

基礎研 レポート

欧州大手保険グループの 2024 年上期末 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 2024 年上半期決算の発表に伴い、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 2024 年上期末の 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、2024 年上半期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、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](#)」(2024.4.3)において述べたように、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 2024 年上期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(保険監督者国際機構)の IAIG(国際的に活動する保険グループ)に指定されており、バミューダのソルベンシー制度は EU(欧州連合)のソ

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、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。

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。

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。

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% |
| 2024年上期末 | 227% | 206% | 211% | 184% |
| 2023年末→2024年上期末 | 0%ポイント | 0%ポイント | ▲9%ポイント | ▲4%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% | 234% | - |
| 2024年上期末 | 205% | 190% | 232% | - |
| 2023年末→2024年上期末 | ▲2%ポイント | ▲3%ポイント | ▲2%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-ECM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、例えば2023年末の最終の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(2023年末数値は、当初の233%から234%に修正されている)。

- 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ったことから、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。
- 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。
- 2022 年末から 2023 年末にかけては、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。

これに対して、2023 年末から 2024 年上期末にかけては、各社の資本管理戦略等の差異も反映して、AXA、Allianz のソルベンシー比率は横ばいで、Zurich もほぼ安定的で 1%の低下であるのに対して、Generali は 9%ポイントの低下、Aviva(監督)は 4%ポイントの低下、Aegon は 3%ポイントの低下となった。

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子会社の買収や売却等の事業の再編等に伴い、大きく変動する場合も多い。
- ④さらには、これらの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。

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。

(参考) 欧州大手保険グループの事業別内訳(2024年上半期)

(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 | 59,027 | 47,286 | 50,140 | 9,816 | N.A. | 28,736 |
| 生命保険 | 26,505 | 11,198 | 32,722 | 4,181 | N.A. | 5,797 |
| 損害保険 | 32,522 | 36,116 | 17,419 | 5,635 | N.A. | 21,446 |
| 営業利益等 | 5,638 | 7,911 | 3,723 | 875 | 750 | 3,988 |
| 生命保険 | 2,061 | 2,705 | 1,955 | 558 | 552 | 1,048 |
| 損害保険 | 4,006 | 3,981 | 1,728 | 503 | | 2,224 |
| 資産管理 | 263 | 1,516 | 566 | 18 | 107 | 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

保険料等及び営業利益の全体数値には「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 : 保険料等は「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▲574)

Allianz : 保険料等は「Insurance Revenue」、営業利益は「operating profit」(会社その他が▲291)

Generali : 保険料等は「Gross written premiums」、営業利益は「operating results」(持株その他が▲227、調整▲298)

Aviva : 保険料等は「Insurance Revenue」、営業利益は「Group adjusted operating profit before tax attributable to shareholders' profits」(会社その他▲204)

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 : 保険料等は「Insurance Revenue」、営業利益は「Business operating profit」

Zurichにおいては、上記以外に「Farmers」が、保険料等1,456、営業利益1,115と大きな位置付けを占めている。

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関係するトピック

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。

欧州大手保険グループは、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。

1 | AXA

(1) SCR比率の推移

2024年上期末のSCR比率は、2023年末と同水準の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。

- ・営業利益等で+18%ポイント(通常の資本形成が堅調で+16%ポイント、好ましい運営上の差異で+2%ポイント)
- ・為替を含む市場の影響で▲5%ポイント(主に欧州と日本の国債スプレッドの拡大とボラティリティの上昇に)

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\(報告と開示\)一\)](#)」(2021.2.3)を参照のこと。

よる金融市場の悪影響)

- 配当と自社株買いで▲11%ポイント(上期の未払配当金と年間の自社株買いの27億ユーロの影響)
- 規制/モデル変更による影響は▲2%ポイント
- 経営行動、劣後債等のその他の影響は▲1%ポイント(制限付 Tier1 債券の発行と2つのシリーズの劣後債に対する現金公開買付けで+1%ポイント、AXA Life Europe の貯蓄ポートフォリオに対する再保険契約(1株当たり基礎利益の希薄化を相殺するための関連する自社株買いを含む)で▲1%ポイント等)

AXA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年末 | 2023年末→ 2024年上期末 |
|----------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|---------------------|
| <SCR比率> | 198%→200% | 200%→217% | 217%→215% | 215%→227% | 227%→227% |
| 営業利益等 | +15pts | +25pts | +21pts | +30pts | +18pts |
| 市場の影響 | ▲22pts | +4pts | ▲3pts | ▲3pts | ▲5pts |
| 配当&自社株買い | ▲11pts | ▲19pts | ▲24pts | ▲22pts | ▲11pts |
| 規制/モデル変更 | +20pts | ▲2pts | +4pts | ▲6pts | ▲2pts |
| その他 | | +8pts | +1pt | +12pts | ▲1pt |
| 合計 | +2pts | +17pts | ▲2pts | +12pts | 0pt |

(※)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

2024年上期末においては、2023年末に比べて、金利やクレジットの感応度はほぼ横ばいだったが、株式の感応度が若干上昇した。

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、2024年上期末には、前者が+50bpsで▲10%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、2024年上期末には▲5%ポイントとなっている。

AXAの感応度の推移

| | 2020年末 | 2021年末 | 2022年末 | 2023年末 | 2024年上期末 |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|----------|
| 金利+50bps | +10pts | +9pts | +8pts | +4pts | +2pts |
| 金利▲50bps | ▲15pts | ▲14pts | ▲10pts | ▲5pts | ▲5pts |
| 社債スプレッド+50bps | 0pt | ▲1pt | ▲4pts | ▲2pts | ▲2pts |
| ユーロソブリンスプレッド+50bps | ▲13pts | ▲11pts | ▲9pts | ▲8pts | ▲10pts |
| クレジット削減 | ▲7pts | ▲7pts | ▲4pts | ▲4pts | ▲4pts |
| 株式市場+25% | +6pts | +7pts | +11pts | +13pts | +15pts |
| 株式市場▲25% | ▲8pts | ▲10pts | ▲13pts | ▲15pts | ▲17pts |
| インフレーションスワップカーブ+50bps | — | — | ▲3pts | ▲5pts | ▲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2024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。

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、2月23日付で、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戻し契約を締結したと発表した。なお、この契約については、5月8日にAXAが買い戻す自社株の最大額を2億ユーロ増額するとの修正が発表された。

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。

2024年5月3日に、AXA Germanyにおける閉鎖された生命保険及び年金ポートフォリオの売却を解除する合意を発表した。これにより、AXAは、十分な資本とデュレーションがマッチしたこのポートフォリオとそれに関連する収益を保持する、としている。また、AXA Life Europeは約30億ユーロの変額年金準備金をカバーする再保険契約を締結した、と発表した。この取引により、2024年以降、基礎収益が年間約2,000万ユーロ減少することになるが、この収益の希薄化を、年末までに完了する予定の2億ユーロの自社株買いで相殺する予定としている。また、自社株買いの影響を含むこの取引は、AXA GroupのソルベンシーII比率に約▲1%ポイントの影響を与えると想定されている。

2024年5月14日に、万国郵便連合(UPU)と郵便ネットワークを通じて包括的保険を推進するために協力すると発表した。世界中で15億人以上(世界の成人人口の約28%)が郵便ネットワークを通じて金融サービスにアクセスしており、世界の郵便局の53%は保険を提供している。UPUとAXAは、郵便ネットワークを通じて包括的保険を世界規模で拡大するための提携を締結し、共同研究から始まり、その後技術支援プログラムが続いていく、と述べている。

2024年5月30日に、2034年満期の7億5,000万ユーロのシニア債の発行を発表した。

2024年8月1日に、Gruppo Nobis(「Nobis」)の買収により、イタリアでの個人向け損害保険事業を拡大すると発表した。Nobisはイタリアの個人向け損害保険会社で、多角的な販売網の恩恵を受けており、複数の代理店や自動車ディーラーとの提携も含まれている。Nobisは2023年に5億ユーロの総収入保険料と3,500万ユーロの純利益を報告している。買収の初期対価は4億2,300万ユーロとなり、アーンアウト(Earn out)⁵は最大5,500万ユーロとなる見込みとしている。取引完了後、この取引はAXA GroupのソルベンシーII比率に▲1%ポイントの影響をもたらすと想定されている。

2024年8月2日に、AXA Investment Managers(AXA IM)をBNP Paribasに売却する独占交渉を開始すると発表した。これは、資産運用事業から撤退し、BNP Paribasとの長期投資運用パートナーシップを締結するという戦略的決定であり、事業モデルを簡素化し、中核の保険業務である、生命保険・貯蓄保険、損害保険、健康保険に重点を置くというグループ戦略をさらに強調するものであるとしている。取引総額は54億ユーロとなると予想されており、これは2023年の基礎利益の15倍に相当するとしている。この取引は2025年第2四半期までに完了する予定である。この取引の完了に伴い、年間基礎利益が約4億ユーロ減少し、一時的な純利益が22億ユーロ増加すると予想されている。また、売却による利益の希薄化のため、取引完了後に38億ユーロの自社株買いを開始する予定であると述べている。この取引とそれに伴う自社株買いのソルベンシーII比率に与える影響は中立的であるとしている。

2 | Allianz

(1)SCR比率の推移

2024年上期末のSCR比率は、2023年末と同水準の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81億ユーロ増加して、SCR比率は225%になる、としている)。

⁵ M&Aの対価の一部を、実行後の一定期間内に、M&A対象会社の業績指標等の事前に合意された目標の達成状況に応じて支払う規定

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、四半期ベースで最高水準の営業利益等を反映して、+13%ポイント(税及び配当控除後で+3%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▲8%ポイント(新たな支払い方針に基づく配当見込、2024年2月に発表した自社株買いによるマイナス要因が、経営行動によるプラスの影響(株式のリスク軽減や事業体の売却(Allianz Saudi Fransi, Euler Hermes Re S.A, Luxembourg)等)で一部相殺された)
- ・規制/モデル変更による影響は、▲1%ポイント(UFRの3.45%から3.30%への低下等)
- ・その他、税金関係等で▲3%ポイント

Allianz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年末 | 2023年末→ 2024年上期末 |
|-------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|---------------------|
| <SCR比率> | 212%→207% | 207%→209% | 209%→201% | 201%→206% | 206%→206% |
| 営業利益/ビジネス進展 | +23pts | +29pts | +27pts | +27pts | +13pts |
| 市場の影響 | ▲27pts | +8pts | ▲19pts | ▲1pt | ▲1pt |
| 経営行動/資本管理 | +7pts | ▲14pts | ▲2pts | ▲16pts | ▲8pts |
| 規制/モデル変更 | +1pt | +3pts | ▲3pts | +4pts | ▲1pt |
| その他 | ▲8pts | ▲24pts | ▲11pts | ▲8pts | ▲3pts |
| 合計 | ▲5pts | +2pts | ▲8pts | +5pts | 0pt |

(※)「2023年末から2024年上期末」の数値は、筆者が2024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

なお、Allianzは今後のSCR比率に与える要素について説明しているが、これによると以下の項目が挙げられている。

- ・営業利益による資本形成は、引き続き+6%～+8%ポイント
- ・4月に発表したAllianz Global Corporate & Specialty SE (AGCS)の取引で+2%ポイント
- ・8月1日に発表した劣後債の償還で▲1%ポイント、自社株買い規模の5億ユーロの増加で▲1%ポイント
- ・Income Insurance Limitedの過半数株式の取得で▲3%～▲4%ポイント

なお、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り77億ユーロ増加したことから、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、20億ユーロ増加した。一方で、SCRは、株式リスク軽減に向けた経営行動等があったものの、ビジネス進展に加えて、市場の影響や規制/モデル変更等により9億ユーロ増加した。

Allianzの自己資本及びSCR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年末 | 2023年末→ 2024年上期末 |
|-----------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|---------------------|
| <自己資本> | 84.0→84.9 | 84.9→86.0 | 86.0→77.9 | 77.9→89.6 | 89.6→91.6 |
| 営業利益 | +9.1 | +12.9 | +13.5 | +13.8 | +7.7 |
| 市場の影響 | ▲3.3 | +0.0 | ▲13.8 | +1.5 | ▲0.1 |
| 経営行動/資本管理 | ▲2.1 | ▲4.5 | ▲6.0 | ▲6.8 | ▲4.1 |
| 規制/モデル変更 | ▲1.0 | +0.2 | ▲0.5 | +7.3 | ▲0.1 |
| その他 | ▲1.7 | ▲7.6 | ▲1.3 | ▲4.2 | ▲1.3 |
| 合計 | +0.9 | +1.1 | ▲8.1 | +11.7 | +2.0 |

| <SCR> | 39.5→40.9 | 40.9→41.2 | 41.2→38.8 | 38.8→43.5 | 43.5→44.4 |
|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| ビジネス進展 | +0.1 | +0.4 | +1.0 | +1.1 | +0.9 |
| 市場の影響 | +3.5 | ▲1.2 | ▲2.7 | +0.8 | +0.2 |
| 経営行動 | ▲2.3 | +0.5 | ▲2.4 | +0.1 | ▲0.4 |
| 規制／モデル変更 | ▲0.6 | ▲0.4 | +0.3 | +2.9 | +0.2 |
| その他 | +0.8 | +0.9 | +1.4 | ▲0.2 | +0.1 |
| 合計 | +1.4 | +0.3 | ▲2.4 | +4.7 | +0.9 |

(※)「2023年末から2024年上期末」の数値は、筆者が2024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、感応度はほぼ横ばいだった。

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、その後は横ばいとなっている。また、株式の感応度も、2021年末、2022年末と若干低下していたが、その後はほぼ横ばいとなっている。

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▲1%ポイント(2023年末▲2%ポイント、2022年末▲1%ポイント)の影響があるとしている。

Allianzの感応度の推移

| | 2020年末 | 2021年末 | 2022年末 | 2023年末 | 2024年上期末 |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|----------|
| 金利+50bps | +7pts | +4pts | +1pt | +2pts | +2pts |
| 金利▲50bps | ▲9pts | ▲5pts | ▲3pt | ▲5pts | ▲4pt |
| 信用スプレッド+50bps(国債) | ▲15pts | ▲11pts | ▲5pts | ▲5pts | ▲5pts |
| 信用スプレッド+50bps(社債) | +2pts | +1pt | ▲1pt | ▲1pt | 0pt |
| 株式市場+30% | +15pts | +13pts | +10pts | +11pts | +10pts |
| 株式市場▲30% | ▲14pts | ▲15pts | ▲13pts | ▲15pts | ▲14pts |

(3)トピック

Allianzの2024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。

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。さらに、2024年8月7日に、Allianz SEは、2024年の自社株買いの総額を15億ユーロに拡大することを決定した、と発表した。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。

2024年3月1日に、Allianz SpAによる2億8,000万ユーロの対価でのAssicurazioni Generali S.p.A.からのTua Assicurazioni S.p.A.の買収が完了した、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。また、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、2023年10月12日に契約の締結が公表されていた。

2024年4月5日に、Allianz Global Corporate & Specialty SE (AGCS)が、Fireman's Fund子会社を通じて引き受けている米国MidCorp及びEntertainment保険事業を、事業のフランチャイズ価値を反映した4億5,000万ドルの現金支払いで、Arch Capital Group Ltd.(Arch)の一部門であるArch Insurance North Americaに売却する契約を締結した、と発表した。この取引にはAllianzのリスク移転が

含まれており、Arch は事業に関連する約 20 億ドルの損失準備金を引き受ける。Arch からの現金支払いと、事業を支援する Allianz の推定 10 億ドルの資本を合わせると、Allianz Group の取引総額は 14 億ドルになると予想されている。なお、売却対象となる事業は、Fireman's Fund 保険会社とその子会社、すなわち American Automobile Insurance Company、Chicago Insurance Company、Interstate Fire & Casualty Company 及び National Surety Corporation によって引き受けられており、2023 年の総保険料収入は合計 17 億ドルに上る。この取引は、2024 年 8 月 2 日に、売却及び譲渡が完了したことが発表された。

2024 年 4 月 18 日に、アラブ首長国連邦に拠点を置き、アブダビ証券取引所に上場している多角的地域保険会社 Abu Dhabi National Insurance Company (ADNIC) への Allianz Saudi Fransi の株式 51% の売却が完了したと発表した。この取引は、中東での事業を合理化する Allianz Group の事業戦略の一環と述べている。

2024 年 4 月 18 日に、大手アクティブ投資運用会社の Allianz Global Investors (Allianz GI) は、中国証券監督管理委員会 (CSRC) から、中国本土で外資 100% の公募ファンド運用会社 (FMC) として運営するための認可を取得したと発表した。この認可は、Allianz GI の中国本土市場への取り組みと、国内投資家に同社のグローバルな投資専門知識へのアクセスを提供する姿勢を強調するもの、と述べている。

2024 年 7 月 17 日に、シンガポールの大手保険会社 Income Insurance Limited の少なくとも 51% を取得する計画を発表した。急成長中のシンガポール保険市場での買収により、Allianz はアジアで 9 位から 4 位の総合保険会社に躍進することになる。

3 | Generali

(1) SCR 比率の推移

2024 年上期末の SCR 比率は、2023 年末の 220% から 9% ポイント低下して、211% 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 +11% ポイント
- ・市場の変動等で ▲3% ポイント (経済的差異で ▲1% ポイント (主に欧州国債のスプレッド拡大に起因するものだが、上場株式市場の成長とユーロ圏の金利の緩やかな上昇により部分的に緩和された)、非経済的差異で ▲2% ポイント (主にイタリアとフランスで観察された解約傾向と、非営業保有及びその他の費用に関連))
- ・配当等の資本移動で ▲7% ポイント (当期の未払配当と 5 億ユーロの自社株買いプログラムを反映)
- ・規制変更等により ▲3% ポイント (年初から有効になった EIOPA の変更による)
- ・M&A で ▲8% ポイント (2024 年上半期の 2023 年に比較しての SCR の増加 7 億ドルのうちの 4 億ドルを Liberty Seguros が牽引)

なお、2023 年末の決算発表において、2024 年に想定される SCR 比率への影響として、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、が挙げられていた。

また、通常の資本形成において、生命保険事業と損害保険事業の貢献により、SCR を超過する自己資本

は 26 億ユーロ増加している。なお、(以前は非経済的差異において報告されていた)LTIP(長期インセンティブプラン)の影響と、グループのインセンティブ及び報酬プランも反映されている。

Generali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年末 | 2023年末→ 2024年上期末 |
|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|---------------------|
| <SCR比率> | 224%→224% | 224%→227% | 227%→221% | 221%→220% | 220%→211% |
| 資本形成 | +21pts | +20pts | +19pts | +22pts | +11pts |
| 変動(経済・非経済) | ▲14pts | +8pts | +3pts | ▲18pts | ▲3pts |
| 資本移動(配当、債務償還等) | ▲8pts | ▲9pts | ▲11pts | ▲6pts | ▲7pts |
| 規制変更等 | +8pts | ▲7pts | ▲5pts | ▲3pts | ▲3pts |
| M&A | ▲6pts | ▲8pts | ▲12pts | +4pts | ▲8pts |
| 合計 | 0pt | +3pts | ▲6pts | ▲1pt | ▲9pts |

Generali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年末 | 2023年末→ 2024年上期末 |
|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|---------------------|
| <自己資本> | 45.5→44.4 | 44.4→50.6 | 50.6→46.4 | 46.4→49.0 | 49.0→48.5 |
| 資本形成 | +3.9 | +3.7 | +4.0 | +4.5 | +2.7 |
| 変動(経済・非経済) | ▲2.7 | +3.3 | ▲4.9 | ▲0.4 | ▲0.4 |
| 資本移動(配当、債務償還等) | ▲1.7 | ▲1.7 | ▲2.3 | ▲1.3 | ▲1.5 |
| 規制変更等 | ▲0.3 | ▲0.3 | ▲0.9 | ▲0.1 | ▲0.4 |
| M&A | ▲0.4 | +1.2 | ▲0.2 | ▲0.0 | ▲1.0 |
| 合計 | ▲1.1 | +6.2 | ▲4.2 | +2.6 | ▲0.5 |
| <SCR> | 20.3→19.8 | 19.8→22.3 | 22.3→21.1 | 21.1→22.3 | 22.3→23.0 |
| 資本形成 | ▲0.1 | ▲0.1 | ▲0.1 | ▲0.1 | +0.1 |
| 変動(経済・非経済) | 0.0 | +0.8 | ▲2.4 | +1.5 | +0.2 |
| 資本移動(配当、債務償還等) | - | - | - | - | - |
| 規制変更等 | ▲0.8 | +0.5 | +0.2 | +0.2 | +0.0 |
| M&A | +0.4 | +1.3 | +1.0 | ▲0.4 | +0.4 |
| 合計 | ▲0.5 | +2.5 | ▲1.2 | +1.2 | +0.7 |

(2)感応度の推移

Generali は、感応度について、半期ベースの数値は開示していない。2023 年末に数値によれば、以下の通りとなっている。

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⁶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+100bps に対する感応度は▲8%ポイントであった。2023 年の BTP スプレッド+100 bps に対する感応度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

| | 2020年末 | 2021年末 | 2022年末 | 2023年末 | 2024年上期末 |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|----------|
| 金利+50bps | +10pts | +9pts | +4pts | +2pts | - |
| 金利▲50bps | ▲12pts | ▲10pts | ▲5pts | ▲3pts | - |
| 社債スプレッド+50bps | +2pts | +2pts | ▲1pt | ▲1pt | - |
| BTPスプレッド+100bps | ▲15pts | ▲13pts | ▲5pts | ▲6pts | - |
| 株式市場+25% | +5pts | +4pts | +5pts | +6pts | - |
| 株式市場▲25% | ▲6pts | ▲6pts | ▲6pts | ▲6pts | - |

(3)トピック

Generali の 2024 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。

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 (ジェネラルイ中国保険会社) 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 1 月 31 日に、Liberty Mutual からの Liberty Seguros の買収が完了したと発表した。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。

2024 年 3 月 1 日に、2023 年 10 月 12 日に公表された TUA Assicurazioni SpA の Allianz への売却が完了した、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 比率が約 1%ポイント増加する、としている。

2024 年 4 月 3 日に、2023 年 7 月 6 日に発表した通り、Cathay Financial Holdings の子会社である Cathay Life からの Conning Holdings Limited (CHL) とその関連会社の買収を完了したことを発表した。この取引の結果、CHL の全株式は新規発行株式と引き換えに Generali Investments Holding S.p.A. (GIH) に拠出され、Cathay Life は 16.75 %の株式を保有する GIH の少数株主となり、資産運用事業で Generali との長期的パートナーシップを確立する。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 Group の運用資産総額(AUM)は 8,870 億ドル(8,030 億ユーロ)になる。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。

⁶ 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。

2024年4月24日に、2022~2024年度戦略計画の実施の一環として、資本管理方針に関連して自社株を消却するための自社株買いスキームが承認された、と発表した。これによれば、総支出額は最大5億ユーロで、いかなる場合でも株式の最大数は会社の株式資本の3%を超えない。この自社株買いプログラムは、配当金の分配に加えて株主に報酬を提供することを目的としている。これについては、2024年8月9日に、総額最大5億ユーロの自社株買いプログラムを開始すると発表が行われ、その後8月19日や8月26日等に実際の自社株買いに関する報告が行われてきている。

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(2024年上期末で14.30億ポンド、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(2024年上期末で3.31億ポンド、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。2024年6月30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。

(1)SCR 比率の推移

2024年上期末のSCR比率は、2023年末の207%から2%ポイント低下して、205%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(営業)により+8%ポイント、資本形成(非営業)により+8%ポイント
- 配当により▲7%ポイント
- 債務発行/返済により▲7%ポイント
- 自社株買いにより▲4%ポイント

なお、AIGの英国の保険事業及びカナダのOptiomの買収による影響は、Singlifeの売却による影響で相殺されて、買収や売却による影響はほぼ中立になっている、と述べている。

また、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、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する規制が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、例えば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%ポイント上昇していた。さらに、2024年6月30日から、マッチング調整

要件の変更が発効して、サブ投資適格資産のマッチング調整上限が撤廃等されており、これによりカバー率がさらに約4%ポイント上昇した、と述べている。

AvivaのSCR比率推移の要因(会社ベース)

| | 2019年末→ 2020年末 | 2020年末→ 2021年末 | 2021年末→ 2022年末 | 2022年末→ 2023年末 | 2023年末→ 2024年上期末 |
|-----------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|---------------------|
| <SCR比率> | 206%→202% | 202%→244% | 244%→212% | 212%→207% | 207%→205% |
| 資本形成(営業) | +18pts | +11pts | +14pts | +14pts | +8pts |
| 資本形成(非営業) | ▲25pts | +10pts | +17pts | ▲7pts | +8pts |
| 配当 | ▲4pts | ▲7pts | ▲10pts | ▲11pts | ▲7pts |
| 債務発行/返済 | +2pts | ▲13pts | ▲7pts | +3pts | ▲7pts |
| 自社株買い | - | ▲9pts | - | ▲4pts | ▲4pts |
| その他 | +5pts | +50pts | ▲46pts | 0pt | 0pt |
| 合計 | ▲4pts | +42pts | ▲32pts | ▲5pts | ▲2pts |

※「資本形成(非営業)」には、市場・為替による影響が含まれている。

「その他」には、2021年 売却による+50bps、2022年 資本返済による▲41bps、買収&売却▲5bps が含まれている。

ソルベンシー II 資本剰余及びその構成要素としての自己資本とSCRの変動要因は以下の図表の通りとなっている。2024年上期末のソルベンシー資本剰余は、2023年末から6億ポンド減少した。資本形成等により9億ポンド増加したが、2023年の最終配当の支払い 6億ポンド、債務返済 6億ポンド、自社株買い 3億ポンド、等の影響が大きかった。

Avivaの自己資本とSCR等の推移の要因

(単位:十億ポンド)

| | 2019年末→ 2020年末 | 2020年末→ 2021年末 | 2021年末→ 2022年末 | 2022年末→ 2023年末 | 2023年末→ 2024年上期末 |
|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|---------------------|
| <ソルベンシー II 資本剰余> | 12.6→13.0 | 13.0→13.1 | 13.1→8.7 | 8.7→8.8 | 8.8→8.2 |
| 資本形成(営業) | +1.9 | +1.6 | +1.4 | +1.5 | +0.7 |
| 資本形成(非営業) | ▲1.8 | ▲0.2 | ▲0.3 | ▲0.4 | +0.2 |
| 配当 | ▲0.5 | ▲0.9 | ▲0.9 | ▲0.9 | ▲0.6 |
| 債務発行/返済 | +0.3 | ▲1.5 | ▲0.5 | +0.2 | ▲0.6 |
| 自社株買い | - | ▲1.0 | - | ▲0.3 | ▲0.3 |
| その他 | +0.5 | +2.0 | ▲4.15 | - | ▲0.1 |
| 合計 | +0.4 | +0.1 | ▲4.4 | +0.1 | ▲0.6 |
| <自己資本> | 24.5→25.7 | 25.7→22.2 | 22.2→16.5 | 16.5→17.0 | 17.0→15.9 |
| 資本形成(営業) | +1.7 | +1.6 | +1.6 | +1.7 | +0.7 |
| 資本形成(非営業) | ▲0.7 | ▲1.3 | ▲1.8 | ▲0.2 | ▲0.2 |
| 配当 | ▲0.5 | ▲0.9 | ▲0.9 | ▲0.9 | ▲0.6 |
| 債務発行/返済 | +0.3 | ▲1.5 | ▲0.5 | +0.2 | ▲0.6 |
| 自社株買い | - | ▲1.0 | - | ▲0.3 | ▲0.3 |
| その他 | +0.4 | ▲0.6 | ▲4.15 | - | ▲0.1 |
| 合計 | +1.2 | ▲3.6 | ▲5.7 | +0.6 | ▲1.1 |
| <SCR> | 11.9→12.7 | 12.7→9.1 | 9.1→7.8 | 7.8→8.2 | 8.2→7.8 |
| 資本形成(営業) | ▲0.2 | +0.1 | +0.2 | +0.3 | +0.0 |
| 資本形成(非営業) | +1.2 | ▲1.2 | ▲1.5 | +0.2 | ▲0.4 |
| 配当 | - | - | - | - | - |
| 債務発行/返済 | - | - | - | - | - |
| その他 | ▲0.1 | ▲2.6 | - | - | ▲0.0 |
| 合計 | +0.9 | ▲3.7 | ▲1.3 | +0.4 | ▲0.4 |

(2)感応度の推移

Aviva は、以下の図表で示しているケース以外の感応度についても、幅広い情報を開示している、なお、以下の図表において、2023 年末以降の数値は、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ため、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 年末以降の感応度は(図表における前提の差異を考慮すれば)大きな変化は見られない。

Avivaの感応度の推移

| | 2020年末 | 2021年末 | 2022年末 | 2023年末 | 2024年上期末 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|----------|
| 金利▲25bps | ▲5pts | ▲6pts | ▲2pts | ▲6pts | ▲6pts |
| 社債スプレッド+100bps | +3pts | +11pts | +6pts | +7pts | +5pts |
| 株式市場▲10% | ▲1pt | ▲0pt | ▲0pt | ▲0pt | ▲0pt |
| 株式市場▲25% | ▲5pts | ▲1pt | ▲1pt | ▲1pt | ▲2pt |
| 損害率5%悪化 | ▲3pts | ▲3pts | ▲4pts | ▲3pts | ▲4pts |
| 死亡率/罹患率5%悪化 | ▲2pts | ▲2pts | ▲2pts | ▲1pt | ▲1pt |
| 年金死亡率5%低下 | ▲16pts | ▲21pts | ▲12pts | ▲5pts | ▲4pts |
| 維持費・投資経費10%増加 | ▲9pts | ▲11pts | ▲10pts | ▲9pts | ▲10pts |
| 解約率10%増加 | ▲2pts | ▲3pts | ▲4pts | ▲4pts | ▲4pts |

※ 2023年末及び2024年上期末は、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又は下落する。

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 2024 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。

2024 年 1 月 5 日に、カナダ事業が Optiom O2 Holdings Inc(「Optiom」)を約 1 億ポンド(約 1 億 7,000 万カナダドル)での買収を完了したことを発表した。この買収は 2023 年 11 月 27 日に発表されている。

2024 年 3 月 4 日に、2 億 4,200 万ポンドの対価で Probitas Holdings (Bermuda) Limited(「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。なお、7 月 10 日に、この取引は必要な全ての承認を取得した上で、2 億 4,900 万ポンドで完了したと発表された。

2024 年 3 月 18 日に、Singapore Life Holdings Pte Ltd(「Singlife」)の株式及び 2 つの債務証券の住友生命への売却を完了し、総額 9 億 3,700 万ポンド(16 億シンガポールドル)の収益を得たことを発表した。

2024 年 4 月 9 日に、必要な全ての承認を取得した上で、American International Group, Inc(「AIG」)の上場子会社である Corebridge Financial, Inc から、英国で保障事業を展開する AIG Life Limited(「AIG Life UK」)を 4 億 5,300 万ポンドで買収したことを発表した。この買収は 2023 年 9 月 25 日に初めて発表されているが、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加入員を抱えている。

2024 年 5 月 28 日に、Telereal Pension Plan の管財人(Trustee)による 1 億 3,000 万ポンドの一括購入年金制度の完全買収を完了したことを発表した。これにより、Aviva は、約 500 人の会員の確定給付債務を保険でカバーし、投資及び長生きリスクを排除する。

2024 年 6 月 19 日に、Sibelco UK Occupational Pension Scheme との 1 億 6,500 万ポンドの一括購入年金制度の完全買収を完了したことを発表した。2024 年 4 月に完了するこの取引により、制度の約 1,200 人の加入者全員の給付が全額確保される。

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、以下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。

2024 年上期末における SCR 比率は、2023 年末の 193%から 3%ポイント低下して、190%となった。

これは、2024 年 4 月の 7 億ユーロのグランドファザー条項付き Tier 2 証券の償還、新しい 2 億ユーロの自社株買いプログラム、(発表された)2024 年の中間配当及び(以前に発表された)中国の保険合弁会社である Aegon THTF Life Insurance Company の自己資本の代替可能性によるへアカットを反映している。保有資本と営業費用控除後の資本創出は 9 億ユーロで、これには、主に米国による 1 億 4,000 万ユーロのプラスの影響を伴う市場動向が含まれている。さらに、一時的な項目は 2 億 9,200 万ユーロと好調で、特に米国での経営行動の影響が含まれ、また、ASR の持分の影響も反映されている(Aegon のオランダ事業の業績は、ASR への持分からの寄与という形で、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)。

なお、米国の RBC(リスク・ベースド・キャピタル)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 Captive や規制対象外会社が含まれている。

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年末 | 2023年末→ 2024年上期末 |
|-------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|---------------------|
| <SCR比率> | 201%→196% | 196%→211% | 211%→208% | 208%→193% | 193%→190% |
| 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 | ▲15pts | ▲3pts |

(※)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年末 | 2023年末→ 2024年上期末 |
|-----------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|---------------------|
| <自己資本> | 18.5→18.6 | 18.6→19.4 | 19.4→16.3 | 16.3→14.3 | 14.3→14.2 |
| 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 | ▲2.0 | ▲0.1 |

| <SCR> | 9.2→9.5 | 9.5→9.2 | 9.2→7.8 | 7.8→7.4 | 7.4→7.5 |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 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 | ▲0.4 | +0.1 |

(※)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

2023 年末の 187%から 2024 年上期末の 189%に 2%ポイント増加した。

・事業資本形成がプラスに貢献したが、持株会社への送金で相殺された。

②米国の RBC 比率

2023 年末の 431%から 2024 年上期末の 446%に 15%ポイント増加した。

・事業資本形成が 16% ポイント寄与したが、持株会社への送金により相殺された。

・株式市場の好調、金利上昇、信用毀損の回復により、市場動向は 11%ポイントのプラスの影響を及ぼした。

・保険数理上の前提とモデルの更新、分散要因の変更及び再編費用により、5% ポイントのネットでプラスの影響があった。

因みに、米国のソルベンシー II 相当の比率は、2023 年末で 204%、2024 年上期末で 194%となっている。

また、ASR の持分に関する資本比率は、2023 年末で 137%、2024 年上期末で 139%となっている。

Aegonの地域別ソルベンシー比率

| | 2020年末 | 2021年末 | 2022年末 | 2023年末 | 2024年上期末 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|----------|
| オランダ | 159% | 186% | 210% | — | — |
| 英国 | 156% | 167% | 169% | 187% | 189% |
| 米国(RBC比率) | 432% | 426% | 425% | 431% | 446% |
| グループ全体 | 196% | 211% | 208% | 193% | 190% |

(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。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たが、2024 年上期末は米国での感応度が上昇している。

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 年末以降については、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となる。

Aegonの感応度の推移

| | 2020年末 | 2021年末 | 2022年末 | 2023年末 | 2024年上期末 |
|------------------------------|--------|--------------|---------------|--------------|--------------|
| 金利+50bps | +1pt | +1pt/+0pt | ▲2pts/+1pt | +1pt/+1pt | 0pt/+6pts |
| 金利▲50bps | ▲0pt | ▲2pts/+1pt | 0pt/0pt | ▲1pt/+1pt | ▲1pt/▲4pts |
| 非国債 信用スプレッド+50bps(除EIOPA VA) | ▲0pt | +1pt/+4pts | ▲1pt/+1pt | 0pt/0pt | 0pt/0pt |
| 非国債 信用スプレッド▲50bps(除EIOPA VA) | ▲0pt | ▲9pts/▲3pts | 0pt/▲2pt | +1pt/0pt | +1pt/+1pt |
| 株式市場+25% | +7pts | ▲3pts/+14pts | ▲8pts/+7pts | ▲6pts/+3pts | ▲4pts/▲10pts |
| 株式市場▲25% | ▲11pts | +2pts/▲14pts | +10pts/▲15pts | +7pts/▲14pts | +7pts/▲15pts |
| 米国信用デフォルト | ▲18pts | —/▲38pts | —/▲42pts | —/▲6pts | —/▲11pts |
| 米国信用格付け 資産の10%が3ノッチ低下 | — | — | — | —/▲8pts | —/▲7pts |

(※) 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に想定格付移動を反映したものの、2023年以降は、12か月の長期平均の3倍シナリオ。

2023年以降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、完全な DTA (繰延税金資産) 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、開示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、2024 年上半期において DTA の一部が許容されなかった。

(3)トピック

Aegon の 2024 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。

2024 年 2 月 26 日に、2023 年 7 月 21 日に公表された、インドの合弁会社である Aegon Life Insurance Company の株式 56%のインドの金融サービス会社である Bandhan Financial Holdings Limited への売却が完了し、インドの合弁事業から撤退した、と発表した。

2024 年 3 月 19 日に、4%の固定-変動劣後債⁷(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。

2024 年 4 月 10 日に、固定クーポン 5.5%、期間 3 年の 7 億 6,000 万米ドルのシニア無担保債の価格設定に成功した、と発表した。この発行による純収益は、2024 年 4 月 25 日付けでの、以前に発表された固定から変動への劣後債 7 億ユーロの償還を含む、一般的な企業目的に使用される。

2024 年 7 月 1 日に、15 億 3,500 万ユーロの自社株買いの完了を発表した。2023 年 7 月 6 日に発表されたとおり、自社株買いのうち 15 億ユーロは、Aegon the Netherlands と ASR の合併取引に関連している。2024 年 4 月 9 日に、上級管理職向けの株式報酬プランに関連して、この自社株買いが 3,500 万ユーロ増加したことを発表していた。

2024 年 7 月 8 日に、2024 年 5 月 16 日に発表された 2 億ユーロの自社株買いを開始し、不測の事態がない限り、2024 年 12 月 13 日に完了する予定だと発表した。

⁷ 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

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す、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。

(1) SST 比率の推移

2024 年上期末の SST 比率は、2023 年末の 234% から、2% ポイント低下して、232% 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 +16% ポイント
- ・金利・株価等変動・為替等の市場の影響で +12% ポイント (うち、金利の上昇で +7% ポイント、株価等変動で +3% ポイント、為替で +3% ポイント)
- ・資本行動で ▲17% ポイント (配当支払いで ▲14% ポイント、Kotak Mahindra General Insurance への 70% 出資で ▲3% ポイント)
- ・2024 年第 1 四半期におけるモデルと前提の更新によるマイナスの影響で ▲11% ポイント、その他の影響で ▲1% ポイント

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 | 2023 年末→ 2024 年上期末 |
|---------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|-----------------------|
| <ソルベンシー比率> | 222%→182% | 182%→212% | 212%→267% | 267%→234% | 234%→232% |
| 営業利益等 | +20pts | +17pts | +33pts | +28pts | +16pts |
| 保険リスク | ▲4pts | ▲3pts | N.A. | N.A. | N.A. |
| 市場リスク・市場変化 | ▲45pts | +33pts | +64pts | ▲6pts | +12pts |
| 金利 | ▲24pts | +16pts | +65pts | ▲6pts | +7pts |
| 株価等変動 | ▲16pts | +9pts | +2pts | +3pts | +3pts |
| 為替 | | +5pts | +1pt | ▲6pts | +3pts |
| その他(信用スプレッド等) | ▲6pts | +2pts | ▲4pts | +2pts | 0pt |
| 資本行動 | ▲12pts | ▲19pts | ▲40pts | ▲48pts | ▲17pts |
| その他(経営行動等) | ▲3pts | +3pts | +6pts | ▲8pts | ▲12pts |
| 合計 | ▲40pts | +30pts | +55pts | ▲33pts | ▲2pts |

(※)「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。

なお、AFR (利用可能財務リソース) は、2023 年末の 343 億米ドルから、2024 年上期末の 361 億米ドルに、18 億米ドル増加しており、TC (目標資本) は、2023 年末の 147 億米ドルから、2024 年上期末の 155 億米ドルに、8 億米ドル増加している。

(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。2023年第1四半期に金利の感応度が大きく上昇したが、その後は若干低下した水準となっている。

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

| | 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 | 2024年 第1四半期末 |
|-----------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 金利+50bps | +14pts | +12pts | +12pts | +19pts | +16pts | +15pts |
| 金利▲50bps | ▲32pts | ▲14pts | ▲14pts | ▲20pts | ▲17pts | ▲16pts |
| 信用スプレッド+100bps | ▲21pts | ▲15pts | ▲16pts | ▲15pts | ▲13pts | ▲13pts |
| 株式市場+20% | +8pts | +7pts | +5pts | +6pts | +8pts | +7pts |
| 株式市場▲20% | ▲9pts | ▲8pts | ▲7pts | ▲8pts | ▲7pts | ▲8pts |
| スイス(除くユーロ)ソブリン+100bps | ▲14pts | ▲9pts | ▲12pts | ▲12pts | ▲8pts | ▲8pts |
| 米ドル+10% | +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)トピック

Zurichの2024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。

2024年1月4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。時価総額でインド第3位の民間銀行であるKotak Mahindra Bank Limitedとの戦略的提携は、(規制当局の承認と慣例的な決算調整を条件に)新たな成長資本と株式購入の組み合わせにより、Kotak Mahindra General Insuranceの株式51%を4億8,800万米ドルで取得する提案を通じて行われる。さらに、Zurichは将来的に最大19%の株式を追加取得する予定である、と述べた。

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。

2024年6月17日に、株式消却による資本削減を目的として、2月22日に発表した最大11億スイスフランの公開株式買い戻しプログラムを開始する、と発表した。

2024年6月19日に、Kotak General Insuranceの70%を取得し、2021年に外国直接投資規則が改正されて最大74%の外国人所有が認められて以来、インドに進出する初の外国保険会社となった、と発表した。

2024年6月26日に、AIGのグローバル個人旅行保険及びアシスタンス事業(AIG Travel)を6億ドル(及び潜在的な追加アンアウト支払い)で買収する契約を締結したことを発表した。この事業はチューリッヒの旅行保険プロバイダーであるCover-More Group(Cover-More)と統合され、米国での展開を拡大する。この買収により、Zurichは新たなグローバルなリテール顧客基盤にアクセスでき、世界有数の旅行保険会社になる、と述べている。

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。

これらの項目については、既に 2023 年末数値に関するレポートとして、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—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—](#)」(2024.4.3)の中でも一部報告している。

さらには、2023 年末の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 2023 年の SFCR \(ソルベンシー財務状況報告書\)を公表\(1\)—長期保証措置と移行措置の適用状況—](#)」(2024.6.19)や「[欧州保険会社が 2023 年の SFCR \(ソルベンシー財務状況報告書\)を公表\(2\)—内部モデルの適用状況等—](#)」(2024.6.26)等のレポートにおいて報告しているので、これらのレポートを参照していただきたい。

なお、以下の「2」～「5」については、基本的には Zurich を除くソルベンシー II (と同等の)制度対象の 5 社について述べている。

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ので、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 のバッファー)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。

2023 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。2023 年の数値は、2022 年までの数値とはベースが異なっている会社もあるが、2022 年までの数値も参考として掲載している。なお、各社の内部モデル適用比率の状況は、子会社の買収・売却等の事業戦略の影響を受けている要素も大きい。

分散効果控除前のSCR算出における内部モデル適用比率(S.25.02.22に基づく数値)

| | 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% |

分散効果控除前のSCR算出における内部モデル適用比率(各社の公表ベースに基づく数値)

| | | | | | |
|-------|-------|---|-------|-------|-------|
| 2022年 | 92.0% | - | 67.3% | 86.1% | 66.6% |
| 2023年 | 90.0% | - | 68.8% | 85.7% | 81.5% |

(※)各社の公表ベースの数値の内容については、「2 | 内部モデルの使用状況及び分散効果の状況」に記載の通り。

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となっている。

分散効果による控除率(S.25.02.22及びS.25.05.22に基づく数値)

| | 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% |
| 2023年 | 31.2% | 35.3% | 20.4% | 39.8% | 43.3% |

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⁸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2023年のSFCR\(ソルベンシー財務状況報告書\)を公表\(1\)－長期保証措置と移行措置の適用状況－](#)」(2024.6.19)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が子会社の一部等でMAを、AllianzとGeneraliとAvivaが子会社の一部で、TMTP(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(2023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(2023年末)

| | AXA | Allianz | Generali | Aviva |
|---------------|---------|---------|----------|----------|
| ①SCR比率(措置適用後) | 227% | 229% | 220% | 188% |
| ②SCR比率(措置適用前) | 193% | 193% | 169% | 74% |
| ③ 影響度(①－②) | 34%ポイント | 37%ポイント | 51%ポイント | 114%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(2022年末)

| | AXA | Allianz | Generali | Aviva |
|---------------|---------|---------|----------|----------|
| ①SCR比率(措置適用後) | 215% | 230% | 221% | 198% |
| ②SCR比率(措置適用前) | 177% | 186% | 165% | 78% |
| 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 |

(※)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 |
|---------------|---------|---------|----------|----------|
| ①SCR比率(措置適用後) | 217% | 239% | 227% | 205% |
| ②SCR比率(措置適用前) | 162% | 185% | 170% | 80% |
| 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 |

(※)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。

⁸ 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。

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⁹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。

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(Allianz の数値は、TMTP(技術的準備金の移行措置)を適用した場合の数値となっている)。

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、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 | 891億ユーロ | 997億ユーロ |
| Tier1 | 464億ユーロ(79%) | 465億ユーロ(81%) | 786億ユーロ(88%) | 876億ユーロ(88%) |
| Tier1(無制限) | 407億ユーロ(70%) | 410億ユーロ(71%) | 731億ユーロ(82%) | 819億ユーロ(82%) |
| Tier1(制限付) | 57億ユーロ(10%) | 55億ユーロ(10%) | 54億ユーロ(6%) | 57億ユーロ(6%) |
| Tier2 | 114億ユーロ(19%) | 101億ユーロ(18%) | 92億ユーロ(10%) | 104億ユーロ(10%) |
| Tier3 | 7億ユーロ(1%) | 8億ユーロ(1%) | 12億ユーロ(1%) | 12億ユーロ(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。また、Allianzの数値はTMTP(技術的準備金に対する移行措置)を適用したベースの数値。

⁹ Tier1(無制限)は払込資本や剰余金等、Tier1(制限付)はグランド・ファザーリング・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。

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、以下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、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－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カー](#)」

(2024.4.3)とは異なり、AXA と Aegon についても、2023 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これらを一部位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。また、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。

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 | | Allianz | | Generali | |
|---------------|-----|-----------------------------|-----|------------------|-----|
| リスク別内訳 | | 分散化効果前・税前ベース | | 分散化効果前ベース | |
| 市場 | 38% | 市場 | 44% | 信用 | 23% |
| 生命保険 | 20% | 信用 | 8% | 金融 | 38% |
| 損害保険 | 27% | 保険引受け | 29% | 生命保険引受け | 13% |
| 信用 | 9% | ビジネス | 11% | 損害保険引受け | 18% |
| オペレーショナル | 6% | オペレーショナル | 7% | オペレーショナル | 8% |
| 地域別内訳 | | 市場リスクの内訳 | | 地域別内訳 | |
| フランス | 21% | 金利 | ▲1% | イタリア | 35% |
| スイス | 8% | インフレ | ▲6% | ドイツ・オーストリア・スイス | 18% |
| ドイツ | 8% | 信用スプレッド | 27% | フランス | 18% |
| ベルギー | 5% | 株式 | 62% | 国際 | 20% |
| イタリア・スペイン | 8% | 不動産 | 14% | 持株会社等 | 9% |
| 英国 | 5% | 通貨 | 4% | | |
| アジア | 17% | リスク(分散化効果後・税前)の事業別内訳 | | | |
| AXA XL | 18% | 生命保険 | 53% | | |
| 資産管理・銀行 | 3% | 損害保険 | 42% | | |
| 持株等 | 8% | 資産管理等 | 6% | | |
| 事業別内訳 | | | | | |
| 生命保険・貯蓄 | 46% | | | | |
| 損害保険 | 42% | | | | |
| 持株 | 9% | | | | |
| 資産管理・銀行 | 3% | | | | |

| Aviva | | Aegon | | (参考) Zurich (Risk Capital) | |
|---------------|-----|------------------|------|----------------------------|-----|
| リスク別内訳 | | 分散化効果前ベース | | リスク別内訳 | |
| 信用 | 26% | 市場 | 47% | 市場 | 54% |
| 株式 | 13% | 信用 | 4% | 保険料及び準備金 | 26% |
| 金利 | 1% | オペレーショナル | 11% | ビジネス | 7% |
| 他の市場 | 12% | LAC-DT | ▲14% | 自然災害 | 6% |
| 生命保険 | 22% | | | 生命保険 | 5% |
| 損害保険 | 12% | | | その他信用 | 2% |
| オペレーショナル | 11% | | | 事業別内訳 | |
| その他 | 0% | | | 生命保険 | 42% |
| | | | | 損害保険 | 55% |
| | | | | その他 | 3% |

SCRのリスク別・地域別内訳(2024年上期末)

| Generali | Aviva | (参考) Zurich (Risk Capital) |
|----------------|----------|----------------------------|
| 分散化効果前ベース | | |
| リスク別内訳 | | リスク別内訳 |
| 信用 | | 市場 |
| 金融 | 22% | 保険料及び準備金 |
| 生命保険引受け | 38% | ビジネス |
| 損害保険引受け | 13% | 自然災害 |
| オペレーショナル | 19% | 生命保険 |
| | 8% | その他信用 |
| 地域別内訳 | | |
| イタリア | | 事業別内訳 |
| ドイツ・オーストリア・スイス | 34% | 生命保険 |
| フランス | 17% | 損害保険 |
| 国際 | 17% | その他 |
| 持株その他 | 22% | |
| | 10% | |
| | | |
| | リスク別内訳 | |
| | 信用 | 22% |
| | 株式 | 15% |
| | 金利 | 3% |
| | 他の市場 | 10% |
| | 生命保険 | 24% |
| | 損害保険 | 13% |
| | オペレーショナル | 13% |
| | その他 | 0% |

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2024年上期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、2024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。

「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。ただし、これまでのレポート¹⁰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、2024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

¹⁰ 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年上半期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年上半期報告における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。

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。

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グ(Trilogue)を経て、指令の改正内容が決まり、さらに欧州委員会や EIOPA において、レベル 2 以下の改正内容の検討が進められてきている。指令の改正内容の動向については、これまでのレポートでも報告してきているが、例えばその概要については、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 年に入ってからの動き\(財務省と PRA が具体的な提案を公開\)—](#)」(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正が実施されている。さらには、2024 年に入ってからは、MA(マッチング調整)の適用要件等の見直しも行われてきている。

加えて、国際的なソルベンシー規制に関しては、IAIS による ICS(保険資本基準)の開発の検討が行われており、この内容は 2024 年の 12 月には最終決定され、これに基づいて、実際の監督基準としての適用等が 2025 年以降からスタートすることが想定されている。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こととなる。

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