

野村証券  
 フィデューシャリー・マネジメント部  
 高松 博之

## 保険会社向け新ソルベンシー規制～概要と予想される影響

昨年5月から金融庁の有識者会議で、保険会社向けの新たなソルベンシー規制に関する検討が行われています。現行の規制と比べて大きく変わるのは、負債を経済価値(時価)で評価する点です。導入時期は未定ですが、国際的な動向を踏まえると2025年から実施される可能性があります。新たなソルベンシー規制は生保会社の資本政策・リスク管理・商品政策等に影響を与える可能性があり、今後の各社の対応が注目されます。

### 有識者会議での検討状況

2019年5月から金融庁の有識者会議<sup>1</sup>で保険会社向けの新たなソルベンシー規制に関する検討が行われています。

新規制の考え方は、「資産・負債をともに経済価値(時価)で評価し、その差額の自己資本とリスク量を比較する」というもので、ヨーロッパで2016年に導入されたソルベンシーIIとほぼ同様の考え方です。

有識者会議は現在までに9回開催されました。しかし、最終的な取りまとめはまだ行われていません。そのため、新規制の導入時期は未定です。ただし、後述する国際的な動向を踏まえると、早ければ2025年にも導入される可能性があります。

### 経済価値ベースのソルベンシー規制とは

新たなソルベンシー規制の特徴は、資産・負債とも経済価値で評価する点です。ここで「経済価値で評価する」とは「金融市場に含まれる情報

と統合的に評価する」という意味です。つまり、市場価格が利用できる場合はそれを使い、市場価格が利用できない場合は、市場と統合的な手法を用いて資産・負債を評価することになります<sup>2</sup>。

資産についてはおおむね市場価格が利用できますが、問題になるのは負債です。保険負債は一般的には市場で取引されていませんから、市場価格は存在しません。そのため負債の経済価値(時価)は「保険契約から生じるキャッシュフローを予測し、その現在価値を評価時点の金利を用いて計算する」ことで求めます<sup>3</sup>。

図表1は、現行規制と新規制でのソルベンシー評価方法の違いを図にしたものです。「ソルベンシー・マージンを(資産－負債)で算出し、それをリスク量と比較する」ことについては、変更はありません。しかし、資産・負債およびリスク量の算定方法が変わります。

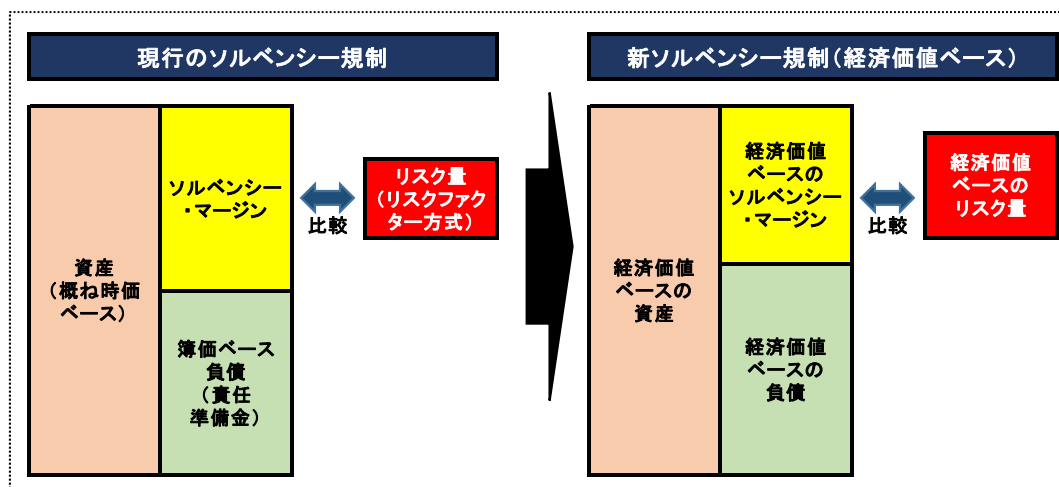
<sup>2</sup> 一般に「負債の時価」と「負債の経済価値」は、同じ意味で使用されている。

<sup>3</sup> なお、負債のキャッシュフローを求める際には、将来の死亡・解約等の発生や費用についても、保険料計算に用いる基礎率ではなく、最もありそうな仮定を置いて求める(この手法は「ベスト・エスティメイト」(最良推計)と呼ばれる)。

<sup>1</sup> 正式名称は「経済価値ベースのソルベンシー規制等に関する有識者会議」

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

図表 1: 経済価値ベースのソルベンシー規制 ～ 現行との比較



(出所) 各種資料より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

左側の現行規制では、資産については、責任準備金対応債券や満期保有債券を除き、ほぼ時価評価されています。しかし、負債である責任準備金の算定に用いる利率は販売時点での利率を固定して使用しています。また、死亡率や事業費率の仮定も契約時点のものをそのまま使用しています。従って、金利の低下や死亡率・解約率等の変動などは負債の計算に反映されず、ソルベンシー・マージンの額にも影響しません(簿価ベース)。

それに対し、新規制では前記したように、資産だけでなく負債も経済価値で評価されることとなります(時価ベース)<sup>4</sup>。その結果、例えば金利が低下すれば負債の増加要因となります<sup>5</sup>。

また、リスク量の計算方法も新規制では変わります。現在は、リスクファクター方式と呼ばれる比較的簡素な方法が採用されています。これは、「リスク対象金額に係数を乗じる」という方法で、

例えば国内株式の価格変動リスクは「時価残高×20%」という計算式で求めています。

それに対し新規制では「各種変数(金利、株価、為替、死亡率、解約率等)が、大きく変動した時のソルベンシー・マージンの変動幅」としてリスクが測定されます<sup>6</sup>。

新しいリスク計算方法の採用により、現行と比較して特に大きな影響が出ると予想されるのは、金利リスクです。

例えば、金利が低下した時の影響を考えると、現行では債券価格の上昇により資産が増加し、負債は変動しません。そのためソルベンシー・マージン比率は改善することになります。しかし、新規制では金利低下の影響により、資産だけでなく負債も増加します。

一般に、生保会社では資産のデュレーションよりも負債のデュレーションの方が長いため、資産の増加分よりも負債増加分の方が大きくなると想定されます。結果として、ソルベンシー・マージンは減少し、健全性が悪化します。つまり、金利変動の健全性に与える影響は、現行規制と新規制で逆になることが予想されます。

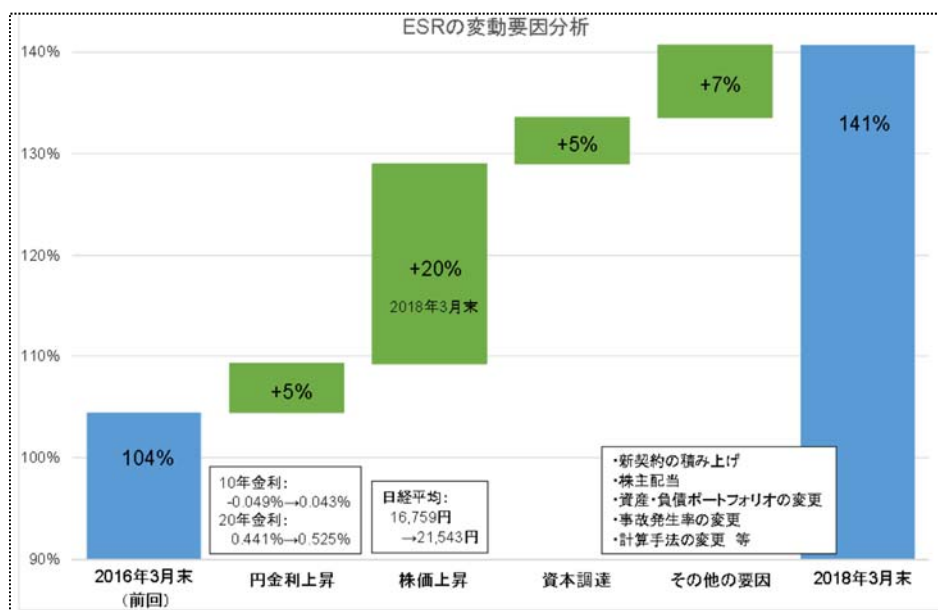
<sup>4</sup> 厳密には、経済価値ベースの保険負債は「将来キャッシュフローの現在推計」と「将来のキャッシュフローの不確実性に備えるためのリスクマージン」から構成される。

<sup>5</sup> 企業年金については、「年金財政上の責任準備金の計算方法は簿価ベース」、「退職給付会計上のPBOの計算方法は概ね時価ベース」と言える(「概ね」と表現したのは、重要性基準が残っているためである)。

<sup>6</sup> リスクの測定にあたっては信頼水準99.5%のVaRに基づくことが予定されている。

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

図表 2: ソルベンシー規制導入の生保会社への影響  
(2018年フィールドテスト結果より)



(出所) 金融庁「2018年フィールドテストの結果概要及び2019年の方向性について」(2019年6月)

### 金融庁による2018年フィールドテスト

「保険会社のソルベンシーは経済価値ベースで評価するのが適切」という考え方は、金融庁が2007年4月に公表した報告書で既に「将来のあるべき姿」として示されています<sup>7</sup>。

その後、金融庁では4回にわたり経済価値ベースソルベンシー規制に関するフィールドテスト(影響調査)を行ってきました。直近では2018年6月に実施されています。なお、対象は国内全保険会社(生保:41社、損保:51社)です。計算基準日は2018年3月末です。

図表2は生保会社(41社の平均)のESR(経済価値ベースのソルベンシー比率、Economic Solvency Ratioの略<sup>8</sup>)の前回(2016年)からの変化を見たものです。2018年末のESRは141%

ですから、経済価値ベースの資本は経済価値ベースのリスク量よりも41%大きくなっています。

また、前回(2016年3月末)のESRは104%ですから37%改善しています。その主な要因は株価の上昇です。なお、円金利の上昇によってESRが改善していることもわかります。

この結果からみると、「2018年末では生保会社平均でみると、経済価値ベースの資本はリスク量を上回っている」と言えます。

### 現在のソルベンシー・マージン比率との比較

次に、現行のソルベンシー・マージン比率(SM比率)と比較してみましょう。図表3は、ESRと連結SM比率を共に公表している上場生保グループの資料を基に作成したものです。

これを見ると、現行のSM比率と比較すると、ESRは大きく減少することがわかります。例えばAグループでは、2019年3月末の連結SM比率870%に対してESRは169%と5分の1以下の水準になっています。Bグループでは、さらに大きな差があります。

<sup>7</sup> 金融庁報告書「ソルベンシー・マージン比率の算出基準等について」(2007年4月3日)において「ソルベンシー規制の今後あるべき姿として、経済価値ベースで保険会社のソルベンシーを評価する方法を目指すべきである」と述べられている。

<sup>8</sup> 経済価値ベースの資本(適格資本)を経済価値ベースのリスク量(所要資本)で割った値。100%が基準となる。

図表 3: ESR とソルベンシー・マージン比率の比較(例示)

		2017年3月末	2018年3月末	2019年3月末
A生保 グループ	ESR(%)	151	170	169
	連結ソルベンシー・マージン比率(%)	749	838	870
B生保 グループ	ESR(%)	175	168	159
	連結ソルベンシー・マージン比率(%)	1,105	1,061	1,093

(出所)各社公表資料より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

ESRとSM比率の差の要因に関する情報は公表されていませんが、考えられる理由として以下が挙げられます。

- ①そもそもSM比率は基準となる比率が200%であり<sup>9</sup>、ESRは100%であること。
- ②SM比率算出に用いるリスク係数は95%VaRを基に設定されている。一方、ESRでは99.5%VaRが基準となること。
- ③現行SM比率では、金利変動による純資産の変動(=資産の変動-負債の変動)はリスクとして考慮されていないこと。

### 経済価値ソルベンシー評価に関する国際動向

保険会社のソルベンシーを経済価値で評価する動きは国際的にも進んでいます。

まず、ヨーロッパでは、経済価値ベースの資本規制であるソルベンシーIIが、2016年から小規模会社を除く保険会社全社に対して適用されています。

また、各国の保険監督当局より構成されるIAIS(保険監督者国際機構)では、「国際的に活動する保険グループ(IAIGs<sup>10</sup>)」を対象に保険資本基準(ICS<sup>11</sup>)の導入作業を進めています。ICSは経済価値ベースのソルベンシー規制であり、2020年から5年間のモニタリング期間を経て、

<sup>9</sup> SM比率は「ソルベンシー・マージン÷(リスク量×1/2)」で算出する。従って、ソルベンシー・マージンとリスク量が同額の時はSM比率=200%となる。また、SM比率が200%を下回ると金融庁による早期是正措置が発動される。

<sup>10</sup> Internationally Active Insurance Groupsの略

<sup>11</sup> Insurance Capital Standardの略

2025年からの適用開始が予定されています<sup>12</sup>。

前記した金融庁有識者会議での議論は国内生保を対象にしていますが、その規制内容や手法はICSをベースにしています。また、ICSの導入時期が2025年であることを踏まえると、わが国の新ソルベンシー規制も早ければ2025年から導入される可能性があります<sup>13</sup>。

### 生保会社の新ソルベンシー規制への対応

わが国の生保会社でも新たなソルベンシー規制を意識したと思われる行動が見られます。

一つ目は資本の増強です。ここ数年、特に大手生保において「内部留保増しと劣後債等の調達により資本増強を図る」動きが顕著です<sup>14</sup>。

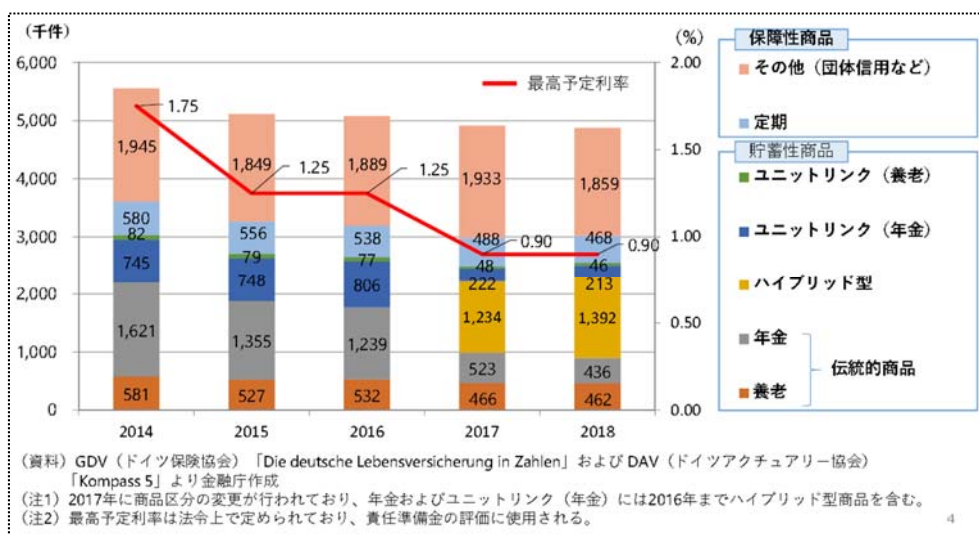
二つ目はリスクの削減あるいはコントロールです。まず、ALMの推進という観点から、生保の資産運用は長期の債券が中心となっています。また、一部の生保ではリスク量を抑制するために、株式残高を削減しています。

<sup>12</sup> ICSの対象となる「国際的に活動する保険グループ(IAIGs)」は、以下の基準を基に監督当局が選定する。①3か国以上で保険の引き受けを行い、かつ保険料収入の海外比率が10%以上、②総資産500億ドル以上、または保険料収入が100億ドル以上。

<sup>13</sup> 有識者会議への提出資料に基づけば、金融庁は2025年導入を志向していると推測される。例えば、2019年11月18日の第5回有識者会議に金融庁が提出した資料では「現時点においては2025年からの国内規制の適用開始を一旦の前提とし、それまでの準備期間に必要な対応についても議論を深めていくことが必要ではないか」と述べている。

<sup>14</sup> 例えば、最大手の日本生命は2014年末の自己資本4.2兆円を2020年度末に6.5兆円まで増強するという目標を設定し、増強を図っている。

図表 4:ドイツにおける新契約件数・最高予定利率の推移



(出所) 第3回経済価値ベースのソルベンシー規制等に関する有識者会議資料(2019年9月20日)

経済価値でソルベンシーを評価する新規制では、負債にも金利変動リスクが発生します。特に、「保険期間が長く予定利率が固定された伝統的な終身保険や年金保険」は、金利リスクが大きくなります。この問題に対処するために、すでに一部の生保では、「再保険活用による既存契約の金利リスク削減」に取り組んでいます<sup>15</sup>。

また、新規契約の金利リスクを削減するためには、商品性を見直すことも考えられます。実際、2016年からソルベンシーⅡが導入されているヨーロッパでは、伝統的な商品から革新的な商品への移行も起こっています。

図表4はドイツの生保会社における新契約商品件数の推移を見たものです。規制が導入された2016年以降は伝統的な予定利率保証のある年金商品が大きく減少し、代わりにハイブリッド型の商品やユニットリンク型の商品が増加しています<sup>16</sup>。わが国でも新規規制を契機に生保商品の変革が起こる可能性があると考えます。

<sup>15</sup> 第一生命では、2018年度に「既契約ブロックの一部(払込満了後の終身保険)」を再保険会社へ出再した。

<sup>16</sup> ユニットリンク型とはわが国の変額年金のような運用実績還元型の商品である。また、ハイブリッド型とは有配当商品とユニットリンク型の特徴を合わせ持つ商品である。

### 生保一般勘定への予想される影響

最後に、企業年金向け生保一般勘定(以下、生保一般勘定)への影響を考えてみましょう。

まず、新規制の下では、生保一般勘定での資金受入れはソルベンシー比率を悪化させます<sup>17</sup>。従って、生保が一般勘定での受託を抑制する動きは、今以上に強くなると想定されます。

また、新規制下でも生保一般勘定が会社の健全性に悪影響を与えないためには、ヨーロッパでみられたような商品性の改定、あるいは予定利率引下げや変動型予定利率の採用などが有効だと考えられます。

個人保険の予定利率は継続的に低下してきましたが、生保一般勘定の予定利率は据え置かれてきました。これは「簿価会計の下で、高利回りの債券を保有しているために可能であった」と言えます。しかし、新規制が前提とする時価ベース評価においては、従来の方針をそのまま維持することは難しいのではと考えます。2025年に向けた生保各社の対応を注目したいと思います。

<sup>17</sup> 例えば、100億円の資金を予定利率1.25%で受託した場合、低金利の下では負債の経済価値は受託資産額である100億円を超過する。結果的に資本が減少する。

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

— 次号のお知らせ —

次号は

**6月15日(月)**

発行予定です。

#### 野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.43%(税込み)(20万円以下の場合は、2,860円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第142号  
加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、野村資本市場研究所

発行:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2  
アーバンネット大手町ビル  
TEL: 03 (6703) 3991 FAX: 03 (6703) 3981  
Email: nenkin@jp.nomura.com

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。