

# 基礎研 レポート

## 欧州大手保険グループの 2024 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](mailto:nryoichi@nli-research.co.jp)

### 1ーはじめに

欧州大手保険グループの 2024 年決算の発表が 2 月下旬から 3 月中旬にかけて行われており、それに伴い、ソルベンシー II 制度等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、各社の公表資料に基づいて、各社の 2024 年末の SCR 比率<sup>1</sup>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する。

なお、各社とも、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)の適用を開始したことに伴い、2023 年決算から、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の一部について、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<sup>2</sup>。

### 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 年末の推移は、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.となっており、その意味では欧州の保険グループということでは

<sup>1</sup> 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。

<sup>2</sup> 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 (年次報告書) や SFCR (ソルベンシー財務状況報告書) 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。

なくなっている。ただし、引き続き、英国や ASR 持分といった欧州事業からの影響が大きなウェイトを占めており、本社がオランダに置かれていることや、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) のソルベンシー II 制度と同等とみなされていること等から、従前と同様な形で、欧州大手保険グループの一員として、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、同じくソルベンシー II 制度と同等とみなされているスイスのソルベンシー制度である 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、過去からの各社のソルベンシー比率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が大きく上昇した。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年末	216%	209%	210%	184%
2023年末→2024年末	▲11%ポイント	+3%ポイント	▲10%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年末	203%	188%	252%	-
2023年末→2024年末	▲4%ポイント	▲5%ポイント	+18%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ていたが、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2024年末の最終のSST比率は、2025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2023年末数値は、当初の233%から234%に修正されている)。

- ・2018 年末から 2019 年末にかけては、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(新型コロナウイルス感染症)の感染拡大による市場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、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 桁台の大幅な上昇となった。
- ・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)<sup>3</sup>の残高が大きく減少したことを主因として、Zurich を除く各社のソルベンシー比率は低下した。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 年末にかけては、各社の資本管理戦略等の差異も反映して、Allianz と Zurich のソルベンシー比率は上昇したものの、AXA、Generali、Aviva、Aegon 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、各社間の絶対水準や年度間の比率の推移の単純な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、Aviva、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、Generali 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。

<sup>3</sup> 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)

(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	110,316	97,675	96,190	20,747	N.A.	59,507
生命保険	51,983	23,138	61,434	9,033	N.A.	11,700
損害保険	56,514	74,619	33,756	11,714	N.A.	44,792
営業利益等	10,700	16,023	7,295	1,767	1,485	7,751
生命保険	4,070	5,505	3,982	1,119	1,119	2,235
損害保険	7,565	7,898	3,052	996		4,204
資産管理	546	3,239	1,176	40	201	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「営業利益等」の全体数値には、「その他」(例えば、「営業利益等」の場合には、コーポレートセンターのコスト等)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(Health)は、基本的に生命保険(Life)に含まれている。

AXA : 保険料等は「Gross written premiums & other revenues」(生命保険と損害保険の収入保険料に加えて、資産管理の手数料等を含む)、  
営業利益等は「underlying earnings before tax」(持株その他が▲1,482)

Allianz : 保険料等は「Insurance Revenue」、営業利益は「operating profit」(コーポレートその他が▲615)

Generali : 保険料等は「Gross written premiums」、営業利益は「operating results」(持株その他が▲536、調整▲379)

Aviva : 保険料等は「Insurance Revenue」、営業利益は「Group adjusted operating profit before tax attributable to shareholders' profits」(コーポレートその他▲388)  
生命保険はIWR (Insurance Wealth & Retirement)とInternational Investments (India, China and Singapore)、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2,941、営業利益2,286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。

欧州の保険グループ各社は、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ていたが、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。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、2024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2024年上期末SCR比率の状況について—ソルベンシー II に基づく数値結果報告—](#)」(2024.9.4)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

2024年末のSCR比率は、2023年末の227%から11%ポイント低下して、216%となった。

この要因については、以下の通りとなっている。

- ・営業利益等による通常の自己資本の形成で+28%ポイント
- ・(為替を含む)市場の影響で▲13%ポイント(国債スプレッドの拡大による金融市場の悪影響による)

- ・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%を実現するという資本管理政策に沿って、2025年に一株当たり 2.15 ユーロの配当 (47 億ユーロ)を支払うこと及び自社株買い(12 億ユーロ)の引当が含まれている。)
- ・規制/モデル変更による影響は▲1%ポイント
- ・その他の、経営行動、劣後債等による影響は▲3%ポイント(劣後債の償還等)

#### 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年末
<SCR比率>	198%→200%	200%→217%	217%→215%	215%→227%	227%→216%
営業利益等	+15pts	+25pts	+21pts	+30pts	+28pts
市場の影響	▲22pts	+4pts	▲3pts	▲3pts	▲13pts
配当&自社株買い	▲11pts	▲19pts	▲24pts	▲22pts	▲22pts
規制/モデル変更		▲2pts	+4pts	▲6pts	▲1pt
その他	+20pts	+8pts	+1pt	+12pts	▲3pts
合計	+2pts	+17pts	▲2pts	+12pts	▲11pts

(※)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。

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、574 億ユーロから 559 億ユーロに 15 億ユーロ減少した。営業利益等で 87 億ユーロ(生命保険で 39 億ユーロ、損害補円で 58 億ユーロ、資産管理・持株会社等で▲10 億ユーロ)のプラスとなったものの、市場の影響が 16 億ユーロのマイナス、配当支払いや自社株買いで 59 億ユーロのマイナス、各種の経営行動や 3 億ユーロの劣後債の償還による 26 億ユーロのマイナスがあったことによる。なお、2025年には、AXA Investment Managers (AXA IM)の BNP Paribas への売却完了を見越して、38 億ユーロの自社株買いを開始する予定となっている。

SCRは、ビジネス進展と市場の影響により、253 億ユーロから 259 億ユーロに 6 億ユーロ増加した。

#### AXA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年末
<自己資本>	59.4→55.0	55.0→62.0	62.0→58.5	58.5→57.4	57.4→55.9
営業利益	+4.4	+7.0	+6.0	+8.1	+8.7
市場の影響	▲4.8	+3.6	▲2.6	▲1.1	▲1.6
配当&自社株買い	▲3.4	▲5.3	▲6.5	▲6.1	▲5.9
規制/モデル変更	+1.4	▲0.1	+0.7	+0.2	0.0
その他	▲1.9	+1.7	▲1.1	▲2.1	▲2.6
合計	▲4.4	+7.0	▲3.5	▲1.1	▲1.5
<SCR>	30.0→27.5	27.5→28.6	28.6→27.2	27.2→25.3	25.3→25.9
ビジネス進展	N.A.	0.0	0.0	▲0.2	+0.6
市場の影響	N.A.	+1.1	▲0.8	▲0.2	+0.7
配当&自社株買い	N.A.	0.0	0.0	0.0	0.0
規制/モデル変更	N.A.	+0.3	▲0.2	+0.9	+0.1
その他	N.A.	▲0.3	▲0.5	▲2.4	▲0.8
合計	▲2.5	+1.1	▲1.4	▲1.9	+0.6



## (2)感応度の推移

2024 年末においては、2023 年末に比べて、(2021 年末から 2023 年末にかけてと同様に)金利の感応度が低下した一方で、株式の感応度が一部若干増加したが、基本的にはあまり変化はなかった。

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<sup>4</sup>カーブ +50bps に対する感応度が開示され、2024 年末には▲6%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年末
金利+50bps	+10pts	+9pts	+8pts	+4pts	+2pts
金利▲50bps	▲15pts	▲14pts	▲10pts	▲5pts	▲4pts
社債スプレッド+50bps	0pt	▲1pt	▲4pts	▲2pts	▲1pt
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	+13pts
株式市場▲25%	▲8pts	▲10pts	▲13pts	▲15pts	▲18pts
インフレーションスワップカーブ +50bps	—	—	▲3pts	▲5pts	▲6pts

(※)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、2024 年 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。この修正後の自己株取得プログラムは 2024 年 6 月 13 日に完了した。また、取得した全ての株式が消却された。

2024 年 2 月 26 日に、2 つのシリーズの劣後債(①2006 年 7 月 6 日発行の 3 億 5,000 万英ポンド変動金利固定・無期限超劣後債(Undated Deeply Subordinated Notes)、②2014 年 11 月 7 日発行の 7 億 2,392.5 万英ポンド無期限超劣後債)に対する現金公開買い付けを発表した。

2024 年 5 月 3 日に、2022 年 7 月 14 日に公表された Athora との 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契約を解除することに相互に合意した、と発表した。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 New Reinsurance Company と約 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摂保険(inclusive insurance)

<sup>4</sup> インフレーションスワップは、一方の当事者が固定支払いと引き換えにインフレリスクを取引相手に移転する取引

<sup>5</sup>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摂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行っている。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)<sup>6</sup> 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 倍に相当している。この取引は 2025 年第 2 四半期までに完了予定である。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。また、2024 年 12 月 22 日に、AXA Investment Managers の売却に関して BNP Paribas との株式購入契約を締結したと発表した。この取引は 2025 年第 2 四半期末頃に完了予定である。

2024 年 9 月 11 日に、増資による、従業員への株式割り当て(Shareplan 2024)を開始すると発表した。また、2024 年 10 月 3 日に、この Shareplan 2024 に関連して、希薄化効果を排除するために、投資サービスプロバイダーと自社株買い契約を締結し、これにより、最大 4 億 5,220 万ユーロで自社株を買い戻し、消却する、と発表した。

なお、2025 年に入ってから、以下の資本取引等が発表されている。

2025 年 2 月 27 日に、12 億ユーロを上限とする自社株買いプログラムを発表した。この自社株買いプログラムによって取得した全ての株式を消却する予定である。

## 2 | Allianz

### (1)SCR 比率の推移

2024 年末の SCR 比率は、2023 年末の 206%から 3%ポイント上昇して、209%となった。なお、TMTP

<sup>5</sup> 一般の保険市場の対象外、又は保険提供を十分に受けていない層を対象とする保険で、保険者から提供される保険や貯蓄性の商品に正規のプロバイダーを通じて有効なアクセスが得られるようにさせる保険商品

<sup>6</sup> 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

(技術的準備金の移行措置)の適用は、2024 年末の SCR 比率に影響を与えていない。

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+29%ポイント(税引き後で+20%ポイント、税及び配当控除後で+7%ポイント)
- ・市場の影響は▲7%ポイント(税引き後で▲5%ポイント、株式市場は好調だったが、国債のスプレッドの拡大、金利の地域別の多様でパラレルでない変化、不動産価格のネガティブな再評価によりマイナス)
- ・経営行動及び資本管理の影響は▲15%ポイント(配当支払見込 59 億ユーロ、2024 年に発表/完了した自社株買い 15 億ユーロのマイナスの影響は、((3)トピックで述べる)米国における AGCS 取引と劣後債取引(+6 億ユーロ)のプラスの影響で一部相殺された)
- ・規制/モデル変更による影響は、+3%ポイント(いくつかのモデル変更による)
- ・その他、税金関係等で▲8%ポイント

なお、2025 年に予想される影響として、①少なくとも+20%ポイントの営業資本創出(税引き後)、②想定されている Sanlam<sup>7</sup>(ジョイントベンチャーの持分増加)と Sconset Re<sup>8</sup>の取引からのネットの影響は重要でない、③発表済みの 20 億ユーロの自社株買いにより▲4%ポイント、が挙げられている。

#### 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年末
<SCR比率>	212%→207%	207%→209%	209%→201%	201%→206%	206%→209%
営業利益/ビジネス進展	+23pts	+29pts	+27pts	+27pts	+29pts
市場の影響	▲27pts	+8pts	▲19pts	▲1pt	▲7pts
経営行動/資本管理	+7pts	▲14pts	▲2pts	▲16pts	▲15pts
規制/モデル変更	+1pt	+3pts	▲3pts	+4pts	+3pts
その他	▲8pts	▲24pts	▲11pts	▲8pts	▲8pts
合計	▲5pts	+2pts	▲8pts	+5pts	+3pts

また、自己資本と SCR への影響は、次ページ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 151 億ユーロ(損害保険が 84 億ユーロ、生命保険が 52 億ユーロ、資産管理が 30 億ユーロ)となったことから、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、36 億ユーロ増加した(なお、2023 年は、過去に帳簿価額から控除されていた事業体を含めた影響もあって 117 億ユーロと大きく増加していた)。

一方で、SCR は、同じく 2023 年の特殊要因(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った)がなくなったこともあり、12 億ユーロの増加となった。

<sup>7</sup> Sanlam は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、Allianz は 2023 年 9 月に、アフリカの 27 カ国に拠点を置く汎アフリカの大手ノンバンク金融サービス会社である SanlamAllianz を、Sanlam との合弁会社として設立している。

<sup>8</sup> Sconset Re はバミューダに拠点を置く独立した戦略的再保険プラットフォームで、固定インデックス年金商品のリスクを引き受けることに特化している。



## 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年末
<自己資本>	84.0→84.9	84.9→86.0	86.0→77.9	77.9→89.6	89.6→93.2
営業利益	+9.1	+12.9	+13.5	+13.8	+15.1
市場の影響	▲3.3	+0.0	▲13.8	+1.5	▲0.0
経営行動/資本管理	▲2.1	▲4.5	▲6.0	▲6.8	▲7.5
規制/モデル変更	▲1.0	+0.2	▲0.5	+7.3	▲0.8
その他	▲1.7	▲7.6	▲1.3	▲4.2	▲3.2
合計	+0.9	+1.1	▲8.1	+11.7	+3.6
<SCR>	39.5→40.9	40.9→41.2	41.2→38.8	38.8→43.5	43.5→44.7
ビジネス進展	+0.1	+0.4	+1.0	+1.1	+1.2
市場の影響	+3.5	▲1.2	▲2.7	+0.8	+1.3
経営行動	▲2.3	+0.5	▲2.4	+0.1	▲0.3
規制/モデル変更	▲0.6	▲0.4	+0.3	+2.9	▲1.1
その他	+0.8	+0.9	+1.4	▲0.2	+0.1
合計	+1.4	+0.3	▲2.4	+4.7	+1.2

## (2)感応度の推移

全体として、感応度は若干低下したが、大きくは変化していない。

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、2023年末は2022年末から横ばいとなっていたが、2024年末は1%ポイント低下した。また、株式の感応度は、2022年末まで低下傾向にあった中、2023年末に若干上昇したが、2024年末には再び若干低下している。

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▲3%ポイント(2023年末▲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。この結果、金利▲50bps、信用スプレッド+50bps、株式市場▲30%のシナリオでは、▲23%ポイントの影響がある。

## Allianzの感応度の推移

	2020年末	2021年末	2022年末	2023年末	2024年末
金利+50bps	+7pts	+4pts	+1pt	+2pts	+2pts
金利▲50bps	▲9pts	▲5pts	▲3pts	▲5pts	▲4pts
信用スプレッド+50bps(国債)	▲15pts	▲11pts	▲5pts	▲5pts	▲4pts
信用スプレッド+50bps(社債)	+2pts	+1pt	▲1pt	▲1pt	+1pt
株式市場+30%	+15pts	+13pts	+10pts	+11pts	+10pts
株式市場▲30%	▲14pts	▲15pts	▲13pts	▲15pts	▲12pts

## (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な地域保険会社 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、としていた。ただし、この取引については、シンガポール政府による反対の意見表明等を受けて、2024年12月16日に、事前条件付きのオファーを撤回するとの声明を発表している。

2024年8月1日に、6億ユーロの劣後債の償還を要求すると発表した。

2024年9月3日に、12億5000万ドルの劣後債発行を完了したと発表した。この債券の満期日は2054年9月で、2034年3月から最初のリセット日である2034年9月3日まで、及びその後5年ごとに発行者の裁量で償還可能となる。クーポンは最初の10年間は年5.60%に固定され、最初のリセ

ット日及びその後5年ごとにリセットされる。

2024年10月29日に、スイスの総合保険会社 Baloise は、傘下の損害保険会社 Friday Insurance のドイツとフランスのポートフォリオを（Allianz Group の欧州全域のオンライン保険会社部門である）Allianz Direct に売却する、と発表した。

2024年11月5日に、Allianz Direct が、ルクセンブルグに拠点を置く保険会社 iptiQ の欧州損害保険事業を Swiss Re から買収する、と発表した。この取引は規制当局の承認等を経て、2025年第2又は第3四半期に完了する予定である、としている。

2024年12月9日に、配当方針を改正し、より広範な資本管理方針に変更することを決定した、と発表した。その内容は、①定期配当金は、事業統合による無形資産の償却、RT1（制限付き Tier1）債の利息費用、事業売却による損益、営業外の市場動向等の特別項目及び変動項目を調整した Allianz Group 純利益（株主帰属分）の60%に維持される。②魅力的な配当政策のため、少なくとも前年の額の1株当たり配当金を支払うというさらなる目標が維持される。③さらに、2025年から2027年にかけて、上記で定義した Allianz Group 純利益（株主帰属分）の平均最低15%を株主に追加還元する（例：自社株買いを通じて）、となっている。

2024年12月10日に「Capital Markets Day」を開催し、中期的な戦略と目標を説明しているが、この中で、バミューダに拠点を置く独立した戦略的再保険プラットフォームとして Sconset Re を設立することを明らかにしている。また、併せて、米国子会社の Allianz Life が40億ドルの固定インデックス年金を Sconset Re に出再するとしている。

2024年12月31日に、Allianz Australia は子会社の Hunter Premium Funding を PE（プライベートエクイティ）会社の Pemba Capital Partners に売却する、と発表した。この取引は2025年4月に完了予定としている。

なお、2025年に入ってから、以下の資本取引等が公表されている。

2025年2月27日に、Allianz SE は、最大20億ユーロ規模の自社株買いプログラムを発表した。このプログラムは2025年3月に開始され、遅くとも2025年12月末までに完了する。Allianz SE は買い戻した株式を全て消却する。

2025年3月17日に、インドの損害保険・生命保険合弁事業の26%の株式を Bajaj Group に総額約26億ユーロで売却する、と発表した。これによる IFRS ベースの予想利益は約13億ユーロで、ソルベンシー II への影響は6~7%ポイントのプラス、としている。

2025年3月19日に、Allianz、BlackRock、T&D Holdings が Viridium Group<sup>9</sup>に投資し、Generali と Hannover Re はそのまま投資を続け、コンソーシアムに参加する、Cinven は10年以上の投資期間を経て撤退する、と発表された。取引額は約35億ユーロで、所有権はコンソーシアムのメンバーと金融投資家に

<sup>9</sup> Viridium Group は、ドイツのクロズドブック生命保険統合会社で、英国の PE 会社 Cinven、ドイツの再保険会社 Hannover Re、イタリアの保険会社 Generali の合弁会社である。運用資産は670億ユーロ、340万人の保険契約者にサービスを提供している。ドイツの保険監督官庁である BaFin は、2023年にイタリアで Cinven 所有の Eurovita が破綻したことを受けて、Viridium Group が問題を抱えた場合に Cinven が支援しないのではないかと懸念から、2024年に Viridium Group によるドイツの Zurich Life Legacy の買収を認めなかった。

分配され、T&D Holdings が最大のシェアを取得する<sup>10</sup>。なお、取引は、関係規制当局の承認等を経て、2025 年後半に完了する予定としている。また、このコンソーシアムは、他の長期金融投資家の参加も可能な構造になっている。

### 3 | Generali

#### (1)SCR 比率の推移

2024 年末の SCR 比率は、2023 年末の 220%から 10%ポイント低下して、210%となった。

この要因については、以下の通りとなっている。なお、比率低下の主たる要因は、M&A(合併と買収)の影響と 5 億ユーロの自社株買いであると述べられている。

- ・営業利益の計上による資本形成で+21%ポイント(生命保険と損害保険の両セグメントからの貢献による)、  
なお、2024 年のこの項目の数値には、以前に非経済的差異で報告された長期インセンティブプラン (LTIP)によるマイナスの影響が初めて含まれている。
- ・市場の変動等で▲10%ポイント、そのうち、経済的差異は▲9%ポイント(主に国債スプレッドの拡大と金利の低下によるもので、株式市場の好調により部分的に緩和された)、非経済的差異は▲1%ポイント(非営業の保有及びその他の費用による自己資本へのマイナスの影響に加えて、営業差異(主に解約による)に関連している。これによる SCR 比率への影響は、主に株式ヘッジとリスク回避による SCR の減少によって部分的に緩和された)
- ・配当等の資本移動で▲9%ポイント(5 億株の自社株買いプログラムの実施と当期の配当を反映しており、2024 年第 4 四半期に完了した劣後債の発行によって部分的に相殺された)
- ・規制変更等により▲4%ポイント(これには、ユーロの UFR(終局フォワードレート)の 3.45%から 3.30%への引き下げ、2024 年第 4 四半期に Genertel から Assicurazioni Generali に移管された劣後債の不適合性が反映されている)
- ・M&A で▲8%ポイント(Liberty Seguros の買収による影響が TUA Assicurazioni の売却によるプラスの影響で僅かに相殺された)

#### 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年末
<SCR比率>	224%→224%	224%→227%	227%→221%	221%→220%	220%→210%
資本形成	+21pts	+20pts	+19pts	+22pts	+21pts
変動(経済・非経済)	▲14pts	+8pts	+3pts	▲18pts	▲10pts
資本移動(配当、債務償還等)	▲8pts	▲9pts	▲11pts	▲6pts	▲9pts
規制変更等	+8pts	▲7pts	▲5pts	▲3pts	▲4pts
M&A	▲6pts	▲8pts	▲12pts	+4pts	▲8pts
合計	0pt	+3pts	▲6pts	▲1pt	▲10pts

なお、2025 年 3 月 7 日現在の SCR 比率は 214% と推定されており、3 月 7 日以降の 2025 年上半期

<sup>10</sup> T&D Holdings は、2025 年 3 月 21 日に、子会社の T&D United Capital (TDUC) の Viridium Group への出資についてプレス発表をして、本取引完了により、TDUC はコンソーシアム投資家の中で最大となる 29.9%の持分を取得し、Viridium が T&D Group の持分法適用関連会社となる、ことを公表している。

に予想される SCR 比率への影響として、M&A 活動で▲1%ポイント、戦略的及び LTIP の買い戻しで▲3%ポイントが挙げられている。

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、2023 年末の 490 億ユーロから 1 億ユーロ増加して、2024 年末に 491 億ユーロとなった。一方で、SCR は、2023 年末の 223 億ユーロから 11 億ユーロ増加して、2024 年末に 234 億ユーロとなった。なお、通常の資本形成により、SCR を超過する自己資本は 48 億ユーロ増加しているが、このうち生命保険事業で 37 億ユーロ、損害保険事業で 14 億ユーロ、その他で▲3 億ユーロとなっている。

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年末
<自己資本>	45.5→44.4	44.4→50.6	50.6→46.4	46.4→49.0	49.0→49.1
資本形成	+3.9	+3.7	+4.0	+4.5	+4.9
変動(経済・非経済)	▲2.7	+3.3	▲4.9	▲0.4	▲1.4
資本移動(配当、債務償還等)	▲1.7	▲1.7	▲2.3	▲1.3	▲1.9
規制変更等	▲0.3	▲0.3	▲0.9	▲0.1	▲0.6
M&A	▲0.4	+1.2	▲0.2	▲0.0	▲1.0
合計	▲1.1	+6.2	▲4.2	+2.6	+0.1
<SCR>	20.3→19.8	19.8→22.3	22.3→21.1	21.1→22.3	22.3→23.4
資本形成	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	+0.2
変動(経済・非経済)	0.0	+0.8	▲2.4	+1.5	+0.4
資本移動(配当、債務償還等)	-	-	-	-	-
規制変更等	▲0.8	+0.5	+0.2	+0.2	+0.2
M&A	+0.4	+1.3	+1.0	▲0.4	+0.4
合計	▲0.5	+2.5	▲1.2	+1.2	+1.1

## (2)感応度の推移

Generali は、過去数年間において、特に、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、2023 年末もさらに低下していた。ところが、2024 年末は、金利低下と生命保険の新契約の大幅な増加により、わずかに上昇した。ただし、それでも 2021 年末までと比較すると、大きく減少している。

また、社債スプレッドの拡大による影響は、2019 年から 2021 年末まではプラスとなっていたが、2022 年からはマイナスとなっており、2024 年末は▲2%ポイントとなった。

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 年末は▲6%ポイント、2024 年末は▲5%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<sup>11</sup>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年及び2024年のBTPスプレッド感応度+100bpsについては、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年末
金利+50bps	+10pts	+9pts	+4pts	+2pts	+3pts
金利▲50bps	▲12pts	▲10pts	▲5pts	▲3pts	▲4pts
社債スプレッド+50bps	+2pts	+2pts	▲1pt	▲1pt	▲2pt
BTPスプレッド+100bps	▲15pts	▲13pts	▲5pts	▲6pts	▲5pts
株式市場+25%	+5pts	+4pts	+5pts	+6pts	+6pts
株式市場▲25%	▲6pts	▲6pts	▲6pts	▲6pts	▲7pts

#### (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。この取引は、2025年3月25日に完了したと発表された。また、この取引によるグループのソルベンシーII比率への影響は約▲1%ポイントとしている。

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。

<sup>11</sup> 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100bps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。

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。

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の発表が行われ、その後適宜、実際の自社株買いに関する報告が行われてきたが、2024 年 12 月 16 日に、この取引が完了したことが報告された。

また、同じく 2024 年 4 月 24 日に、最大 1,050 万株の譲渡を規定するグループ長期インセンティブプラン(LTIP) 2024-2026 を導入すること、及びこれに対応するための自社株買いを承認した、と発表した。

2024 年 9 月 17 日に、Generali Sigorta A.Ş. (Generali Sigorta Anonim Şirketi) の株式 99.99%を、Kiler Holding A.Ş. (株式 42%)、Ekol Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (株式 9%)、Arex Yatırım Holding A.Ş. (株式 48%) 及び Arex Sigorta A.Ş. (株式 1%) に売却することで合意したと発表した。トルコ事業のグループの営業利益への貢献はごくわずかで、この取引が Generali のソルベンシー II ポジションに及ぼす影響は軽微である。この取引は、管轄当局から必要な認可を得ることを条件に、2025 年上半期までに完了する予定である。なお、2024 年 12 月 19 日に、この売却が完了したと発表された。

2024 年 9 月 26 日に、7 億 5,000 万ユーロの劣後債発行に成功した、と発表した。取引は、グループの債券満期プロファイルを管理する Generali のアプローチと一致しており、債務の平均残存期間をさらに延長することになる、としている。

2024 年 12 月 4 日に、Generali Life Assurance Philippines, Inc. の株式 100%を The Insular Life Assurance Company, Ltd. に売却することで合意した、と発表した。この売却は、Generali のソルベンシー II ポジションに重大な影響を及ぼさないものと予想され、税金及び少数株主控除後の資本損失は約 2,000 万ユーロとなるが、調整後の純利益には影響がない。この取引は、管轄当局から必要な認可を得ることを条件に、2025 年上半期までに完了する予定である。

なお、2025 年に入ってから、以下の資本取引等が公表されている。

2025 年 1 月 7 日に、3 シリーズの劣後債の買い戻しと「グリーン」形式のユーロ建て劣後債の新規発行を発表した。「グリーン」形式で発行される新しい Tier 2 債券の総額は 5 億ユーロを超えない。これは、債務を積極的に管理し、規制資本構造を最適化するという Generali のアプローチに沿ったものである。

同じく、2025 年 1 月 7 日に、サステナビリティ債券フレームワークに従い、「グリーン」形式で 2035 年満期のユーロ建て Tier 2 債券を発行した、と発表した。これは、8 回目のグリーンボンド発行であった。

2025 年 1 月 17 日に、Generali Investments と運用資産 60 億ドル超の米国の民間直接融資投資会社である MGG Investment Group (「MGG」) は、Generali Investments の完全子会社である Conning & Company が MGG とその関連会社の過半数株式を取得する正式契約を締結したことを発表した。取引は、慣例的な承認と取引完了条件に従い、2025 年に完了する予定である。Generali Group のソルベンシー II 比率への影響は、約▲2%ポイントと推定されている。

2025年1月21日に、GeneraliとBPCE<sup>12</sup>は、それぞれの資産運用会社である Generali Investments Holding (以下「GIH」) と Natixis Investment Managers (以下「Natixis IM」) の間で合弁会社を設立するための拘束力のない覚書に署名したことを発表した。BPCE (Natixis IM を通じて) と GIH は、バランスの取れたガバナンスと管理権を持ち、統合後の事業のそれぞれ 50%を所有する。合弁会社は、運用資産が 1.9 兆ユーロで、運用資産額で世界第 9 位、収益 41 億ユーロで、欧州の資産運用リーダーである、世界有数の大手企業が誕生することになる。また、運用資産残高で世界第 1 位の保険資産管理会社となる。

## 4 | Aviva

Aviva は会社ベースと(英国のソルベンシー II 制度であるソルベンシーUK 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、完全に区分された(ring-fenced)有配当ファンド(2024 年末で 13.87 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 年末で 2.97 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。

### (1)SCR 比率の推移

2024 末の SCR 比率は、2023 年末の 207%から 4%ポイント低下して、203%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+16%ポイント
- ・資本形成(非営業)により+8%ポイント
- ・配当により▲11%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
- ・その他として、買収と売却により▲5%ポイント

<sup>12</sup> BPCE は、二つの協同組織金融機関グループ Banque Populaire と Caisse d'Epargne の系統中央機関が 2009 年に合併して成立した金融グループ

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年末
<SCR比率>	206%→202%	202%→244%	244%→212%	212%→207%	207%→203%
資本形成(営業)	+18pts	+11pts	+14pts	+14pts	+16pts
資本形成(非営業)	▲25pts	+10pts	+17pts	▲7pts	+8pts
配当	▲4pts	▲7pts	▲10pts	▲11pts	▲11pts
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	▲5pts
合計	▲4pts	+42pts	▲32pts	▲5pts	▲4pts

(※)「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、2024年 買収と売却による▲5bpsが含まれている。

また、ソルベンシー資本剰余、自己資本及びSCRへの影響は、以下の図表の通りとなっている。

Avivaの自己資本とSCR等の推移の要因

(単位:十億ポンド)

	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→7.9
資本形成(営業)	+1.9	+1.6	+1.4	+1.5	+1.5
資本形成(非営業)	▲1.8	▲0.2	▲0.3	▲0.4	▲0.1
配当	▲0.5	▲0.9	▲0.9	▲0.9	▲1.0
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	-	▲0.4
合計	+0.4	+0.1	▲4.4	+0.1	▲0.9
<自己資本>	24.5→25.7	25.7→22.2	22.2→16.5	16.5→17.0	17.0→15.6
資本形成(営業)	+1.7	+1.6	+1.6	+1.7	+1.7
資本形成(非営業)	▲0.7	▲1.3	▲1.8	▲0.2	▲0.8
配当	▲0.5	▲0.9	▲0.9	▲0.9	▲1.0
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	-	▲0.4
合計	+1.2	▲3.6	▲5.7	+0.6	▲1.4
<SCR>	11.9→12.7	12.7→9.1	9.1→7.8	7.8→8.2	8.2→7.7
資本形成(営業)	▲0.2	+0.1	+0.2	+0.3	+0.2
資本形成(非営業)	+1.2	▲1.2	▲1.5	+0.2	▲0.7
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	▲0.5

ソルベンシー資本剰余は、2023年末の88億ポンドから9億ポンド減少して、2024年末には79億ポンドとなった。これは資本形成(営業)と資本形成(非営業)による14億ポンドの増加があったものの、2023年の最終配当と2024年の中間配当の支払いで10億ポンド、劣後債の償還等の債務発行/返済で6億ポンド、自社株買いで3億ポンド、さらには「(3)トピック」で述べる)Probitas及びAIGの英国保障事業の買収、シンガ

ポール事業の売却によるネットの影響で4億ポンド、という減少要因があったことによる。なお、資本形成（非営業）には、金利の上昇とソルベンシーUK改革によるマッチング調整の変更による影響が含まれている。

また、SCRは、2023年末の82億ポンドから5億ポンド減少して、2024年末には77億ポンドとなった。なお、(図表にはないが) グループの分散効果は、部分的には損害保険事業の成長を反映して、2023年末の22億ポンドから3億ポンド増加して、2024年末には25億ポンドとなった。

### (参考) ソルベンシーUK改革の影響

ソルベンシーUK改革に伴う最終的なPRA(健全性規制機構)規則は、ソルベンシー II の見直しを完了し、EUから継承された統合法を置き換えて、2024年12月31日から発効した。この見直しの一環として、リスクマージンの変更が2023年12月31日に施行され、さらに2024年6月30日にマッチング調整要件の変更が行われた。その結果、投資適格以下の資産に対するマッチング調整の上限が撤廃され、ファンダメンタル・スプレッドはノッチ付き信用格付けによって適用されるようになった。Avivaは、信用格付けに完全には反映されていないとみなされるリスクを反映するために、マッチング調整ポートフォリオ内の少数の資産に対するファンダメンタル・スプレッドを増やすことを選択した。全体として、これらの変更により、2023年12月31日時点で認識されたソルベンシーUK改革の約6%ポイントのメリットに加えて、2024年中にグループのソルベンシー II 比率(会社ベース)が約4%ポイント増加した。

ソルベンシーUK改革により、TMTP(技術的準備金に関する移行措置)の計算も簡素化され、これは2024年12月31日のソルベンシーには影響しないが、この変更により2025年から2031年にかけてのTMTPのランオフ(段階的終了)方法に影響し、これがより直線的になる。以前のソルベンシー II ルールでは、ランオフは初期の年には遅く、2031年にランオフするまでの TMTP の残余が大きくなっていたので、この変更によりランオフが速くなる。

### (2) 感応度の推移

下記の図表において、2024 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 2024 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

	2020年末	2021年末	2022年末	2023年末	2024年末
金利▲50bps	▲5pts	▲6pts	▲2pts	▲4pts	▲5pts
社債スプレッド+100bps	+3pts	+11pts	+6pts	+7pts	+7pts
株式市場▲10%	▲1pt	▲0pt	▲0pt	▲0pt	▲0pt
株式市場▲25%	▲5pts	▲1pt	▲1pt	▲1pt	▲2pts
損害率5%悪化	▲3pts	▲3pts	▲4pts	▲3pts	▲4pts
死亡率/罹患率2%悪化	▲2pts	▲2pts	▲2pts	▲1pt	▲1pt
年金死亡率2%低下	▲16pts	▲21pts	▲12pts	▲5pts	▲3pts
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

(※)2022年末以前は、金利▲25bps、死亡率/罹患率5%悪化、年金死亡率5%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、これらの変化は一定期間にわたって発生する可能性があり、仮定と他のファクター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 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、その他の保護措置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短期間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、以下の通りである。

- ・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、Aviva Canada が Optiom O2 Holdings Inc(「Optiom」)を約 1 億ポンド(約 1 億 7,000 万加ドル)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、2024 年 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<sup>13</sup>から、英国で保障事業を展開する AIG Life Limited

<sup>13</sup> Corebridge Financial は、2022 年に AIG の生命保険、退職、資産管理部門のスピンオフの結果として設立され、2021 年にはその一部が Blackstone に 22 億ドルで売却された。また、2024 年 12 月には、日本生命が Corebridge Financial の発行済株式の約 21.6%を約 38.38 億ドルで取得している。

(「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、投資及び長寿リスクを排除する。

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。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。

2024年10月9日に、Michelin年金・生命保険プランとの15億ポンドの一括購入年金スキームの買収を完了したことを発表した。資産の現物移転を含むこの取引は2024年9月に完了し、これにより、約15,000人の制度加入者の給付が確保された。

2024年10月28日に、RAC(2003)年金制度との13億ポンドの一括購入年金の完全買収を完了したことを発表した。この取引により、約19,000人の制度加入者の給付が確保された。

2024年11月27日に、AvivaとNatWest Groupは、NatWestの英国リテール銀行ブランドであるNatWest、RBS、Ulster Bankを通じてAvivaの個人保障保険商品を販売するための新たな5年間の提携に合意した、と発表した。

2024年12月6日に、AvivaとDirect Line<sup>14</sup>は、AvivaによるDirect Lineの全株式資本の買収の可能性の財務条件について暫定合意に達したことを発表した。36億ポンドの現金と株式で買収する見通しとなっている。AvivaとDirect Lineは、この発表後も適時進捗状況を公表してきている。

なお、2025年に入ってから、以下の資本取引等が公表されている。

2025年3月10日に、A Gomez Limited退職給付制度による480万ポンドの一括購入年金バイアウトの完了を発表した。

## 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(オランダ中央銀行)から、BMA(バミューダ金融庁)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

<sup>14</sup> Direct Lineは自動車保険を中心に、住宅保険やペット保険等を提供する英国の保険会社

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。

なお、2027 年の移行期間終了まで、Aegon のバミューダにおけるソルベンシー比率と剰余金は、ソルベンシー II 制度の下でのものとはほぼ一致したものとなるが、移行期間終了後にはバミューダのソルベンシー制度が完全に採用されていくことになる。

### (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、自己資本及び SCR の推移については、以下の図表の通りとなっている。

AegonのSCR比率、自己資本、SCRの推移

	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	2024年上期末→ 2024年末
<SCR比率>	196%→211%	211%→208%	208%→193%	193%→190%	190%→188%
差額	+15pts	▲3pts	▲15pts	▲3pts	▲2pts
<自己資本>	18.6→19.4	19.4→16.3	16.3→14.3	14.3→14.2	14.2→14.0
差額	+0.8	▲3.1	▲2.0	▲0.1	▲0.1
<SCR>	9.5→9.2	9.2→7.8	7.8→7.4	7.4→7.5	7.5→7.5
差額	▲0.3	▲1.4	▲0.4	+0.1	+0.0

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。

これは主に、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<sup>15</sup>に伴うヘアカット(fungibility haircut)を反映している。保有資金と運営費用差し引き後の資本創出は 9 億ユーロだった。これには、主に米国による 1.4 億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、一時的項目は 2.92 億ユーロと好調で、特に米国での経営行動の影響が含まれ、また ASR 持分からのプラスの影響も反映された。

また、2024 年末の SCR 比率は、2024 年上期末の 190%から 2%ポイント低下して、188%となった。

これは、提案された 2024 年の最終配当、新しい 1.5 億ユーロの自社株買いプログラム、及び Aegon THTF Life Insurance Company の自己資本の代替可能性に伴うヘアカットを反映している。保有資金と運営費用差し引き後の資本創出は 5.9 億ユーロだった。これには、主に米国における 1.47 億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、一時的項目は 0.67 億ユーロのマイナスで、特に第 3 四半期の米国における経営行動のマイナスの影響が含まれ、一方で ASR 持分からのプラスの影響も反映された。

<sup>15</sup> グループのソルベンシーの算出においては、子会社の一定の自己資本がグループによって有効に利用可能となりうるかどうかを検討する必要があり、「代替可能性」(特定の損失を吸収するためにのみ提供されているかどうか)や「移行可能性」(ある会社から別の会社へ自己資本項目を移転することに重大な障害があるかどうか)が判断基準になっている。

自己資本とSCRの地域別の内訳は、以下の図表の通りとなっている。

Aegonの自己資本の内訳

	2023年末	2024年末
<自己資本>	14,250	14,030
英国	2,562	2,668
(参考)米国RBC	8,106	8,042
米国ソルベンシーII相当	5,973	5,870
ASR持分からの寄与	2,712	2,925
その他ユニット、分散効果、控除	3,003	2,567

AegonのSCRの内訳

	2023年末	2024年末
<SCR>	7,366	7,466
英国	1,373	1,436
(参考)米国RBC	1,878	1,817
米国ソルベンシーII相当	2,924	3,017
ASR持分からの寄与	1,975	1,860
その他ユニット、分散効果、控除	1,093	1,154

(※)ASR持分からの寄与は、ASRの自己株式及び少数株主持分を調整した後の負債超資産額及びASRのSCRIにおけるAegon持分に基づいている。

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<sup>15</sup>の制限を反映して、自己資本はRBC CAL(会社行動段階)の100%(毎年再評価)、必要資本はEIOPA(欧州保険年金監督局)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。

### (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。

Aegonの地域別ソルベンシー比率

	2021年末	2022年末	2023年末	2024年上期末	2024年末
オランダ	186%	210%	(137%)	(139%)	(157%)
英国	167%	169%	187%	189%	186%
米国(RBC比率)	426%	425%	432%	446%	443%
(参考)米国(ソルベンシーII相当)	225%	192%	204%	194%	195%
グループ全体	211%	208%	193%	190%	188%

(※)オランダの2023年末、2024年上期末、2024年末の( )内数値は、ASR持分に対応する比率。

#### 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。事業資本創出によるプラスの影響は、グループへの中間配当のための送金による影響でほぼ相殺された。

また、2024年上期末の189%から2024年末の186%に3%ポイント減少した。事業資本創出と年次前提更新によるプラスの影響は、送金、以前に発表されたモデルの改良及び事業改善のための投資を含むいくつかの小規模な一時的項目によるマイナスの影響によって相殺された。

#### ② 米国のRBC比率

2023年末の432%から2024年上期末の446%に14%ポイント増加した。2024年上半期の市場動向はRBC比率に11%ポイントのプラスの影響を与えたが、これは主に金利の上昇と株式市場の好調、及び不良債権の回収が好調だったことが要因である。一時的項目と経営行動は5%ポイントのプラスの影響を与えたが、その中で年次の保険数理上の前提とモデルの更新、分散ファクターの変更、及び再編費用が相殺され、プラスの影響をもたらした。RBC枠組みを適用している事業体からの事業資本創出は、RBC比率に16%ポイントのプラスの寄与をもたらしたが、これはホールディングスへの送金によって相殺された。

また、2024年上期末の446%から2024年末の443%に3%ポイント減少した。この減少はいくつかの要因



によって引き起こされた。まずは、以前に機関所有者から購入したユニバーサル生命保険のポートフォリオが終了したことに伴い、これらの保険の取得のために使用された株式資金の一部が返済されたことにより、RBC 比率に 8%ポイントの一時的なマイナスの影響があった。次に、一時的項目と経営行動により、報告期間中に RBC 比率が 8%ポイント低下した。これは主に、新しい個人生命保険運用モデルの導入による再編費用と、自社の従業員年金制度への拠出金から生じた。2024 年後半、市場動向は RBC 比率に 8%ポイントのプラスの影響を与えた。これは主として金利の上昇による好影響で、株式と金利のクロス効果と再保険担保に対する金利の影響等によって一部が相殺された。RBC 枠組みを適用している事業体からの事業資本創出は RBC 比率に 21%ポイントのプラスの貢献をしたが、これは 16%ポイントの影響を及ぼしたホールディングスへの送金によって部分的に相殺された。

## (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、金利や信用スプレッドに対する感応度は、2022 年末以降、基本的には大きくは変動していない。ただし、米国においては、変額年金の準備金の下限設定と DTAs (繰延税金資産) の不認容によって、市場動向に対する感応度が高まっており、2024 年末の株式市場の上昇と下落に対する感応度がともにマイナスで大きな感応度となり、米国の信用リスクに対する感応度も大きなものとなった。

なお、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 年末まで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

	2020年末	2021年末	2022年末	2023年末	2024年末
金利+50bps	+1pt	+1pt/+0pt	▲2pts/+1pt	+1pt/+1pt	+1pt/▲1pt
金利▲50bps	▲0pt	▲2pts/+1pt	0pt/0pt	▲1pt/+1pt	▲1pt/▲2pts
非国債 信用スプレッド+50bps(除EIOPA VA)	▲0pt	+1pt/+4pts	▲1pt/+1pt	0pt/0pt	0pt/▲1pt
非国債 信用スプレッド▲50bps(除EIOPA VA)	▲0pt	▲9pts/▲3pts	0pt/▲2pt	+1pt/0pt	+1pt/0pt
株式市場+25%	+7pts	▲3pts/+14pts	▲8pts/+7pts	▲6pts/+3pts	▲4pts/▲29pts
株式市場▲25%	▲11pts	+2pts/▲14pts	+10pts/▲15pts	+7pts/▲14pts	+7pts/▲18pts
米国信用デフォルト	▲18pts	—/▲38pts	—/▲42pts	—/▲6pts	—/▲16pts
米国信用格付け 資産の10%が3ノッチ低下	-	-	-	—/▲8pts	—/▲6pts

(※) 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、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。

また、感応度の算出に関して、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、と説明している。

また、米国の感応度においては、DTAs について、特定の不利なシナリオの下で、該当する場合、DTAs の一部が認められなくなる可能性があり、これを反映している。これにより、DTAs が全て認められる場合に比べて、感応度が高くなっている、なお、DTAs は時間の経過とともに回復可能である。実際に米国の RBC 比率においては、DTAs の一部が認められなかった。



### (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<sup>16</sup>(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。

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、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 5 月 16 日に、2 億ユーロの自社株買いプログラムを発表した。なお、2024 年 12 月 16 日に、この自社株買いが完了したことが発表された。Aegon は、買い戻した株式を 2024 年 12 月に消却した。

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 1 日に、Royal London が Aegon からの英国の個人保障ブックの譲渡を完了したと発表した。この取引は、2023 年 4 月 4 日に Aegon が発表していた。この取引により、約 40 万人の顧客を対象とした生命保険、重度疾病、所得補償保険が Royal London に移管された。

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。

2024 年 11 月 15 日に、1.5 億ユーロの自社株買いを発表した。これは 2025 年 6 月末までに完了する予定である。

## 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 (スイス金融市場監督機構) 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 年末の SST 比率は、2023 年末の 234% から、18% ポイントと大きく上昇して、252% となった。

この要因については、以下の通りとなっている。

<sup>16</sup> 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

- ・成長のための増分資本を差し引いた営業利益等による資本形成により+34%ポイント
- ・金利や市場変動等の市場の影響で+15%ポイント(うち、金利の上昇で+5%ポイント、株価等変動で+4%ポイント、為替の影響で+7%ポイント)
- ・資本行動(配当、債務変動、M&A)で▲24%ポイント(2024年の配当支払いとM&Aによるマイナスの影響が2024年10月の5億ドルの劣後債の発行によって一部相殺された)

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年末
<ソルベンシー比率>	222%→182%	182%→212%	212%→267%	267%→234%	234%→252%
営業利益等	+20pts	+17pts	+33pts	+28pts	+34pts
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	+15pts
金利	▲24pts	+16pts	+65pts	▲6pts	+5pts
株価等変動	▲16pts	+9pts	+2pts	+3pts	+4pts
為替	▲5pts	+5pts	+1pt	▲6pts	+7pts
その他(信用スプレッド等)		+2pts	▲4pts	+2pts	+0pt
資本行動	▲12pts	▲19pts	▲40pts	▲48pts	▲24pts
前提・モデル変更	▲1pts	▲1pts	▲9pts	▲2pts	▲12pts
その他(経営行動等)	+3pts	+4pts	+6pts	▲6pts	▲5pts
合計	▲40pts	+30pts	+55pts	▲33pts	+18pts

(※)「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、経営行動を含む。

なお、AFR(Available Financial Resources:利用可能財務リソース)は、2023年末の343億ドルから、2024年末の364億ドルに、21億ドル増加した。また、TC(Target Capital:目標資本)は、2023年末の147億ドルから、2024年末の144億ドルに、3億ドル減少した。

ZurichのAFR(利用可能財務リソース)及びTC(目標資本)推移の要因

(単位:十億ドル)

	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年末
<AFR>	48.3→52.1	51.9→52.4	52.4→42.3	38.0→34.3	34.3→36.4
営業利益	+4.8	+5.5	+5.0	+5.1	+5.7
市場の影響	+2.3	+2.1	▲7.1	+1.3	+1.0
資本行動	▲2.2	▲4.4	▲7.4	▲8.8	▲4.9
規制/モデル変更	▲0.5	▲1.8	▲0.6	▲0.4	+0.3
その他	▲0.8	▲0.7	0.0	▲0.9	+0.1
合計	+3.8	+0.5	▲10.1	▲3.7	+2.1
<TC>	24.6→31.3	31.1→27.7	27.8→18.7	14.2→14.7	14.7→14.4
ビジネス進展	+0.3	+0.7	+0.4	+0.3	+0.3
市場の影響	+6.9	▲3.1	▲9.3	+0.8	▲0.5
資本行動	0.0	▲0.0	▲0.6	▲0.6	▲0.5
規制/モデル変更	▲0.2	▲0.7	+1.1	▲0.0	+0.9
その他	▲0.3	▲0.4	▲0.7	▲0.0	▲0.3
合計	+6.7	▲3.4	▲9.1	+0.5	▲0.3

(※) 数値は決算発表時のプレゼンテーション資料に基づいており、その後のFINMAのレビュー等による修正は反映されていない。  
また、年末から年始にかけての各種調整等もあり、各年の前年公表の年末数値と当年公表の年指数値は必ずしも一致していない。

## (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、その後もほぼ安定した水準で推移している。

なお、Zurich は、「感応度は、個別ではあるが瞬間的なショックとして考慮される。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

	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	2024年 第3四半期末
金利+50bps	+12pts	+12pts	+19pts	+16pts	+15pts	+14pts
金利▲50bps	▲14pts	▲14pts	▲20pts	▲17pts	▲16pts	▲15pts
信用スプレッド+100bps	▲15pts	▲16pts	▲15pts	▲13pts	▲13pts	▲14pts
株式市場+20%	+7pts	+5pts	+6pts	+8pts	+7pts	+7pts
株式市場▲20%	▲8pts	▲7pts	▲8pts	▲7pts	▲8pts	▲8pts
スイス(除くユーロ)ソブリン+100bps	▲9pts	▲12pts	▲12pts	▲8pts	▲8pts	▲9pts

(※)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、Zurich は、この取引により SST 比率が 8%ポイント上昇することを想定していたが、今回の件を受けて、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。なお、この自社株買いプログラムは、2024 年 10 月 30 日に完了したと発表された。

2024 年 6 月 19 日に、Kotak Mahindra 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である AIG Travel を 6 億ドル(及び潜在的な追加アーンアウト支払い)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。なお、2024年12月3日に、この買収が完了し、世界中で2,000万人以上の顧客と200社の販売パートナーにサービスを提供する世界有数の旅行保険会社となった、と発表した。AIGの以前の世界的な個人旅行保険及びアシスタンス事業は、チューリッヒ所有の旅行保険会社 Cover-More Group と統合され、「Zurich Cover-More」として運営され、本社は米国に移転する。なお、この取引はチューリッヒのSST比率に5%ポイントの影響を及ぼした。

2024年10月17日に、期限付き劣後債5億ドルの調達に成功したと発表した。

#### 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、2024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、2023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\(1\) — 長期保証措置や移行措置の適用状況について](#)」(2024.6.19)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)、及び基礎研レポート「[欧州大手保険Gの内部モデルの適用状況について — 2023年のSFCRからのリスクカテゴリ毎の標準式との差異説明の報告](#)」(2024.7.4)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」～「4」については、Zurichを除くソルベンシーII制度等の対象の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月下旬から3月中旬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、(2024年のSFCRが公表されていない)現段階においては、2024年末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2024年上期末SCR比率の状況について — ソルベンシーIIに基づく数値結果報告](#)」(2024.9.4)で報告した2023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。

監督ベースと会社ベースの2つのソルベンシー比率を開示しているAvivaについては、会社ベース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たりしているので、必ずしも長期で固定されたものとは限らない。

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	リスクアペタイト 限度140%	150%	「hard and soft limits」 を設定	160%	地域別 に設定	160%
上限	目標190%	—		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 50%ポイントのバッファ) を目標にする、と公表している。

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。2024 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、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、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 等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(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%

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。

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<sup>17</sup>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\(1\)ー長期保証措置と移行措置の適用状況ー](#)」(2024.6.19)で報告したように、Zurich以外のソルベンシー II 制度等下にある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。

<sup>17</sup> 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\(1\)~\(6\)ーEIOPAの2020年報告書の概要報告ー](#)」(2020.12.17~2021.1.15)等を参照していただきたい。

(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。

#### 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<sup>18</sup>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 割前後、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。

2024 年末における自己資本の内訳は、次ページの図表の通りとなっている。

なお、1 ページの脚注 2 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。

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た。2023 年末から 2024 年末にかけては、各社の資本戦略等を反映する形で、各社各様に資本残高の資本構成の内訳が変動している。

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。

<sup>18</sup> 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。

## 自己資本の内訳(2024年末)

	AXA		Allianz	
	2023年	2024年	2023年	2024年
合計	574億ユーロ	559億ユーロ	997億ユーロ	—(—%)
Tier1	465億ユーロ(81%)	449億ユーロ(80%)	876億ユーロ(88%)	—(—%)
Tier1(無制限)	410億ユーロ(71%)	400億ユーロ(72%)	819億ユーロ(82%)	—(—%)
Tier1(制限付)	55億ユーロ(10%)	49億ユーロ(9%)	57億ユーロ(6%)	—(—%)
Tier2	101億ユーロ(18%)	102億ユーロ(18%)	104億ユーロ(10%)	—(—%)
Tier3	8億ユーロ(1%)	8億ユーロ(1%)	12億ユーロ(2%)	—(—%)

  

	Generali		Aviva	
	2023年	2024年	2023年	2024年
合計	490億ユーロ	491億ユーロ	188億ポンド	173億ポンド
Tier1	420億ユーロ(86%)	413億ユーロ(84%)	141億ポンド(75%)	134億ポンド(77%)
Tier1(無制限)	406億ユーロ(83%)	399億ユーロ(81%)	132億ポンド(70%)	125億ポンド(72%)
Tier1(制限付)	14億ユーロ(3%)	14億ユーロ(3%)	9億ポンド(5%)	9億ポンド(5%)
Tier2	68億ユーロ(14%)	75億ユーロ(15%)	45億ポンド(24%)	38億ポンド(22%)
Tier3	2億ユーロ(0%)	2億ユーロ(0%)	2億ポンド(1%)	1億ポンド(1%)

  

	Aegon	
	2023年	2024年
合計	143億ユーロ	140億ユーロ
Tier1	115億ユーロ(81%)	120億ユーロ(85%)
Tier1(無制限)	96億ユーロ(68%)	100億ユーロ(71%)
Tier1(制限付)	19億ユーロ(13%)	19億ユーロ(14%)
Tier2	22億ユーロ(15%)	16億ユーロ(11%)
Tier3	6億ユーロ(4%)	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。

## 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、会社によっては、このレポートの作成時点では2024年末数値が開示されていないことから、AXAとAllianzとAegonについては、2023年末数値を掲載している。また、Zurichについては、(参考)として、SSTによるRisk Capital(Target Capital)のリスク別及び事業別内訳を掲載している。

これによると、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、各社によって異なるが、ほぼ1割前後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(2024年末)

AXA(2023年末)		Allianz(2023年末)		Generali	
<b>リスク別内訳</b>		<b>分散化効果前・税前ベース</b>			
市場	38%	<b>リスク別内訳</b>			
生命保険	20%	市場	44%		
損害保険	27%	信用	8%		
信用	9%	保険引受け	29%	<b>分散化効果前ベース</b>	
オペレーショナル	6%	ビジネス	11%	<b>リスク別内訳</b>	
<b>地域別内訳</b>		オペレーショナル	7%	信用	23%
フランス	21%	<b>市場リスクの内訳</b>		金融	38%
スイス	8%	金利	▲1%	生命保険引受け	13%
ドイツ	8%	インフレ	▲6%	損害保険引受け	18%
ベルギー	5%	信用スプレッド	27%	オペレーショナル	8%
イタリア・スペイン	8%	株式	62%	<b>地域別内訳</b>	
英国	5%	不動産	14%	イタリア	33%
アジア	17%	通貨	4%	ドイツ	14%
AXA XL	18%	<b>リスク(分散化効果後・税前)</b>		フランス、EA&GBL	17%
資産管理・銀行	3%	<b>の事業別内訳</b>		中東欧	5%
持株等	8%	生命保険	53%	国際その他	22%
<b>事業別内訳</b>		損害保険	42%	持株会社等	9%
生命保険・貯蓄	46%	資産管理等	6%		
損害保険	42%				
持株	9%				
資産管理・銀行	3%				

Aviva		Aegon(2023年末)		(参考) Zurich(Risk Capital)	
<b>リスク別内訳</b>		<b>分散化効果前ベース</b>		<b>リスク別内訳</b>	
信用	23%	<b>リスク別内訳</b>		市場	54%
株式	16%	生命保険引受け	50%	保険料及び準備金	27%
金利	2%	健康保険引受け	1%	ビジネス	7%
他の市場	10%	損害保険引受け	1%	自然災害	6%
生命保険	22%	市場	47%	生命保険	4%
損害保険	14%	信用	4%	その他信用	2%
オペレーショナル	13%	オペレーショナル	11%	<b>事業別内訳</b>	
その他	1%	LAC-DT	▲14%	生命保険	40%
				損害保険	57%
				その他	3%

(※)GeneraliのEA(Europ Assistance)、GLB(Global Business Lines)

## 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。

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。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。一方で、IFRS 第 17 号の適用に伴い、CSM（契約上のサービスマージン）に関する情報提供<sup>19</sup>や IFRS 第 17 号とソルベンシー II における資本の差異の説明等、新たな説明資料の追加等も行われてきている。なお、これまでのレポート<sup>20</sup>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 においては、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 9 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、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、あるいは内部留保の充実等により、劣後債務への依存を低下させたりしてきている。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って、新たな会社の買収や子会社の売却等を行うことで、資本の効率的な活用を進めてきている。

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、年間の決算発表時だけでなく、四半期毎の決算発表時、SFCR 公表時、投資家向けの説明会等において、各種の報告書やプレゼンテーション資料を提供することで、適宜、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 の見直しにおいても、いくつかの提案等が行われてきたところである。これらの提案等を踏まえた上での最終結果が反映された EU のソルベンシー II 指令の改正については、2025 年 1 月 8 日に EU 官報に掲載され、1 月 28 日に発効しており、2027 年 1 月 30 日から、各種措置が適用されることになっている。ソルベンシー II の改正指令の概要については、基礎研レポート「[EU におけるソルベンシー II のレビューを巡る動向 2024—ソルベンシー II の改正指令が最終化—](#)」(2025.1.21)で報告している。一方で、このレポートの中でも述べたように、改正の具体的内容については、実施規則等の「レベル 2 以下」の規定に委ねられている部分も多く、これについては、現在、欧州委員会や EIOPA において検討が進められているところであり、今後

<sup>19</sup> CSM の残高等の状況については、欧州大手保険グループの決算に関する別途のレポートで報告することにする。

<sup>20</sup> 欧州大手保険グループの IFRS 第 17 号の適用を巡る状況については、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。

さらなる具体的な内容が明らかになってくることになる。

これに対して、英国におけるソルベンシー II の見直しであるソルベンシーUK の改革については、既に見直しが行われて、新たな制度がスタートしている。この改革の内容の一部については、Aviva の今回の決算数値にも反映されており、Aviva 自身もその影響等について説明していることはこのレポートでも報告している。また、英国におけるソルベンシー II の見直しの内容については、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\(その 8\) - 2024 年における動き\(Brexit 後の 4 年間の取組みが最終化\) -](#)」(2024.12.3)で報告している。

さらにソルベンシー規制に関しては、グローバルなレベルで、IAIS による ICS(保険資本基準)が 2024 年 12 月に最終化されており、これを受けての、EIOPA や PRA や FINMA といった欧州の保険監督当局や欧州の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 の導入等を受けての、日本における 2025 年度からの経済価値ベースのソルベンシー規制の導入等に向けての動きの中で、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ている(EU における)ソルベンシー II や英国におけるソルベンシーUK、さらにはスイスにおける 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、日本の保険会社等にとっても大変興味・関心が高いものになっており、参考になるものも多いことから、今後とも継続的にウォッチしていくこととしたい。

以上

---

本資料記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と完全性を保証するものではありません。  
また、本資料は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。