

< 寄 稿 >

日本の損害保険会社グループの信用力分析 (3メガ損保グループを中心に)

—— 国内損保会社のリスク削減と収益力強化に加えグループ
ERM に注目 ——

森 永 輝 樹

要 旨

日本の損害保険会社は、成熟した国内損害保険市場において、①収入保険料の約半分を占める自動車保険の収益性が低迷していること、及び②資産運用においては国内株式保有に係る巨大なリスクを抱えていること、という問題を抱えている。一方、寡占化の進行にも後押しされ、リスクに応じた国内損保保険料（特に不採算の自動車保険）の設定が着実に進む可能性が高く、これはポジティブな展開である。なお、東日本大震災は改めて日本の損保各社にとっての自然災害リスクの存在を再認識させたが、これまで公表された数値を基に分析したところ、地震保険については、各社とも概ね適切な引受リスク管理がなされていたものと考えられる。また、3メガグループについては、各社とも国内生保事業と海外保険事業のウェイトが着実に高まっており、国内損保各社の信用力を分析するためにはグループ全体の分析が不可欠である。日本の損害保険会社の信用リスクの観点からは、①国内損保事業の収益力強化とリスク削減につながるか、②グループ経営の観点からグループ全体としてのERMは適切か、が重要と考える。本稿は、格付会社フィッチ・レーティングスにおける日本の損保グループに対する信用格付の考え方（2011年7月末現在）の要点を、同社保険

部門（日本）の主任格付アナリストである筆者がまとめたものである。

1. はじめに

金融危機とその後の金融市場の回復を経て、2010年度においてわが国大手損害保険グループは、財務の健全性を概ね維持あるいは強化する方向で推移してきた。2011年3月に発生した東日本大震災は、各社の自己資本に無視できない規模のネガティブインパクトを与えたが、これまでの各社の慎重な地震保険の引受スタンス及び適切な再保険プログラムの利用により、損失額は管理可能な水準に止まったとみられる。一方で、金融市場が概ね安定的に推移したこと、及び運用に関するリスク削減が緩やかながら着実に進行していることは、各社の資本基盤の維持に貢献した。さらに、グループの生命保険会社の業績が堅調であり、生保各社の資本基盤が一層強化されていることは、グループ全体の信用力を下支えしている。

わが国の主要損害保険会社については、リーマンショック後の金融危機による国内株価下落等を背景に資本基盤が弱まったことを主因として、フィッチ・レーティングス（以下、フィッチ）では、2009年に格下げを実施した。しかし、1)国内損害保険事業のファンダメンタルズが全体的に底打ちの兆しを強めつつあること、2)国内生保事業及び海外保険事業が、各メガグループのコア事業としてグループ全体の信用力を下支えする構図がより明確化してきたこと、等から、日本の損害保険業界の信用力の見通しを、2010年8月に「弱含み (Negative)」から「安定的 (Stable)」に変更した。また、同時に、2010年に発足したMS&AD インシュランスグループ及びNKSJ グループの中核企業については、統合によるメリットをも勘案し、格付見通しを「強含み (Positive)」とした。2011年3月に発生した東日本大震災を受け、保険損失額に関する想定しうる最悪シナリオ（フィッチのシビアストレスシナリオ）を勘案し、3月にMS&AD インシュランスグループ及びNKSJ グループの中核企業（MS&AD インシュランスグループの中核会社については保険財務格付 A+、NKSJ グループの中核会

社については保険財務格付A)については、格付ウォッチ「弱含み(Negative)」とした(東京海上グループの中核会社については、強固な財務基盤に鑑み、保険財務格付AA-, アウトルック安定的(Stable)を据置き)が、地震及び津波による実際の保険損失額がフィッチのコアストレスシナリオの想定範囲内(シビアストレスシナリオは今回実現せず)であったことが確認されたことを受け、本年6月の時点で格付ウォッチを解除し、アウトルックを安定的(Stable)とした。

一方、今後のリスクとしては、①グループ運用資産において(国内損保会社の運用資産において)高い比率を占める国内株式の価格下落リスク、②近い将来における巨大災害の発生による多額の保険金支払い、③国内損保事業(特に主力の自動車保険)における低収益性、などが挙げられ、こうした要因が国内損害保険会社の信用力にマイナスの影響を与える可能性がある。なお、本邦損害保険会社の信用力を考える上で、現在はグループ連結ベースでの考察が不可欠になってきていることから、本稿では、国内損害保険会社の単体ベースでの信用力に加えて、損保グループベースでの信用力についても考察することとしたい。

2. 日本の損害保険会社(損保グループ)の信用力分析のアプローチ

(1) 損害保険会社の信用力

フィッチが本邦損害保険会社の格付を開始したのは、2005年と最近である。比較的安定した保険引受業績や強固な自己資本基盤を背景に、2008年の金融危機発生まではAAカテゴリーの格付を維持してきた。しかしながら、金融危機による国内株価下落等を主因に各社の資本基盤が悪化したことを受けて、高リスク資産(主に国内株式だが海外証券化商品に対する信用保証なども含む)に対するエクスポージャーを顕著なりスクとみなして2009年に格下げに踏み切り、東京海上日動のみがAAカテゴリーに踏みとどまる結果になった。2010年以降は、ファンダメンタルズの改善を受けて格付の方向性は強含みとなっていたが、2011年3月に発生した東日

本大震災によるネガティブインパクトによって、格付の改善基調は一旦足踏みすることになった。

今後の各社の格上げや見通しの上方修正に際しては、①引き続き中核事業の重要な一角を占める国内損保事業の収益性の改善、②資産運用における更なるリスク削減（とりわけ国内株式保有の一層の削減）、③グループ事業（特に収益性の高い国内生保事業及び海外保険事業）のバランスのとれた更なる成長、といった点がポイントとなる。一方、①国内損保事業の収益性が持続的に悪化傾向を強めた場合、②十分なりリスク削減を行わないうちに予期せぬ大規模な金融危機が発生し資本基盤が毀損した場合、③相次ぐ大災害の発生等から予期せぬ大きな保険損失が発生した場合、等の場合、ネガティブな格付アクションをとることになる可能性もある。

(2) 保険グループの格付基準

フィッチでは、2009年までは、大手損保3社については、グループ格付を考慮しつつも、単体での信用力を重視した格付の付与を行っており（パーシャル・アトリビューション・アプローチ）、また、ニッセイ同和損保については日本生命グループの一員としてのグループ格付（同様にパーシャル・アトリビューション・アプローチ）を行っていた。しかし、MS&ADインシュランスグループとNKSJグループが発足して3メガ損保体制が発足した2010年以降については、3メガ損保グループについてより明確なグループ・アプローチ、すなわちグループ中核メンバーの保険会社財務（IFS）格付を、各グループ格付と同じ水準に設定するアプローチを採用することとした。3大メガ損保グループは、いずれも、グループ持株会社を司令塔として、国内損保事業、国内生保事業、海外保険事業を事業の3本の柱に据える経営戦略をより明確に打ち出している。最重要の柱は依然として各グループ発祥の事業であって現在も収入保険料ベースで最大である国内損保事業であり、グループ持株会社の経営陣も当然ながら国内損保事業の出身である。しかし、これら3事業を各社の修正利益ベースでみ

てみると、国内損保事業の収益性が非常に低いこともあり、同事業のグループ利益全体への貢献度合いは、既に「ワンオブゼム」のレベルに過ぎなくなっている。言い換えれば、国内生保事業と海外保険事業は、各社の成長ドライバーとして、グループの利益に対する貢献の度合いを強めている。

フィッチは、特に、国内生保事業による3メガ損保グループの信用力下支えの貢献を高く評価している。国内生保事業においては、死亡保障商品と医療保障商品など第三分野（特に後者）の収益性が高いが、業界全体としては、少子高齢化を背景に、死亡保険市場は1990年代後半をピークに緩やかな漸減傾向にあり、第三分野については成長が続いているものの緩やかなペースに止まっている（介護保険商品については今後市場が急成長する可能性もある）。しかし、大手損保系の生命保険会社は、国内生命保険業界が成熟する中で、着実な成長を続ける「勝ち組」の地位を堅持しており、しばらくの間は成長トレンドが続く可能性が高い。これには、既存チャネルを効果的に活用したクロスセリングが奏功したこと、強力なブランドが活用できたこと、等が寄与したと考えられる。また、損保系生保については、高い国内株式保有比率、大きな逆鞘の存在、ALMのミスマッチなど伝統的生保の多くが苦しむレガシーな問題がほとんど存在しないため、信用力という観点からは、資本バッファーに比べて対応するリスクが少ないということにもなる。国内生保事業は、3メガ損保のいずれにおいても信用力の下支えに寄与しており、とりわけNKSJグループにおいて相対的にポジティブな貢献度合いが大きい。また、3メガ損保グループの国内生保事業は、グループの中で事業リスク分散効果を生んでいる点もポジティブに評価できる。

フィッチでは、海外保険事業については、リスク分散効果を評価している一方で、海外展開が予期せぬリスクに繋がる可能性もあるとみており、海外展開をただちにポジティブに捉えることはせず、各グループの成長戦略を注意深く見守っている。国内損保事業が既に成熟していることから、海外展開は理にかなっているものの、性急すぎる展開はクレジット上ネガ

ティブにみなされることもある。海外保険事業については、国内保険事業と異なり、3大グループ間での相違が大きい。東京海上グループでは、修正利益ベースで、既に海外保険事業は3分の1から半分程度を占めるなど、3大グループの中でグローバル化が最も進んでいる。また、その大きな推進力の1つとなっているのが、北米での損保元受事業であり、先進国市場も含め全世界での事業展開を進めているのが同グループの特徴である。同グループの米国フィラデルフィア買収を契機とする北米事業の順調な展開は、「わが国損保グループのマネジメント能力では、先進国市場（とりわけ米国市場）で成功することは難しい」という従来の常識を覆したものである。フィッチも、2010年以降は同グループの北米事業についての懸念の度合を引き下げており、同グループの海外保険事業をリスク分散の観点から日本国ソブリンの信用力による制約との関連で更にポジティブに捉えるべきかどうかについても検討していく。一方、MS&AD インシュランスグループ、及びNKSJグループについては、アジアを中心とする新興国市場にフォーカスしていくという戦略である。MS&AD インシュランスグループについては、東京海上グループ同様にグローバルに再保険事業を手がけていることもあり、また、東南アジアにおいて既に主要なプレイヤーとしての地歩を築いていることもあり、海外事業がグループ内で既に確固たる位置を占めるが、東京海上グループに比べると利益への貢献は相対的に小さい。一方、NKSJグループについては、本格的なグローバル化に舵を切ってからまだ日が浅いこともあり、海外保険事業はより中長期的な課題とみているが、先行する上位2グループをベンチマークすることが可能な立場にあり、時間をかければ一定の成果を上げる可能性は高いと考えられる。

フィッチでは、グループ・アプローチを採用する場合、グループ格付の算定⇒当該保険会社の戦略的重要度カテゴリーを評価（グループによる支援提供の意思）⇒相互支援協定の精査（グループによる支援提供の意思）⇒グループ財務力に基づく障壁についての検討（グループによる支援提供

の能力) ⇒グループ内の資金移動への障害の有無を検討(グループによる支援提供の能力) ⇒単体ベースでのスタンドアロン格付の算定⇒格付ガイドラインに従いグループ格付考慮後の格付を付与、という手順を踏む。国内の5大損保会社(東京海上日動, 三井住友海上, あいおいニッセイ同和, 損害保険ジャパン, 日本興亜損保)は, それぞれ本邦3大メガ損保グループの中核会社とみなされ, グループ格付が適用されることになる。

図表1 損害保険会社の財務内容によるフィッチ・レーティングスの各格付水準の中央値

	保険財務格付			
	AAA	AA	A	BBB
保険引受の質と収益性 (%)				
コンバインド・レシオ	80	95	103	110
オペレーティング・レシオ	67	82	90	97
資産運用リスクと流動性リスク (%)				
高リスク資産/調整後自己資本	25	50	75	100
流動性資産/保険契約準備金	200	150	125	100
支払備金管理の適切さ (%)				
支払備金の変遷/調整後自己資本	-5	-2	0	5
再保険エクスポージャー (%)				
再保険による回収額/調整後自己資本	25	45	65	100
自己資本の強固さ (倍)				
正味収入保険料/自己資本	0.5	1.1	1.8	2.5
純レバレッジ	2.0	3.5	5.0	7.0
財務レバレッジと支払利息カバレッジ				
インタレストカバレッジレシオ (倍)	18	12	7	3
調整後負債総資本比率 (%)	5	15	23	30

出所：フィッチ

注記：中央値ガイドラインはあくまで目安に過ぎないことには留意されたい。

前記のプロセスの中で、損害保険会社単体についての信用力を考える際の主なポイントは以下の通りである。

業界特性と事業環境

企業の所有形態，支援およびグループ要因

市場における地位及び規模

統合リスク管理（ERM），経営陣，コーポレートガバナンス

財務内容（資本基盤，財務レバレッジ，準備金の妥当性，資産運用におけるリスク及び流動性，保険引受の質及び収益性，大災害へのエクスポージャー，再保険等の活用，等）

フィッチでは、これらの格付要素のそれぞれまたは各要素内における様々な構成項目について、予め「ウエイト付け」をすることはしない。それは、適切なウエイト付けが、個別の状況に応じて変わり得るからである。一般的なガイドラインとして、一つの要素がその他に比し著しく弱い場合には、この最も弱い構成要素が分析上でより大きなウエイトを占める傾向がある。

前述のアプローチでとらえた日本の損害保険会社ないし損保グループの主な特徴として、次の要因が挙げられる。

強み

- 1) 2010年以降3大メガ損保グループが国内損保市場の85%以上を占めるなど、保険先進国の中では例外的な寡占構造を背景とする競争環境の緩和傾向
- 2) ショートテイル・リスク中心の保険ポートフォリオ
- 3) 大手損保グループ全体でみた場合の強固な自己資本基盤
- 4) グループの堅調な国内生保事業がもたらすリスク分散効果（東京海上グループについては海外保険事業も明確にプラス寄与）

弱み

- 1) 引き続き高水準の国内株式保有（但し各社とも継続的に保有残高を

削減し続けていることはポジティブな方向性)

- 2) 全体として成熟した国内損保事業における（特に主力の自動車保険における）低収益性（但しプライシングの抜本的な見直し等改善の兆しは強まっている）
- 3) 台風・地震などの巨大自然災害リスクへのエクスポージャー

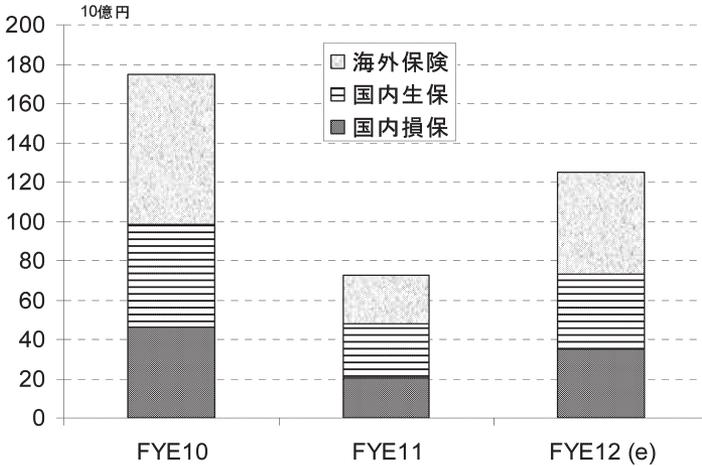
次節以降で、これらについて述べるが、その前に、日本国の信用力による格付への制約についての考え方を説明する。

3. 日本国のソブリン信用力による制約について：制約は無視できないが絶対的なものではない

フィッチでは、保険会社の格付を付与する際に、カントリー・シーリングの考え方を適用する。原則として、一国に事業が特化している保険会社が、自国通貨建てのソブリン格付よりも高いIFS格付付与されることはあまりない。しかしながら、その可能性はある。当該保険会社が、自国ソブリン債がデフォルトを起こしたときにも支払い義務を履行できるとの見解をフィッチが持つことができれば例外はありうる。現在、フィッチによる日本国の現地通貨建てソブリン格付はAA-（アウトルック弱含み）であり、東京海上日動火災のIFS格付（東京海上グループのグループIFS格付）と同等である。東京海上グループに関しては、現時点では、日本国のソブリン信用力がグループ信用力の上限となっているが、同グループが着実にグローバル展開を進めていることから、近い将来に日本国のソブリン格付を上回る可能性はむしろ高まっているといえる。MS&ADインシュランスグループとNKSJグループについては、2011年7月の時点では日本国の信用力に比べて各グループの信用力が下位にあるものの、今後日本国の信用力が更に低下した場合には、東京海上グループと同様に日本国の信用力にグループの信用力がある程度制約される可能性がでてくる。今後東京海上グループへのポジティブな格付アクションに踏み切るためには、

同グループの一層のグローバル展開や資本基盤の更なる強化などによって、日本国の信用力に深刻な懸念が生じた場合においても同グループの支払い能力には懸念を生じないとの認識を確認できることが条件になる。

図表 2 東京海上グループのグループ修正利益内訳



出所：東京海上ホールディングス

(1) 日本のソブリン信用力

フィッチでは、日本の現地通貨建て長期ソブリン格付を AA-（アウトルック弱含み）としている。日本政府が抱える債務の規模は、日本経済の状況に関して最も広範に論評される論点の一つであるが、しばしば混乱の種となっており、どの統計に準拠するかにより相反する見方がなされることが少なくない。代表的指標である一般政府債務残高は、財投債残高を含め、2009年末までに GDP の200%を超えており、フィッチが格付を付与しているソブリンの中では群を抜いて高い。しかし、より幅広い尺度を用いた場合、一般政府純負債は GDP 比100%程度の水準にあり、国際的に高位であるものの、イタリアやベルギーなど、相対的に債務水準の高い高

所得ソブリンと比較して、飛び抜けて高い訳ではない。もっとも、どの尺度から見ても、日本政府が世界で最も高い債務負担を抱えるソブリンの一つであることに変わりはなく、また、債務残高は当面増え続けることが予想される。このため、持続的な経済成長への復帰と財政再建の実行がない場合、日本の信用力には中期的に下方圧力がかかると考えられる。

政府債務負担が高水準であるにもかかわらず、特に GDP 対比の税負担率の相対的な低さを考慮した場合、財政上の金利負担は GDP および歳入に対して、必ずしも際立って低い訳ではない。これは政府の借入金利が名目ベースで見ても、実質ベースで見ても、低水準に留まっているためである。それでも、政府債務の大きさおよびそれに伴う借り換え規模並びに巨額の財政赤字を穴埋めするために必要な正味調達額を考えると、金利上昇ショックに対する日本政府の脆弱性は高まりつつある。

金利負担がさほど高くないことに加えて、現在の日本のソブリン格付は公的部門による政府債務保有比率の高さにも下支えされている。最も広く定義した政府債務の約50%を、公的部門が保有している。その他の公的部門は事実上、国内民間貯蓄を政府に還流させて財政赤字を補填し、「信認ショック」の発生確率を低下させることで借換えリスクを低下させる役割を果たしている。

純債権国の地位と巨額の国内貯蓄に裏打ちされ、政府が資金調達においてきわめて高い柔軟性を確保しているにもかかわらず、公的債務の持続可能性は日本が直面するソブリン信用力と格付に関する中心的な問題である。国内貯蓄率が緩やかながら一貫して低下していることにより、国内での低い名目金利での借入能力が最終的に損なわれ、金利リスクと借換えリスクに対する脆弱性が高まる可能性がある。

財政と政府債務の長期的な持続可能性に対する懸念を緩和するために決定的に重要であるのは、成長とデフレに関する経済見通しである。実質ベースで経済が成長しているにもかかわらず、名目 GDP が伸び悩み、それにより税収が伸びないことが、首尾一貫した信頼に足る財政再建策の不在

と並んで弱さの主たる根源となっている。

政府債務の増加におけるソブリン信用力の悪化を部分的に軽減しているのが、政府の資金調達におけるきわめて高い柔軟性、民間貯蓄率の高さおよび純債権国としての地位であり、これが現在の格付を支えている。しかしながら、現在の経済面および財政面の趨勢を踏まえると、中期的に、格付に対する下方圧力が高まるであろう。

4. 業界リスク：自動車保険の低収益性と国内株式保有リスクが懸念材料だが、グループ生保事業が損保グループ全体の信用力を下支え

(1) 業界の事業特性

1) 市場規模および市場シェア：成熟市場において寡占化が進展

日本の損害保険市場は、世界の保険料ランキングで、米国、ドイツに次いで第3位であるが、日本の名目GDPが世界で占める比率が約9%であるのに比べて日本の損害保険市場は世界の約6%を占めるに過ぎず、社会保険制度の差異による調整前の比較ではあるものの、日本の損害保険市場は経済規模に比して他の先進国市場に比べてやや小さいと言える。言い換えれば、地震リスクをはじめとして、巨大な経済価値の集積に伴う各種リスクに対して損害保険による十分なプロテクションがなされていないのが今の日本の実態であると言える。

日本の法曹人口の増加とともに賠償責任保険など新種保険の市場拡大が期待されたが、そのスピードは必ずしも2000年代初頭に期待されたほど高いとは言えず、依然として自動車保険が全体の約半分を占め、火災保険等と併せ伝統的な保険が損保市場の太宗を占める。このため、収益性が高い新種保険分野での成長ポテンシャルは依然としてある程度見込めるであろうが、国内損保市場の成長性は全体として必ずしも高いとは言えない。一方で、国内生命保険における死亡保障マーケットとは異なり、少子高齢化に伴う人口構成の変化が継続的な市場の縮小をもたらしている、というわ

けでは必ずしもない（尤も、高齢化の進展による事故率の高い高齢ドライバー比率の上昇は、リスク特性に応じた適切なプライシングがなされないならば自動車保険の収益性にとってはネガティブではある）。むしろ、全体としては名目GDPとの相関が引き続き比較的高い。信用力評価の観点からは、日本の名目GDP成長が緩やかながらプラスであれば、国内損害保険市場も緩やかに成長する可能性が高いと考えられる。

一方、2010年4月にMS&ADインシュランスグループとNKSJグループが発足し、東京海上グループと併せた3メガ損保グループが国内損保市場全体の85%以上のシェアを占めるに至った。わが国では、2010年以前の段階でも、既に国内の主要損保会社数は他の保険先進国よりも少なかったにもかかわらず、自動車保険などコモディティ化した商品の価格競争はなかなか止まらなかったが、メガ3グループ体制の確立により、さすがに寡占化のメリットが生じ始めるとみている。

自動車保険では、ソニー損保を筆頭に直販系損保の着実な成長は続いている。しかし、自動車保険全体に占める比率は依然として10%以下の水準に留まっており、引き続き成長が見込まれるものの、絶対水準は当面低い水準に留まると考えられる。日本においては、代理店チャンネルにもとづく伝統的損保の優位は予見しうる将来においても続く可能性が高い。最大の 카테고리である自動車保険については、採算性の悪化が続いていたが、損害保険料率算出機構による不採算の自動車保険及び傷害保険の参考純率の改定もあり、2010年から徐々に保険料率の引き上げやリスク細分化に基づくよりきめ細かなプライシングの浸透が進み始めている。これらは保険料収入の面からも、国内損保事業の収益性の観点からもポジティブであると判断しており、寡占化を前向きに評価する理由である。

2) 商品・チャンネル構成：ショートテイル・リスク、代理店チャンネルが生命保険拡販にも効果

日本の損害保険市場は、自動車保険と火災保険など伝統的な種目が大宗を占めている。保険契約が毎年見直される商品や保険金支払いが確定する

までの期間が短い（ショートテイル）保険は、商品設計におけるミスプライシングのリスクが相対的に小さく、一般的にリスクが抑制されていると考えられるが、現時点では大半の保険がショートテイルであるとみられる。一方、新種保険については、今後も着実な成長が見込まれるが、この中には保険期間が長い（ロングテイル）のものが多く含まれると考えられ、したがって一般的にはリスクが高まる可能性があり、保険料率や支払備金積立水準などを注目していく必要があると考えられる。

チャンネルとしては、代理店の扱い保険料が9割を越えており、引き続き代理店を通じた保険加入というビジネスモデルが主流である。また、そのうち専属代理店の割合が約7割以上と高く、これは販売チャンネルの安定性という観点からはポジティブである。こうした高い代理店比率は、それなりに高い事業費率に繋がってきた、という問題意識は各損保に共有されてきており、最近10年程度をみても、代理店の統廃合・効率化は着実に進められてきた。今後も、代理店の一層の効率化は進められることが見込まれるが、一方において、高いコストに見合う高い付加価値を生み出すことが出来るか、という視点も重要である。例えば、損保では保険金支払い時の査定が重要だが、もし目立った不払いが再発した場合には、ブランドイメージの毀損は無視できないことになる一方、直販チャンネルを顕著に上回る優れたサービスを提供することが出来れば相対的に高い価格を正当化することもそれだけ容易になる。代理店チャンネルは、収益性が高い国内生保商品のクロスセリングにおいて、大いに実力を発揮しており、その意味では改めて有効性が明らかになった面がある。

3) 自然災害：台風・地震の巨大リスクを抱えるが、再保険、準備金、慎重な引受スタンスに支えられる

日本の損害保険会社は、地震と台風のリスクを抱える。2004年には巨大台風が襲来した。また、2011年には東日本大震災が発生した。日本の損害保険業界は、このような巨大災害による多額の保険金支払いに備えて異常危険準備金を継続的に積み上げ、国際再保険市場を通じてリスク分散を図

るなど、自然災害エクスポージャーに関するリスク管理は注意深くまた保守的に行われている。また、運用資産についても、高い流動性が維持されている。

保険損失という点でみると、日本においては、巨大台風による保険損失の方が巨大地震による保険損失を上回る可能性が高い。巨大地震による経済損失は巨額になりうる一方で、それ故に商業ベースの地震保険の引受には、損保各社が慎重に対応していることが背景にある。東日本大震災についても、あれほどの大災害でありながら直接的に各社の格付の格下げに繋がるような事態にはならなかった。しかしながら、巨大災害の発生は、準備金の取り崩しや期間損益への影響を通じて財務にネガティブなインパクトを及ぼすことも事実であり、数年に一度であればまだしも何年も連続して起こるようであれば、各社の信用力に有意なネガティブインパクトとなる可能性も高い。

また、後述するとおり、わが国損害保険会社にとって最大のリスクは、高リスク資産へのエクスポージャー（特に国内株式へのエクスポージャー

**図表3 3月11日の地震・津波による損害額
—各社およびフィッチの推定**

(10億円)

	住宅	商業物件
東京海上日動	130.3	81.9
MS&AD インシュアランスグループ		
三井住友海上	71.8	43.1
あいおいニッセイ同和	59.2	19.4
NKSJ グループ		
損保ジャパン	63.4	38.5
日本興亜	42.3	19.4
大手5社合計	367.0	202.3

出所：フィッチ

一)であるが、歴史的な規模の巨大地震（およびそれに伴う原発事故などの大惨事）が発生した場合、国内経済や企業収益への下押し圧力やリスクプレミアムの高まりを通じて国内株価の急落につながり、それが株主含み益の減少を通じて損保各社の資本へのネガティブな圧力につながるものが最も重要なリスクである。

なお、民間の損保各社は政府（及び日本地震再保険）と共同で住宅における地震リスクに関して地震保険を運営しており、住宅に関する地震保険については、ノーロス・ノープロフィットの原則に則って運営されている。また、今次東日本大震災を受け、政府の関与が更に強められることとなり制度の持続可能性が強められたことは、各損保会社の信用力という観点からもポジティブである。

4) 海外事業について：各グループの格差が大きい

リーマンショックの前後を境に、大手損保グループの海外展開が積極化してきている。フィッチでは、海外展開の積極化を一概に評価するわけではなく、適切な収益及びリスク管理がなされなければむしろネガティブに評価する。特に日本の保険会社と海外の保険会社では、経営文化や言語の相違もあって、むしろM&Aを含む海外展開は一般に簡単ではないと考えられる。一方で、海外展開について十分効果的なマネジメントがなされていると判断された場合には、リスク分散効果の観点からポジティブに評価することもある。

業界リーダーの東京海上グループについては、2008年に米国のフィラデルフィアと英国のキルンを買収し、米欧等の先進国市場を含めた海外保険事業の拡大を加速させている。これまでのところ、当初懸念されたような統合面での問題は起こっておらず、むしろこれらの買収案件は同グループによって順調に運営されているとみている。これは、世界最大だが難しい市場だと考えられていた米国市場において、日本の保険会社が従来の常識を破って成功した例だと言えよう。フィッチでは、東京海上グループは依然として日本国内の保険事業（損保及び生保）に大きく依拠すると考えて

いる一方、同グループの海外事業が収益性やリスク管理を維持しつつ順調に拡大を続けた場合、近い将来において、よりグローバルプレーヤーに近い（すなわち日本国の信用力という制約条件から一定程度独立した）評価を行う可能性がある。

MS&AD インシュランスグループについては、東京海上グループに比べると、海外事業の貢献は相対的に小さいが、アジアを中心とする新興国市場にフォーカスし、例えば東南アジアについては既に主要プレーヤーとしての地位を確立している。NKSJ グループについては、数年前まで海外事業について本腰を入れていなかったこともあって、現時点では海外事業の規模は小さいものの、新興国市場において着実に将来への布石を打っているところである。

フィッチでは、東京海上グループのみならず、MS&AD インシュランスグループや NKSJ グループについても海外保険事業の一層の拡大を成功させるポテンシャルはあると考えているが、3グループの全てについて、それぞれの資本基盤や経験値に比して過大と思われるリスクテイクがなされた場合には、格付上ネガティブな評価を行う可能性がある。

(2) 財務内容

- 1) 収益性：国内自動車保険の収益性低迷は引続き最大の懸念材料だが、着実な料率改定の進展が見込まれる

フィッチでは、損害保険会社の収益性の分析に際して、損害率、事業費率、コンバインド・レシオ（損害率+事業費率）、オペレーティング・レシオなどを重視する。

わが国においては、米欧諸国と異なり、国内債券市場においてそもそも金利水準が低い上にクレジットスプレッドも総じてタイト（社債価格がファンダメンタルズに比して割高な傾向が続いている）であるため、資産運用において高利回りを達成することは一般に難しい（ロングテイル・リスクの引受は限定的なのでさほど高い利回りを目指す必要はないとも言え

る)。損保事業において満足な水準のROA（総資産利益率）ないしROE（株主資本利益率）を達成するためには、まずは保険引受事業の収益性を引き上げることが肝要である。

国内損保グループの収益性の特徴として、国内損保事業の保険引受に係る収益性が低いことが挙げられる。各社のコンバインド・レシオは直近において100前後であるが、コンバインド・レシオが100に近づくあるいは超えてしまうということは、国内損害保険の引受事業において収益性がゼロあるいはマイナスになってしまう、ということである。この主因は保険料の過半を占める自動車保険が実質的に赤字であることにある。2010年度においても、自動車保険の損害率はじりじり悪化傾向を辿った。損害率の悪化には複数の要因が絡んでいると考えられ、一部の要因は人口構成の変化（高齢化）に伴う構造的な要因である。すなわち、高齢ドライバーの人口構成が事故率の高い高齢層にシフトし、それに応じた保険料が徴収できていない、という問題である。この点について、損害保険料率算出機構の参考純率改定もあり、保険料の引き上げや年齢に応じたりスク細分化に基づくよりきめ細かいプライシングが着実に進んでおり、こうした努力により収益性の悪化に歯止めがかかる方向にある。自動車保険と並んで収益性の低迷に悩まされてきた傷害保険についても参考純率改定を背景に保険料率の引き上げが進行している。

また、保険会社の収益性をみる上では、支払備金が適切に積み立てられているかどうかも重要なポイントである。今後、賠償責任保険等ロングテールの引受が全体に占める割合が増加してくるようになれば、それに応じ適切な支払備金の積立がなされているかどうかをチェックしていくことがより必要になってくる。

生保子会社の収益性：わが国の大手損保各グループにおいては、グループ生保子会社が各グループの修正後利益全体に占める割合が4分の1から半分程度を占めるなど、無視できない大きな貢献をしている。わが国の生命保険市場は、成熟しているものの世界市場の17%を占めるなど世界2位

の巨大市場であり、また、収益性が高い死亡保険や第三分野の規模が大きいことにみとれるように、生命保険会社にとって非常に収益性が高い市場でもある。

国内生保事業については、エンベディッド・バリュー（EV）の成長等の指標をもって、収益性を判断する。わが国の会計基準では、繰延新契約費（DAC）が認識されないこと等により、損保系生保など成長が続いている保険会社の収益性の判断が損益計算書からでは十分に出来ない。フィッチでは、EVの新契約マージン等も参考にしながら判断する。

損保系生保は、本邦の生命保険市場において最も収益性が高い第三分野に強みを有しており、こうした収益性の高い分野で業界平均以上の成長を持続させることによって、グループ全体の利益に貢献している。

2) 資産の質：高い株式保有比率が懸念材料だが着実に削減が進む

損害保険会社の運用資産ポートフォリオを評価する際には、まず流動性をチェックする。損害保険会社は、保険損失が顕現化した際のインパクトの予想が難しい分だけ、生命保険会社に比べて、流動性の維持がより重要なポイントになる。これに加えて、高リスク資産への配分比率をはじめアセットアロケーションやリスク分散の程度、運用利回り等を精査する。

日本の損保会社は、高リスク資産である国内株式が運用資産に占める割合が国際比較でみて高い。また、国内においても、大手銀行や生保など他セクターに比較しても高い。2011年3月末時点でも20%台の水準である。日本においては、クレジット市場が米欧に比して未発達であることから流動性を維持しつつ収益性を追求する手段が乏しいこと、政策投資による営業メリット、等はこれまで言われてきた国内株式保有理由である。しかし、似たような境遇にあった銀行や生保が、これまでに株式保有を大胆に削減せざるを得なかったのに対し、信用力という点ではわが国において優等生であった損保セクターにおいては結果的に問題の先送りがこれまで可能であった、との見方も出きる。損保においては、過度の有価証券による益出しニーズも資本規制の観点から株式売却を強要されることも概ねなかった

と言え、その結果現時点でも保有株式の簿価が低いという傾向もある。しかしながら、日本国内のソルベンシー規制も国際的なソルベンシー規制も株式保有が高いほど資本賦課が高まる方向にあり、現状の高い株式保有比率は低下傾向が続く可能性が高いと考えられる。実際に、各損保グループとも着実な削減スタンスを表明している。

株式保有を削減した結果、日本国債などを中心に高格付債券の保有比率が高まることが予想される。前述のとおり、日本の公共部門へのエクスポージャーの集中リスク（言い換えれば保険事業の日本への集中リスク）は日本の損保グループの格付の制約要因ともなりうるが、保険負債に見合うかたちでの、日本国債などへのエクスポージャーの高まりは、資産負債管理の面からはむしろ望ましいことでもある。日本のソブリンリスクについては、着実なグローバル化による分散効果の進展によってコントロールしていくべきものである。

3) 自己資本：東日本大震災後も現在の格付に見合う水準を維持

フィッチでは、保険会社の自己資本分析において、グローバルなキャピタルモデルによるアプローチを行っている。このモデルでは、自己資本部分において、異常危険準備金やハイブリッド資本などを調整し、リスク部分において、資産毎のリスク、保険引受リスクを計量し、分散効果を加味している。

日本の損害保険会社は、潤沢な準備金等に支えられた強固な自己資本基盤を有してきた。損保各社の資本基盤は、純資産と異常危険準備金が主である。ハイブリッド資本の活用は限定的であり、資本構成は良い意味で単純である。ちなみに、フィッチでは、ソルベンシーIIなどにおいて規制資本に算入しうるハイブリッド資本について、フィッチのキャピタルモデルにおいても資本性を付与する一方、レバレッジの計算においては資本性の認定をより限定的に行う方針を採用したが、いずれにせよハイブリッド資本にほとんど依拠していないわが国の損保グループへの影響は現時点ではあまりない。

一方で、国内株価の変動は、含み益の増減を通じてこれまで一貫して不安定要因になってきた。国内株式に代表される高リスク資産は、保有に際して相応のリスクチャージが課せられ、新ソルベンシー規制において更に高いリスクチャージが課されることから、削減するほどに資本基盤が強化されることになる。

また、グループベースにおいて特筆すべきことは、グループの国内生保会社が損保グループ全体の自己資本に与えるプラス要因が大きいことである。損保グループの生保会社は、日本の伝統的生命保険会社（いわゆる漢字生保）がこれまで苦しんできた ALM ギャップに伴う逆鞘の問題もほとんどなく国内株式保有もほとんどない。このようなレガシープロBLEMに伴うリスクと無縁であるため、必要資本の量が比較的少ない。これに加え、収益性が高い医療保険や死亡保険に強みを有しつつ、代理店チャンネルによる効果的なクロスセリングや高いブランド力による力強い成長トレンドに支えられ、保険契約の既契約価値も着実に増大している。既契約価値の一定部分はフィッチのモデル上自己資本に算入することが可能であり、グループの国内生保会社によるグループ全体の自己資本の下支え効果は近年顕著なものになってきている。こうしたグループ内の生保や海外保険事業に支えられ、また、地震保険の引受スタンスがこれまで慎重であったこともあり、東日本大震災を経ても、各損保グループの資本基盤は格付に見合う水準を維持している。

なお、自己資本の評価にあたっては、利益水準の高さや安定性も、自己資本の回復能力という観点から重要である。この観点からも、各グループ国内生保部門（及び東京海上の海外保険部門）の貢献の大きさが確認されるが、一方で、各グループ国内損保部門の収益性の低さを改善することの重要性についても改めて強調したい。また、各グループのリスク削減に向けての着実な努力、資本に強度のストレスがかからないよう適切なスピードでのグローバル化を進めること、などの経営スタンスも重要な判断ポイントになる。

(3) 損保グループを巡る規制環境等の主な動向

損害保険会社に関わる最近の規制の中で、信用力評価に直接関連するのは、まずソルベンシー規制の動向であり続いて国際会計基準の動向である。これら新規制の導入プロセスの進捗に伴い、国内株式保有の売却等のリスク削減やグループベースでの統合リスク管理（ERM）精緻化が進む可能性が高いと考えられる。

1) ソルベンシー規制の動向

日本のソルベンシー規制については、直近の改正と今後数年以内に導入されることが見込まれる経済価値ベース（資産・負債の市場整合的価値評価）の新規制の導入の二段階に分けて理解することが必要である。まず、わが国の保険会社各社は、2011年3月末から新基準に基づくソルベンシー・マージン比率を参考情報として開示を始めた。今後、早期是正措置の指標としては、新基準が適用されることになる。変更の柱は、各リスク係数の信頼水準を90%から95%に引き上げること、株式等高风险資産へのリスクチャージを引き上げる等リスク計測を厳格化・精緻化させること、ハイブリッド調達等のマージン（資本）算入の規制が強化されることである。今回導入された新基準は、総じて旧基準に漸進的な改革が施されたものと見ることができるが、その方向性は今後数年以内に導入が見込まれる経済価値ベースの規制とも整合的である。新基準に基づく損保各社の公表ソルベンシー・マージン比率は、現在の是正措置基準の200%は大きく上回っており、各社の信用力に対する見方に変更を迫るようなものではない。但し、例えば本邦生命保険会社が公表した新基準に基づくソルベンシー・マージン比率を旧基準の同比率と比較すると、国内株式保有比率が高い保険会社のソルベンシー・マージン比率の低下度合いが明確に大きいなど、高风险資産の保有リスクやアセットアロケーション効果が従前よりも厳格に計測されていると考えられる。

フィッチでは、現在 EU で導入に向けて作業が進められているソルベンシーⅡが、経済価値ベースでのソルベンシー規制の国際標準として確立さ

れていく可能性が高いと認識しており、日本など欧州域外の主要国・地域については、EUのソルベンシーIIに比べてどの程度厳格ないし精緻か、という観点から規制の方向性を注視していく。

わが国の金融庁も、2011年5月に「経済価値ベースのソルベンシー規制導入に係るフィールドテスト」の結果及び実務上の問題点等の概要を公表しており、わが国でも経済価値ベースでの規制導入に向けての地ならしが着実に進行している。すでに、各大手損保グループは、ソルベンシーIIを睨みつつ、経済価値ベースでの規制導入を見据えたりリスク管理体制の構築を進めている。経済価値ベースの規制導入により、今後は保険会社の経済実態が更に正確に認識されることになる。

また、金融庁は、グループベースでの健全性評価導入を準備している。すでに保険監督者国際機構（IAIS）でも、保険会社のグループ全体のソルベンシー規制・監督の評価枠組みの整備を進めており、わが国の方向性も一致している。日本の損害保険グループはグローバルな保険コングロマリットとしての性格を明確にしつつあり、日本の損害保険会社の信用力はグループ連結ベースで評価すべきステージに入ったと考えられることから、内外の規制の方向性は適切であると認識している。

フィッチでは、統合リスク管理（ERM）を信用リスク評価のプロセス全体の中で切り分けて評価することはしていない。ERMの技術的な水準が高いと看做されていた保険会社でも、金融危機時には経営危機に瀕したケースが複数あり、ERMを技術的に切り分けることには意義を見出していないからである。しかし、今後日本の損害保険グループが保険コングロマリットしてグローバル化を進める過程で、信用力評価のプロセスの中でグループERMの重要性は益々高まってくると考えている。

フィッチでは、独自の資本モデルを用いてソルベンシーの測定を行っており、新しい規制の導入により、ただちに格付に影響が発生するわけでは全くない。しかし、新規制の導入に伴い、新たにリスク管理を精緻化するなどの経営方針の変化がみられた場合、それが格付に影響を与えることも

考えられる。

**図表4 3メガ損保グループの損保会社及び生保会社のソルベンシー・
マージン比率**

ソルベンシー・マージン比率 (%)

	Mar-08	Mar-09	Mar-10	Mar-11	Mar-11 (新基準)
東京海上日動	957.8	696.8	852.6	823.8	603.4
三井住友海上	948.6	692.8	839.4	768.8	534.7
あいおいニッセイ同和	n.a.	n.a.	n.a.	681.6	508.7
(あいおい)	862.6	720.8	755.9	n.a.	n.a.
(ニッセイ同和)	1052.1	855.1	901.5	n.a.	n.a.
損保ジャパン	887.9	624.7	800.0	748.6	562.5
日本興亜	905.6	711.9	742.5	642.9	521.8
東京海上日動あんしん生命	2766.7	2613.4	2584.3	2812.0	1708.7
三井住友海上きらめき生命	2124.0	2069.1	2129.7	2127.0	1276.8
あいおい生命	2078.8	2040.6	1994.3	1954.1	1465.2
損保ジャパンひまわり生命	2408.3	2459.3	2437.9	2300.9	1646.7
日本興亜生命	2914.3	2947.5	2750.4	2596.3	2087.3

出所：各社

2) 国際会計基準の動向

日本では、会計基準において、日本基準と国際会計基準（IFRS）との収斂が進行しており、スケジュールは未だ確定していないが今後数年以内に収斂していく方向にある。国際会計基準の基本的性格の一つとしてバランスシート重視の考えに基づく包括利益の考え方がある。この時間問題になるのは、資産サイドにおいてどこまでが公正価値として時価会計に晒されるのか、またどこまでが償却原価区分の要件を満たす金融商品として扱われるのか、という問題と併せて、特に保険会社においては、負債サイドの時価評価がどのようになされるか、という点が重要である。

前述の技術的な問題点をいかに処理するかは国際会計基準の導入までに解決される必要があるが、国際会計基準導入の方向性は、大筋では経済価

値ベースでの保険会社ソルベンシー規制の方向性と一致していると考えられる。むしろ、国際会計基準の一般化に伴い、一般事業会社も含めて国内株式保有のハードルが高くなることから、保険会社、金融機関、事業会社を問わず政策保有株式売却が従来に比して容易になる可能性が高いと考えられる。

3) エンベディッド・バリュー

日本の損保グループの経営実態を評価する際、グループ生保のエンベディッド・バリュー（EV）の有用性に注目している。前提条件の差異によって計算結果がぶれることからEVによる会社間の比較可能性に限界があることは事実であるが、経済価値ベースでソルベンシーを考える際に、生命保険会社の企業価値を現在価値ベースで把握するEVのアプローチは有効である。2011年3月時点ではNKSJグループの損保ジャパンひまわり生命のみMCEV（市場整合的EV）を公表しているが、MCEVは保険契約に組み込まれているオプション性の条項も考慮するなど、EVのアプローチの中でより精緻に（より市場整合的に）現在価値を計算するアプローチである。グローバルにみても、MCEVは着実に浸透してきており、NKSJグループ以外の損保系生保もMCEVの公表に踏み切ることが期待される。

図表5 損保系生保各社のエンベディッド・バリュー

EV（10億円）

	Mar-08	Mar-09	Mar-10	Mar-11
東京海上日動あんしん生命	364.3	358.3	390.6	439.8
三井住友海上きらめき生命	175.2	188.6	199.9	208.9
あいおい生命	89.4	92.4	103.1	117.4
損保ジャパンひまわり生命（MCEV）	246.4	227.2	290.7	345.6
日本興亜生命	83.5	85.9	96.1	101.4

出所：各社

結 び

日本の損保グループの最近数年間の保険事業の動向は、①国内損保事業（特に自動車保険）の収益性低迷、②国内生保事業の着実な成長、③海外保険事業進出の加速、ということになろう。国内損保事業は市場規模の頭打ちと主力の自動車保険の低収益性に喘いできたが、寡占化の進展を背景とした保険料率の見直しが収益性の底打ちにつながることを期待される。また、国内損保が保有してきた高水準の国内株式保有は、これまで一貫して損保会社の最大のリスクであったが、内外の新しいソルベンシー規制導入の進展や国際会計基準導入へのプロセスが、株式保有削減の加速に繋がることが期待される。一方で、収益性が高い国内生保事業での存在感を着実に高めてきたことは、収益力の強化に加え、分散効果の強化という面からも明確にポジティブである。さらに、特に東京海上グループにおいて、海外事業の強化が効果的な分散効果を生みつつあることに注目している。より強固な資本基盤及び事業ポートフォリオのグローバル化の進展は、わが国の主要損保グループの格付が日本国ソブリン格付の制約を超える可能性にも繋がる。国内損保事業における収益力の強化並びに資産運用リスク削減を進めつつ、いかにしてグローバルにグループベースでの統合リスク管理（ERM）体制構築を進めていくことが出来るかが、今後各グループの信用力を判断する上でのポイントとなろう。

（筆者はフィッチ・レーティングス勤務）

参考文献

- Fitch Ratings (2011) “Insurance Rating Methodology”, March 31, 2011.
- Fitch Ratings (2011) “Non-Life Rating Methodology”, March 31, 2011.
- Fitch Ratings (2011) “Life Rating Methodology”, March 31, 2011.
- Fitch Ratings (2011) “Insurance Industry: Global Notching Methodology and Recovery Analysis”, March 31, 2011.
- Fitch Ratings (2010) “Fitch’s Approach to Rating Insurance Groups”,

December 14, 2010.

Fitch Ratings (2011) “Treatment of Hybrids in Insurance Capital and Leverage Analysis”, July 11, 2011.

Fitch Ratings (2011) “Solvency II Poised to Reshape Asset Allocation, Capital Market”, June 23, 2011.

Swiss Re (2011) “World Insurance in 2010”, sigma, No 2/2011.

フィッチ・レーティングス (2011) 「保険会社の格付基準」, 2011年3月31日。

フィッチ・レーティングス (2011) 「国内損保グループ：3月の震災にもかかわらず底堅いファンダメンタルズ」, 2011年6月13日。

フィッチ・レーティングス (2010) 「日本の損害保険会社—ファンダメンタルズの改善を受けてアウトルックを「安定的」に変更」, 2010年8月2日。

日本損害保険協会 (2010) 「ファクトブック2010 日本の損害保険」。

CEIOPS ウェブサイト <http://www.ceiops.org/>

IASB ウェブサイト <http://iasb.org>

金融庁ウェブサイト <http://www.fsa.go.jp>