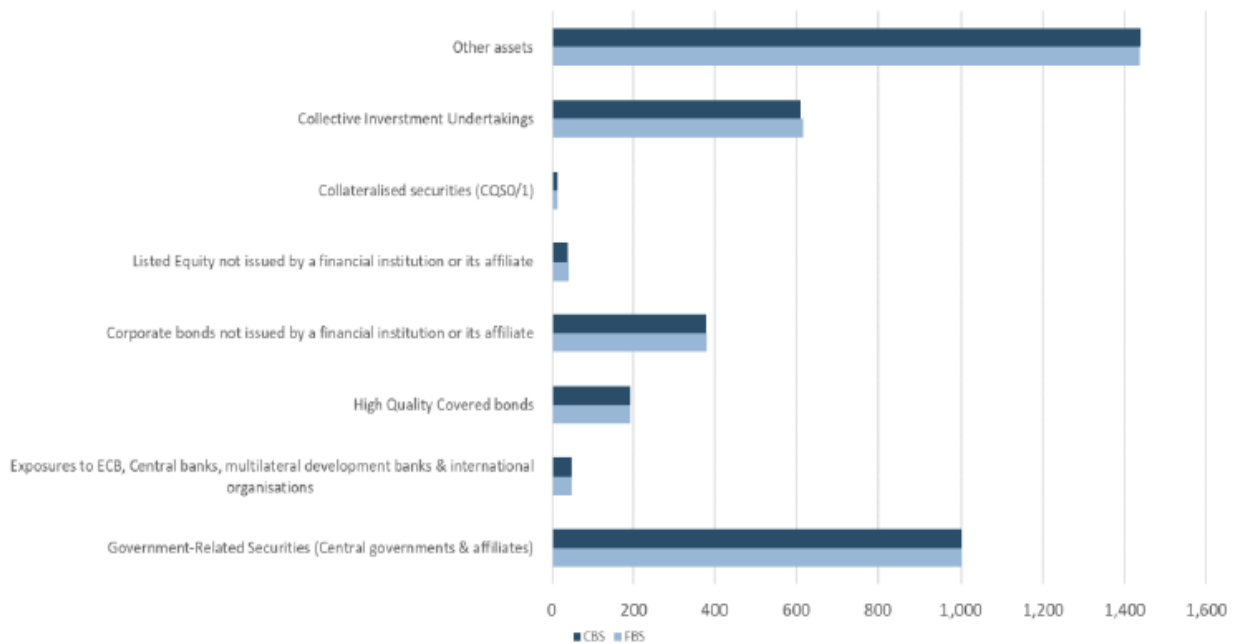
図表8 流動性ポジションの推移（リアクティブな経営行動を行ったサブサンプルの合計）



サブサンプルの分析はまた、これらの 15 の単体会社が、FBS の 117 の単体会社のフルサンプルのマイナスのネット流動性ポジションの 83.2%（101 億ユーロのうちの 84 億ユーロ）にどのように寄与するかを示している。これにより、潜在的な脆弱性を少数のプレーヤーに限定することができる。

図表9で報告されている FBS と CBS の資産配分の変化を比較すると、流動性ショックに対処するために単独会社によって適用されたリアクティブな経営行動は、資産配分に変化をもたらさないことが示されている。つまり、会社は同じ投資ミックスを維持しながら資産を売却する傾向がある。

図表9 リアクティブな経営行動による資産配分の変化



## 5 | 定性的情報

この種の初めての試みである流動性コンポーネントは、単独会社が流動性リスクをどのように管理しているかについての定性的情報も収集している。結果は以下の通りとなっている。

図表 1 0 流動性に関する定性的質問

質問	YES	NO	N/A
リアクティブな経営行動			
(1) 契約書には、流動性ストレスが生じた場合に保険契約者の支払いを遅らせたり制限したりできる条項がありますか。	10	103	4
(2) 「はい」の場合、これらの契約条項を事後対応型管理アクションを含むストレス・テスト・シナリオに適用しましたか。		63	54
キャッシュ管理			
(3) 御社では、日常的な資金管理を監視していますか。(短期流動性資金管理)	111	2	4
(4) 継続的/中期的なキャッシュ・フロー管理を自社で行っていますか。(中期流動性資金管理)	108	5	4
(5) 可能性のあるシナリオの下で現金ニーズを評価していますか?(長期流動性資金管理)	86	27	4
流動性ガバナンスと追加質問			
(6) ORSA内で流動性「応力試験」を管理していますか。またはその他の内部リスク評価を実施していますか。	96	17	4
(7) その場合、国の監督機関に連絡していますか?	77	32	8
(8)流動性リスク管理計画(LRMP)を実施していますか?	79	33	5
(9)緊急時の資金調達計画はありますか?	51	62	4
(10)今後数ヶ月で流動性リスクの監視を強化する予定ですか?	18	94	5
(11)EIOPA 2021ストレステストでカバーされていない流動性リスクを妨げる可能性のあるリスクはありますか?	25	85	7

## 4—Insurance Europe(保険ヨーロッパ)の反応

欧州の保険業界団体である Insurance Europe(保険ヨーロッパ)は、2021年12月16日に声明を公表<sup>3</sup>して、「EIOPA ストレステストの結果は、1000年に1回の極端なイベントでも、顧客への約束を果たす欧州保険業界の能力を裏付けている」と述べた。

具体的には、「極端なシナリオでは、ユーロ圏の市場金利は約20年間で▲1%とはるかに低くなり、同時に殆どの主要な資産クラスが大きな損失を被ると想定している。伝統的に「安全な避難所」の資産と見なされてきたソブリン債でさえ、価値を失うと予測されている。さらに、シナリオでは、関連する保険契約者の20%が保険契約を解約し、保険会社は保険金のインフレ率が上昇する可能性がある」とし、また「テストされた全ての保険会社が、このような極端なシナリオ(全て同

<sup>3</sup> <https://www.insuranceeurope.eu/news/2498/eiopa-stress-test-results-confirm-the-european-insurance-industry-s-ability-to-meet-promises-to-customers-even-under-extreme-1-in-1000-year-events>

時に発生)の下で顧客に対する全ての義務を引き続き果たすことができるという事実は、業界のバランスシートとリスク管理の強さを鮮明に示している。」と述べた。

具体的な声明は、以下の通りである。

2021年12月16日

### EIOPA ストレステストの結果は、1000年に1回の極端なイベントでも、顧客への約束を果たす欧州保険業界の能力を裏付けている

欧州保険・企業年金局 (EIOPA) が実施した 2021 年のソルベンシー II ストレステストの結果が発表された後、保険ヨーロッパ副局長の Olav Jones 氏は次のように述べている。

「この演習の結果は、特に欧州システミックリスク理事会が 1000 年に 1 回のイベントと推定したものを含むストレステストシナリオの極端な性質を考えると、業界の並外れた回復力を明確に示している。この結果はまた、流動性リスクは、保険会社によって監視及び管理されているものの、実際には重要な問題ではないことを確認している。」

「極端なシナリオでは、ユーロ圏の市場金利は約 20 年間で▲1%とはるかに低くなり、同時に殆どの主要な資産クラスが大きな損失を被ると想定している。伝統的に「安全な避難所」の資産と見なされてきたソブリン債でさえ、価値を失うと予測されている。さらに、シナリオでは、関連する保険契約者の 20%が保険契約を解約し、保険会社は保険金のインフレ率が上昇する可能性があるかと想定している。」

「テストされた全ての保険会社が、このような極端なシナリオ (全て同時に発生) の下で顧客に対する全ての義務を引き続き果たすことができるという事実は、業界のバランスシートとリスク管理の強さを鮮明に示している。また、超低金利とパンデミックが顧客保護の観点から保険会社のビジネス上の課題として認識されることもあるが、現在の資本レベルはソルベンシー II の目標をはるかに超える保護を提供するのに十分すぎることも示している。」

## 5—まとめ

以上、今回のレポートでは、報告書の第 3 章のストレステストの結果の中から、流動性コンポーネントへの影響の抜粋及び今回の報告書に対する保険業界団体からの反応について報告した。

今回のストレステストの結果報告を受けての今後のステップについては、[前々回のレポート](#)で報告した通りである。EIOPA と各国監督当局は、セクターのリスクと脆弱性をより深く理解するために、結果をさらに分析し、EIOPA は、演習で特定された関連する懸念事項に関する推奨事項を発行する必要性を評価していくことになる。

EIOPA のストレステストを巡る動向については、日本においても関心の高い事項であることから、今後とも引き続き注視していくこととしたい。

以 上