

基礎研 レポート

欧州大手保険グループの 2023 年末 SCR 比率等の状況 ーソルベンシー II 等に基づく数値結果報告と 資本管理等に関するトピックー

客員研究員 中村 亮一
E-mail: nryoichi@nli-research.co.jp

1ーはじめに

欧州大手保険グループの 2023 年決算の発表が 2 月から 3 月にかけて行われており、それに伴い、ソルベンシー II 制度に基づく各種数値等も開示されている。このレポートでは、各社の 2023 年末の SCR 比率¹等のソルベンシー比率の状況について、それらの水準や感応度及びそれらの推移、さらには関係するその他の事項、加えて、2023 年における各社の資本管理等に関するトピックについても報告する。

なお、2023 年 1 月 1 日から、新たな会計基準である IFRS 第 17 号(保険契約)の適用が開始されたことに伴い、各社において、各種の資料や数値の見直し等が行われている。これにより、これまでのレポートで報告してきた内容が今回のレポートでは必ずしもカバーされていない点があることは述べておく²。

2ー欧州大手保険グループのソルベンシー比率の推移

欧州大手保険グループの SCR 比率等のソルベンシー比率について、ソルベンシー II 制度導入時の 2016 年末から 2023 年末の推移については、次ページの図表の通りとなっている。

Aviva は英国のソルベンシー II 制度(いわゆるソルベンシーUK)に基づいているが、開示資料の説明では主として会社ベースの数値を使用しているため、監督ベースと会社ベースの2つの数値を掲載している。また、Aegon はオランダでの保険事業等の a.s.r.(以下、ASR と表記)への移管等に伴い、2023 年 10 月からバミューダが法的本籍地の会社 Aegon Ltd.となっているが、引き続き IAIS の IAIG に指定されており、バミューダのソルベンシー制度は EU のソルベンシー II 制度と同等とみなされているので、従前と同様な形で、今回の報告対象に加えている。さらに、Zurich はソルベンシー II 制度の対象ではないが、スイスの制度である SST(スイスソルベンシーテスト)に基づく数値を掲載している。

¹ SCR 比率 (=自己資本/SCR (Solvency Capital Requirement : ソルベンシー資本要件) は、「ソルベンシー II 比率」、「ソルベンシー比率」とも呼ばれる。

² Allianz は、2022 年から、これまで公表していた「Own Funds Report」の発行を止め、これに含まれていた情報については、Annual Report や SFCR に統合したが、2023 年からは、AXA が「Embedded Value and Solvency II Own Funds」、Generali が「Own Funds & Life New Business Supplementary Information」を公表しなくなった。

下記の図表によれば、過去からの推移の概要は以下の通りとなっている。

- 2016 年末から 2017 年末にかけては、市場環境が良好(金利の上昇、クレジットスプレッドの縮小、株価の上昇等)であったこともあり、各社ともソルベンシー比率を大きく上昇させていた。特に、内部モデル適用範囲の拡大等のソルベンシー比率の算出方法の変更等もあり、Generali は 29%ポイント、Aegon は 44%ポイントと大幅に水準を上げていた。
- 2017 年末から 2018 年末にかけては、市場環境の悪化(金利の低下、株価の下落等)もあり、AXA の SCR 比率と Zurich の Z-ECM 比率が低下していた。
- 2018 年末から 2019 年末にかけても、市場環境の悪化(金利の低下等)により、Allianz と Aegon の SCR 比率が大きく低下したが、AXA(米国の IPO によるプラスの影響)や Generali(規制上のモデル変更によるプラスの影響)等の SCR 比率は上昇した。
- 2019 年末から 2020 年末にかけては、COVID-19 による市場環境の大きな変動があったものの、Zurich を除く各社の SCR 比率自体に大きな変化は見られなかった。一方で、Zurich の SST 比率は市場リスクのウェイトがより高くなっていたことから、金利の低下と市場の変動の影響を大きく受けて、2019 年末から 2020 年末にかけて、222%から 182%へと 40%ポイントと大きく低下した。
- 2020 年末から 2021 年末にかけては、市場環境の好転の影響等により、各社ともソルベンシー比率が上昇した。特に、AXA、Aviva、Aegon、Zurich のソルベンシー比率は 2 桁台の大幅な増加となった。

欧州大手保険グループのソルベンシー比率の推移

	AXA	Allianz	Generali	Aviva (監督)
2016年末	197%	218%	178%	173%
2017年末	205%	229%	207%	169%
2018年末	193%	229%	217%	180%
2019年末	198%	212%	224%	183%
2020年末	200%	207%	224%	178%
2021年末	217%	209%	227%	205%
2022年末	215%	201%	221%	198%
2023年末	227%	206%	220%	188%
2022年末→2023年末	+12%ポイント	+5%ポイント	▲1%ポイント	▲10%ポイント

	Aviva (会社)	Aegon	Zurich (SST)	Zurich (Z-ECM)
2016年末	189%	157%	204%	125%
2017年末	198%	201%	216%	132%
2018年末	204%	211%	221%	124%
2019年末	206%	201%	222%	129%
2020年末	202%	196%	182%	115%
2021年末	244%	211%	212%	-
2022年末	212%	208%	267%	-
2023年末	207%	193%	233%	-
2022年末→2023年末	▲5%ポイント	▲15%ポイント	▲34%ポイント	-

(※) Aviva(監督)は、監督ビューによるもので、Aviva(会社)は、会社の株主ビューによるものである。

ZurichのSST(スイス・ソルベンシー・テスト)は99.0%のVaR、Z-ECMIは、社内指標の99.95%の VaRに基づいている。Zurichは、2019年まではZ-ECM比率を中心に開示してきたが、2020年からはSST比率での開示を中心に据えることに変更しており、2021年以降のZ-ECM比率は開示されていない。また、2023年末の数値は、2024年1月1日時点の推定値であり、最終のSST比率は、2024年4月末までに監督当局であるFINMAにファイリングされ、FINMAによってレビューされて確定する(実際に2022年末数値は、当初の265%から267%に修正されている)。

・2021 年末から 2022 年末にかけては、各社とも主として経済変動の影響(金利の上昇、クレジットスプレッドの拡大、株価の下落等)を受けて、自己資本のうちの調整準備金(reconciliation reserve)³の残高が大きく減少したことを主因として、Zurich を除く各社の SCR 比率は低下した。Zurich の場合、金利の低下が大きくプラスに影響して、SST 比率は大幅に上昇した。

これに対して、2022 年末から 2023 年末にかけては、各社の資本管理戦略等の差異も反映して、AXA と Allianz のソルベンシー比率は上昇したものの、Generali はほぼ横ばい、Aviva、Aegon、Zurich のソルベンシー比率は低下した。

このように、ソルベンシー比率の推移については、各社の資本充実やリスクテイクへの方針の差異等を反映して、その動向は一律ではなく、また必ずしも市場環境に応じて類似のトレンドを示しているわけではない。

さらには、以下の理由等から、単純な各社間の絶対水準や年度間の推移の比較ができないことには注意が必要になる。

- ①各社の生命保険と損害保険等の事業や地域別の構成比の差異等から、目標とするソルベンシー比率が異なっている(例えば、Aegon は生命保険事業が中心だが、AXA、Allianz、Generali、Zurich は生命保険事業も損害保険事業も大きな位置付けを占めており、さらには Allianz 等では資産管理事業も営業利益のうちの大きなウェイトを占めている)。
- ②事業の地域構成の差異からくる為替等の影響の程度が異なっている(例えば、Aviva は英ポンド、Zurich は米ドルと主要通貨や新興国通貨との為替レートが公表数値に大きな影響を与える)。
- ③引き続き、事業の再編等に伴い、内部モデルの算出方法の変更等を行ってきている場合もあり、一時的な要因による影響が大きなものとなっているケースもある。

(参考)欧州大手保険グループの事業別内訳(2023年)

(単位:百万(ユーロ、ポンド、米ドル))

	AXA フランス	Allianz ドイツ	Generali イタリア	Aviva 英国	Aegon バミューダ	Zurich スイス
保険料等	101,085	91,251	82,466	18,497	N.A.	56,099
生命保険	48,058	22,580	51,346	8,208	N.A.	10,996
損害保険	53,027	68,757	31,120	10,289	N.A.	42,293
営業利益等	9,207	14,746	6,879	1,467	1,498	7,381
生命保険	3,769	5,191	3,735	994	N.A.	2,060
損害保険	6,255	6,909	2,902	851	N.A.	3,893
資産管理	462	3,126	1,001	21	145	N.A.

(※) 数字の単位は、AXA、Allianz、Generali、Aegonがユーロ、Avivaがポンド、Zurichが米ドル

保険料及び営業損益の全体数値には「その他」も含まれるため、生命保険と損害保険等の図表掲載の数値合計とは必ずしも一致しない。

医療保険の分類は各社によって異なる(例えば、AXA、Allianz、Avivaは生命保険、Aegonは損害保険)。

AXA : 保険料は「Gross written premiums」(生命保険と損害保険の合計)、営業利益等は「underlying earnings before tax」(持株その他が▲1,280)

Allianz : 保険料は「Insurance Revenue」、営業利益は「operating profit」(会社その他が▲481)

Generali : 保険料は「Gross written premiums」、営業利益は「operating results」(持株その他が▲320、調整▲439)

Aviva : 保険料は「Insurance Revenue」、営業利益は「Group adjusted operating profit before tax attributable to shareholders' profits」(会社その他▲399)

生命保険はIWR(Insurance Wealth & Retirement)、資産管理はAviva Investorsの数値

Aegon : 営業利益は、「operating result」

Zurich : 保険料は「Insurance Revenue」、営業利益は「Business operating profit」

Zurichにおいては、上記以外に「Farmers」が、保険料2,553、営業利益2,296と大きな位置付けを占めている。

³ 調整準備金は、ソルベンシー II 貸借対照表の負債に対する資産の超過分を表し、財務諸表の資本項目(株式資本、劣後債務を除く名目価値を超える資本)及び支払見込みの配当金を差し引いたもの

3—各社のソルベンシー比率や感応度の推移及び資本管理等に係るトピック

この章では、各社のソルベンシー比率の推移の要因分解及び感応度の推移について、報告する。

EU の保険グループの各社は、2016 年 1 月からのソルベンシー II 制度の実施に向けて、SCR 比率の充実や適正な感応度水準の維持に向けた対応を行ってきたが、2016 年の制度導入後も、着実に営業利益を積み上げること等で資本の充実を図ってきている。

なお、以下のソルベンシー比率の推移の要因分解において、例えば「経営行動 (management action)」に何を含めるのか等が、必ずしも統一されているわけではない。さらには、感応度の対象内容やシナリオも各社各様である⁴。加えて、要因分解に関する情報提供が行われている時期や感応度の対象時期も必ずしも統一されておらず、各社の考え方に基づいている。このレポートの報告内容は、各社の公表資料に基づいているが、その解釈やその概要のまとめ等については、筆者の理解に基づいていることを述べておく。

なお、2023 年上期末の状況については、基礎研レポート「[欧州大手保険グループの 2023 年上期末 SCR 比率の状況について\(2\) —ソルベンシー II に基づく数値結果報告—](#)」(2023.9.15)で報告しているので、こちらも参考にさせていただきたい。

1 | AXA

(1)SCR 比率の推移

2023 年末の SCR 比率は、2022 年末の 215%から 12%ポイント上昇して 227%となった。

この要因については、以下の通りとなっている。

- 通常の自己資本の形成等で+30%ポイント(通常の自己資本の形成による+29%ポイントは、2023 年のグループ・ガイダンスである 25~30%ポイントの上限範囲内、営業差異の+1%ポイントは、従来型 G/A 貯蓄からの資本放出が EOF(適格自己資本)におけるマイナス分を相殺したことが要因)
- 為替を含む市場の影響で▲3%ポイント(金利低下が主な要因であるが、良好なエクイティとインプライド・ボラティリティの低下が一部相殺)
- 配当金と自社株買いで▲22%ポイント(これらは、総配当性向 75%を反映しており、新しい資本管理政策に沿っている(この政策には、2024 年に一株当たり 1.98 ユーロの配当 (44 億ユーロ)を支払うこと及び年間の自社株買い(11 億ユーロ)の全額引当が含まれている。これには、また 2023 年 12 月 20 日に公表された AXA France における保有貯蓄ポートフォリオの再保険契約に起因する利益の希薄化を相殺するための自社株買い(5 億ユーロ)の全額引当も含まれている))。
- 規制/モデルの変更による影響は▲6%ポイント(主に EIOPA 参照ポートフォリオの変更と IBOR(銀行間取引金利)移行の複合的な影響を反映)
- 経営行動、劣後債及びその他の影響は+12%ポイント(デュレーション・ギャップの縮小(23 年度はほぼゼロ)で+18%ポイント、AXA France における貯蓄ポートフォリオ取引の資本放出で+3%ポイント、劣後債の削減で▲4%ポイント、Laya と GACM Espana の買収による影響で▲3%ポイント)

⁴ EU のソルベンシー II のレビューの中で、EIOPA によって「感応度に関する情報の標準化」も提案され、検討されてきた。これについては、保険年金フォーカス「[EIOPA がソルベンシー II の 2020 年レビューに関する意見を EC に提出\(4\) —助言内容 \(報告と開示\) —](#)」(2021.2.3)を参照のこと。

AXAのSCR比率推移の要因

	2018年末→ 2019年末	2019年末→ 2020年末	2020年末→ 2021年末	2021年末→ 2022年末	2022年末→ 2023年末
<SCR比率>	193%→198%	198%→200%	200%→217%	217%→215%	215%→227%
営業利益	+22pts	+15pts	+25pts	+21pts	+30pts
市場の影響	▲14pts	▲22pts	+4pts	▲3pts	▲3pts
配当&自社株買い	▲11pts	▲11pts	▲19pts	▲24pts	▲22pts
規制/モデル変更			▲2pts	+4pts	▲6pts
その他	▲1pt	+20pts	+8pts	+1pt	+12pts
合計	+5pts	+2pts	+17pts	▲2pts	+12pts

(※)その他には、経営行動による影響、劣後債関係等(2019年末→2020年末には「AXA XL 統合」の影響)が含まれる。

(2)感応度の推移

2023 年末においては、2022 年末に比べて、(2021 年末から 2022 年末と同様に)金利の感応度が低下した一方で、株式の感応度が若干増加した。

なお、2020 年末から、ユーロソブリンスプレッド(ユーロソブリン債とユーロスワップレートとの差)とクレジット削減(社債の 20%が 3 ノッチ格下げされる前提)に対する感応度が新たに開示されており、2023 年末には、前者が+50bps で▲8%ポイント、後者が▲4%ポイントとなっている。さらに、2022 年末から、インフレーションスワップカーブ+50bps に対する感応度が開示され、2023 年末には▲5bps となっている。

AXAの感応度の推移

	2019年末	2020年末	2021年末	2022年末	2023年末
金利+50bps	+8pts	+10pts	+9pts	+8pts	+4pts
金利▲50bps	▲12pts	▲15pts	▲14pts	▲10pts	▲5pts
社債スプレッド+50bps	▲3pts	0pt	▲1pt	▲4pts	▲2pts
ユーロソブリンスプレッド+50bps	—	▲13pts	▲11pts	▲9pts	▲8pts
クレジット削減	—	▲7pts	▲7pts	▲4pts	▲4pts
株式市場+25%	+5pts	+6pts	+7pts	+11pts	+13pts
株式市場▲25%	▲5pts	▲8pts	▲10pts	▲13pts	▲15pts
インフレーションスワップカーブ +50bps	—	—	—	▲3pts	▲5pts

(※)ユーロソブリンスプレッドはユーロスワップカーブに対する50bpsのスプレッド拡大、クレジット削減は社債の20%が3ノッチ格下げされる前提。

(3)トピック

AXA の 2023 年における主な資本取引等とその概要は、以下の通りであった。

2023 年 1 月 4 日に、2033 年満期の 7 億 5,000 万ユーロの優先債の発行に成功したと発表した。

2023 年 2 月 24 日に、投資サービスプロバイダーとの間で、最大 11 億ユーロの AXA の自社株買戻しプログラムに関連する自社株買い契約を締結したと発表した。AXA は、この株式買戻しプログラムに従って買い戻された全ての株式を消却予定としている。

2023 年 2 月 28 日に、AXA SA が Banca Monte dei Paschi di Siena SpA の 1 億株の株式の 2 億 3,300 万ユーロでの売却を成功裏に完了したと発表した。

2023 年 4 月 5 日に、2043 年満期の 10 億ユーロの劣後債の発行に成功したと発表した。この債券はソルベンシー II に基づく Tier 2 資本として適格となる。

2023 年 4 月 19 日に、2054 年 1 月 16 日期限の 7 億 5 百万ポンド、5.625%の劣後 Tier 2 債券に対する現金公開買い付けを発表した。

2023年7月13日に、総額3億1,000万ユーロの現金でのGroupe Assurances du Crédit Mutuel España（「GACM España」）の買収を完了したと発表した。GACM Españaは、代理店やパートナーの幅広い流通ネットワークを通じて商品を販売しており、2022年のリテール損保と医療部門の総収入保険料が4億ユーロであった。2022年末において、連結ソルベンシーII比率は272%、適格自己資本は3億ユーロだった。

2023年8月3日に、AIGの子会社であるCorebridge Financial Inc.からLaya Healthcare Limited（「Laya」）を6億5,000万ユーロの対価で買収する契約を締結したと発表した。Layaは、アイルランドの健康市場で主導的な地位を占めており、28%の市場シェアを誇り、70万人近くの保険契約者にサービスを提供し、年間保険料約8億ユーロとなっている。AXAはアイルランドに既に拠点を置き、損害保険市場でナンバー1の地位を築いているが、この取引により、活況で急速に成長する医療保険市場での事業をさらに拡大することになる。この取引は2023年末までに完了予定で、この取引により、AXAグループのソルベンシーII比率は▲3ポイントの影響があると想定されている。なお、この取引は、2023年11月1日に完了したと発表された。

2023年12月21日に、子会社のAXA France Vieが、AXA Assurances Vie Mutuelle及びAXA Assurances IARD Mutuelleが共同所有する再保険会社AXA Réassurance Vie France（「ARVF」）と再保険契約を締結したと発表した。ARVFとの再保険契約は、従来のG/A貯蓄の100億ユーロを含む、合計120億ユーロの貯蓄準備金をカバーする。この取引は、2023年12月31日時点で、AXAグループのソルベンシーII比率に+2ポイントの好影響をもたらす。

なお、2024年に入ってから、以下の資本取引等が公表されている。

2024年1月10日に、15億ユーロの制限付Tier1債券の発行に成功したことを発表した。

2024年2月24日に、投資サービスプロバイダーと、最大16億ユーロの自社株買いプログラムに関連した株式買い戻し契約を締結したと発表した。

2024年2月26日に、2つのシリーズの劣後債に対する現金公開買い付けを発表した。

2 | Allianz

(1)SCR比率の推移

2023年末のSCR比率は、2022年末の201%から5%ポイント上昇して、206%となった（なお、Allianzは、基本的には技術的準備金の経過措置を適用していないが、これを適用した場合には、自己資本が102億ユーロ増加して、SCR比率は229%になるとしている）。

この要因については、以下の通りとなっている。

- ・営業利益による資本形成とビジネス進展による影響が+27%ポイント（税及び配当控除後で+7%ポイント）
- ・市場の影響は▲1%ポイント
- ・経営行動及び資本管理の影響は▲16%ポイント（新たな支払い方針に基づく配当見込（54億ユーロ）、2023年に発表/完了した自社株買い（15億ユーロ）に加えて、サブデット取引（+6億ユーロ）のプラスの影響）
- ・規制/モデル変更による影響は、+4%ポイント（動的インフレ外挿モデルの変更と、その他の中央及びロー

カルでのモデル変更)

・その他、税金関係で▲8%ポイント

AllianzのSCR比率推移の要因

	2018年末→ 2019年末	2019年末→ 2020年末	2020年末→ 2021年末	2021年末→ 2022年末	2022年末→ 2023年末
<SCR比率>	229%→212%	212%→207%	207%→209%	209%→201%	201%→206%
営業利益／ビジネス進展	+26pts	+23pts	+29pts	+27pts	+27pts
市場の影響	▲17pts	▲27pts	+8pts	▲19pts	▲1pt
経営行動／資本管理	▲17pts	+7pts	▲14pts	▲2pts	▲16pts
規制／モデル変更	▲2pts	+1pt	+3pts	▲3pts	+4pts
その他	▲6pts	▲8pts	▲24pts	▲11pts	▲8pts
合計	▲17pts	▲5pts	+2pts	▲8pts	+5pts

また、自己資本とSCRへの影響は、以下の図表の通りとなっている。自己資本は、着実な営業利益の積み上げによる影響が過去最高の13.8億ユーロとなったことに加えて、過去に帳簿価額から控除されていた事業体を含めたことによる影響もあって、配当支払や自社株買いでのマイナスの影響があったものの、117億ユーロ増加した。一方で、SCRは、これまでモデル化されていなかった一部のマイナーな非EEA(欧州経済領域)保険会社に対する為替リスクを含む資本要件の追加による30億ユーロの影響により、規制／モデル変更による影響が29億ユーロと大きくなっている。

Allianzの自己資本及びSCR推移の要因

(単位:十億ユーロ)

	2018年末→ 2019年末	2019年末→ 2020年末	2020年末→ 2021年末	2021年末→ 2022年末	2022年末→ 2023年末
<自己資本>	76.8→84.0	84.0→84.9	84.9→86.0	86.0→77.9	77.9→89.6
営業利益	+11.7	+9.1	+12.9	+13.5	+13.8
市場の影響	+4.3	▲3.3	+0.0	▲13.8	+1.5
経営行動／資本管理	▲6.3	▲2.1	▲4.5	▲6.0	▲6.8
規制／モデル変更	▲0.2	▲1.0	+0.2	▲0.5	+7.3
その他	▲2.3	▲1.7	▲7.6	▲1.3	▲4.2
合計	+7.2	+0.9	+1.1	▲8.1	+11.7
<SCR>	33.5→39.5	39.5→40.9	40.9→41.2	41.2→38.8	38.8→43.5
ビジネス進展	+1.2	+0.1	+0.4	+1.0	+1.1
市場の影響	+4.4	+3.5	▲1.2	▲2.7	+0.8
経営行動	+0.2	▲2.3	+0.5	▲2.4	+0.1
規制／モデル変更	+0.2	▲0.6	▲0.4	+0.3	+2.9
その他	+0.1	+0.8	+0.9	+1.4	▲0.2
合計	+6.0	+1.4	+0.3	▲2.4	+4.7

(※)「2023年末から2023年上期末」の数値は、筆者が2023年第1四半期と第2四半期の会社発表の数値を単純合計したもの

(2)感応度の推移

全体として、金利の低下により、感応度は若干増加した。

国債に対する信用スプレッドによる感応度は、2020年末が高かったのに対して、2021年末、2022年末と低下していたが、2023年末は2022年末から横ばいとなっている。また、株式の感応度は、2019年末に大きく上昇し、その後ほぼ横ばいで推移した後、2022年末に若干低下していたが、再び若干上昇している。

なお、統合ストレスシナリオによる場合の感応度は、個々の感応度の合計に比べて、クロス効果により追加

の▲2%ポイント(2022 年末▲1%ポイント、2021 年末▲8%ポイント)の影響があるとしている。

Allianzの感応度の推移

	2019年末	2020年末	2021年末	2022年末	2023年末
金利+50bps	+4pts	+7pts	+4pts	+1pt	+2pts
金利▲50bps	▲9pts	▲9pts	▲5pts	▲3pt	▲5pt
信用スプレッド+50bps(国債)	▲10pts	▲15pts	▲11pts	▲5pts	▲5pts
信用スプレッド+50bps(社債)	+4pts	+2pts	+1pt	▲1pt	▲1pt
株式市場+30%	+13pts	+15pts	+13pts	+10pts	+11pts
株式市場▲30%	▲15pts	▲14pts	▲15pts	▲13pts	▲15pts

(3)トピック

Allianz の 2023 年における主な資本取引等とその概要は、以下の通りであった。

2023 年 5 月 10 日に、Allianz SE が最大 15 億ユーロ規模の新株買戻しプログラムを決議したと発表した。このプログラムは 2023 年 5 月末に開始され、遅くとも 2023 年 12 月 31 日までに完了するものとし、Allianz SE は買い戻した株式を全て消却する。

2023 年 7 月 10 日に、ミュンヘンの大手資産運用会社である Global Gate Capital (GGC Group) へのレバノン事業の売却及び譲渡に関する取引を完了したと発表した。この取引により、Allianz グループのソルベンシー資本と現金ポジションは影響を受けない、としている。

2023 年 9 月 5 日に、Allianz とアフリカ最大のノンバンク金融サービスプロバイダーである Sanlam は、汎アフリカ有数のノンバンク金融サービスを創設する合弁会社である Sanlam Allianz について規制当局の承認を得たことを発表した。これにより、アフリカ 27 市場でアフリカ大陸の顧客の進化し続けるニーズを満たす革新的な保険及び金融のソリューションとサービスを提供できることになる、と述べた。

2023 年 9 月 28 日に、中東での事業運営を合理化するためのグループ事業戦略の一環として、Allianz Saudi Fransi の株式 51%をアブダビ国民保険会社 (ADNIC) に売却する拘束力のある契約を締結したと発表した。

2023 年 10 月 12 日に、Allianz SpA が 2 億 8,000 万ユーロの対価で Assicurazioni Generali S.p.A. から Tua Assicurazioni S.p.A.を買収する、と発表した。これにより、イタリアの魅力的な損害保険部門で市場シェアが約 1% ポイント増加する。Tua Assicurazioni S.p.A.の約 500 の代理店による販売能力の大幅な強化が図られる、としている。なお、この取引は、2024 年 3 月 1 日に完了したと発表された。

2023 年 10 月 13 日に、Allianz SE は、CPIC Fund Management Co. Ltd. の株式 49%を国泰君安証券有限公司に売却することについて最終合意を締結した、と発表した。

2023 年 11 月 2 日に、Allianz X が、NEXT Insurance の 2 億 6,500 万米ドルの資金調達ラウンドに投資し、戦略的関係を拡大すると発表した。

2023 年 12 月 19 日に、Allianz SE は、Blue Sky Re DAC を通じて、2 億 5,000 万ユーロの欧州の暴風雨リスクをカバーする新たなカタストロフィ債のスポンサーに成功したと発表した。

なお、2024 年に入ってから、以下の資本取引等が公表されている。

2024 年 2 月 22 日に、Allianz SE は、最大 10 億ユーロ規模の自社株買いプログラムと配当政策の修正

を発表した。Allianz SE は買い戻した株式を全て消却する。

2024年2月22日に、AITi Tiedemann Global が、Allianz X と Constellation Wealth Capital からの最大4億5,000万ドルの戦略的投資を歓迎すると発表した。

3 | Generali

(1)SCR 比率の推移

2023年末のSCR比率は、2022年末の221%から1%ポイント低下して、220%となった。

この要因については、以下の通りとなっている。

- 営業利益の計上による資本形成で+22%ポイント
- 市場の変動等で▲18%ポイント、そのうち、経済的差異は▲6%ポイント(2023年第4四半期の金利低下、中国市場のマイナス成長によるあまり芳しくない株式パフォーマンス、ポートフォリオ全体における不動産価値の変化)、営業差異は▲12%ポイント(解約経験とそれに伴う前提条件の変更、アジアの成長と損害保険リスクの上昇によるSCRの増加(より大きい規模とより高いNat Catリスクチャージ)、余剰資金の縮小、長期インセンティブプラン費用と非経常的な保有費用)
- 配当等の資本移動で▲6%ポイント
- 規制変更等により▲3%ポイント
- M&Aで+4%ポイント

なお、2024年に想定される影響として、M&A(Liberty、Conning、China P&C、TUA Assicurazioni)で▲10%ポイント、戦略的買戻しで▲2%ポイント、UFR(終局フォワードレート)の変更で▲1%ポイント、VA(ボラティリティ調整)ポートフォリオ及びその他のリスクフリーパラメーターの更新で▲1%ポイント、が挙げられている。

また、通常の資本形成により、SCRを超過する自己資本は46億ユーロ増加しているが、このうち生命保険事業が40億ユーロ、損害保険事業が10億ユーロ、その他で▲4億ユーロとなっている。

GeneraliのSCR比率推移の要因

	2018年末→ 2019年末	2019年末→ 2020年末	2020年末→ 2021年末	2021年末→ 2022年末	2022年末→ 2023年末
<SCR比率>	217%→224%	224%→224%	224%→227%	227%→221%	221%→220%
資本形成	+18pts	+21pts	+20pts	+19pts	+22pts
変動(経済・非経済)	▲3pts	▲14pts	+8pts	+3pts	▲18pts
資本移動(配当、債務償還等)	▲10pts	▲8pts	▲9pts	▲11pts	▲6pts
規制変更等	0pt	+8pts	▲7pts	▲5pts	▲3pts
M&A	+3pts	▲6pts	▲8pts	▲12pts	+4pts
合計	+7pts	0pt	+3pts	▲6pts	▲1pt

Generaliの自己資本とSCRの推移の要因

(単位:十億ユーロ)

	2018年末→ 2019年末	2019年末→ 2020年末	2020年末→ 2021年末	2021年末→ 2022年末	2022年末→ 2023年末
<自己資本>	44.2→45.5	45.5→44.4	44.4→50.6	50.6→46.4	46.4→49.0
資本形成	+3.3	+3.9	+3.7	+4.0	+4.5
変動(経済・非経済)	+2.0	▲2.7	+3.3	▲4.9	▲0.4
資本移動(配当、債務償還等)	▲2.2	▲1.7	▲1.7	▲2.3	▲1.3
規制変更等	▲0.3	▲0.3	▲0.3	▲0.9	▲0.1
M&A	▲1.5	▲0.4	+1.2	▲0.2	▲0.0
合計	+1.3	▲1.1	+6.2	▲4.2	+2.6
<SCR>	20.4→20.3	20.3→19.8	19.8→22.3	22.3→21.1	21.1→22.3
資本形成	▲0.2	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1
変動(経済・非経済)	+1.3	0.0	+0.8	▲2.4	+1.5
資本移動(配当、債務償還等)	-	-	-	-	-
規制変更等	▲0.1	▲0.8	+0.5	+0.2	+0.2
M&A	▲1.0	+0.4	+1.3	+1.0	▲0.4
合計	▲0.1	▲0.5	+2.5	▲1.2	+1.2

(2)感応度の推移

Generali は、過去数年間において、①生命保険における軽資本商品のウェイトの拡大、②損害保険、ユニットリンク、保障商品を通じての分散化の促進、③段階的なデュレーションの短期化による BTP(イタリア国債)のウェイトの引き下げ、④資産・負債マッチングに関する規律のさらなる強化、を通じて、ソルベンシー II 比率のボラティリティを引き下げてきた。

これにより、例えば金利に対する感応度は、2021 年末から 2022 年末にかけて大きく低下していたが、2023 年末もさらに低下した。また、社債スプレッドの拡大による影響は、2019 年からプラスとなっていたが、2022 年からはマイナスとなっている。

イタリア国債の BTP スプレッド+100bps による影響は、2021 年までの 3 年間は二桁のマイナスと大きなものになっていたが、2022 年末は▲5%ポイント、2023 年末も▲6%ポイントとなっている。なお、2022 年の BTP スプレッド感応度においては、カントリー・ボラティリティ調整⁵が発動されたが、この発動がなければ、2022 年の BTP スプレッド感応度+100bps は▲8%ポイントであった。2023 年の BTP スプレッド感応度+100bps についてカントリー・ボラティリティ調整は発動されていない。

株式に対する感応度は 25%の変動で数%ポイントと安定している。

Generaliの感応度の推移

	2019年末	2020年末	2021年末	2022年末	2023年末
金利+50bps	+12pts	+10pts	+9pts	+4pts	+2pts
金利▲50bps	▲14pts	▲12pts	▲10pts	▲5pts	▲3pts
社債スプレッド+50bps	+1pt	+2pts	+2pts	▲1pt	▲1pt
BTPスプレッド+100bps	▲15pts	▲15pts	▲13pts	▲5pts	▲6pts
株式市場+25%	+5pts	+5pts	+4pts	+5pts	+6pts
株式市場▲25%	▲7pts	▲6pts	▲6pts	▲6pts	▲6pts

⁵ 国固有の参照ポートフォリオのリスク修正スプレッドがリスクフリーレートを少なくとも 100 bps 上回り、通貨固有の参照ポートフォリオのスプレッドの 2 倍を超える場合、通貨スプレッドの 2 倍を超える国内スプレッドの超過額の 65% に相当する国固有のボラティリティ調整が追加される。

(3)トピック

Generali の 2023 年における主な資本取引等とその概要は、以下の通りであった。

2023 年 1 月 19 日に、「LTI プラン 2022-2024」と呼ばれるグループの長期インセンティブプランと、実行中のグループのインセンティブ及び報酬プランを目的として、以前に買い戻されたものと合わせて、最大 1,050 万株の自社株買いを開始すると発表した。

2023 年 4 月 20 日に、4 億 9,956 万 3,000 ユーロの永久債の買戻しと 4 回目のグリーンボンド(2033 年 4 月 20 日満期の新しいユーロ建て Tier 2 債券)の発行を無事完了したと発表した。

2023 年 5 月 4 日に、Frankfurter Leben と Generali Deutschland Pensionskasse の売却で合意したと発表した。この取引は、生命保険事業のプロファイルと収益性の継続的な改善を通じて収益プロファイルを強化し、資本集約度を削減し、営業成績を向上させるという Generali の戦略に沿ったものである。この取引により、グループのソルベンシー II 比率が 1%ポイント増加する。

2023 年 6 月 15 日に、Liberty Mutual から Liberty Seguros を買収し、欧州保険業界のリーダーシップを強化すると発表した。これにより、スペイン(4 位)とポルトガル(2 位)での損保ポジションを強化し、アイルランドと北アイルランドに参入する。取引総額は 23 億ユーロとなり、グループのソルベンシー II 比率への影響は約▲9.7 ポイントと推定されている。なお、Liberty Seguros は、2022 年 12 月 31 日時点でソルベンシー比率が 330%を超え、強固な資本基盤を有している。なお、この取引は、2024 年 1 月 31 日に完了している。

2023 年 6 月 30 日に、Eurovita の保険契約者を保護するため、他の保険会社 4 社(Allianz, Intesa Sanpaolo Vita, Poste Vita and Unipol SAI)と共同で事業を展開すると発表した。

2023 年 7 月 6 日に、アジア最大の金融機関の一つである Cathay Financial Holdings の子会社である Cathay Life から、保険及び機関投資家向けの世界有数の資産運用会社である Conning Holdings Limited(CHL)を買収して、グローバルな資産管理ビジネスを強化し、Cathay Life と長期的なパートナーシップを構築する、と発表した。Conning とその関連会社は、約 1,570 億ドル(1,440 億ユーロ)の運用資産を持ち、保険会社やその他の機関顧客のニーズに応える世界的な資産管理会社である。この買収により、Generali の運用資産総額(AUM)は 8,450 億ドル(7,750 億ユーロ)になる。また、CHL が Generali Investments Holding S.p.A (GIH)に出資した結果、Cathay Life は GIH の少数株主となる。Cathay Life による GIH の CHL 株式 100%の拋出の対価として、Cathay Life は慣例的な決算調整を条件として、決算時点で GIH の株式資本の 16.75%を所有する予定である。なお、Generali 又は GIH が Cathay Life に対して支払うべき現金の前払いはなく、グループのソルベンシー II 比率への影響はごくわずかであると想定されている。

2023 年 9 月 5 日に、サステナビリティボンドフレームワークに従って「グリーン」形式で発行される、総額 5 億ユーロの 2033 年 9 月償還の新しいユーロ建て Tier 2 債券を発行したと発表した。

2023 年 10 月 12 日に、TUA Assicurazioni SpA を Allianz に売却することで合意したと発表した。

2023 年 11 月 13 日に、トリエステに本拠を置くオンライン保険会社の Genertel SpA が、2043 年 12 月償還の 1 億ユーロの固定金利/変動利付劣後債を満期日前に全額償還するオプションを行使したことを発表した。

2023 年 12 月 21 日に、BaFin(ドイツ連邦金融監督庁)及び関連するドイツの独占禁止当局の承認を受けて、Generali Deutschland Pensionskasse AG (GDPK) の Frankfurter Leben への処分を完了した、と

発表した。この取引により、ドイツのポジションに約 10%ポイント、グループのソルベンシー II ポジションに 1%ポイントがそれぞれ追加される。

なお、2024 年に入ってから、以下の資本取引等が公表されている。

2024 年 1 月 8 日に、2029 年 1 月と 2034 年 1 月に満期となる 2 つのユーロ建てシニア債の新たな発行を無事完了したと発表した。いずれもグリーン、ソーシャル、サステナビリティ債フレームワークに従って「グリーン」フォーマットで発行された。

2024 年 1 月 10 日に、約 9,900 万ユーロの対価で GCI (ジェネラル中国保険会社) の 51%を買収する契約に署名し、GCI の 100%株主になる、と発表した。

2024 年 3 月 1 日に、TUA Assicurazioni SpA の Allianz への売却を完了した、と発表した。この取引により、純利益に対して約 5,000 万ユーロのプラスの影響が生じ、正常純利益 (特殊要因等を除いた実態ベースの純利益) に対しては中立的な影響が生じ、グループのソルベンシー II ポジションが約 1%ポイント増加する、としている。

4 | Aviva

Aviva は会社ベースと (英国のソルベンシー II 制度に基づく) 監督・規制ベースの 2 つのソルベンシー比率を開示してきている。

Aviva の以下の数値は、会社の株主ビューによるもので、規制上のソルベンシー II ポジションに対して、以下の 2 点の調整が行われている。

- 完全に区分された (ring-fenced) 有配当ファンド (2023 年末で 14.08 億ポンド、2022 年末で 13.69 億ポンド)、職員年金制度 (2023 年末で 3.97 億ポンド、2022 年末で 3.94 億ポンド) の SCR と自己資本が除かれている。完全に区分された有配当ファンドと職員年金制度は、SCR を上回るいかなる資本もグループで認識されておらず、ソルベンシー II 資本ベースでは自立している。それゆえ、会社の株主ビューは、株主のリスク・エクスポージャーと適格自己資本で SCR をカバーするグループの能力をより適切に表している、としている。
- TMTP (技術的準備金の移行措置) の名目上のリセットは、正式な TMTP のリセットと同じ方法で計算されるが、正式な TMTP のリセットポイントがトリガーされた場合にのみ発生するソルベンシー II ポジションの段階的な変更を回避している。2023 年 12 月 31 日のソルベンシー II ポジションは、少なくとも 2 年毎に TMTP をリセットするという要件に沿って、TMTP の正式なリセットに基づいており、調整は必要ない (2022 年 12 月 31 日のソルベンシー II ポジションには、名目上のリセットの影響がソルベンシー資本剰余で▲ 5.33 億ポンド、含まれていた)。

(1) SCR 比率の推移

2023 末の SCR 比率は、2022 年末の 212%から 5%ポイント低下して、207%となった。

この要因については、以下の通りとなっている。

- 資本形成や市場・為替により +7%ポイント
- 配当により▲11%ポイント
- 債務発行により +3%ポイント

・その他で、自社株買戻しにより▲4%ポイント

AvivaのSCR比率推移の要因(会社ベース)

	2018年末→ 2019年末	2019年末→ 2020年末	2020年末→ 2021年末	2021年末→ 2022年末	2022年末→ 2023年末
<SCR比率>	204%→206%	206%→202%	202%→244%	244%→212%	212%→207%
資本形成(営業)	+20pts	+18pts	+21pts	+31pts	+7pts
市場・為替	▲5pts	▲25pts			
配当	▲11pts	▲4pts	▲7pts	▲10pts	▲11pts
債務発行/返済	▲2pts	+2pts	▲13pts	▲7pts	+3pts
その他	-	+5pts	+41pts	▲46pts	▲4pts
合計	+2pts	▲4pts	+42pts	▲32pts	▲5pts

※「その他」には、2021年 売却による+50bps、2022年 資本返済による▲41bps、2023年 自社株買戻し ▲4bpsが含まれている。

なお、ソルベンシー資本剰余は2022年末から1億ポンドの増加とほぼ横ばいだった。資本形成等による15億ポンドの増加や債務発行 2億ポンドによる増加が、2022年の最終配当と2023年の中間配当の支払い 9億ポンド、自社株買いや資本リターン 3億ポンド、営業外の資本取崩し 3億ポンドによって相殺された。

英国では、ソルベンシー II 改革の一環として、ソルベンシー II のリスクマージンの計算を修正するための法的文書が2023年12月に議会に提出された。この規制は、6%の資本コスト率を4%に置き換え、生命保険契約にテーパリング要素を導入し、2023年12月31日から発効している。これによるリスクマージンの低下の影響は、対応するTMTPの低下によって一部相殺されているが、この改革により、2023年末のグループのソルベンシー II の株主カバー率が6ポイント上昇した、と述べている。

Avivaの自己資本とSCR等の推移の要因

(単位:十億ポンド)

	2018年末→ 2019年末	2019年末→ 2020年末	2020年末→ 2021年末	2021年末→ 2022年末	2022年末→ 2023年末
<ソルベンシー II 資本剰余>	120→12.6	12.6→13.0	13.0→13.1	13.1→8.7	8.7→8.8
資本形成等	+2.3	+1.9	+1.4	▲2.65	+1.5
市場・為替	▲1.8	▲0.3			
配当	▲1.2	▲0.5	▲0.9	▲0.9	▲0.9
債務発行/返済	-	-	▲1.5	▲0.5	▲0.1
その他	▲0.2	+0.5	+1.0	▲0.4	▲0.4
合計	+0.7	+0.7	+0.1	▲4.4	+0.1
<自己資本>	23.5→24.5	24.5→25.7	25.7→22.2	22.2→16.5	16.5→17.0
資本形成等	+2.2	+1.6	+0.3	▲3.95	+1.7
市場・為替	+0.1	▲0.6			
配当	▲1.2	▲0.5	▲0.9	▲0.9	▲0.9
債務発行/返済	▲0.2	+0.2	▲1.5	▲0.5	▲0.1
その他	-	+0.4	▲1.6	▲0.4	▲0.2
合計	+1.0	+1.2	▲3.6	▲5.7	+0.5
<SCR>	11.5→11.9	11.9→12.7	12.7→9.1	9.1→7.8	7.8→8.2
資本形成等	+0.0	+0.2	▲1.1	▲1.3	+0.3
市場・為替	▲0.3	▲1.1			
配当	-	-	-	-	-
債務発行/返済	-	-	-	0.0	-
その他	-	-	▲2.6	-	+0.2
合計	▲0.3	+0.8	▲3.6	▲1.3	+0.4

(2)感応度の推移

下記の図表において、2023 年末の数値は、図表の脚注に記載されているように、金利、死亡率／罹患率、年金死亡率の変化幅が 2022 年末までとは異なっているので、注意が必要になる。

2021 年末から 2022 年末にかけての感応度の変化については、事業の売却等によるポートフォリオの変更が落ち着いたこともあり、過去の年末間の変化に比べて、比較的安定したものだったが、例えば金利に対する感応度が低下していた。これに対して、2022 年末から 2023 年末にかけては大きな変化は見られない。

Avivaの感応度の推移

	2019年末	2020年末	2021年末	2022年末	2023年末
金利▲25bps	▲5pts	▲5pts	▲6pts	▲2pts	▲4pts
社債スプレッド+100bps	▲10pts	+3pts	+11pts	+6pts	+7pts
株式市場▲10%	▲2pts	▲1pt	▲0pt	▲0pt	▲0pt
株式市場▲25%	▲7pts	▲5pts	▲1pt	▲1pt	▲1pt
損害率5%悪化	▲3pts	▲3pts	▲3pts	▲4pts	▲3pts
死亡率／罹患率5%悪化	▲2pts	▲2pts	▲2pts	▲2pts	▲1pt
年金死亡率5%低下	▲13pts	▲16pts	▲21pts	▲12pts	▲5pts
維持費・投資経費10%増加	▲9pts	▲9pts	▲11pts	▲10pts	▲9pts
解約率10%増加	▲3pts	▲2pts	▲3pts	▲4pts	▲4pts

※ 2023年末は、金利▲50bps、死亡率／罹患率2%悪化、年金死亡率2%低下、に対する数値。

Aviva は、感応度分析に関して、以下の補足説明を行っている。

(参考)感応度分析の限界

上記の表は、主要な仮定を瞬時に変更した場合の影響を示しており、他の仮定は変更されていない。実際には、仮定と他の要因の間には相関関係がある。これらの感応度は非線形であり、これらの結果からより大きな又はより小さな影響を内挿又は外挿することはできない。

感応度分析では、グループの資産と負債が積極的に管理されていることは考慮されていない。さらに、グループのソルベンシー II のポジションは、実際の市場の動きが発生した時点で異なる場合がある。例えば、グループの財務リスク管理戦略は、市場変動へのエクスポージャーを管理することを目的としている。

投資市場が様々なトリガーレベルを超えて変化するにつれて、経営行動には、投資の売却、投資ポートフォリオの割当ての変更、保険契約者にクレジットされる配当の調整及びその他の保護行動の実行が含まれる可能性がある。

上記の感応度分析におけるその他の制限には、確実に予測することはできない近い将来の市場の変化の可能性に関するグループの見解を示している潜在的なリスクを示すための仮説的な市場の動きの使用及び全てのパラメーターが同じように動くという仮定が含まれる。

具体的には、

- ・感応度分析では、全ての期間で金利が平行移動すると仮定している。これらの結果は、平行でない金利の動きの影響を計算するために使用されるべきではない。
- ・感応度分析は、全ての市場で同等の仮定の変化を前提としている。つまり、英国と英国以外の利回り曲線が同じ量だけ移動し、世界中の株式市場が同じように上昇または下落する。

さらに、Aviva が保有する資産によって観察される動きは市場指数と同一ではないため、観察された指数

の動きに感応度を適用する際には注意が必要となる。

(3)トピック

Aviva の 2023 年における主な資本取引等とその概要は、以下の通りであった。

2023 年 1 月 12 日に、Interserve Pension Scheme との 4 億ポンドのバイイン取引を完了したと発表した。

2023 年 2 月 10 日に、Arcadia Group Pension Schemes との 8 億 5,000 万ポンドのバイイン取引を完了したと発表した。

2023 年 4 月 4 日に、DB (UK) Pension Scheme との 4 億ポンドのバルク年金契約のバイイン取引を完了したと発表した。

2023 年 4 月 17 日に、Aviva Ventures にさらに 1 億 5,000 万ポンドを出資し、最初の 150 万ポンドを個人や組織による MRI、超音波、X 線などの診断スキャンの予約を支援する事業を行っている Scan.com に投資すると発表した。

2023 年 5 月 5 日に、Thomas Cook 年金制度の管理委員会との 9 億ポンドのバルク年金バイイン取引を完了したと発表した。これにより、Aviva は、12,500 人を超える会員の確定給付型年金債務を保証し、年金保護基金 (PPF) の報酬レベルと同等又はそれを超える年金給付を提供することになる。

2023 年 7 月 20 日に、NTL 1999 年金制度の 1 億 2,000 万ポンドのフルスキームを獲得したと発表した。これにより、Aviva が約 650 人の会員の確定給付債務を保証し、これらの会員の投資と長寿のリスクを制度から取り除くことになる。

2023 年 7 月 24 日に、Barclays UK と 35 万人の顧客からなる同社の住宅保険ポートフォリオを購入する契約を締結したと発表した。この買収は 8 月に完了予定としている。

2023 年 9 月 13 日に、Singapore Life Holdings Pte Ltd (Singlife) の株式 25.9% を 2 つの債券とともに住友生命に全額売却することに合意したと発表した。住友生命は、Aviva の株式に対して 5 億ポンド (9 億シンガポールドル)、2 つの債券に対して 3 億ポンド (5 億シンガポールドル)、合計 8 億ポンド (14 億シンガポールドル) をクロージング時に対価として支払う予定である。なお、この取引は、2024 年 3 月 18 日に、総額 9 億 3,700 万ポンド (16 億シンガポールドル) で、売却が完了している。

2023 年 9 月 25 日に、AIG の子会社である Corebridge Financial, Inc. から AIG Life Limited を 4 億 6,000 万ポンドの対価で買収する、と発表した。AIG Life Limited は、完全な個人及びグループ保障商品の一覧を提供しており、130 万人の個人保障顧客と 140 万人のグループ保障会員を抱えている。

2023 年 11 月 27 日に、約 1 億ポンドの対価で、カナダにおける自動車交換保険の大手プロバイダーである Optiom を買収すると発表した。この取引は、2024 年 1 月 5 日に完了している。

なお、2024 年に入ってから、以下の資本取引等が公表されている。

2024 年 3 月 4 日に、2 億 4,200 万ポンドの対価で Probitas を買収し、Lloyd's 市場に参入することを発表した。この取引によるグループのソルベンシー II 株主カバー率への影響は、2023 年 12 月 31 日時点で約 3%ポイントの低下と推定されている。

5 | Aegon

Aegon は、2023 年 9 月 30 日に法定本籍地のバミューダへの移転が完了したと発表し、10 月 1 日より、グループ監督者は DNB(オランダの中央銀行)から、BMA(バミューダ金融管理局)に移管された。ただし、本社はオランダのままでオランダの税務居住者であり、Euronext Amsterdam とニューヨーク証券取引所(NYSE)での上場は継続されている。このグループ監督者の変更は、Aegon の資本管理アプローチに重大な影響を与えることはないとしている。

2023 年 7 月 4 日に、ASR へのオランダの年金、生命保険、損害保険等の業務の移管と統合が完了したとの発表により、Aegon はオランダで規制対象の保険事業を行わなくなったため、ソルベンシー II 制度の下で、DNB が Aegon のグループ監督者であり続けることができなくなった。一方で、バミューダには Aegon の子会社 4 社がある。バミューダの規制制度は、EU のソルベンシー II 制度及び英国のソルベンシー II 制度との同等性が認められており、さらには米国の NAIC(全米保険監督官協会)によって、適格管轄区域及び相互管轄区域としても指定されている。

(1)SCR 比率の推移

Aegon は、グループ全体の SCR 比率の変動要因等について、2022 年第 3 四半期までは四半期毎に分析結果を開示していたが、2022 年第 4 四半期以降は、四半期及び半期毎に、地域別の分析結果を中心に公表してきている。

グループ全体の SCR 比率、自己資本、SCR の推移については、次ページの図表の通りとなっており、半期ベースでは以下の説明が行われている。

2023 年上期末における SCR 比率は、2022 年末の 208%から 6%ポイント低下して、202%となった。

保有経費を差し引いた資本創出額は 9,000 万ユーロに達したが、2023 年の中間配当の差し引きと制限対象となる自己資本の減少によって相殺された。市場の不利な動きは総額 1 億 7,800 万ユーロに達し、特にオランダの不動産評価の下落による影響が含まれている。一時的な項目は 2 億 2,400 万ユーロの損失で、主に米国での戦略資産への投資と年次仮定更新の影響によるものだった。Aegon のオランダ事業の業績は一時的な項目として報告されており、グループのソルベンシー II 比率に引き続き含まれている。

また、2023 年末の SCR 比率は、2023 年上期末の 202%から 9%ポイント低下して、193%となった。

これは主に ASR の影響を反映しており、2023 年 7 月 4 日に取引が完了した後、統合手法を含む取引と関連する自社株買いが行われた。保有経費を除いた資本創出額は 12 億ユーロに達し、その一部は提案されている 2023 年の最終配当の控除によって相殺される。市場の動きにより、わずかに 3,000 万ユーロのプラスの影響があった。一時的な項目は 6 億 5,300 万ユーロで、特に英国のリスクマージンに関する規制変更の影響が含まれているほか、以前のガイダンスに従って、ASR の持分からの影響も反映されている。

なお、米国の RBC をソルベンシー II に転換する手法については、移管契約の一部として、BMA と合意してきた、としている。これによれば、移行可能性の制限を反映して、自己資本は RBC CAL の 100%(毎年再評価)、必要資本は EIOPA のガイダンスに従って、RBC CAL の 150%に増加させられる。また、米国の持分項目についての調整には、主としてバミューダのキャプティブや規制対象外会社が含まれている。

さらに、グループのソルベンシーには、Aegon の ASR への持分からの寄与が含まれている。

AegonのSCR比率推移の要因

	2019年末→ 2020年末	2020年末→ 2021年末	2021年末→ 2022年末	2022年末→ 2023年上期末	2023年上期末→ 2023年末
<SCR比率>	201%→196%	196%→211%	211%→208%	208%→202%	202%→193%
資本形成	+19pts	+14pts	—	—	—
資本返済(配当等)	▲3pts	▲6pts	—	—	—
市場の影響等	▲21pt	+0pt	—	—	—
モデル&前提変更	▲3pt	+9pts	—	—	—
その他(一時要因含む)	+3pts	▲3pts	—	—	—
合計	▲5pts	+15pts	▲3pts	▲6pts	▲9pts

(※) 2022年までの要因の内訳数値は、会社が公表している四半期ごとの数値を筆者が単純合計して作成した数値

Aegonの自己資本とSCRの推移の要因

(単位: 十億ユーロ)

	2019年末→ 2020年末	2020年末→ 2021年末	2021年末→ 2022年末	2022年末→ 2023年上期末	2023年上期末→ 2023年末
<自己資本>	18.5→18.6	18.6→19.4	19.4→16.3	16.3→16.4	16.4→14.3
資本形成	+1.6	+1.5	—	—	—
資本返済(配当等)	▲0.2	▲0.5	—	—	—
市場の影響等	▲2.0	+1.1	—	—	—
モデル&前提変更	▲0.1	▲0.4	—	—	—
その他	+0.8	▲0.9	—	—	—
合計	▲0.1	+0.8	▲3.1	+0.1	▲2.1
<SCR>	9.2→9.5	9.5→9.2	9.2→7.8	7.8→8.1	8.1→7.4
資本形成	0.0	+0.0	—	—	—
資本返済(配当等)	0.0	0.0	—	—	—
市場の影響等	+0.2	+0.6	—	—	—
モデル&前提変更	▲0.3	▲0.6	—	—	—
その他	▲0.1	▲0.3	—	—	—
合計	▲0.1	▲0.3	▲1.4	+0.3	▲0.7

(※) 2022年までの要因の内訳数値は、会社が公表している四半期ごとの数値を筆者が単純合計して作成した数値

(参考) 地域別のソルベンシー比率

地域別のソルベンシー比率は、以下の図表の通りとなっている。

① 英国 (Scottish Equitable plc) のソルベンシー II 比率

2022 年末の 169%から 2023 年上期末の 166%に 3%ポイント減少した。この減少は、グループへの中間配当のための送金資金と、発表された NBS のアドバイザー事業の買収を反映している。また、市場変動によるマイナスの影響は、事業資本形成によるプラスの貢献によって相殺された。

また、2023 年上期末の 166%から 2023 年末の 187%に 21%ポイント増加した。リスクマージンに影響を与える規制変更により 28%ポイントの利益が得られ、これはグループのソルベンシー比率にも反映された。一方で、毎年の仮定の更新と市場の動きによるわずかな悪影響があり、事業資本形成によるプラスの貢献によって、一部相殺された。

② 米国の RBC 比率

2022 年末の 425%から 2023 年上期末の 427%に 2%ポイント増加した。好調な事業資本形成が、持株

会社への送金によって部分的に相殺された。市場の動きはわずかなプラスの影響を与えた。一時的な項目として、戦略的資産への投資と前提条件の更新が反映された。

また、2023年上期末の427%から2023年末の432%に5%ポイント増加した。好調な事業資本形成が持株会社への送金によって部分的に相殺された。市場の動きは5%ポイントのプラスの影響を与えた。一時的な項目として、以下が▲10%ポイントの影響を及ぼした。

- ・ バミューダ関連の再保険会社の設立とその後の定額年金のブロックの再保険
- ・ CMD(資本市場の日)に発表された経営行動の実施
- ・ キャプティブ再保険会社2社の資本を認識することで部分的に相殺

Aegonの地域別ソルベンシー比率

	2020年末	2021年末	2022年末	2023年上期末	2023年末
オランダ	159%	186%	210%	189%	—
英国	156%	167%	169%	166%	187%
米国(RBC比率)	432%	426%	425%	427%	432%
グループ全体	196%	211%	208%	202%	193%

(2)感応度の推移

Aegonの感応度については、2023年からはグループ全体ではなく、英国のソルベンシーIIと米国のRBC及びソルベンシーII相当に対するもののみが公表されている。そこで、以下の図表では、2021年末からは、グループ全体ではなく、英国と米国のソルベンシーII相当の数値に対する感応度を示している。

これによると、感応度は年によって大きく変化してきているが、2023年末は2022年末と比べて、ほぼ全ての感応度が若干低下している。

米国においては、変額年金ポートフォリオに対する任意準備金の設定等により、株式市場の影響を緩和してきた。一方で、米国の信用リスクに対する感応度が大きなものとなっている。2023年末については、2022年末までとは異なるシナリオで、信用デフォルトと信用格付けに区分して、影響を開示しているため、2022年末の数値との単純比較はできないことに注意が必要である。

Aegonの感応度の推移

(※)	2019年末	2020年末	2021年末	2022年末	2023年末
金利+50bps	+4pts	+1pt	+1pt/+0pt	▲2pts/+1pt	+1pt/+1pt
金利▲50bps	▲4pts	▲0pt	▲2pts/+1pt	0pt/0pt	▲1pt/+1pt
非国債 信用スプレッド+50bps(除EIOPA VA)	+6pts	▲0pt	+1pt/+4pts	▲1pt/+1pt	+0pt/+0pt
非国債 信用スプレッド▲50bps(除EIOPA VA)	▲8pts	▲0pt	▲9pts/▲3pts	0pt/▲2pt	+1pt/+0pt
株式市場+25%	+12pts	+7pts	▲3pts/+14pts	▲8pts/+7pts	▲6pts/+3pts
株式市場▲25%	▲12pts	▲11pts	+2pts/▲14pts	+10pts/▲15pts	+7pts/▲14pts
米国信用デフォルト	▲19pts	▲18pts	—/▲38pts	—/▲42pts	—/▲6pts
米国信用格付け 資産の10%が3ノッチ低下	-	-	-	-	—/▲8pts

(※) 2021年末以降の数値は「英国ソルベンシーII/米国ソルベンシーII相当」の数値。

米国信用デフォルトは、2022年までは、追加の1年130bpsに想定格付け移動を反映したもの、2023年は、12か月の長期平均の3倍シナリオ。

2023年の米国信用デフォルト及び信用格付けのシナリオは、ともに10回に1回のシナリオに相当

なお、感応度の算出に関して、以下の説明がなされている。

現実の市場への影響(例えば、金利の低下や株式市場の下落)が同時に発生する可能性があり、それはより深刻な複合的な影響につながる可能性があり、表に示されている個々の感応度の合計と等しくない場合

がある。感応度は、繰延税金資産(DTA)の許容を前提としている。特定の不利なシナリオの下で、該当する場合、DTAの一部が認められなくなる可能性がある。これにより、公開されている感応度に比べて感応度が高くなるが、DTAは時間の経過とともに回復可能である。米国のRBC比率では、2022年第4四半期においてDTAの一部が許容されなかった。

(3)トピック

Aegonの2023年における主な資本取引等とその概要は、以下の通りであった。

2023年4月4日に、英国の個人保障ブックをRoyal Londonに売却することを発表した。この取引は、選択した市場で主要なビジネスを創出するための一環として、英国の中核となるリテール及びワークプレイスプラットフォーム活動に集中するというAegonの戦略に基づいている。

2023年6月1日に、ポーランドとルーマニアでの事業のウィーン保険グループAG Wiener Versicherung Gruppe(VIG)への売却が1億2,500万ユーロで完了したことを発表した。これは、ハンガリーとトルコの事業の売却完了に続き、Aegonの中・東欧における保険、年金、資産管理事業のVIGへの完全売却を完了するための最終段階となった。

2023年6月2日に、2億ユーロの余剰現金資本を株主に還元することを目的として、2023年2月9日に発表した自社株買いプログラムを完了したと発表した。

2023年7月4日に、オランダの年金、生命保険、損害保険、銀行業務、住宅ローン組成業務のASRとの統合が完了し、ASRとの資産管理提携が開始することを発表した。取引の一環として、Aegonは22億ユーロの現金収入とASRの株式29.99%を受け取った。この統合により、オランダで第2位の保険会社が誕生することになる。

2023年7月6日に、15億ユーロの自社株買いプログラムの開始を発表した。不測の事態がない限り2024年6月30日までに完了予定である。

2023年7月21日に、インドの合弁会社であるAegon Life Insurance Companyの株式56%をインドの金融サービス会社であるBandhan Financial Holdings Limitedに売却し、インドの合弁事業から撤退すると発表した。この取引は、2024年2月26日に売却が完了した、と発表された。

2023年12月8日に、最大株主であるVereniging Aegonと、先の15億ユーロの自社株買いプログラムに部分的に参加する契約を締結した、と発表した。

なお、2024年に入ってから、以下の資本取引等が公表されている。

2024年3月19日に、4%の固定-変動劣後債⁶(fixed-to-floating subordinated notes)を7億ユーロ償還する権利を行使すると発表した。これらのTier 2証券の償還は2024年4月25日から発効し、その時点で元本総額7億ユーロが未払利息と合わせて返済されることになる。以前に発表されたように、Aegonは債券を借り換える予定である。

6 | Zurich

Zurichは、ソルベンシーII制度の対象会社ではないが、2019年末までは、ソルベンシーIIと同等と考え

⁶ 一定期間、一定額の利息を支払った後、変動金利債に変わる劣後債

られている SST による数値と社内の経済ソルベンシー比率である Z-ECM (Zurich Economic Capital Model) を公表してきた。ところが、2020 年からは SST 比率での開示を中心に据えることに変更している。Zurich によれば、SST は Z-ECM よりも安定性をもたらし、資本は基本的には同じ方法で管理される。

Zurich の SST 比率は、監督当局である FINMA と合意した内部モデルで算出している。なお、2023 年末の SST の算出においては、計画されているドイツの伝統的な生命保険バックブックの売却については、考慮されていない。

(1) SST 比率の推移

2023 年末の SST 比率は、2022 年末の 267% から、34% ポイントと大きく低下して、233% となった。

この要因については、以下の通りとなっている。

- ・成長のための増分資本を差し引いた営業資本形成により +28% ポイント
- ・金利や市場変動等の市場の影響で ▲6% ポイント (うち、金利の低下で ▲6% ポイント、市場変動で +3% ポイント、為替の影響で ▲6% ポイント、信用スプレッドの影響で +2% ポイント)
- ・資本行動で ▲48% ポイント (2023 年の配当案で ▲29% ポイント、最大 11 億スイスフランまでの自社株買いで ▲9% ポイント、2023 年下半期の 5 億ユーロの劣後債の償還で ▲4% ポイント、Farmers Exchanges からの証券会社 3 社と洪水プログラム・サービス部門の買収で ▲4% ポイント、等)

なお、AFR (利用可能財務リソース) は、2022 年末の 380 億米ドルから、2023 年末の 343 億米ドルに、37 億米ドル減少しており、TC (目標資本) は、2022 年末の 142 億米ドルから、2023 年末の 147 億米ドルに、5 億米ドル増加している。

Zurich のソルベンシー比率 (SST) 推移の要因

	2019 年末→ 2020 年末	2020 年末→ 2021 年末	2021 年末→ 2022 年末	2022 年末→ 2023 年末
<ソルベンシー比率>	222%→182%	182%→212%	212%→267%	267%→233%
営業利益等	+20pts	+17pts	+33pts	+28pts
保険リスク	▲4pts	▲3pts	N.A.	N.A.
市場リスク・市場変化	▲45pts	+33pts	+64pts	▲6pts
金利	▲24pts	+16pts	+65pts	▲6pts
市場変動	▲16pts	+9pts	+2pts	+3pts
為替		+5pts	+1pt	▲6pts
その他 (信用スプレッド等)	▲6pts	+2pts	▲4pts	+2pts
資本行動	▲12pts	▲19pts	▲40pts	▲48pts
その他 (経営行動等)	▲3pts	+3pts	+6pts	▲8pts
合計	▲40pts	+30pts	+55pts	▲34pts

- (※) 「保険リスク」は、COVID19 及び超過カストロフィの影響を含む。
「資本行動」は、配当支払、債券発行・返済、M&A を含む。
市場リスク・市場変化の「その他」は、信用スプレッドの影響等を含む。
「その他」は、前提やモデル変更、経営行動を含む。

(2) 感応度の推移

Zurich は、SST 比率の感応度について、2020 年からは、第 1 四半期末と第 3 四半期末の数値を公表してきている。

これによると、過去においては金利や信用スプレッドによる感応度がかなり高いものになっていたが、2021 年からの数値は若干水準が低下していた。ただし、2023 年の感応度は若干上昇している。

なお、Zurich は、「感応度は、個別ではあるが瞬間的な衝撃として考慮される。これらは最良推定値であり、非線形である。例えば、市場の動きの規模が変化すると、その時点の一般的な市場状況に応じて、SST 比率への影響が不釣り合いに大きくなる(又は小さくなる)可能性がある。」と説明している。

ZurichのSST比率の感応度の推移

	2019年末	2020年 第3四半期末	2021年 第3四半期末	2022年 第3四半期末	2023年 第1四半期末	2023年 第3四半期末
金利+50bps	+5pts	+14pts	+12pts	+12pts	+19pts	+16pts
金利▲50bps	▲10pts	▲32pts	▲14pts	▲14pts	▲20pts	▲17pts
信用スプレッド+100bps	▲32pts	▲21pts	▲15pts	▲16pts	▲15pts	▲13pts
株式市場+20%	+7pts	+8pts	+7pts	+5pts	+6pts	+8pts
株式市場▲20%	▲7pts	▲9pts	▲8pts	▲7pts	▲8pts	▲7pts
スイス(除くユーロ)ソブリン+100bps	▲23pts	▲14pts	▲9pts	▲12pts	▲12pts	▲8pts
米ドル+10%	+0pt	+1pt	+6pts	-	-	-

(※)SSTの感応度については、2020年からは、第1四半期末と第3四半期末の数値が開示されてきている。

(3)ピックアップ

Zurich の 2023 年における主な資本取引等とその概要は、以下の通りであった。

2023 年 6 月 8 日に、2022 年 11 月 21 日に開始した最大 18 億スイスフランの公募株式買戻しプログラムが 2023 年 6 月 7 日に完了したと発表した。Zurich は、2022 年 11 月 21 日以降、平均購入価格 438.55 スイスフラン、総額 18 億スイスフランで自社株 4,104,413 株を買い戻している。自社株買いプログラムに基づいて買い戻された株式は消却予定である、と述べた。

2023 年 9 月 4 日に、2013 年に発行した 5 億ユーロの 4.25%期限付劣後債を償還するオプションを行使する意向であると発表した。これらの債券の償還日は 2023 年 10 月 2 日となっていた。

2023 年 11 月 2 日に、インドの Kotak Mahindra General Insurance の 51%の株式を取得して、インドの損害保険市場に参入する、と発表した。

2024 年 1 月 30 日には、Viridium Group がドイツの Zurich Life Legacy の買収を計画通りに完了しないことを知らされたとし、このポートフォリオの解決策を見つけることに尽力しており、オプションを検討する予定である、と発表した。なお、これは Zurich の目標や資本管理計画には影響しない、としている。

4—ソルベンシー比率の算出等に関するその他の事項

この章では、ソルベンシー比率の算出等に関するその他の事項について報告する。

ここで述べる項目については、2023 年の SFCR(Solvency and Financial Condition Report:ソルベンシー財務状況報告書)が公表されれば、より詳しい直近の内容が把握できる部分もある。具体的には、2022 年末数値に関する詳しい内容については、保険年金フォーカス「[欧州保険会社が 2022 年の SFCR\(ソルベンシー財務状況報告書\)を公表\(2\) —SFCR からの具体的内容の抜粋報告\(その1\) —](#)」(2023.6.19)で、各社の長期保証措置や移行措置の適用状況について、保険年金フォーカス「[欧州保険会社が 2022 年の SFCR\(ソルベンシー財務状況報告書\)を公表\(3\) —SFCR からの具体的内容の抜粋報告\(その2\) —](#)」(2023.6.23)、保険年金フォーカス「[欧州保険会社が 2022 年の SFCR\(ソルベンシー財務状況報告書\)を公表\(4\) —SFCR からの具体的内容の抜粋報告\(その3\) —](#)」(2023.6.28)、保険年金フォーカス「[欧州保険会社が 2022 年の SFCR\(ソルベンシー財務状況報告書\)を公表\(5\) —SFCR からの具体的内容の抜粋報告](#)

「(その4)ー」(2023.7.4)及び基礎研レポート「[欧州保険会社の内部モデルの適用状況\(標準式との差異\)ー2022年のSFCR\(ソルベンシー財務状況報告書\)からのリスクカテゴリ毎の差異説明の報告ー](#)」(2023.7.10)等のレポートにおいて、各社の内部モデルの適用状況等について、それぞれ報告している。

なお、以下の「2」～「5」については、Zurichを除くソルベンシーII制度対象の5社について述べている。また、今回のレポートでは、あくまでも2月から3月にかけての決算発表において開示された情報等に基づいているため、「2」と「3」については、(2023年のSFCRが公表されていない)現段階においては、2023年のデータが得られていないため、基礎研レポート「[欧州大手保険グループの2023年上期末SCR比率の状況についてーソルベンシーIIに基づく数値結果報告ー](#)」(2023.9.11)で報告した2022年末データに基づく記述を繰り返している。

1 | ソルベンシー比率の目標範囲

ソルベンシー比率の目標範囲に相当する水準は、以下の図表の通りである。

会社内部のソルベンシー比率と監督・規制上のソルベンシー比率の両方を開示しているAvivaについては、会社内部のソルベンシー比率に基づく目標範囲を設定している。ただし、これらの目標範囲については、各社毎にその位置付けが異なっているため、単純な比較はできない。また、各社とも、適宜目標範囲等の見直しを行ってきており、必ずしも長期で固定されたものとはなっていない。

欧州大手保険グループのソルベンシー比率の目標範囲

	AXA	Allianz	Generali	Aviva (会社)	Aegon	Zurich (SST)
下限	目標190%	150%	「hard and soft limits」を設定	160%	地域別に設定	160%
上限		—		180%		—

AXAは140%をリスクアペタイト限度水準に設定して、これを上回る水準を維持する方針を有しているが、2020年12月1日に行われた2023年に向けての戦略に関する投資家向けプレゼンテーションの中で、約190%(140%のリスクアペタイト限度に50ptsのバッファ)を目標とするように修正することを公表している。

Allianzは、150%を「sustainable Solvency II capitalization ratio」とし、2022年のAnnual Reportにおいては、180%を「minimum ambition」と称していた。

Generaliは、会社が取るリスク水準を定めているRAF(Risk Appetite Framework)において、過剰なリスクテイクを制限し、ソルベンシーポジションを望ましい水準に維持するために、「hard and soft limits」を設定している。2023年は、130%を「hard limit level」、150%を「soft limit level」に設定して、株式報酬制度の株数付与の決定にも関連付けている。

AvivaはWorking Rangeという名称で水準設定しており、下限の160%を下回る場合には、資本力を回復する行動を起こし、上限の180%を超える場合には、事業に投資したり、株主に還元したり、M&Aを行うとしている。

Aegonは地域別に目標を設定しており、以下の図表の通りとなっている。

Aegonの地域別ソルベンシー比率(目標範囲)

	英国	米国
operating level	150%	400%
最低配当支払レベル	135%	350%

Zurich は、以前は社内指標の Z-ECM の目標範囲 100%~120%を設定していたが、2020 年から SST ベースの下限を 160%と設定している。この際に、SST の 160%は、AA 格付けの資本水準に相当しており、SST で 180%から 200%の範囲で事業を運営することを目指していると述べていた。

なお、ソルベンシー比率の水準毎の会社の対応方針をさらに明確にして開示している会社もある。

2 | SCR 等の算出方法(内部モデルの適用状況)

各社とも内部モデルを適用しているが、その適用対象については、母国に加えて、欧州の主要国やアジア等、実質的に米国を除く主要事業国を含めているケースが多い。米国については、各社とも同等性評価に基づき、米国 RBC によって算出したものをグループベースでは一定の換算を行うことで、全体の計算に反映している。

2022 年の SFCR に基づくと、Zurich を除く 5 社のソルベンシー II に基づく分散効果控除前の SCR 算出における内部モデルの適用比率(=内部モデルによる SCR / (内部モデル適用後の)全体の SCR))は、以下の通りとなっている。

分散効果控除前のSCR算出における内部モデル適用比率

	AXA	Allianz	Generali	Aviva	Aegon
2016年	97.2%	76.0%	64.5%	65.5%	73.6%
2017年	97.1%	75.4%	61.1%	71.0%	64.6%
2018年	96.1%	73.6%	68.3%	78.9%	70.2%
2019年	79.3%	73.5%	79.9%	77.9%	66.4%
2020年	97.2%	76.3%	80.9%	81.2%	69.8%
2021年	98.1%	74.7%	75.2%	84.4%	71.5%
2022年	97.0%	72.7%	70.4%	86.1%	75.8%

これによれば、各社によって状況は異なっている。AXA の内部モデル適用比率については、AXA XL について、2019 年に同等性評価から標準式に変更になったことにより大きく低下したが、2020 年には標準式から内部モデルに変更になったことから再び大きく上昇している。

内部モデルの適用によって最も影響が大きいのが、子会社間や地域間の分散効果であると考えられているが、(標準式による分も含めた)分散効果による控除率は、以下の通りとなっている。

分散効果による控除率

	AXA	Allianz	Generali	Aviva	Aegon
2016年	33.1%	38.4%	21.8%	38.4%	52.9%
2017年	31.8%	38.6%	22.5%	33.9%	38.9%
2018年	33.2%	38.0%	21.8%	37.0%	39.2%
2019年	30.6%	34.8%	20.5%	37.7%	37.7%
2020年	33.7%	33.6%	25.8%	34.4%	40.2%
2021年	32.2%	34.6%	24.7%	36.3%	39.1%
2022年	31.4%	36.0%	26.5%	39.8%	38.7%

分散効果による控除率の水準は、Generali を除けば、ほぼ 30%から 40%の範囲にある。

なお、各社の数値の水準の差異は、各社の生命保険事業と損害保険事業のウェイトやそれぞれの事業の商品構成の差異等を反映したものともなっている。

これまで、SFCR においても、標準式による SCR の数値は開示されてきていないが、過去の影響度調査によれば、内部モデル適用による SCR の引き下げ効果は 2 割程度と想定されている。

3 | SCR 等の算出方法(長期保証措置の適用状況)

ソルベンシー I からソルベンシー II への移行における割引率や技術的準備金についての 16 年間にわたる移行措置、MA(マッチング調整)及び VA(ボラティリティ調整)といった長期保証措置⁷の適用については、各国の保険市場の特徴(販売商品や資産運用市場等)に大きく依存している。

保険年金フォーカス「[欧州保険会社が 2022 年の SFCR\(ソルベンシー財務状況報告書\)を公表\(2\) – SFCR からの具体的内容の抜粋報告\(その1\) –](#)」(2023.6.19)で報告したように、Zurich 以外のソルベンシー II 制度下にある 5 社については、全社が VA を適用し、Aviva と Aegon が一部 MA を、Allianz と Generali と Aviva が一部技術的準備金に関する移行措置を適用している。

これらの措置の適用による影響(2022 年末ベース)については、以下の通りであり、Aviva がこれらの措置に大きく依存していることが示されている。なお、年度毎の影響度の水準の差異は、VA の水準等の影響を受けている。

長期保証(LTG)措置及び移行措置の適用によるSCR比率への影響(2022年末)

	AXA	Allianz	Generali	Aviva	Aegon
①SCR比率(措置適用後)	215%	230%	221%	198%	208%
②SCR比率(措置適用前)	177%	186%	165%	78%	185%
③ 影響度(①-②)	41%ポイント	44%ポイント	56%ポイント	120%ポイント	23%ポイント

(※)各社のSCR比率(措置適用後)は、SFCRで報告された数値に基づいている。

(参考)長期保証(LTG)措置及び移行措置の適用によるSCR比率への影響(2021年末)

	AXA	Allianz	Generali	Aviva	Aegon
①SCR比率(措置適用後)	217%	239%	227%	205%	211%
②SCR比率(措置適用前)	162%	185%	170%	80%	182%
③ 影響度(①-②)	55%ポイント	54%ポイント	57%ポイント	125%ポイント	29%ポイント

(※)各社のSCR比率(措置適用後)は、SFCRで報告された数値に基づいている。

(参考)長期保証(LTG)措置及び移行措置の適用によるSCR比率への影響(2020年末)

	AXA	Allianz	Generali	Aviva	Aegon
①SCR比率(措置適用後)	200%	240%	224%	178%	196%
②SCR比率(措置適用前)	139%	174%	156%	69%	164%
③ 影響度(①-②)	61%ポイント	66%ポイント	68%ポイント	109%ポイント	32%ポイント

(※)各社のSCR比率(措置適用後)は、SFCRで報告された数値に基づいている。

4 | 自己資本の内訳

ソルベンシー II の資本要件に算入可能な各種自己資本は、劣後性や損失吸収性、期間といった資本適格性から Tier1~Tier3 に分類⁸され、それぞれについて算入制限が設定されている。

制度導入後、各社とも、着実に Tier1 の割合を高めてきており、自己資本のうち、Tier1 の自己資本が 8 割弱から 9 割程度、さらに、Tier1(無制限)がそのうちの 8 割から 9 割程度(従って、全体の 7 割から 8 割程度)を占めている。

⁷ 長期保証措置(経過措置を含む)の内容及びその EU 各国における適用状況については、筆者による、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\(1\)~\(6\) – EIOPA の 2020 年報告書の概要報告 –](#)」(2020.12.17~2021.1.15)等を参照していただきたい。

⁸ Tier1(無制限)は払込資本や剰余金等、Tier1(制限付)はグラント・ファザリング・ルールに基づく劣後債務、Tier2 は、劣後債務、Tier3 は繰延税金資産等である。

例えば、各社とも、既存の Tier1 や Tier2 の劣後債務について、グランド・ファザーリング・ルール(既得権認容ルール)を適用してきているが、こうした債務については、早期償還等を行い、段階的にソルベンシー II 適格なものに変更してきている。

2023 年末における自己資本の内訳は、以下の図表の通りとなっている。

なお、脚注の1で述べているように、Allianz については、2022 年から、それまで公表していた Own Funds Report の発行を止め、これに含まれていた情報については、Annual Report や SFCR に統合されたため、このレポート作成時点においては、自己資本の内訳は公表されていない。

なお、2021 年末から 2022 年末にかけては、各社とも主として経済変動の影響を受けての調整準備金 (reconciliation reserve) (従って、Tier1 (無制限)) の残高が大きく減少して、全体の自己資本残高も 1 割～2 割程度と大幅に減少していたが、2022 年末から 2023 年末にかけては、「3—各社のソルベンシー比率や感応度の推移及び資本管理等に係るトピック」で説明してきたような状況から、AXA と Aviva はほぼ横ばい、Allianz が大幅に増加、Generali は増加、Aegon は大幅な減少となっている。これらは、各社の資本戦略等を反映する形となっており、その結果として、資本構成の内訳も変動している。

なお、各社とも、Tier1 (無制限) だけで、SCR の 100% 水準を確保している。

自己資本の内訳(2023年末)

	AXA		Allianz	
	2022年	2023年	2022年	2023年
合計	585億ユーロ	574億ユーロ	779億ユーロ	896億ユーロ
Tier1	464億ユーロ(79%)	465億ユーロ(81%)	674億ユーロ(87%)	—(—%)
Tier1 (無制限)	407億ユーロ(70%)	410億ユーロ(71%)	—(—%)	—(—%)
Tier1 (制限付)	57億ユーロ(10%)	55億ユーロ(10%)	—(—%)	—(—%)
Tier2	114億ユーロ(19%)	101億ユーロ(18%)	93億ユーロ(12%)	—(—%)
Tier3	7億ユーロ(1%)	8億ユーロ(1%)	11億ユーロ(2%)	—(—%)

	Generali		Aviva	
	2022年	2023年	2022年	2023年
合計	463億ユーロ	490億ユーロ	187億ポンド*	188億ポンド*
Tier1	402億ユーロ(87%)	420億ユーロ(86%)	141億ポンド*(76%)	141億ポンド*(75%)
Tier1 (無制限)	385億ユーロ(83%)	406億ユーロ(83%)	132億ポンド*(70%)	132億ポンド*(70%)
Tier1 (制限付)	17億ユーロ(4%)	14億ユーロ(3%)	9億ポンド*(5%)	9億ポンド*(5%)
Tier2	58億ユーロ(12%)	68億ユーロ(14%)	43億ポンド*(23%)	45億ポンド*(24%)
Tier3	4億ユーロ(1%)	2億ユーロ(0%)	3億ポンド*(2%)	2億ポンド*(1%)

	Aegon	
	2022年	2023年
合計	163億ユーロ	143億ユーロ
Tier1	136億ユーロ(83%)	115億ユーロ(81%)
Tier1 (無制限)	117億ユーロ(72%)	96億ユーロ(68%)
Tier1 (制限付)	18億ユーロ(11%)	19億ユーロ(13%)
Tier2	22億ユーロ(13%)	22億ユーロ(15%)
Tier3	6億ユーロ(3%)	6億ユーロ(4%)

(※)()内の数値は、合計に対する割合

5 | SCR のリスク別及び地域別内訳

SCR のリスク別及び地域別内訳の開示については、次ページの図表が示すように、各社の事業構成等を反映する形で、リスク分類の方式等が異なっている。なお、AXA と Aegon については、2022 年数値を掲載している。

リスク別では、各社とも市場リスクや信用リスクのウェイトが高くなっている。ここで、図表の「信用」に、①デフォルト、スプレッド拡大、格付変更のリスクを全て含めている会社と、②これらを一区分して開示している会社、がある点には注意が必要となる。

生命保険と損害保険のウェイトが共に高い会社を中心に、保険引受けリスクの構成比も高いものとなっている。オペレーショナル・リスクについては、ほぼ各社とも数%から1割程度の構成比となっている。

また、地域別内訳は、各社の地域別事業展開を反映したものとなっている。

SCRのリスク別・地域別内訳(2023年末)

AXA(2022年末)		Allianz		Generali	
リスク別内訳		<u>分散化効果前・税前ベース</u>			
市場	43%	リスク別内訳			
生命保険	19%	市場	44%		
損害保険	25%	信用	8%		
カウンターパーティ	8%	保険引受け	29%		
オペレーショナル	6%	ビジネス	11%	<u>分散化効果前ベース</u>	
地域別内訳		オペレーショナル		リスク別内訳	
フランス	22%	<u>市場リスクの内訳</u>		信用	23%
スイス	8%	金利	▲1%	金融	38%
ドイツ	9%	インフレ	▲6%	生命保険引受け	13%
ベルギー	5%	信用スプレッド	27%	損害保険引受け	18%
イタリア・スペイン	5%	株式	62%	オペレーショナル	8%
英国	4%	不動産	14%	<u>地域別内訳</u>	
アジア	16%	通貨	4%	イタリア	35%
国際	3%	<u>リスク(分散化効果後・税前)</u>		ドイツ・オーストリア・スイス	18%
AXA XL	17%	<u>の事業別内訳</u>		フランス	18%
資産管理・銀行	3%	生命保険	53%	国際	20%
持株等	8%	損害保険	42%	持株会社等	9%
事業別内訳		資産管理等	6%		
生命保険・貯蓄	46%				
損害保険	42%				
持株	9%				
資産管理・銀行	3%				

Aviva		Aegon(2022年末)		(参考) Zurich (Risk Capital)	
リスク別内訳		<u>分散化効果前ベース</u>		リスク別内訳	
信用	26%	リスク別内訳		市場	54%
株式	13%	生命保険引受け	42%	保険料及び準備金	26%
金利	1%	健康保険引受け	4%	ビジネス	7%
他の市場	12%	損害保険引受け	1%	自然災害	6%
生命保険	22%	市場	54%	生命保険	5%
損害保険	12%	信用	4%	その他信用	2%
オペレーショナル	11%	オペレーショナル	9%	<u>事業別内訳</u>	
その他	0%	LAC-DT	▲14%	生命保険	42%
				損害保険	55%
				その他	3%

5—まとめ

以上、各社のプレスリリース資料等に基づいて、欧州大手保険グループの 2023 年末におけるソルベンシー比率の水準や感応度及びそれらの推移、さらには関係するその他の事項、加えて、2023 年における各社の資本管理等に関するトピックについて報告してきた。

決算公表時点でのソルベンシーに関する情報提供は、必ずしも十分なものとはいえない面もある。

「1. はじめに」で述べたように、2023 年 1 月 1 日から、新たな会計基準である IFRS 第 17 号(保険契約)の適用が開始されたことに伴い、各社において、各種の資料や数値の再編・見直しが行われている。例えば、これまで AXA、Allianz、Generali 等は、「Own Funds Report」等の名称のレポートを作成してきたが、IFRS 第 17 号の適用開始とともに、これらのレポートの公表は廃止されているようである。これらのレポートで公表されていた内容については、一部は他の資料等でカバーされてはいるが、さらに詳しい内容等については、今後公表されてくる SFCR で報告されていくことになる。

なお、これまでのレポート⁹で述べてきたように、IFRS 第 17 号の適用自体は実質的にソルベンシーに影響を与えていない。

EU において、2016 年 1 月 1 日に新たなソルベンシー制度であるソルベンシー II がスタートして 8 年が経過したが、この間、各社は、新たなソルベンシー制度に適切に対応すべく、またここ数年は、新型コロナウイルス感染症(COVID-19)の感染拡大やそれに伴う市場への大きな影響、さらにはその後の急激な金利上昇等、グローバルベースで変化の激しい不確実性の高い時代を迎える中で、各社各様の考え方に基づいて、リスク管理や資本管理等で各種の対応を行い、態勢等の充実を図ってきている。

資本管理の面では、今回のレポートで報告したように、2023 年に入ってから、将来の劣後債務等の償還時期等を見据えた上で、必要に応じて、償還時にその一部等に関して、新たな劣後債務の発行等を行ったりしてきている。また、積極的に地域別の事業展開や事業領域そのものの見直しを行うことで、新たな会社の買収や子会社の売却等を行ってきている。この結果として、各社の戦略の差異等を反映する形で、今回報告している保険グループ間でも、子会社等の売買取引が行われることになっている。

こうした各社の資本管理やリスク管理の考え方等については、適宜あるいは四半期毎の報告書やプレゼンテーション資料、SFCR 等において、一般の投資家向け等にも開示や説明がなされてきている。ただし、各社によって、その開示方法や説明方式等は異なっており、必ずしも統一されているわけではない。

ソルベンシー II 制度の下での各種の開示や報告の問題については、これまで行われてきたソルベンシー II のレビューにおいても、いくつかの見直し提案等が行われてきたところである。

⁹ 欧州大手保険グループの状況については、基礎研レポート「[IFRS 第 17 号\(保険契約\)を巡る動向について—欧州大手保険グループの対応状況—](#)」(2022.10.4)で、欧州大手保険グループが 2022 年 8 月に公表した 2022 年上半年報告時の資料等において説明している、IFRS 第 17 号の適用方針や取組状況等の概要について報告した。さらに基礎研レポート「[IFRS 第 17 号\(保険契約\)を巡る動向について—欧州大手保険グループの対応状況 \(その 2\) —](#)」(2022.12.16)で、欧州大手保険グループが、2022 年 11 月から 12 月にかけて、2022 年第 3 四半期報告時や投資家やアナリスト向けの説明会等において、IFRS 第 17 号及び IFRS 第 9 号(金融商品)の適用による影響度等を開示したことから、この概要について報告した。さらに、基礎研レポート「[IFRS 第 17 号\(保険契約\)を巡る動向について 2023 —欧州大手保険グループの開示の状況と FRC のレビュー—](#)」(2023.12.22)で、2023 年上半年報告における IFRS 第 17 号の開示情報の状況やこれらに対する英国の FRC(財務報告審議会)の意見を紹介した。

これらの(開示や報告の見直しを含む)EUにおけるソルベンシー II のレビューの内容については、欧州委員会、欧州理事会、欧州議会の三者によるトリローク(Trilogue)を経て、その概要は固まってきた。これらの概要については、これまでのレポートでも報告してきたが、例えば直近では、保険・年金フォーカス「[EUにおけるソルベンシー II のレビューを巡る動向 2023 – EU 理事会と欧州議会がソルベンシー II のレビューと IRRD について暫定合意](#)」(2023.12.27)で報告している。また、英国におけるソルベンシー II を巡る動向については、基礎研レポート「[英国におけるソルベンシー II のレビューを巡る動向\(その7\) – 2023 年に入ってから動き\(財務省と PRA が具体的な提案を公開\) –](#)」(2023.12.6)で報告しており、実際にこの見直し提案等に基づいて、2023 年末からはリスクマージンの改定が実施されている。さらにソルベンシー規制に関しては、IAIS(保険監督者国際機構)による ICS(保険資本基準)の開発の検討が行われており、この実際の監督基準としての適用は 2025 年が予定されている。従って、この動きを受けての、EU や英国における監督当局や保険会社の対応も注目されるようになってくる。

今後はこれらの見直しの内容や方向性等も踏まえて、今後の決算時の開示資料や説明資料において、さらなる情報提供の工夫や充実が図られていくことが期待されることになる。

IAIS による ICS の導入等やそれらの動きを受けての日本における 2025 年度から予定されている経済価値ベースのソルベンシー規制の導入の動きがある中で、過去の数年以上にわたって、実際に監督基準として機能してきた経済価値ベースのソルベンシー制度の代表的なものとして位置付けられる(EU や英国における)ソルベンシー II や SST を巡る動向とそれへの欧州の大手保険グループの各種対応については、日本の保険会社にとっても大変参考になるものがあることから、今後とも継続的にウォッチしていくこととしたい。

以上