

基礎研 レポート

欧州大手保険グループの 2025 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 2025 年上半期決算の発表が 8 月上旬から下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 2025 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、2025 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、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](#)」(2025.4.1)において述べたように、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 2025 年上期末までの推移は、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

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 (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。

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%
2025年上期末	220%	209%	212%	187%
2024年末→2025年上期末	+4%ポイント	+0%ポイント	+2%ポイント	+3%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%	253%	-
2025年上期末	206%	183%	255%	-
2024年末→2025年上期末	+3%ポイント	▲5%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2024年末数値は、当初の252%から253%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 桁台の大幅な上昇幅となった。
- ・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 を除く各社のソルベンシー比率は低下した。Zurich の SST 比率は、金利の低下が大きくプラスに影響して、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。
- ・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。

これに対して、2024 年末から 2025 年上期末にかけては、多くの会社にとって概ね市場環境が悪くなかったことから、通常の自己資本の形成が配当支払等を上回ったことで、Aegon 以外の各社の水準が若干上昇した。

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。

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(2025年上期末)

(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	64,251	50,174	50,534	10,991	N.A.	29,969
生命保険	29,230	12,133	31,762	4,872	N.A.	5,775
損害保険	34,097	38,065	18,772	6,119	N.A.	23,014
営業利益等	5,958	8,644	4,049	1,068	845	4,227
生命保険	2,209	2,830	2,016	571	694	1,031
損害保険	4,202	4,465	2,046	677		2,429
資産管理	239	1,589	560	23	104	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▲692)

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▲239)

Generali : 保険料等は「Gross written premiums」、営業利益は「operating results」(持株その他が▲280、調整▲292)

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▲203)

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1,112、営業利益1,154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、配当や自社株買い等による株主還元の実現を図りつつ、適正な資本水準を維持してきている。

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、各社の説明方法等は必ずしも統一されていないわけではない。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。

1 | AXA

(1) SCR比率の推移

2025年上期末のSCR比率は、2024年末の216%から4%ポイント上昇して、220%となった。

この要因については、以下の通りとなっている。

- ・営業利益等による通常の自己資本の形成で+14%ポイント
- ・(為替を含む)市場の影響は中立
- ・配当金と自社株買いで▲12%ポイント
- ・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、債務関係等による影響は+3%ポイント(①制限付き Tier1 債及び Tier2 債の発行により+8%ポイント、②M&A 及びその他の影響で▲5%ポイント(従業員株式報酬に関連する希薄化防止目的の株式買い戻し及び Nobis の買収の影響を含む))

AXAのSCR比率推移の要因

	2020年末→ 2021年末	2021年末→ 2022年末	2022年末→ 2023年末	2023年末→ 2024年末	2024年末→ 2025年上期末
<SCR比率>	200%→217%	217%→215%	215%→227%	227%→216%	216%→220%
営業利益等	+25pts	+21pts	+30pts	+28pts	+14pts
市場の影響	+4pts	▲3pts	▲3pts	▲13pts	0pt
配当&自社株買い	▲19pts	▲24pts	▲22pts	▲22pts	▲12pts
規制/モデル変更	▲2pts	+4pts	▲6pts	▲1pt	▲1pt
その他	+8pts	+1pt	+12pts	▲3pts	+3pts
合計	+17pts	▲2pts	+12pts	▲11pts	+4pts

(※)その他には、経営行動による影響、債務関係等が含まれる。

また、自己資本とSCRの推移は、以下の図表の通りとなっている。

自己資本は、2024年末の559億ユーロから2025年上期末の554億ユーロに、5億ユーロ減少した。営業利益等で46億ユーロのプラス、無期限劣後債務の発行等で14億ユーロのプラスとなったものの、市場の影響が33億ユーロのマイナス、配当支払や自社株買いで29億ユーロのマイナス、規制/モデル変更で3億ユーロのマイナス、となったことによる。なお、AXA Investment Managers (AXA IM)のBNP Paribasへの売却完了に伴い、2025年7月から38億ユーロの自社株買いを開始している。

SCRは、ビジネス進展と市場の影響により、2024年末の259億ユーロから2025年上期末の252億ユーロに、7億ユーロ減少した。

AXAの自己資本及びSCR推移の要因

(単位:十億ユーロ)

	2020年末→ 2021年末	2021年末→ 2022年末	2022年末→ 2023年末	2023年末→ 2024年末	2024年末→ 2025年上期末
<自己資本>	55.0→62.0	62.0→58.5	58.5→57.4	57.4→55.9	55.9→55.4
営業利益	+7.0	+6.0	+8.1	+8.7	+4.6
市場の影響	+3.6	▲2.6	▲1.1	▲1.6	▲3.3
配当&自社株買い	▲5.3	▲6.5	▲6.1	▲5.9	▲2.9
規制/モデル変更	▲0.1	+0.7	+0.2	0.0	▲0.3
その他	+1.7	▲1.1	▲2.1	▲2.6	+1.4
合計	+7.0	▲3.5	▲1.1	▲1.5	▲0.5
<SCR>	27.5→28.6	28.6→27.2	27.2→25.3	25.3→25.9	25.9→25.2
ビジネス進展	0.0	0.0	▲0.2	+0.6	+0.4
市場の影響	+1.1	▲0.8	▲0.2	+0.7	▲1.4
配当&自社株買い	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
規制/モデル変更	+0.3	▲0.2	+0.9	+0.1	0.0
その他	▲0.3	▲0.5	▲2.4	▲0.8	+0.3
合計	+1.1	▲1.4	▲1.9	+0.6	▲0.7

(※)その他には、経営行動による影響、劣後債関係等が含まれる。

(2)感応度の推移

2025年上期末においては、2024年末に比べて、ユーロゾブリンスプレッドによる感応度や株式市場の下

落による感応度が低下したが、基本的にはあまり変化はなかった。

2020年末から、ユーロゾプリンスプレッド(ユーロゾプ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、2025年上期末には、前者が+50bpsで▲7%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⁴カーブ+50bpsに対する感応度が開示され、2025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

	2021年末	2022年末	2023年末	2024年末	2025年上期末
金利+50bps	+9pts	+8pts	+4pts	+2pts	+2pts
金利▲50bps	▲14pts	▲10pts	▲5pts	▲4pts	▲4pts
社債スプレッド+50bps	▲1pt	▲4pts	▲2pts	▲1pt	▲1pt
ユーロゾプリンスプレッド+50bps	▲11pts	▲9pts	▲8pts	▲10pts	▲7pts
クレジット削減	▲7pts	▲4pts	▲4pts	▲4pts	▲4pts
株式市場+25%	+7pts	+11pts	+13pts	+13pts	+13pts
株式市場▲25%	▲10pts	▲13pts	▲15pts	▲18pts	▲15pts
インフレーションスワップカーブ+50bps	—	▲3pts	▲5pts	▲6pts	▲5pts

(※)ユーロゾプ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2025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。

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。

2025年4月1日に、イタリアに拠点を置く、主に個人向けの損害保険会社であるNobis Groupの買収を完了したと発表した。買収の初期対価は4.23億ユーロとなり、最大0.55億ユーロのアーンアウト(Earn out)⁵の可能性がある。この取引により、2025年第2四半期のAXAグループのソルベンシーII比率は▲1%ポイントの影響を受けることになる。

2025年5月29日に、10億ユーロの制限付きTier1債と10億ユーロのTier2債の発行を発表した。調達資金はAXAグループの未払債務の一部借り換えを含む、事業全般の目的に充当される。

2025年6月3日に、投資サービスプロバイダーと自社株買い契約を締結し、この契約に基づき、最大7.246億ユーロを上限とする自社株買いプログラムを実施すると発表した。自社株の買い戻しは2025年6月3日から始まり、遅くとも2025年7月11日まで行われる。買い戻された株式は消却されるか、又は関連する株式報酬制度の受益者に引き渡されることになる。

2025年7月1日に、AXA Investment Managers (AXA IM)をBNP Paribasに51億ユーロの現金で売却したことを発表した。また、同じくSelectをAXA IMに3億ユーロで売却し、これにより取引総額は54億ユーロとなった。AXA IMとBNP Paribasの統合により、運用資産総額1.5兆ユーロを誇る欧州有数の資産運用会社が誕生する。なお、2024年8月2日の発表によれば、この取引の完了に伴い、AXAの年間基礎利益が約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想定され、またこの取引とそれに伴う自社株買いがソルベンシーII比率に与える影響は中立的であるとしている。

⁴ 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

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

2025年7月2日に、AXA IMの売却に伴い、投資サービスプロバイダーと最大38億ユーロの自社株買い契約を締結したと発表した。自社株の買戻しは2025年7月2日から開始され、遅くとも2026年2月26日までに終了する。これに基づいて買い戻した全ての株式を段階的に消却する予定としている。

2025年8月1日に、保険料収入12億ユーロを有するイタリアの直販保険会社Primaの買収を発表した。Primaはイタリアの直販チャネルのリーダーとして台頭し、自動車リテール市場で約10%の市場シェアでトップの地位を獲得している。Primaの買収により、AXAは自動車事業の規模をほぼ倍増させ、イタリアにおける地位を強化することが期待されている。この取引は、現在第三者保険会社が引き受けている事業の再獲得を含め、AXAグループのソルベンシーII比率に▲6%ポイントの影響をもたらすと予想されている。

2 | Allianz

(1)SCR比率の推移

2025年上期末のSCR比率は、2024年末の209%から横這いだった。

この要因については、以下の通りとなっている。

- ・営業利益による資本形成とビジネス進展による影響が+13%ポイント(税引き前で+18%ポイント、税及び配当で▲6%ポイント)
- ・市場の影響は▲1%ポイント(不利な為替が有利な株式市場とユーロ金利やクレジットスプレッドの状況で相殺された)
- ・経営行動及び資本管理の影響は▲11%ポイント(配当で▲6.2%ポイント、20億ユーロの自社株買いで▲4.4%ポイント、その他の主として劣後債の償還によるマイナスはUniCredit Allianz Vita S.p.Aの売却によるプラスでほぼ相殺された)
- ・規制/モデル変更による影響は、0%ポイント

2024年決算発表時に、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Sanlam⁶(ジョイントベンチャーの持分増加)とSconset Re⁷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、が挙げられていた。

AllianzのSCR比率推移の要因

	2020年末→ 2021年末	2021年末→ 2022年末	2022年末→ 2023年末	2023年末→ 2024年末	2024年末→ 2025年上期末
<SCR比率>	207%→209%	209%→201%	201%→206%	206%→209%	209%→209%
営業利益/ビジネス進展	+29pts	+27pts	+27pts	+29pts	+13pts
市場の影響	+8pts	▲19pts	▲1pt	▲7pts	▲1pt
経営行動/資本管理	▲14pts	▲2pts	▲16pts	▲15pts	▲11pts
規制/モデル変更	+3pts	▲3pts	+4pts	+3pts	▲0pt
その他	▲24pts	▲11pts	▲8pts	▲8pts	+0pt
合計	+2pts	▲8pts	+5pts	+3pts	0pt

⁶ 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。

⁷ 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。

また、自己資本とSCRの推移は、以下の図表の通りとなっている。

自己資本は、2024年末の932億ユーロから2025年上期末の919億ユーロに、13億ユーロ減少した。着実な営業利益の積み上げによる影響で70億ユーロ(損害保険が34億ユーロ、生命保険が30億ユーロ等)のプラスとなったものの、市場の影響による15億ユーロのマイナスと配当支払や自社株買い等での68億ユーロのマイナスの影響があったことによる。

一方で、SCRは、2024年末の447億ユーロから2025年上期末の439億ユーロに、8億ユーロ減少した。ビジネス進展での8億ユーロのプラスの影響があったものの、市場の影響による5億ユーロのマイナスに加えて、経営行動による9億ユーロのマイナスの影響があったことによる。

Allianzの自己資本及びSCR推移の要因

(単位:十億ユーロ)

	2020年末→ 2021年末	2021年末→ 2022年末	2022年末→ 2023年末	2023年末→ 2024年末	2024年末→ 2025年上期末
<自己資本>	84.9→86.0	86.0→77.9	77.9→89.6	89.6→93.2	93.2→91.9
営業利益	+12.9	+13.5	+13.8	+15.1	+7.0
市場の影響	+0.0	▲13.8	+1.5	▲0.0	▲1.5
経営行動/資本管理	▲4.5	▲6.0	▲6.8	▲7.5	▲6.8
規制/モデル変更	+0.2	▲0.5	+7.3	▲0.8	+0.1
その他	▲7.6	▲1.3	▲4.2	▲3.2	0.0
合計	+1.1	▲8.1	+11.7	+3.6	▲1.3
<SCR>	40.9→41.2	41.2→38.8	38.8→43.5	43.5→44.7	44.7→43.9
ビジネス進展	+0.4	+1.0	+1.1	+1.2	+0.6
市場の影響	▲1.2	▲2.7	+0.8	+1.3	▲0.5
経営行動	+0.5	▲2.4	+0.1	▲0.3	▲0.9
規制/モデル変更	▲0.4	+0.3	+2.9	▲1.1	+0.1
その他	+0.9	+1.4	▲0.2	+0.1	0.0
合計	+0.3	▲2.4	+4.7	+1.2	▲0.8

(2)感応度の推移

全体として、感応度は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年末が高かったが、2021年末、2022年末と低下、2023年末以降は、ほぼ5%ポイント程度で推移している。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12%ポイントとなり、2025年上期末も13%ポイントとなっている。

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▲2%ポイント(2024年末▲3%ポイント、2023年末▲2%ポイント、2022年末▲1%ポイント)の影響があるとされている。

Allianzの感応度の推移

	2021年末	2022年末	2023年末	2024年末	2025年上期末
金利+50bps	+4pts	+1pt	+2pts	+2pts	+1pt
金利▲50bps	▲5pts	▲3pts	▲5pts	▲4pts	▲2pts
信用スプレッド+50bps(国債)	▲11pts	▲5pts	▲5pts	▲4pts	▲5pts
信用スプレッド+50bps(社債)	+1pt	▲1pt	▲1pt	+1pt	0pt
株式市場+30%	+13pts	+10pts	+11pts	+10pts	+10pts
株式市場▲30%	▲15pts	▲13pts	▲15pts	▲12pts	▲13pts

(3)トピック

Allianz の 2025 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。

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%ポイントとしている。

2025 年 3 月 19 日に、Allianz、BlackRock、T&D Holdings が Viridium Group⁸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分配され、T&D Holdings が最大のシェアを取得する⁹。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。

2025 年 4 月 1 日に、Allianz SE は、12.5 億ユーロの劣後債 (2035 年までは 4.431%で、その後は変動金利)の発行と、2025 年に償還可能な 15 億ユーロの劣後債 (2.241%)の一部買い戻しを完了したと発表した。

2025 年 5 月 23 日に、Allianz SE は、15 億ユーロの 2.241%劣後固定変動利付債の償還を要求した。

2025 年 6 月 27 日に、Allianz SE は、イタリアにおける UniCredit グループとの生命保険合弁会社である UniCredit Allianz Vita の 50%の株式の UniCredit への約 8 億ユーロでの売却を完了したと発表した。この売却により約 2 億ユーロの利益が計上され、Allianz グループのソルベンシー II 比率への影響は+約 1%ポイントと見込まれている。

2025 年 8 月 26 日に、Allianz SE は、12.5 億ドルの制限付き Tier1 債の発行を完了したと発表した。

3 | Generali

(1)SCR 比率の推移

2025 年上期末の SCR 比率は、2024 年末の 210%から 2%ポイント上昇して、212%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+9%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)
- ・市場の変動等で+1%ポイント、そのうち、経済的差異は+4%ポイント(主にスプレッドの縮小と株式市場の好調による)、非経済的差異は▲3%ポイント(計画的な SAA(戦略的資産配分)リスク調整最適化に伴う SCR

⁸ Viridium Group は、ドイツのクロー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。

⁹ 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。

の増加及び保険事業の有機的成長による)

- 配当等の資本移動で▲5%ポイント(5億ユーロ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、一部は6月に発行された5億ユーロの劣後債による償還資金調達で相殺された)
- 規制変更等により▲2%ポイント(これは、EIOPA(欧州保険年金監督局)のリスクフリーレートのパラメータ設定に関する変更及びイタリアにおけるユニットリンク準備金に対する印紙税の変更による)
- M&Aで▲1%ポイント(投資会社のIntermonteの買収及び中国損害保険事業における少数株主の取得による)

なお、2025年下半期のソルベンシーII比率は、配当を除く資本生成に加えて、以下の要因が反映される見込みとしている。①(後述の)MGG買収の完了見込み(▲2%ポイント)、②11月に既に再融資済みの劣後債の償還(▲2%ポイント)、③SAA最適化の実施に伴うSCRの増加及び有機的な事業成長により、▲2～▲3%ポイントの影響、④2025年第3四半期に、Liberty統合の一環としてスペインにおける内部モデル適用の中止により▲4%ポイントの一時的な影響(ただし、これは2027年に回復する見込み)。

GeneraliのSCR比率推移の要因

	2020年末→ 2021年末	2021年末→ 2022年末	2022年末→ 2023年末	2023年末→ 2024年末	2024年末→ 2025年上期末
<SCR比率>	224%→227%	227%→221%	221%→220%	220%→210%	210%→212%
資本形成	+20pts	+19pts	+22pts	+21pts	+9pts
変動(経済・非経済)	+8pts	+3pts	▲18pts	▲10pts	+1pts
資本移動(配当、債務償還等)	▲9pts	▲11pts	▲6pts	▲9pts	▲5pts
規制変更等	▲7pts	▲5pts	▲3pts	▲4pts	▲2pts
M&A	▲8pts	▲12pts	+4pts	▲8pts	▲1pt
合計	+3pts	▲6pts	▲1pt	▲10pts	+2pts

また、自己資本とSCRの推移は、以下の図表の通りとなっている。

自己資本は、2024年末の491億ユーロから9億ユーロ増加して、2025年上期末に500億ユーロとなった。一方で、SCRは、2024年末の234億ユーロから1億ユーロ増加して、2025年上期末に235億ユーロとなった。

なお、通常の資本形成により、SCRを超過する自己資本は23億ユーロ増加しているが、このうち生命保険事業で17億ユーロ、損害保険事業で10億ユーロ、その他で▲4億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)

	2020年末→ 2021年末	2021年末→ 2022年末	2022年末→ 2023年末	2023年末→ 2024年末	2024年末→ 2025年上期末
<自己資本>	44.4→50.6	50.6→46.4	46.4→49.0	49.0→49.1	49.1→50.0
資本形成	+3.7	+4.0	+4.5	+4.9	+2.5
変動(経済・非経済)	+3.3	▲4.9	▲0.4	▲1.4	+0.1
資本移動(配当、債務償還等)	▲1.7	▲2.3	▲1.3	▲1.9	▲1.1
規制変更等	▲0.3	▲0.9	▲0.1	▲0.6	▲0.6
M&A	+1.2	▲0.2	▲0.0	▲1.0	▲0.1
合計	+6.2	▲4.2	+2.6	+0.1	+0.9

<SCR>	19.8→22.3	22.3→21.1	21.1→22.3	22.3→23.4	23.4→23.5
資本形成	▲0.1	▲0.1	▲0.1	+0.2	+0.1
変動(経済・非経済)	+0.8	▲2.4	+1.5	+0.4	0.0
資本移動(配当、債務償還等)	-	-	-	-	-
規制変更等	+0.5	+0.2	+0.2	+0.2	▲0.1
M&A	+1.3	+1.0	▲0.4	+0.4	+0.1
合計	+2.5	▲1.2	+1.2	+1.1	+0.1

(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。2024 年末の数値によれば、以下の通りとなっている。

Generali は、過去数年間において、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¹⁰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+100 bps 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

	2021年末	2022年末	2023年末	2024年末	2025年上期末
金利+50bps	+9pts	+4pts	+2pts	+3pts	-
金利▲50bps	▲10pts	▲5pts	▲3pts	▲4pts	-
社債スプレッド+50bps	+2pts	▲1pt	▲1pt	▲2pt	-
BTPスプレッド+100bps	▲13pts	▲5pts	▲6pts	▲5pts	-
株式市場+25%	+4pts	+5pts	+6pts	+6pts	-
株式市場▲25%	▲6pts	▲6pts	▲6pts	▲7pts	-

(3)トピック

Generali の 2025 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。

¹⁰ 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。

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 BPCE¹¹ は、それぞれの資産運用会社である Generali Investments Holding (GIH) と Natixis Investment Managers (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。

2025年3月25日に、Generali China Insurance Company Limited (GCI) の 100%株式の買収を完了したと発表した。これによる Generali グループのソルベンシー II 比率への影響は約▲1%ポイントとなる。

2025年5月23日に、Generali Life Assurance Philippines, Inc. の 100%株式の The Insular Life Assurance Company, Ltd. への売却を完了したと発表した。

2025年5月29日に、Generali は、アイルランドに拠点を置くマルチアレンジメント特別目的会社である Lion Re DAC と、複数年にわたる担保付再保険契約を締結し、この契約により、4 年間にわたり、欧州における暴風及びイタリアにおける地震によるグループの損失を補償すると発表した。Lion Re DAC は、再保険契約に基づく債務の資金調達のため、総額 2 億ユーロの 2 つのクラスからなるシリーズ 2025-1 債券を発行した。これにより、Generali は独自の ESG 機能を備えたカタストロフィ債のスポンサーとして ILS (保険リンク証券) 市場に復帰することになる。

2025年6月11日に、総額 5 億ユーロの劣後債 (2036 年 6 月満期のユーロ建て Tier 2 債) 発行に成功したと発表した。

2025年6月27日に、インドにおける新たな合弁パートナーがインド中央銀行 (CBI) となることを発表した。Generali が合弁会社の 74% の株式を保有し、インド中央銀行が最大 26% を保有する。

2025年8月6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予定だと発表した。自社株買いは 2025 年 8 月 7 日に開始され、2025 年 12 月末までに終了する。

¹¹ 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

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(2025 年上期末で 13.71 億ポンド、2024 年末で 13.87 億ポンド、2023 年末で 14.08 億ポンド)、職員年金制度(2025 年上期末で 2.78 億ポンド、2024 年末で 2.97 億ポンド、2023 年末で 3.97 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

2025 年上期末の SCR 比率は、2024 年末の 203%から 3%ポイント上昇して、206%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+13%ポイント
- ・資本形成(非営業)により▲6%ポイント
- ・配当により▲9%ポイント
- ・債務発行/返済により+13%ポイント(6 億ポンドの劣後債の発行及び 5 億ポンドの制限付き Tier1 債の発行等による)
- ・その他として、優先株償還等により▲8%ポイント

AvivaのSCR比率推移の要因(会社ベース)

	2020年末→ 2021年末	2021年末→ 2022年末	2022年末→ 2023年末	2023年末→ 2024年末	2024年末→ 2025年上期末
<SCR比率>	202%→244%	244%→212%	212%→207%	207%→203%	203%→206%
資本形成(営業)	+11pts	+14pts	+14pts	+16pts	+13pts
資本形成(非営業)	+10pts	+17pts	▲7pts	+8pts	▲6pts
配当	▲7pts	▲10pts	▲11pts	▲11pts	▲9pts
債務発行/返済	▲13pts	▲7pts	+3pts	▲7pts	+13pts
自社株買い	▲9pts	-	▲4pts	▲4pts	-
その他	+50pts	▲46pts	0pt	▲5pts	▲8pts
合計	+42pts	▲32pts	▲5pts	▲4pts	+3pts

(※)「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、2025年上期末 優先株償還等▲8pts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の推移は、次ページの図表の通りとなっている。

自己資本とSCRの差額であるソルベンシー資本剰余は、2024年末の79億ポンドから2025年上期末の81億ポンドに2億ポンド増加した。自己資本は2024年末の156億ポンドから2025年上期末の158億ポンドに、2億ポンド増加した。これは、2024年の最終配当の支払いが6.55億ポンド(Aviva plcの優先株配当0.09億ポンド、GA plcの優先株配当0.12億ポンドを含む)、優先株償還等で▲6.53億ポンド(優先株償還が4.5億ポンド、Aviva plcの優先株償還に伴い支払われる特別配当が0.94億ポンド、GA plcの優先株償還に伴い支払われる特別配当が1.09億ポンド)という減少要因があったものの、資本形成(営業)と資本形成(非営業)による5億ポンドの増加、さらに2025年5月の6億ポンドの劣後債の発行及び2025年3月の5億ポンドの制限

付きTier1債の発行等による10億ポンドの増加があったことによる。なお、SCRは、2025年上期末には、2024年末の77億ポンドから横這いだった。

また、(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、2024年末と同じ25億ポンドだった。

Avivaの自己資本とSCR等の推移の要因

(単位:十億ポンド)

	2020年末→ 2021年末	2021年末→ 2022年末	2022年末→ 2023年末	2023年末→ 2024年末	2024年末→ 2025年上期末
<ソルベンシーII 資本剰余>	13.0→13.1	13.1→8.7	8.7→8.8	8.8→7.9	7.9→8.1
資本形成(営業)	+1.6	+1.4	+1.5	+1.5	+1.0
資本形成(非営業)	▲0.2	▲0.3	▲0.4	▲0.1	▲0.5
配当	▲0.9	▲0.9	▲0.9	▲1.0	▲0.7
債務発行/返済	▲1.5	▲0.5	+0.2	▲0.6	+1.0
自社株買い	▲1.0	-	▲0.3	▲0.3	-
その他	+2.0	▲4.15	-	▲0.4	▲0.7
合計	+0.1	▲4.4	+0.1	▲0.9	+0.2
<自己資本>	25.7→22.2	22.2→16.5	16.5→17.0	17.0→15.6	15.6→15.8
資本形成(営業)	+1.6	+1.6	+1.7	+1.7	+0.9
資本形成(非営業)	▲1.3	▲1.8	▲0.2	▲0.8	▲0.5
配当	▲0.9	▲0.9	▲0.9	▲1.0	▲0.7
債務発行/返済	▲1.5	▲0.5	+0.2	▲0.6	+1.0
自社株買い	▲1.0	-	▲0.3	▲0.3	-
その他	▲0.6	▲4.15	-	▲0.4	▲0.7
合計	▲3.6	▲5.7	+0.6	▲1.4	+0.1
<SCR>	12.7→9.1	9.1→7.8	7.8→8.2	8.2→7.7	7.7→7.7
資本形成(営業)	+0.1	+0.2	+0.3	+0.2	+0.0
資本形成(非営業)	▲1.2	▲1.5	+0.2	▲0.7	▲0.0
配当	-	-	-	-	-
債務発行/返済	-	-	-	-	-
その他	▲2.6	-	-	▲0.0	-
合計	▲3.7	▲1.3	+0.4	▲0.5	▲0.0

(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、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。

2022 年末以降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、それ以前の年末間の変化に比べて、比較的安定したものとなっている。2024 年末から 2025 年上期末にかけても、全体的に大きな変化は見られない。

Avivaの感応度の推移

	2021年末	2022年末	2023年末	2024年末	2025年上期末
金利▲50bps	▲6pts	▲2pts	▲4pts	▲5pts	▲6pts
社債スプレッド+100bps	+11pts	+6pts	+7pts	+7pts	+8pts
株式市場▲10%	▲0pt	▲0pt	▲0pt	▲0pt	▲1pt
株式市場▲25%	▲1pt	▲1pt	▲1pt	▲2pts	▲2pts
損害率5%悪化	▲3pts	▲4pts	▲3pts	▲4pts	▲4pts
死亡率/罹患率2%悪化	▲2pts	▲2pts	▲1pt	▲1pt	▲1pt
年金死亡率2%低下	▲21pts	▲12pts	▲5pts	▲3pts	▲3pts
維持費・投資経費10%増加	▲11pts	▲10pts	▲9pts	▲10pts	▲10pts
解約率10%増加	▲3pts	▲4pts	▲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 2025 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。

2025 年 3 月 10 日に、A Gomez Limited 退職給付制度との 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。

2025 年 5 月 28 日に、Morrisons Retirement Saver Plan への 2 億 7000 万ポンドの投資を完了したと発表した。

2025 年 7 月 1 日に、Molins U.K. Pension Fund との 2 億 4900 万ポンドの買収契約を締結したと発表した。

2025 年 7 月 2 日に、Direct Line¹²の買収を完了したと発表した。

2025 年 8 月 20 日に、ABB Plan との 7 億ポンドの一括購入年金バイイン取引の完了を発表した。また、Tesco との生命保険パートナーシップの開始を発表した。

2025 年 8 月 27 日に、Quest UK Pension Scheme との 1.34 億ポンドの一括購入年金バイインの完了を発表した。

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)に変更された。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。

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。ただし、バミューダのソルベンシー制度の下でも、グループのソルベンシー比率は概ね同様な水準となり、資本管理の枠組みに大きな影響はないと想定されている。

(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

¹² 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

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、次ページの図表の通りとなっている。

2025年上期末におけるSCR比率は、2024年末の188%から5%ポイント低下して、183%となった。

これは主として、新たな4億ユーロの株式買い戻しプログラムと2025年中間配当による。資金調達費及び営業費用を差し引いた後の資本形成額は2.24億ユーロとなったが、これには、主に米国による影響で2.71億ユーロのマイナ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0.73億ユーロのプラスの影響となったが、米国における一時的項目のマイナスの影響は、ASR株式の保有による利益で相殺された。

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年末	2024年末→ 2025年上期末
<SCR比率>	196%→211%	211%→208%	208%→193%	193%→188%	188%→183%
差額	+15pts	▲3pts	▲15pts	▲5pts	▲5pts
<自己資本>	18.6→19.4	19.4→16.3	16.3→14.3	14.3→14.0	14.0→12.9
差額	+0.8	▲3.1	▲2.0	▲0.2	▲1.1
<SCR>	9.5→9.2	9.2→7.8	7.8→7.4	7.4→7.5	7.5→7.1
差額	▲0.3	▲1.4	▲0.4	+0.1	▲0.4

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	2025年上期末
<自己資本>	14,250	14,030	12,928
英国	2,562	2,668	2,580
(参考)米国RBC	8,106	8,042	7,798
米国ソルベンシーII相当	5,973	5,870	5,014
ASR持分からの寄与	2,712	2,925	2,941
その他ユニット、分散効果、控除	3,003	2,567	2,393

(※) 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SCRにおけるAegon持分に基づいている。

AegonのSCRの内訳

	2023年末	2024年末	2025年上期末
<SCR>	7,366	7,466	7,059
英国	1,373	1,436	1,392
(参考)米国RBC	1,878	1,817	1,857
米国ソルベンシーII相当	2,924	3,017	2,687
ASR持分からの寄与	1,975	1,860	1,857
その他ユニット、分散効果、控除	1,093	1,154	1,123

(※) 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SCR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年末	2025年上期末
オランダ	186%	210%	(137%)	(157%)	(158%)
英国	167%	169%	187%	186%	185%
米国(RBC比率)	426%	425%	432%	443%	420%
(参考)米国(ソルベンシーⅡ相当)	225%	192%	204%	195%	187%
グループ全体	211%	208%	193%	188%	183%

(※)オランダの2023年末、2024年末、2025年上期末の()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

2024年末の186%から2025年上期末の185%に1%ポイント低下した。持株会社への送金及び事業改善のための投資によるマイナスの影響が、営業利益による資本形成の影響により概ね相殺された。

② 米国のRBC比率

2024年末の443%から2025年上期末の420%に23%ポイント低下した。2025年上期の市場動向はRBC比率に15%ポイントのマイナスの影響を与えたが、これには4月の市場変動の高まりを背景に行われたヘッジの再調整とクロス効果による5%ポイントのマイナスの影響が含まれている。残りの不利な影響は、主として、法定会計枠組みに基づくエネルギー関連資産の非経済的損失と金利の低下に起因している。さらに、再編費用、RBC計算におけるアクチュアリー前提の年次更新及び複数の小規模な項目が9%ポイントのマイナスの影響となっている。

(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、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年末以降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ている。

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となる。

Aegonの感応度の推移

	2021年末	2022年末	2023年末	2024年末	2025年上期末
金利+50bps	+1pt/+0pt	▲2pts/+1pt	+1pt/+1pt	+1pt/▲1pt	+1pt/+2pts
金利▲50bps	▲2pts/+1pt	0pt/0pt	▲1pt/+1pt	▲1pt/▲2pts	▲1pt/0pt
非国債 信用スプレッド+50bps(除EIOPA VA)	+1pt/+4pts	▲1pt/+1pt	0pt/0pt	0pt/▲1pt	▲1pt/▲1pt
非国債 信用スプレッド▲50bps(除EIOPA VA)	▲9pts/▲3pts	0pt/▲2pt	+1pt/0pt	+1pt/0pt	+1pt/0pt
株式市場+25%	▲3pts/+14pts	▲8pts/+7pts	▲6pts/+3pts	▲4pts/▲29pts	▲3pts/▲24pts
株式市場▲25%	+2pts/▲14pts	+10pts/▲15pts	+7pts/▲14pts	+7pts/▲18pts	+7pts/▲15pts
米国信用デフォルト	-/▲38pts	-/▲42pts	-/▲6pts	-/▲16pts	-/▲19pts
米国信用格付け 資産の10%が3ノッチ低下	-	-	-/▲8pts	-/▲6pts	-/▲4pts

(※)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。

また、Aegon は、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 2025 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。

2025 年 6 月 4 日に、1995 年に発行された 2.5 億オランダ・レアルの永久累積劣後債の年利を 6 月 8 日から、1.506%から 3.568%に引き上げる、と発表した。

2025 年 7 月 1 日に、2025 年 1 月 13 日に開始した 1.5 億ユーロの自社株買いプログラムが完了したことを発表した。これらは、一部は上級管理職向けの株式報酬制度に伴う債務の履行に充当し、残りは 2025 年後半に消却する予定であった。

2025 年 7 月 1 日に、2 億ユーロの自社株買いを発表した。これは 2025 年 12 月 15 日までに完了する予定である。なお、2025 年 8 月 25 日には、これを 4 億ユーロに増額すると発表した。

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し、資本は基本的には同じ方法で管理される。

Zurich の SST 比率は、監督当局である FINMA (スイス金融市場監督機構) と合意した内部モデルで算出されている。

(1) SST 比率の推移

2025 年上期末の SST 比率は、2024 年末の 253% から、2%ポイント上昇して、255% 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利益等による資本形成により +19%ポイント
- ・金利や市場変動等の市場の影響で ▲4%ポイント (うち、金利の上昇で +3%ポイント、株価等変動で +1%ポイント、為替の影響で ▲8%ポイント)
- ・資本行動 (配当、債務変動、M&A) で ▲12%ポイント
- ・前提・モデル変更で ▲3%ポイント
- ・その他で +1%ポイント

Zurichのソルベンシー比率(SST)推移の要因

	2020年末→ 2021年末	2021年末→ 2022年末	2022年末→ 2023年末	2023年末→ 2024年末	2024年末→ 2025年上期末
<ソルベンシー比率>	182%→212%	212%→267%	267%→234%	234%→253%	253%→255%
営業利益等	+17pts	+33pts	+28pts	+34pts	+19pts
保険リスク	▲3pts	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
市場の影響	+33pts	+64pts	▲6pts	+15pts	▲4pts
金利	+16pts	+65pts	▲6pts	+5pts	+3pts
株価等変動	+9pts	+2pts	+3pts	+4pts	+1pt
為替	+5pts	+1pt	▲6pts	+7pts	▲8pts
その他(信用スプレッド等)	+2pts	▲4pts	+2pts	+0pt	+0pt
資本行動	▲19pts	▲40pts	▲48pts	▲24pts	▲12pts
前提・モデル変更	▲1pts	▲9pts	▲2pts	▲12pts	▲3pts
その他(経営行動等)	+4pts	+6pts	▲6pts	▲5pts	+1pt
合計	+30pts	+55pts	▲33pts	+19pts	+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、経営行動を含む。

なお、AFR(Available Financial Resources:利用可能財務リソース)は、2024 年末の 364 億ドルから、2025 年上期末の 408 億ドルに、44 億ドル増加した。配当等の資本行動による 18 億ドルのマイナスがあったものの、営業利益で 32 億ドル、市場の影響で 30 億ドルのプラスになったことによる。

また、TC(Target Capital:目標資本)は、2024 年末の 144 億ドルから、2025 年上期末の 160 億ドルに、16 億ドル増加した。市場の影響が 14 億ドルと大きくなっていることによる。

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)

	2020年末→ 2021年末	2021年末→ 2022年末	2022年末→ 2023年末	2023年末→ 2024年末	2024年末→ 2025年上期末
<AFR>	51.9→52.4	52.4→42.3	38.0→34.3	34.3→36.4	36.4→40.8
営業利益	+5.5	+5.0	+5.1	+5.7	+3.2
市場の影響	+2.1	▲7.1	+1.3	+1.0	+3.0
資本行動	▲4.4	▲7.4	▲8.8	▲4.9	▲1.8
前提・モデル変更	▲1.8	▲0.6	▲0.4	+0.3	▲0.1
その他	▲0.7	0.0	▲0.9	+0.1	0.0
合計	+0.5	▲10.1	▲3.7	+2.1	+4.4
<TC>	31.1→27.7	27.8→18.7	14.2→14.7	14.7→14.4	14.4→16.0
ビジネス進展	+0.7	+0.4	+0.3	+0.3	+0.1
市場の影響	▲3.1	▲9.3	+0.8	▲0.5	+1.4
資本行動	▲0.0	▲0.6	▲0.6	▲0.5	+0.0
前提・モデル変更	▲0.7	+1.1	▲0.0	+0.9	+0.1
その他	▲0.4	▲0.7	▲0.0	▲0.3	0.0
合計	▲3.4	▲9.1	+0.5	▲0.3	+1.6

(※) 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年に若干水準が低下してからは、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

	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	2025年 第1四半期末
金利+50bps	+12pts	+19pts	+16pts	+15pts	+14pts	+13pts
金利▲50bps	▲14pts	▲20pts	▲17pts	▲16pts	▲15pts	▲14pts
信用スプレッド+100bps	▲16pts	▲15pts	▲13pts	▲13pts	▲14pts	▲13pts
株式市場+20%	+5pts	+6pts	+8pts	+7pts	+7pts	+7pts
株式市場▲20%	▲7pts	▲8pts	▲7pts	▲8pts	▲8pts	▲8pts
スイス(除くユーロ)ソブリン+100bps	▲12pts	▲12pts	▲8pts	▲8pts	▲9pts	▲7pts

(※)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 2025 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。

2025 年 5 月 16 日に、期限付き劣後債 7.5 億ドルの調達に成功したと発表した。

2025 年 7 月 3 日に、トロントに拠点を置く世界的なサイバー保険及びリスク管理インシュアテック企業である BOXX Insurance Inc. (BOXX) の買収に成功し、リテール・中小企業向けサイバー保険とサービスをグローバルに提供することになると発表した。

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。

これらの項目については、既に 2024 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 2024 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ス](#)」(2025.4.1)の中でも一部報告している。

さらには、2024 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 2024 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—](#)」(2025.6.6)や「[欧州保険会社が 2024 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と分散効果の状況等—](#)」(2025.6.13)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」～「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。

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ため、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% 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。

2024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%
2024年	97.8%	74.1%	76.5%	81.8%	93.0%

(※)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。

2023年以降の数値は、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については、2023年までとは異なり、2024年は各社によって算出ベースが異なっているので、単純な比較はできない。具体的には、次ページの図表はQRTのS.25.02.22等からの数値に基づいて、筆者が算出した数値を掲載しているが、例えば同じソルベンシーIIに基づいているAXAとAllianzとGeneraliにおいて、記載数値の算出ベースが異なっている(税引き前か後か、連結法のみか控除合算法含みか、項目の記載順序等)ものと想定され、AXAとAllianzの2024年の(これまでと同じ方式で筆者が算出したベースの)数値は2023年までの数値とは大きく水準が異なるものとなっている。ただし、この点に関して、各社のSFCRには必ずしも説明が行われていないので、ここでは2023年までと同様な方式で筆者が算出したベースの数値に加えて、AXAとAllianzについては、2023年とほぼ同様なベースと筆者が想定する方式による数値を括弧書きで掲載している。

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%
2024年	68.5%(31.4%)	20.3%(35.3%)	20.4%	42.1%	43.6%

(※)AXAとAllianzの2024年の()内数値は、SFCR本文中の数値を用いて、2023年とほぼ同様なベースと筆者が想定する方式で算出した数値。

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¹³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2024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](#)」(2025.6.6)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(2024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(2024年末)

	AXA	Allianz	Generali	Aviva
①SCR比率(措置適用後)	216%	209%	210%	184%
②SCR比率(措置適用前)	181%	196%	162%	70%
③ 影響度(①-②)	35%ポイント	13%ポイント	48%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(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。

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¹⁴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

¹³ 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。

¹⁴ 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。

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。

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。

自己資本の内訳(2023年末及び2024年末)

	AXA		Allianz	
	2023年	2024年	2023年 ^(注1)	2024年
合計	574億ユーロ	559億ユーロ	997億ユーロ	932億ユーロ
Tier1	465億ユーロ(81%)	449億ユーロ(80%)	876億ユーロ(88%)	786億ユーロ(84%)
Tier1(無制限)	410億ユーロ(71%)	400億ユーロ(72%)	819億ユーロ(82%)	741億ユーロ(80%)
Tier1(制限付)	55億ユーロ(10%)	49億ユーロ(9%)	57億ユーロ(6%)	45億ユーロ(5%)
Tier2	101億ユーロ(18%)	102億ユーロ(18%)	104億ユーロ(10%)	128億ユーロ(14%)
Tier3	8億ユーロ(1%)	8億ユーロ(1%)	12億ユーロ(2%)	18億ユーロ(2%)

	Generali		Aviva ^(注2)	
	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。

(注1) Allianzの2023年末の数値は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で、適用しない場合の合計数値は896億ユーロ(内訳は非公表)となっている。

(注2) Avivaの数値は監督ベースの数値で、会社ベースの合計数値は2023年末170億ポンド、2024年末156億ポンドとなっている。

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、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、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－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ス](#)」(2025.4.1)とは異なり、AXA と Allianz と Aegon についても、2024 年数値を掲載している。なお、Generali

とAvivaとZurichの3社については、2025年上期末の数値も公表しているため、これらの数値を掲載している。

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		Allianz		Generali	
リスク別内訳				分散化効果前ベース	
市場	38%			リスク別内訳	
生命保険	20%			信用	23%
損害保険	27%			金融	38%
信用	9%			生命保険引受け	13%
オペレーショナル	6%			損害保険引受け	18%
地域別内訳		分散化効果前・税前ベース		オペレーショナル	
フランス	20%			8%	
スイス	8%	リスク別内訳		地域別内訳	
ドイツ	9%	市場		イタリア	
ベルギー	5%	42%		33%	
イタリア・スペイン	7%	信用		ドイツ	
英国	5%	8%		14%	
アジア	17%	保険引受け		フランス、EA & GLB	
AXA XL	18%	30%		17%	
資産管理・銀行	3%	12%		中東欧	
持株等	8%	8%		5%	
事業別内訳		ビジネス		国際その他	
生命保険・貯蓄	41%	12%		22%	
損害保険	45%	オペレーショナル		持株会社等	
持株	10%	8%		9%	
資産管理・銀行	4%				
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	23%			市場	54%
株式	16%	リスク別内訳		保険料及び準備金	27%
金利	2%	生命保険引受け		ビジネス	7%
他の市場	10%	53%		自然災害	6%
生命保険	22%	健康保険引受け		生命保険	4%
損害保険	14%	1%		その他信用	2%
オペレーショナル	13%	損害保険引受け		事業別内訳	
その他	1%	市場		生命保険	
		45%		40%	
		信用		損害保険	
		3%		57%	
		オペレーショナル		その他	
		10%		3%	
		▲14%			
		LAC-DT			

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

SCRのリスク別・地域別内訳(2025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		リスク別内訳	
信用	24%	信用	22%	市場	56%
金融	37%	株式	14%	保険料及び準備金	26%
生命保険引受け	13%	金利	5%	ビジネス	7%
損害保険引受け	18%	他の市場	10%	自然災害	5%
オペレーショナル	8%	生命保険	22%	生命保険	4%
地域別内訳		損害保険	14%	その他信用	2%
イタリア	33%	オペレーショナル	13%	事業別内訳	
ドイツ	13%	その他	0%	生命保険	39%
フランス・EA・GBL	16%			損害保険	58%
CEE(中東欧)	5%			その他	3%
その他	23%				
持株・AG	10%				

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2025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、2025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。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SFCR等の他の資料等でカバーされている。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年以上が経過したが、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、2025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、年次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い。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、7 月 17 日には欧州委員会が委任規則(案)を公表しており、7 月 15 日には EIOPA が技術基準(案)の勧告を欧州委員会に提出している。

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。この改革の内容については、Aviva 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 年末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 10 年近くにわたって、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。