

基礎研 レポート

欧州大手保険 G の 生命保険事業の収益構造について —2021 年決算数値等に基づく結果報告—

保険研究部 研究理事 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 2021 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 2021 年決算数値に基づいて、このシリーズの[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、2021 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 (参考として Prudential) 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 G の地域別の事業展開状況—2021 年決算数値等に基づく現状分析—](#)」(2022.5.9)

² 基礎研レポート「[欧州大手保険 G の 2021 年の生保新契約業績—商品タイプ別・地域別の販売動向・収益性の状況—](#)」(2022.5.26)

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。

2020年から2021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4,471百万ユーロから4,339百万ユーロに3.0%減少し、「技術マージン (Net technical margin)」が1,105百万ユーロから1,143百万ユーロに3.4%増加し、「投資マージン (Investment margin)」は1,936百万ユーロから1,885百万ユーロへと2.6%減少した。一方で、「費用 (Expenses)」は4,728百万ユーロから4,526百万ユーロに4.3%減少した。これらの結果として、基礎利益は2,693百万ユーロから2,797百万ユーロに3.9%増加した。

欧州とアジア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おり、投資マージンについては、欧州ではウェイトが高いが、アジアでは日本の影響で引き続きマイナスとなっている。また、技術マージンについては、欧州で高く、アジアでも一定の水準を占めている。

生命保険 (生命保険 & 貯蓄) 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		アジア		AXA XL		AXA International	
	2020年	2021年	2020年	2021年	2020年	2021年	2020年	2021年	2020年	2021年
投資マージン	1,936	1,885	1,869	1,833	(30)	(24)	20	17	62	54
付加保険料&手数料	4,471	4,339	2,754	2,743	1,391	1,376	-	-	267	147
技術マージン	1,105	1,143	750	867	291	261	7	0	12	(18)
費用 (-)	4,728	4,526	3,430	3,330	942	941	14	12	288	169
基礎利益	2,693	2,797	1,899	2,086	673	656	13	5	51	13

生命保険事業の収益構造 (主要国別) (その1)

(単位: 百万ユーロ)

	フランス		ドイツ		スイス		ベルギー	
	2020年	2021年	2020年	2021年	2020年	2021年	2020年	2021年
投資マージン	1,254	1,115	33	107	90	122	325	324
付加保険料&手数料	1,649	1,644	175	179	379	384	111	113
技術マージン	370	462	37	43	197	201	48	50
費用 (-)	2,273	2,190	137	138	355	372	201	196
基礎利益	1,001	1,030	91	189	284	316	281	291

生命保険事業の収益構造 (主要国別) (その2)

(単位: 百万ユーロ)

	イタリア		スペイン	
	2020年	2021年	2020年	2021年
投資マージン	132	123	37	42
付加保険料&手数料	296	316	96	107
技術マージン	65	72	32	39
費用 (-)	316	336	90	99
基礎利益	174	173	72	87

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)(その3)

	日本		香港		アジア高成長	
	2020年	2021年	2020年	2021年	2020年	2021年
投資マージン	(35)	(29)	0	0	5	5
付加保険料&手数料	790	762	580	593	21	21
技術マージン	203	190	82	67	6	4
費用(-)	641	615	267	304	34	22
基礎利益	295	300	380	348	(2)	7

(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、グループ全体及び主要国別に、保有・新契約ベースで開示しており、以下の図表の通りとなっている。

生命保険事業の主要国別投資スプレッドの状況(2021年)

(単位:%)

	保有契約			新契約(再投資)		
	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	2.7	1.4	1.3	1.4	0.2	1.2
フランス	3.2	0.5	2.7	1.2	0.0	1.2
ドイツ	3.0	2.6	0.4	1.4	0.6	0.8
スイス	1.6	1.1	0.5	1.4	0.2	1.2
ベルギー	3.5	2.1	1.4	1.1	0.1	1.0
イタリア	1.9	0.9	1.0	0.9	0.3	0.6

(参考)生命保険事業の主要国別投資スプレッドの状況(2020年)

(単位:%)

	保有契約			新契約(再投資)		
	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	2.7	1.5	1.2	1.2	0.2	1.0
フランス	3.2	0.5	2.7	1.0	0.0	1.0
ドイツ	3.0	2.6	0.4	1.5	0.7	0.8
スイス	1.5	1.2	0.3	1.1	0.4	0.7
ベルギー	3.7	2.2	1.5	1.3	0.8	0.5
イタリア	2.1	0.8	1.3	1.0	0.2	0.7

(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、一方でこれまで新契約の保証利率も低下させてきたことから、保有契約の平均保証利率も低下してきており、それらの差額としての保有契約のスプレッドについては、グループ全体で 130bps(2020年 120bps、2019年 125bps、2018年 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。

なお、これから経費等を差し引いた投資マージンは 66bps(67bps、68bps、70bps、69bps、73bps、79bps、80bps)となっている。AXA は 2021年から 2023年にかけての投資マージンのガイダンスとして、55bps~65bps と設定していたが、これを上回る水準を確保している。

一方で、新契約のスプレッドは、再投資利回りが上昇したことにより、120bps(100bps、145bps、220bps、180bps、140bps、160bps、230bps)に増加した。

(2-2)国別

国別に見た場合、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

ユニットリンク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、保有契約のспレッドは 270bps(270bps、280bps、290bps、300bps、310bps、320bps、310bps)と、他国に比べて高い水準を確保している。一方で、新契約のспレッドは 120bps(100bps、140bps、180bps、180bps、190bps、200bps、240bps)となっており、保有契約のспレッドの水準を下回った形になっている。

ドイツにおいては、平均保証利率が毎年低下してきていたが、保有契約ベースではここ 3 年間は 2.6%と横ばいで推移しており、引き続き高い水準にあることから、保有契約のспレッドは 40bps(40bps、40bps、50bps、60bps、40bps、40bps、40bps)となっている。一方で、新契約のспレッドは 80bps(80bps、120bps、130bps、90bps、110bps、130bps、120bps)となっている。

スイスは資産利回りが 0.1%ポイント増加した一方で、平均保証利率が 0.1%ポイント低下したことで、保有契約のспレッドが 0.5%に上昇している。新契約のспレッドも、再投資利回りが 0.3%ポイント上昇した一方で、保証利率を引き下げた商品の販売で平均保証利率が 0.2%ポイント低下したことから、120bps(70bps、50bps、50bps、110bps、60bps、70bps、130bps)と上昇している。

なお、ベルギーは新契約の保証利率が 0.7%ポイントと大きく低下したことで、新契約のспレッドが 2020 年の 0.5%から 2021 年の 1.0%に大きく上昇している。

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、次ページ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形になっている。

2020 年から 2021 年にかけて、グループ全体では、「付加保険料&手数料(Loadings & fees)」が 6,605 百万ユーロから 6,888 百万ユーロに 4.3%増加し、「投資マージン(Investment margin)」は 4,194 百万ユーロから 4,440 百万ユーロに 5.9%増加し、「技術マージン(Technical margin)」は 1,132 百万ユーロから 1,305 百万ユーロに 15.3%増加した。一方で、「費用(Expenses)」は 7,365 百万ユーロから 7,999 百万ユーロに 8.3%増加した。これらの結果として、営業利益は、4,359 百万ユーロから 5,011 百万ユーロに 15.0%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、2021 年は 2020 年に比べて、投資マージンは増加したものの、付加保険料&手数料が減少している。一方で、高資本効率商品は、投資マージンのウェイトがやや高く、付加保険料&手数料がこれに続いており、これらがともに大きく増加している。保障・医療商品は、付加保険料&手数料のウェイトが大きく、技術マージンがこれに次いでいるのに対して、ユニットリンク商品は、付加保険料&手数料が収益の殆どを占めている。

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	
	2020年	2021年	2020年	2021年	2020年	2021年	2020年	2021年	2020年	2021年
投資マージン	4,194	4,440	1,791	1,881	2,162	2,241	167	223	74	95
付加保険料&手数料	6,605	6,888	1,888	1,819	1,435	1,510	1,985	2,068	1,296	1,492
技術マージン	1,132	1,305	148	151	218	338	713	776	53	41
費用(-)	7,365	7,999	1,642	1,600	2,580	2,929	2,162	2,348	980	1,122
営業利益	4,359	5,011	2,003	2,071	1,087	1,452	781	910	488	578

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、「保険料からの付加保険料」は、①ドイツの生命保険事業における費用結果に基づく保険契約者の配当が増加したため、②米国及びイタリアでの保障及び医療商品の販売の増加がこれを部分的に相殺したものの、減少した。「責任準備金からの付加保険料」は、主に米国における資本効率の高い商品と保障及び医療商品の両方の準備金の増加、及びドイツの生命保険事業における準備金の増加により、増加した。「ユニットリンク管理手数料」は、運用資産の増加とイタリアを中心とした成功報酬の増加により、増加した。

付加保険料&手数料の内訳

(単位:百万ユーロ)

	①2020年	②2021年	③増加率 (②/①-1)
①保険料からの付加保険料	4,229	4,182	▲1.1%
②責任準備金からの付加保険料	1,655	1,826	10.3%
③ユニットリンク管理手数料	721	880	22.1%
付加保険料&手数料	6,605	6,888	4.3%
①/法定保険料	5.7%	5.3%	▲0.4%ポイント
②/平均責任準備金	0.3%	0.3%	-
③/平均ユニットリンク責任準備金	0.5%	0.5%	0.1%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、以下の理由により、5.9%増加した。①米国では、スプレッドマージンの改善、非伝統的な変額年金商品の規模及び実現利益が増加した一方で、固定インデックス年金事業によって部分的に相殺された。②フランスでは、減損の減少、為替換算の利益の増加及び受取利息の増加の恩恵を受けた。③アジア太平洋地域では、投資の処分とより高い実現益が大きく貢献した。

投資マージンの内訳

(単位:百万ユーロ)

	①2020年	②2021年	③増加率 (②/①-1)
投資収入	18,022	19,569	8.6%
金融資産・負債からの営業収入	33	(2,088)	-
営業実現損益	8,687	7,461	▲14.1%
利息費用(-)	117	417	256.4%
投資減損(-)	4,466	986	▲77.9%
投資費用(-)	1,681	1,993	18.6%
その他	(185)	(1,507)	714.6%
予定利息	9,081	8,992	▲1.0%
契約者配当	7,019	6,607	▲5.9%
投資マージン	4,194	4,440	
投資マージン率	86bps	87bps	1bps

「費用」については、特に米国の非伝統的変額年金商品及び固定指数年金商品において、販売量が増加するにつれて、新契約費及び手数料が増加した。さらに、フランスでの商品の移転と特定の流通チャネルがコストを押し上げた。この増加は、ドイツの生命保険事業における資本効率の高い商品の売上減少により一部相殺された。ベネルクス及びドイツでは、買収と管理費の再配分、リストラ及びIT費用の増加により、管理費及びその他の費用が増加した。

費用の内訳

(単位:百万ユーロ)

	①2020年	②2021年	③増加率 (②/①-1)
①新契約費&手数料	5,458	5,864	7.4%
②管理経費	1,907	2,135	12.0%
費用	7,365	7,999	8.6%
①/PVNBP	8.3%	7.1%	1.2ポイント
②/平均責任準備金	0.3%	0.3%	-

なお、内訳の図表はないが、「技術マージン」については、特に米国での解約と再保険のマージンがプラスであったため、増加した。ドイツでのパンデミック関連の請求準備金の解放も、マージンの増加に貢献した。アジア太平洋地域、特にインドネシアでのより高い請求は、これらを部分的に相殺した。

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、2020年から2021年にかけて、キャピタルゲイン等を含んだ総利回りが4.18%から4.23%に0.05%ポイント上昇した一方で、平均保証利率が1.85%から1.76%に0.09%ポイント低下し、配当分配が0.12%増加したことから、これらの差額としての投資マージンは0.01%ポイント上昇して0.87%となった。

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)	⑦投資マージン (実額)
① 2021年	2.96	3.76	0.47	4.23	1.76	1.60	0.87	4,440
② 2020年	2.86	3.66	0.53	4.18	1.85	1.48	0.86	4,194
③ ①-②	0.10	0.10	▲0.06	0.05	▲0.09	0.12	0.01	246

(※)「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

なお、「DAC の変更による影響」はプラスに転じ、主に米国での事業により高い成果を上げた。また、固定

インデックス付き及び非伝統的な変額年金商品による売上高の増加に伴う資本の積み上げが好影響をもたらした。追加の推進要因には、台湾とインドネシアでのユニットリンク商品の販売の増加とフランスでの繰延可能なコストの増加が含まれる。償却額は減少し、介護事業における前年の損失認識、及び米国の固定指数事業と変額年金事業の両方におけるプラスの補正による影響が大きかった。

(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、以下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、ベルギー、スイスが高く、イタリア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、AXA におけるスイスの水準がかなり低くなっていることを除くと、各国間の相対的な大小関係のポジションはほぼ類似している。ただし、平均保証利率の絶対水準は両社でかなり異なっている。

2020 年との比較では、平均保証利率が、ベルギーで 0.5%、イタリアで 0.3%、ドイツ、米国、スイスで 0.1%低下したが、フランスでは横ばいとなっている。

生命保険事業の加重平均保証利率(国別)

(単位:%)

	2017年末		2018年末		2019年末		2020年末		2021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)	①平均保証利率	②責任準備金(十億ユーロ)
ドイツ	2.4	178.7	2.2	190.2	2.0	205.5	1.8	218.3	1.7	228.5
米国	0.6	85.9	0.6	97.1	0.5	106.7	0.5	104.3	0.4	123.6
フランス	0.4	54.8	0.4	55.2	0.3	56.6	0.3	56.0	0.3	54.2
イタリア	1.6	29.3	1.5	29.5	1.3	29.5	1.3	28.8	1.0	27.6
スイス	1.6	11.1	1.5	11.4	1.5	11.8	1.5	12.0	1.4	12.4
ベルギー	2.5	8.8	2.2	8.6	2.0	8.4	1.9	7.1	1.4	6.8

(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。ただし、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 年長くなっていた。2019 年は資産のデュレーションのさらなる長期化が図られるとともに、負債のデュレーションも長期化したことから、両者のギャップは逆に負債が 0.2 年長くなっていた。2020 年は、資産及び負債のデュレーションがともに 11 年を超える数字で長期化しており、両者のギャップは負債が 0.1 年長くなっていた。2021 年は負債のデュレーションの短期化により、再び資産のデュレーションが 0.2 年長くなっている。

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)

	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
①資産のデュレーション	7.6	7.6	8.3	8.8	9.5	9.5	9.7	10.2	11.4	11.3
②負債のデュレーション	8.6	7.9	8.9	9.4	9.7	9.5	9.3	10.4	11.5	11.1
③デュレーション・ギャップ(①-②)	▲1.0	▲0.3	▲0.6	▲0.6	▲0.2	0.0	0.4	▲0.2	▲0.1	0.2

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、以下の図表の通りとなっている。

2020 年から 2021 年にかけて、グループ全体では、「投資結果 (Investment result)」は 1,432 百万ユーロから 1,528 百万ユーロに 6.7% 増加少し、「技術マージン (Technical margin)」のうちの「付加保険料 & 手数料⁵」は 4,907 百万ユーロから 5,253 百万ユーロに 7.1% 増加し、「技術的 & その他結果 (Technical & other result)」は 1,318 百万ユーロから 1,566 百万ユーロに 18.8% 増加した。一方で、「費用 (Expenses)」は 5,029 百万ユーロから 5,532 百万ユーロに 10.0% 増加した。これらの結果として、営業利益は 2,627 百万ユーロから 2,816 百万ユーロに 7.2% 増加した。

「技術マージン」の増加はユニットリンク商品や保障商品へのシフトによる商品ミックスの改善を反映している。なお、COVID-19 による影響は▲119 百万ユーロ (2020 年は▲63 百万ユーロ) となっている。特にイタリア、フランス、米州及び南欧における保障ラインでの請求の増加による。

各国・各地域別に見てみると、欧州において、イタリアやフランスが引き続き投資結果に一定程度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。一方で、アジアは、投資結果は高くなく、ドイツほどではないが、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。

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	
	2020年	2021年	2020年	2021年	2020年	2021年	2020年	2021年
投資結果	1,432	1,528	1,319	1,409	35	44	78	75
付加保険料 & 手数料	4,907	5,253	4,355	4,629	49	6	503	618
技術的 & その他結果	1,318	1,566	1,104	1,295	45	153	169	118
費用 (-)	5,029	5,532	4,377	4,753	95	150	557	629
営業利益	2,627	2,816	2,402	2,584	34	53	192	179
技術マージン / 法定保険料	13.3%	13.6%	.N.A.	.N.A.	.N.A.	.N.A.	.N.A.	.N.A.
投資結果 / 一般勘定投資	0.42%	0.40%	.N.A.	.N.A.	.N.A.	.N.A.	.N.A.	.N.A.
営業利益 / 投資	0.63%	0.63%	.N.A.	.N.A.	.N.A.	.N.A.	.N.A.	.N.A.

(※)「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	
	2020年	2021年	2020年	2021年	2020年	2021年	2020年	2021年
投資結果	1,150	1,090	489	468	16	45	127	41
付加保険料 & 手数料	956	1,004	1,398	1,536	1,200	1,241	447	463
技術的 & その他結果	416	431	(118)	(10)	379	414	163	238
費用 (-)	1,151	1,243	1,205	1,342	1,224	1,291	449	490
営業利益	1,371	1,282	565	651	372	415	289	251
技術マージン / 法定保険料	7.0%	7.7%	14.7%	13.3%	14.9%	15.1%	24.0%	31.2%
投資結果 / 一般勘定投資	0.86%	0.78%	0.55%	0.53%	0.02%	0.06%	0.79%	0.32%
営業利益 / 投資	0.90%	0.79%	0.50%	0.55%	0.40%	0.42%	1.41%	1.44%

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(主要国別) (単位:百万ユーロ)

	スイス		スペイン	
	2020年	2021年	2020年	2021年
投資結果	(513)	(240)	56	93
付加保険料&手数料	257	275	92	101
技術的&その他結果	94	85	51	44
費用(-)	126	118	58	58
営業利益	(289)	2	142	179
技術マージン/法定保険料	.N.A.	.N.A.	.N.A.	.N.A.
投資結果/一般勘定投資	.N.A.	.N.A.	.N.A.	.N.A.
営業利益/投資	.N.A.	.N.A.	.N.A.	.N.A.

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)

	①2020年	②2021年	③増加率 (②/①-1)
付加保険料	3,487	3,509	0.6%
ユニット/インデックス・リンク手数料	1,420	1,744	22.8%
付加保険料&手数料	4,907	5,253	7.1%

(2)投資利回りと保証利率の状況

2021 年末の保険負債の平均保証利率は 1.15%であり、ベースは必ずしも同一ではないが 2010 年の 2.30%からの 11 年間で 1.15%ポイント低下している。これに対して、投資利回りは 2021 年に 2.85%で、2010 年の 4.30%からの 11 年間で 1.45%ポイント低下している。その結果として、両者の差額としてのスプレッドは 2010 年の 2.00%から、2021 年の 1.70%に 0.30%ポイント低下している。

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	2015年	2016年	2017年	2018年	2018年 (restate)	2019年	2020年	2021年
①投資利回り	4.30	3.38	3.21	3.18	3.10	3.31	3.17	2.89	2.85
②保険負債保証利率	2.30	1.80	1.73	1.61	1.38	1.41	1.31	1.25	1.15
③ ①-②	2.00	1.58	1.48	1.57	1.72	1.90	1.86	1.63	1.70

(※)2018年に算出手法の改訂が行われている。

一方で、2021 年の新契約の保証利率は 0.06%であるのに対して、再投資リターンは 1.50%となっており、両者の差額としてのスプレッドは 1.44%となった。Generali は、新契約保証利率の水準を過去から着実に低下させてきていたが、2021 年は保証利率の水準が 0.18%上昇している一方で、再投資利回りが 0.19%増加したことから、スプレッドは 0.01%ポイント上昇した。

新契約保証利率と再投資利回りの推移 (単位:%)

	2010年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
①再投資利回り	3.90	2.50	2.02	1.80	2.01	1.97	1.31	1.50
②新契約保証利率	1.23	0.51	0.45	0.22	0.12	0.02	▲0.12	0.06
③ ①-②	2.67	1.99	1.58	1.58	1.89	1.95	1.43	1.44

なお、生命保険・金融債務の保証利率別内訳は、次ページの図表の通りになっている。

着実に保証利率の低いあるいは保証利率無しの負債の割合が高まってきており、特に保証利率 1%未満や保証利率無しの負債の割合がそれぞれ 3 割を超えてきている。

生命保険・金融債務の保証利率別内訳

保証利率	2017年末	2018年末	2019年末	2020年末	2021年末
保証利率付き	75.9%	74.8%	72.6%	70.0%	66.0%
1%未満	27.3%	31.9%	33.6%	33.8%	34.0%
1%以上3%未満	30.4%	30.3%	27.9%	26.1%	22.7%
3%以上4%未満	11.7%	8.1%	7.3%	6.6%	6.0%
4%以上	6.4%	4.4%	3.9%	3.6%	3.3%
保証利率無し	21.9%	22.6%	24.7%	27.7%	31.3%
特定資産とマッチ	2.3%	2.3%	2.7%	2.1%	2.6%
全体	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

(3) デュレーション・マッチングの状況

Generali の 2021 年末の債券のデュレーションは 10.2 年となっている。固定利付資産と負債とのデュレーション・ギャップは、2020 年には 0.8 年(負債のデュレーションが資産を 0.8 年上回る)だったが、2021 年の数値は開示されていない。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が、2019 年、2020 年と負債のデュレーションが債券のデュレーションを上回った形になっていた。

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	2019年	2020年	2021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	8.9	10.7	10.2
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	▲1.0	▲0.8	NA

(※)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

(参考) Prudential

(1) 営業利益の構造

Prudential は、営業利益(operating profit)の構造は、以下の図表の通りとなっている。

2020 年から 2021 年にかけて、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、マージンが 74bps から 66bps に低下したが、スプレッド収入は 296 百万ドルから 5.4%増加(比較可能ベースでは 2.6%増加、以下同様)して、312 百万ドルとなった。

一方で、「手数料収入(Fee income)」は、282 百万ドルから 345 百万ドルに 22.3%増加(20.2%増加)し、「保険引受けマージン(Insurance margin)」が 2,648 百万ドルから 2,897 百万ドルに 9.4%増加(7.7%増加)した。「収益マージン(Margin on revenues)⁶」は、3,007 百万ドルから 3,008 百万ドルにほぼ横ばい(1.3%減少)だった。一方で、「費用(Expenses)」は 3,137 百万ドルから 3,175 百万ドルに 1.2%増加(0.2%減少)した。これらの結果として、営業利益は 3,425 百万ユーロから 3,753 百万ユーロに 9.6%増加した。

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

生命保険事業の営業利益の源泉の状況

(単位:百万ドル)

	グループ全体					
	2020年 (AER)	同左 (マージン)	2020年 (CER)	同左 (マージン)	2021年	同左 (マージン)
収入	6,562	-	6,660	-	6,928	-
スプレッド収入	296	74bps	304	76bps	312	66bps
手数料収入	282	101bps	287	101bps	345	103bps
有配当	117	16bps	118	16bps	135	16bps
保険引受けマージン	2,648	-	2,689	-	2,897	-
収益マージン	3,007	-	3,048	-	3,008	-
株主資産の期待リターン	212	-	214	-	231	-
費用	3,137	-	3,182	-	3,175	-
新契約費	1,928	51bps	1,964	50bps	2,085	50bps
管理経費	1,591	234bps	1,609	234bps	1,656	205bps
DAC調整	(382)	-	(392)	-	(566)	-
営業利益	3,425	-	3,479	-	3,753	-

※ 2020年(AER)は実際の数値、2020年(CER)は、2021年の外国為替レートを 사용하여2020年の結果を換算することによって計算したもの。全ての CER 利益の数値は、現在の年の平均レートで換算されている。
「有配当」は、有配当ファンドから税引前の株主への移転

(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状況は、以下の図表の通りとなっている。

生命保険事業の負債のデュレーション別分布 (単位:%)

	2019年	2020年	2021年
5年以下	18	20	20
5年超10年以下	18	19	18
10年超15年以下	15	15	15
15年超20年以下	13	12	12
20年超25年以下	11	10	10
25年超	25	24	25

3—まとめ

以上、欧州大手保険グループ4社の2021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、投資家向けの公開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えるようなものとは必ずしも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、それらが投資家等の財務情報の利用者が分析を行う上でどの程度有用なものになっているのかについては、日本における投資家等の財務情報の利用者による分析のための有益な情報開示のより一層の充実を検討していく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) 3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保険グループ3社のグループ全体の収益構造の状況をまとめると、以下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(2021年) (単位:百万ユーロ)

	AXA		Allianz		Generali	
	2021年	構成比	2021年	構成比	2021年	構成比
投資マージン	1,885	26%	4,440	34%	1,528	18%
付加保険料&手数料	4,339	59%	6,888	53%	5,253	63%
技術マージン	1,143	16%	1,305	10%	1,566	19%
費用(-)	4,526	62%	7,999	61%	5,532	66%
営業利益/基礎利益	2,797	38%	5,011	39%	2,816	34%

(※) 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、投資結果等を計上している。

(参考) 欧州大手保険グループの生命保険事業の収益構造(2020年) (単位:百万ユーロ)

	AXA		Allianz		Generali	
	2020年	構成比	2020年	構成比	2020年	構成比
投資マージン	1,936	26%	4,194	36%	1,432	19%
付加保険料&手数料	4,471	60%	6,605	56%	4,907	64%
技術マージン	1,105	15%	1,132	10%	1,318	17%
費用(-)	4,728	64%	7,365	63%	5,029	66%
営業利益/基礎利益	2,693	36%	4,359	37%	2,627	34%

(※) 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、投資結果等を計上している。

(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

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、以下の 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）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 42%と高い水準となっているが、AXA、Allianz、Generali では 1 割から 2 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た。

- ・「**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、及び保険契約者への費差配当（控除）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)

	2015年	2016年 (元)	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
投資マージン	2,781	2669	2,601	2,476	2,515	1,930	1,936	1,885
付加保険料&手数料	8,095	8,008	6,534	6,609	6,854	4,402	4,471	4,339
技術マージン	529	1,498	1,294	763	993	1,355	1,105	1,143
費用(-)	6,977	7,796	6,657	6,049	5,883	4,625	4,728	4,526
基礎利益	4,413	4,388	3,609	3,755	4,423	2,970	2,693	2,797

AXAのグループ全体の収入に対する構成比の推移

投資マージン	24%	22%	25%	25%	24%	25%	26%	26%
付加保険料&手数料	71%	66%	64%	67%	67%	58%	60%	59%
技術マージン	5%	12%	13%	8%	10%	18%	15%	16%
費用(-)	61%	64%	65%	62%	57%	61%	64%	62%
基礎利益	39%	36%	35%	38%	43%	39%	36%	38%

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)

	2015年	2016年 (元)	2016年	2017年	2018年 (元)	2018年	2019年 (元)	2019年	2020年	2021年
投資マージン	4,062	4,401	4,487	4,112	3,821	3,794	4,038	4,039	4,194	4,440
付加保険料&手数料	5,479	5,609	5,726	5,989	6,090	6,148	6,644	6,713	6,605	6,888
技術マージン	1,046	955	1,015	1,238	1,211	1,218	1,174	1,174	1,132	1,305
費用(-)	6,390	6,687	6,821	6,860	7,003	7,043	7,392	7,461	7,365	7,999
営業利益	3,796	4,148	4,277	4,412	4,152	4,152	4,708	4,708	4,359	5,011

Allianzのグループ全体の収入に対する構成比の推移

投資マージン	40%	41%	40%	36%	34%	34%	33%	33%	36%	34%
付加保険料&手数料	54%	52%	52%	53%	55%	55%	55%	55%	56%	53%
技術マージン	10%	9%	9%	11%	11%	11%	10%	10%	10%	10%
費用(-)	63%	62%	61%	61%	63%	63%	61%	61%	63%	61%
営業利益	37%	38%	39%	39%	37%	37%	39%	39%	37%	39%

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)

	2015年	2016年 (元)	2016年	2017年 (元)	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
投資マージン	2,260	2,085	2,080	2,209	2,098	1,835	1,985	1,432	1,528
付加保険料&手数料	4,898	4,801	4,918	4,940	4,365	4,470	4,727	4,907	5,253
技術マージン	1,011	1,226	977	927	1,065	1,330	1,441	1,318	1,566
費用(-)	5,204	4,985	4,890	4,936	4,546	4,587	5,024	5,029	5,532
営業利益	2,965	3,127	3,084	3,141	2,982	3,067	3,129	2,627	2,816

Generaliのグループ全体の収入に対する構成比の推移

投資マージン	28%	26%	26%	27%	28%	24%	24%	19%	18%
付加保険料&手数料	60%	59%	62%	61%	58%	58%	58%	64%	63%
技術マージン	12%	15%	12%	11%	14%	17%	18%	17%	19%
費用(-)	64%	61%	61%	61%	60%	60%	62%	66%	66%
営業利益	36%	39%	39%	39%	40%	40%	38%	34%	34%

(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みてきたが、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。したがって、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、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く、これだけでは十分なものとはなっていない。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