

想定される意図せざる影響について

－ ドイツ生保の事例から考える －

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 第3回（2019.9.20）資料

2019年9月20日

富国生命保険相互会社

砂本 直樹

低金利と規制は、ドイツの生命保険会社の経営に大きな影響を及ぼしている。以下では、ドイツの生命保険会社と監督が、低金利と規制にどのように対応してきたか、それによってどのような影響があったかについて概観し、アリアンツ、デベカおよびジェネラーリの事例から、意図せざる影響の発生の経路やインパクトを読み解く。

ドイツ生保の現状

1. 年金保険、特に保証付ハイブリッド年金保険が主力
2. 低金利と規制に適応した資産運用
3. 厳しい配当還元ルールと配当競争
4. 消費者保護のための規制と消費者サイドからの牽制
5. ドイツ生保の特徴をふまえた監督
6. 事業の効率化
7. 苦情
8. 保険会社の選別が進む

アリアンツの事例

デベカの事例

ジェネラーリの事例

所見

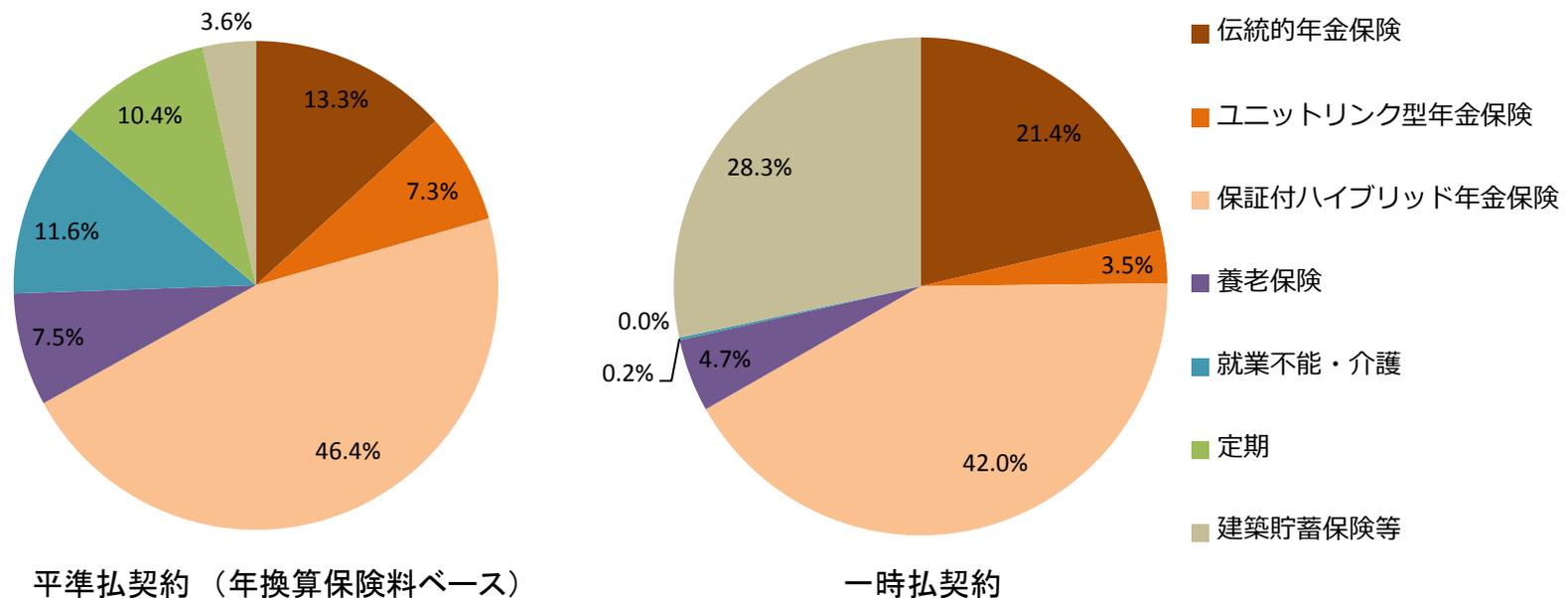
参考

1. 年金保険、特に保証付ハイブリッド年金保険が主力

ドイツの生命保険会社は、従来は退職年齢に合わせた長期の有配当養老保険を主力としていたが、2001年の年金改革において養老保険の税制優遇措置が撤廃され、年金保険に同措置が適用されて以降、有配当年金保険が主力となった。定期保険、就業不能保障保険、介護年金保険等の保障性商品も扱うものの、あくまでも**主力は年金保険**であり、**新契約の収入保険料の約7割**を占める状況にある。なお、生命保険会社は医療保険（健康保険）を取り扱うことができない。

2012年の最高保証利率の引き下げ（2.25%→1.75%）を契機として、生保各社は商品性確保のため、伝統的な有配当年金保険とユニットリンク型年金保険の特徴を合わせ持つハイブリッド商品の開発に取り組んだ。**現在は保証付ハイブリッド年金保険が主力**となっている。

新契約の商品別の保険料収入の状況（2018年度）



(資料) GDV Die deutsche Lebensversicherung in Zahlen 2019 に基づき砂本作成

2. 低金利と規制に適應した資産運用

長期化する低金利環境のもと、生保各社は規制上のリスクの取扱いを最大限に利用して、リターン
の確保に取り組んできた。信用リスクのある貸付や債権担保付社債の残高を減らす一方で、政府保
証などの一定の条件をみたせば信用リスクやカウンターパーティデフォルトリスクが計上されない
インフラ投資（オルタナティブ投資）を拡大させている。特に長期デット型のインフラ投資は、
デュレーション・ミスマッチを改善させるうえでも効果的である。インフラ投資による流動性の低
下を、国債や社債の積み増しにより補っているものと考えられる。

ドイツ生保の資産構成比の推移

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
公社債	89.5%	89.0%	88.7%	87.5%	85.9%	86.1%
モーゲージ	6.4%	6.2%	5.8%	5.8%	5.7%	5.9%
貸付	24.6%	22.6%	21.6%	20.0%	18.6%	17.6%
カバードボンド（債権担保付社債）	19.9%	18.4%	17.2%	15.9%	14.3%	13.1%
国債および社債	10.9%	12.7%	13.4%	14.5%	15.6%	17.3%
投資信託中の債券	22.5%	23.8%	25.4%	25.9%	26.6%	27.5%
劣後ローン等	1.9%	1.7%	1.8%	1.8%	1.7%	1.6%
上記以外の債券	3.3%	3.6%	3.5%	3.6%	3.3%	3.3%
株式	2.7%	3.3%	3.5%	4.3%	4.4%	4.7%
株式	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
投資信託中の株式	2.5%	3.1%	3.3%	4.1%	4.3%	4.6%
資本参加持分	2.5%	2.3%	2.3%	2.4%	3.7%	2.8%
不動産	3.6%	3.7%	3.7%	3.7%	3.6%	3.9%
不動産	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.3%	2.4%
投資信託中の不動産	1.2%	1.2%	1.2%	1.3%	1.4%	1.6%
その他	1.7%	1.7%	1.8%	2.2%	2.4%	2.4%
合計	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

（資料）GDV Statistical Yearbook 2018 に基づき砂本作成

3. 厳しい配当還元ルールと配当競争

ドイツの生命保険会社には、厳しい配当還元ルールが課せられている。生命保険会社はドイツ保険契約法(VVG第153条)と最低配当率命令(MindZV)に従い、**利差益の90%以上、危険差益の90%以上、費差益等の50%以上、含み益(評価準備金)の50%以上**を配当準備金に繰り入れなければならない。ただし、2014年8月に施行された生命保険改革法(LVRG)により、財務の健全性確保のためにやむをえない場合は、BaFinの認可を得て最低繰入額を下回ることも可能である。

有配当商品が主力であるため、各社は**激しい配当競争**を行っている。上位4社の配当基準利回りを見ると、2016年は互いに拮抗していたが、近年は格差が拡大している。

主要生保の配当基準利回りの推移

会社名	市場シェア(%) 2018	SCR比率(%) 2018	配当基準利回り(%) (支払年度)			
			2016	2017	2018	2019
Allianz	23.35	332.65	3.10	2.80	2.80	2.80
AachenMünchener	5.79	416.21	3.00	2.60	2.30	2.30
R+V	5.77	492.97	3.00	2.70	2.60	2.60
Debeka	4.03	109.71	3.10	2.75	2.50	2.25
Zurich Deutscher Herold	3.75	181.80	2.30	2.10	2.10	2.10
Generali	3.39	138.99	2.25	1.75	1.25	1.25
Bayern	3.16	363.79	2.80	2.25	2.25	2.25
AXA	3.10	290.63	3.10	2.90	2.90	2.90
Ergo	2.85	104.68	2.70	2.25	2.05	2.05
Alte Leipziger	2.82	357.14	3.05	2.65	2.50	2.50
全社平均		273.94	2.84	2.47	2.34	2.34

(資料) 各社の開示資料および格付機関のプレスリリースに基づき砂本作成。市場シェアは件数占率、SCR比率は、移行措置(ÜM)およびボラティリティ調整(VA)を含まないベースの数値を記載。

4. 消費者保護のための規制と消費者サイドからの牽制

EUのMiFid 2 とIDDを国内法に反映する目的で、ドイツでは2014年8月に生命保険改革法（LVRG）が施行された。同法のもと「**保険契約者に対する情報提供の充実**」と「**チルメル歩合（解約控除）の引き下げ**」が行われ、コミッションの支払い等による利回りの低下幅を募集時に示すことが義務付けられるとともに、従来は保険料の4.0%であったチルメル歩合の上限が2.5%へ引き下げられた。

保険契約者に対する情報提供の充実とチルメル歩合の引き下げは、厳しい解約返戻金規制（VVG第169条）と相まって、投資性保険商品を消費者にとって身近なものにした。生保各社は最高保証利率の引き下げによって商品性が低下した伝統的商品に代わるものとして、**ハイブリッド商品の開発に注力**し始めると同時に、投資性保険商品の販売に係る厳格な規制を満たすべく、販売員への教育、募集資料の改定、募集記録保持のためのシステム開発を行うなど、**販売面での適応**を図った。

ドイツの消費者は意識が非常に高く、商品やサービスの購入に際しては雑誌やネットで徹底的に調べて慎重に判断するといわれている。商品テスト誌や消費者保護団体が発信する情報は、その重要な判断材料となっており、保険商品についても例外ではない。とりわけ**エコテスト（ÖKO-TEST）**と**ドイツ保険契約者連盟（BdV）**の発信する情報は非常に大きな影響力を持っており、保険会社にとっても軽視できないものとなっている。ハイブリッド商品についてもÖKO-TESTとBdVはその収益性やリスク特性を専属の専門家が詳細に分析し、消費者は見せかけのリターンに騙されている、契約者の配当財源でリスクを取りに行くのは契約者のお金でギャンブルをすることに等しいなど、過激ではあるが本質を突く批評を繰り返し行い、消費者に対して慎重に判断するよう促してきた。保険会社にとっては煙たい存在かもしれないが、そのような**消費者サイドからの強力な牽制**は、**保険会社に顧客目線で商品と販売を洗練**させ、リターンは欲しいが損はしたくないというドイツの国民性をふまえた**ハイブリッド商品の開発と普及に確実に貢献**しているものと思われる。

5. ドイツ生保の特徴をふまえた監督

ドイツの生命保険会社は、その保有契約の大部分を伝統的商品が占めており、大きなデュレーションギャップを抱えている。監督においても、その特徴をふまえた取組みが行われており、BaFinは、低金利の長期化を見据えて、将来の投資リターンの減少を補うべく**生命保険会社に対して2011年度より計画的な追加責任準備金の積立て(ZZR)を義務付けている**。導入以降、巨額の積立てが毎年行われており、財源確保のために債券の売却を余儀なくされる、最低基準を下回る契約者配当をやむなく行うなどの事案も発生し、業界からは制度の見直しを求める声が強かった。2018年度に手法の見直しが行われ、同事業年度末より積立負担が緩和された。

ZZRの積立状況

(単位：億ユーロ)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
繰入額	15	57	61	79	108	121	154	62
残高	15	72	133	212	320	441	595	657

(資料) BaFin Annual Report 2011-2018 に基づき砂本作成

また、BaFinは、ソルベンシーⅡの導入に際し、既契約の残存期間を考慮して**十分な移行期間**（16年）を設けることで負債構造の規制への適応を生保各社に促す一方で、**収支分析に基づき、中長期的に財務上の問題がある会社に対して厳格な監視を行い、必要に応じて介入する態勢**とした。この個社ベースの厳格な監視態勢は、それまでは銀行のみが対象であったが、規制導入に合わせて2016年1月より生命保険会社も対象に含まれることとなった。サッカーのマンツーマン・ディフェンスにちなんで**Manndeckung**と呼ばれており、2018年7月時点で全生保84社のうち34社がその対象となっている。ある大手生命保険会社はManndeckungの対象となっていることがタブロイド紙によって暴露され、あやうく風評被害に遭いそうになるという事案も発生した。

6. 事業の効率化

マーケットにおいて自社の保険商品が選ばれるためには、ブローカーに対しては他社よりも高いコミッションを、契約者に対しては他社よりも高いリターンをそれぞれ提供しなければならない。そのためには、**優れた資産運用力**が必要となることはいうまでもなく、**間接経費も含めたコストをできるだけ低く抑える**こともまた重要である。特に運用環境が低迷している状況においては、後者は競争力の点で決定的になる。

生保各社は、最高保証利率が2012年に続いて1.25%へと引き下げられた2015年前後から、事業の効率化を最重要経営課題として取り組み始めた。不採算部門の統廃合や人員削減によって経費削減を図り、そうして得られたリソースを**デジタル化**に充てて、全社的な合理化を推進する戦略をとった。戦略の成否は、結果的にその後の明暗を分けることとなった。低金利環境の長期化を見据えて、いち早く取り組んだ会社は、低金利下でも高い競争力を維持する一方で、金利上昇を期待して積極的に行わなかった会社は競争力を失った。また、デジタル化をさらに推進し、**スマート保険の分野に参入**する生命保険会社も現れた。

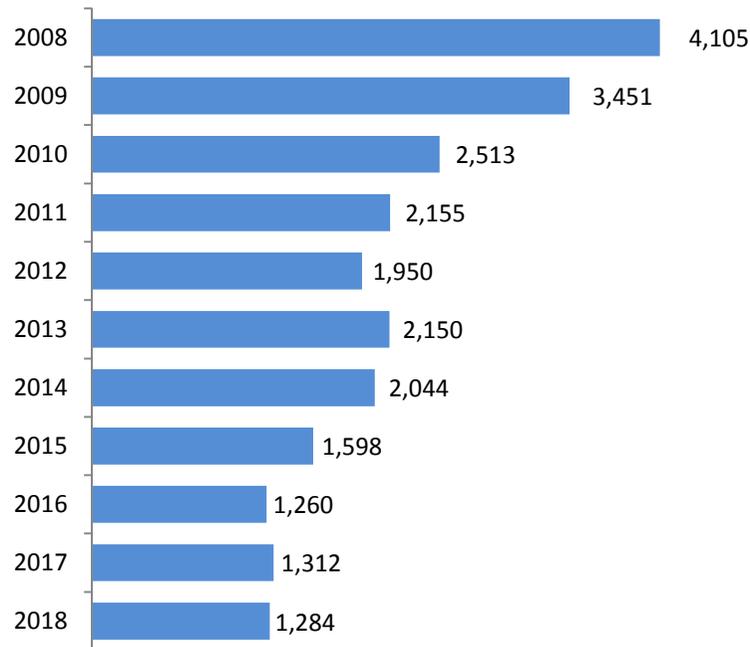
事業の効率化の当然の帰結として、**不採算事業の切り離し**も行われている。新契約活動を停止し既契約ブロックを売却する**“ランオフ”**は、当初は、中小生保の撤退戦略に過ぎずシステムティックなトレンドではないという見方もあったが、2018年7月に業界第6位のジェネラーリがランオフの計画を公表したことで業界に激震が走った。BdVは、**「ランオフは顧客サービスの低下や契約者配当の減少をまねく、保険会社は契約者を売ることでできる商品へと貶めている」**と非難し、アリアンツ、ニュルンベルク、アルテ・ライプツィヒ、R + V、タランクスといった主要生保各社は、契約者の不安を払拭すべく**「当社はランオフしない」**と次々と宣言するなど業界は騒然となった。

ジェネラーリに続いて、エルゴ、アクサおよびアーヘン・ミュンヘナーが、ランオフを検討中といわれている。2021年に予定されるソルベンシーⅡの見直しにおいて経過措置が撤廃される可能性も示唆されており、今後、ドイツ生保業界においてランオフの動きが加速する可能性がある。

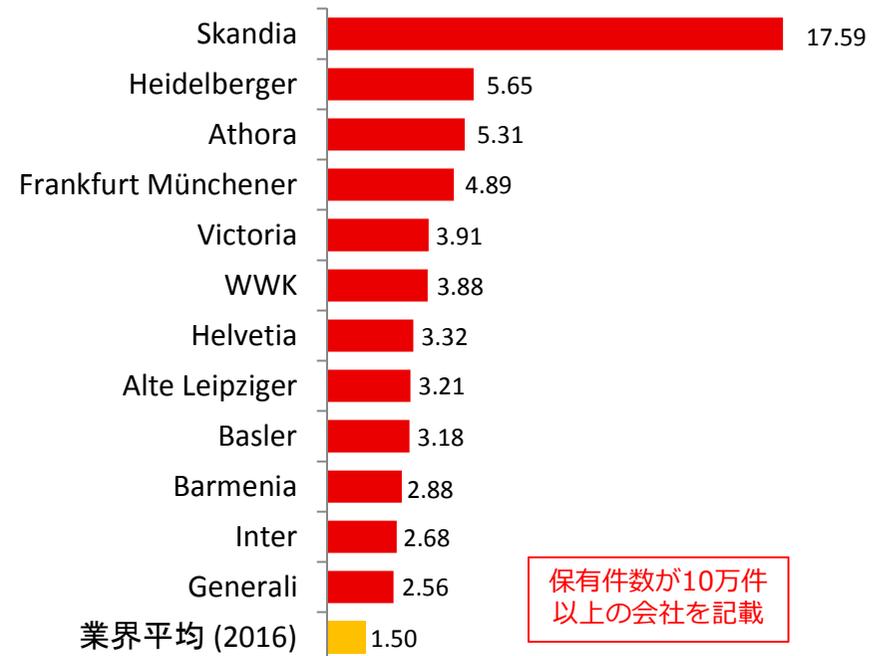
7. 苦情

BaFinの統計によると、生命保険会社に対する苦情件数は2016年まで減少傾向にあったが、2017年以降は概ね横ばいの状況となっている。会社別の苦情率（保有契約10万件あたりの苦情件数）をみると、ランオフ会社が上位の5社を占めている。BaFinの統計から、2013年（最高保証利率が引き下げられて各社がハイブリッド商品の販売に注力しはじめた年）に苦情が一時的に増加したことが、直近ではランオフ会社に苦情が集中していることが読み取れる。

苦情件数の推移 (2008-2018)



苦情率の高い生命保険会社 (2018年度)



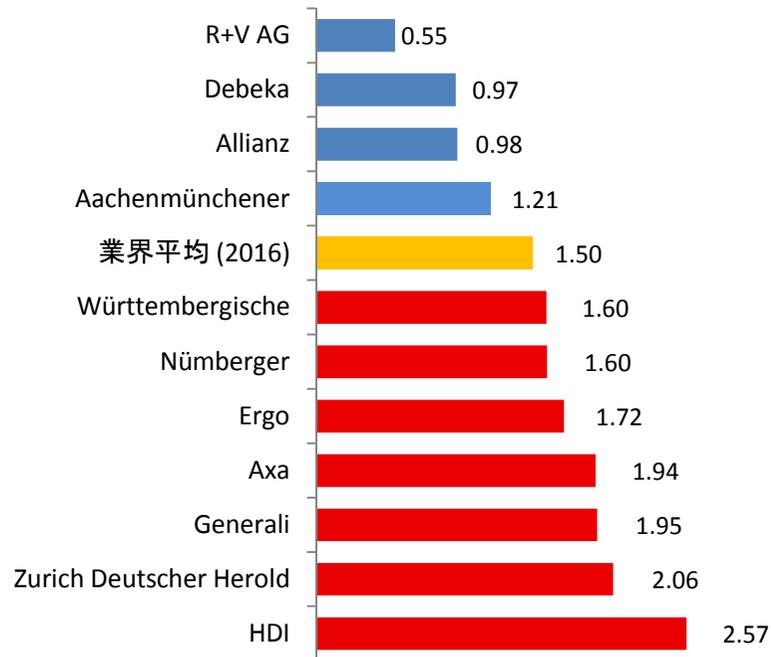
保有件数が10万件以上の会社を記載

(資料) BaFinの苦情統計およびVersicherungsjournal.de “Die Lebensversicherer mit den höchsten Beschwerdequoten” に基づき砂本作成

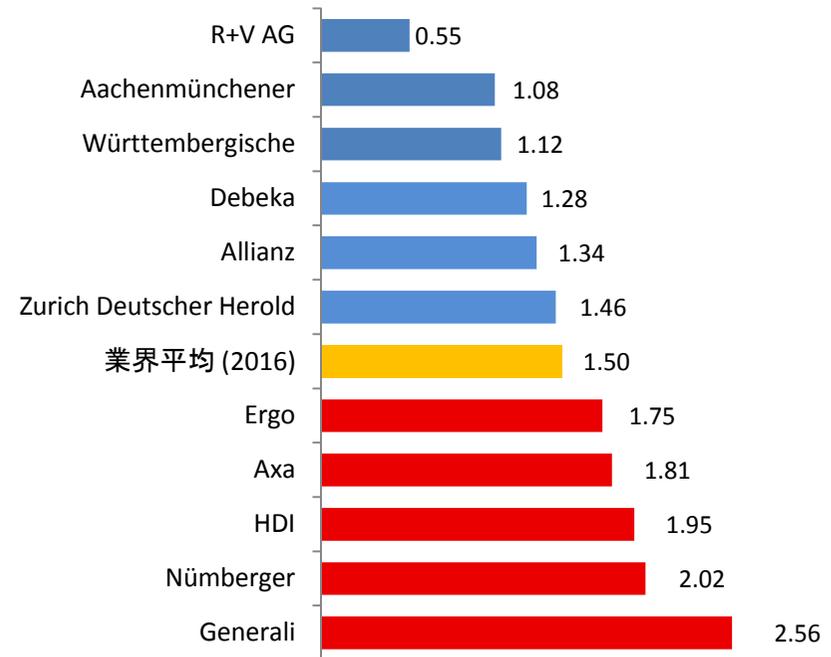
7. 苦情 (続き)

保有件数が2百万件以上の大手生保11社の苦情率をみると、2018年7月にランオフを公表したジェネラーリでは、契約者がサービスの低下や配当率の引き下げを懸念して苦情率が大幅に上昇した。また、苦情率が高い会社のうち、ジェネラーリ、エルゴ、HDIおよびヴルテンベルギッシュはSCR比率が100%台と低く、配当率も業界最大手のアリアンツを大きく下回る水準にあることから、健全性や配当率が苦情の最大の要因であるものと推察される。

大手生保11社の苦情率 (2017)



大手生保11社の苦情率 (2018)



(資料) BaFinの苦情統計およびVersicherungsjournal.de “Die Lebensversicherer mit den höchsten Beschwerdequoten” に基づき砂本作成

8. 保険会社の選別が進む

2019年に行われたブローカーを対象とした退職準備商品の人気調査と各社の健全性とを比較すると、健全性が高い会社はフルラインアップで商品を提供しており人気が高いが、その一方で健全性が低い会社は人気がなく、特に伝統的商品がランキング外となっている。上位3社の健全性、配当率と商品別の人気から、健全性と配当率の両方が高い会社ほど人気も高いことが読み取れる。

	会社名	SCR比率 (%)	配当基準 利回り (%)	伝統的	新伝統的 パースペク ティブ型	インデックス 連動	保証付き ユニット リンク	保証なし ユニット リンク
	保険料収入による順位							
	2017	2018	2018					
1	ALLIANZ LEBEN	323.65	2.80	①	①	①	①	①
2	R+v LEBENSVERS. AG	492.97	2.60	④	⑦	⑦	○	○
3	AACHENMÜNCHENER LEB.	416.21	2.30	⑧	⑨		○	○
4	DEBEKA LEBEN	109.71	2.25					
5	ZURICH DTSCH. HEROLD	181.80	2.10	○			○	○
6	GENERALI LEBEN AG	138.99	1.25					
7	BAYERN-VERS.	363.79	2.25	⑩	⑧	○	○	○
8	AXA LEBEN	290.63	2.90	⑨	⑤	④	○	○
9	ERGO LEBEN AG	104.68	2.05					
10	ALTE LEIPZIGER LEBEN	357.14	2.50	②	③	⑥	②	②
11	NÜRNBERG. LEBEN	372.08	2.50		⑥	⑨	⑨	○
12	HDI LEBEN AG	112.32	2.00			⑤	○	
13	WÜRTT. LEBEN	186.90	2.40				○	○
14	SV SPARKASSENVERS.	329.58	2.55	○	○	⑩		
15	COSMOS LEBEN	315.37	2.30					
16	VOLKSWOHL-BUND LEBEN	243.28	2.40	⑤	②	③	⑤	⑨
17	PROV.NORDWEST LEBEN	392.21	2.00				○	○
18	IDUNA VEREINIGTE LV	136.22	2.00	○			○	
19	TARGO LEBEN AG	227.81	2.80					
20	GOthaER LEBEN AG	198.45	1.80		○			

(資料) IVFP “IVFP-Markttrends2019 “ https://www.ivfp.de/wp-content/uploads/2019/02/Markttrends_2019_1.pdf、格付機関のプレスリリースおよび各社の開示資料に基づき砂本作成、表中の①は人気ランキング1位であることを示す。数値の記載がない○は11位～20位の意味。SCR比率は、移行措置(ÜM)およびボラティリティ調整(VA)を含まない数値を記載。

アリアンツ	2016	2017	2018
SCR比率	291.86	317.25	323.65
配当基準利回り	2.80	2.80	2.80
苦情率	1.09	0.98	1.34

(資料) BaFinの苦情統計、各社の開示資料および格付機関のプレスリリースに基づき砂本作成、SCR比率は、移行措置 (ÜM) およびボラティリティ調整 (VA) を含まない数値を記載。

商品

アリアンツは、低金利と規制に最もうまく適応できた会社のひとつであろう。2013年7月に発売したパースペクティブは、その原点となった。パースペクティブは、利率を保証しない一方で（年金開始時の既払込保険料は保証される）、伝統的商品よりも一定率の高い配当基準利回りを提供する点が画期的であった。発売当初はその斬新性から批判を浴びたものの、**ドイツの国民性に合った商品設計とそれまでの高い配当実績**が消費者から支持されて、2014年の生保全体の保険料収入の増加額27億ユーロのうちアリアンツが20億ユーロを占めるという快挙となった。

販売

アリアンツは、**顧客が自分のリスクアペタイトに合った商品を選べるよう、「低リスク」から「高リスク」までの5つの商品ラインナップのもと年金保険を提供している。**パースペクティブの販売に注力する一方で、「低リスク」の伝統的年金保険も依然として売り続けている。

事業の効率化

パースペクティブの快挙は、発売前から準備されていた。アリアンツは、商品競争力の確保のため、**パースペクティブを投入する数年前から事業費効率の改善に取り組み、商品に係る総コスト率の削減を図った。**同時に販売面でのデジタル化を推進し、2年間で完了させた。

配当

総コスト率の削減に並んで、配当に対する信頼を消費者から得ることもまたパースペクティブの成功には不可欠である。アリアンツは、高い配当実績を積み重ねることで、発売時点において既に配当に対する信頼を消費者から得ていた。発売後も業界最高水準の配当還元を続けることで販売を伸ばし、2017年には売上高の記録を更新した。

資産運用

業界最高水準の配当は、優れた資産運用力によって支えられている。アリアンツは、資産運用面でも規制への適応に早くから取り組んだ。いち早くインフラ投資の拡大を図ることで高いリターンを確保し、デュレーション・ミスマッチの改善も進めた。

まとめ

商品と運用を低金利と規制にうまく適応させたことで、健全性が強化され、業界最高水準の契約者配当を続けるとともに、投資家に対しては50%の配当性向を維持しながら、2017年、2018年と自社株買いを実施した。すべての利害関係者が規制の恩恵を受けた好事例といえよう。

アリアンツの新商品は発売のたびに激しい批判にさらされてきたが、それによって商品と販売が洗練されたことは特筆すべきであろう。2019年5月には新商品 InvestFlex が退職準備ファイナンシャルプランニング協会（IVFP）より表彰されている。

アリアンツの元CFOは、自社が低金利と規制にうまく適応できたと評価する一方で、規制の欠点についても言及している。意図せざる影響として「保険会社は市場が混乱した際のボラティリティの緩衝役として伝統的に機能してきた、しかし規制は保険会社にプロシクリカルな行動をやむなく取らせ、保険会社全体が同じ行動を取るように仕向ける」と指摘している。

デベカ	2016	2017	2018
SCR比率	72.35	107.59	109.71
配当基準利回り	2.75	2.50	2.25
苦情率	0.70	0.97	1.28

(資料) BaFinの苦情統計、各社の開示資料および格付機関のプレスリリースに基づき砂本作成、SCR比率は、移行措置 (ÜM) およびボラティリティ調整 (VA) を含まない数値を記載。

商品

デベカは自社の伝統的商品に会社名にちなんだ名前を付けるなど、伝統的商品に絶対的な自信と愛着を持って販売し続けてきた保険会社である。アリアンツなどの主要大手と異なり、**金利が上昇すれば状況は好転するとの見通しのもと、2017年になるまでハイブリッド商品やユニットリンク商品を扱うことをしなかった。**

販売

2017年には、やむをえず伝統的商品の販売停止を決意し、新契約活動を一時的に停止してまでハイブリッド商品の開発に取り組んだ。 伝統的商品の販売停止を決定する際には営業職員から猛反対されるなど、社内のコンセンサスが容易に得られなかった。

事業の効率化

事業の効率化に努めているものの本格的なデジタル化には取り組まず、**2019年度になってようやくペーパーレス化が実現した。** レガシーシステムがデジタル化による合理化を進めるうえで障害となった。

配当

2016年時点ではアリアンツに拮抗していたが、その後格差が開いている。2017年度は、ZZRの積立て財源確保のために最低基準を下回る配当還元の認可を得た。競合他社が配当率を据え置くなか減配が続いていることで苦情率も悪化している。

資産運用

依然として国債と社債を中心とする資産運用を行っている。2017年度末の運用資産における国債と社債の占率は90.1%と、業界平均の17.3%に対して顕著に高い。ハイブリッド商品への移行が遅れたことで資産運用の高度化も遅れたものと考えられる。

まとめ

デベカは低金利と規制への適応が遅れたことで、その競争力を大きく低下させた。2017年になってようやくハイブリッド商品の開発に取り組んだが、健全性は容易には改善せず、2018年にはManndeckungの対象となっていることがタブロイド紙に暴露され、あやうく風評被害を被りそうになった。デベカは外部環境の改善をあてにして低金利と規制への適応が遅れた企業の典型例といえるだろう。

ジェネラーリ	2016	2017	2018
SCR比率	93.34	160.98	138.99
配当基準利回り	1.75	1.25	1.25
苦情率	1.65	1.95	2.56

(資料) BaFinの苦情統計、各社の開示資料および格付機関のプレスリリースに基づき砂本作成、SCR比率は、移行措置 (ÜM) およびボラティリティ調整 (VA) を含まない数値を記載。

商品

2016年7月よりスマート保険の取り扱いを開始しており、ドイツにおいてヨーロッパ本土でははじめてバイタリティ・プログラムの提供を始めた。同プログラムは定期保険と就業不能保障保険に提供される。2019年3月末にランオフを完了させドイツの退職準備商品の市場から撤退した。

販売

ジェネラーリ生命での新契約活動を停止する一方で、ジェネラーリ・ドイッチュランドを通じて、バイタリティ・プログラムの付いた定期保険と就業不能保障保険の販売を行っている。ランオフによってジェネラーリ生命の保有契約の90%が清算プラットフォームのフィリディウムへ移管され、残りの10%がイタリアの親会社に移管された。

事業の効率化

2015年より企業改革に取組み、グループの再編プログラムによる業務の合理化を進めてきた。ドイツの生命保険子会社であるジェネラーリ生命のランオフもその一環である。

配当

2017年度に0.50%の大幅な引き下げを行い、大手10社のなかで最も低い配当率となった。そのため、苦情率も悪化しており、特にランオフが発表された2018年の悪化は顕著である。

まとめ

ジェネラーリは、“Generali2021”のなかで、**スマート保険の先駆者として保険を再定義し、「人々がより良く運転し、より健康な生活を送り、家をより安全にすることを支援する」ことをグローバル・グループ戦略として掲げている。**生命保険分野では、2016年7月よりバイタリティ・プログラムの取り扱いを開始しており、ドイツを皮切りにして、今後はヨーロッパ本土各国で同プログラムを展開する計画である。ジェネラーリ・ドイッチュランドの2018年度の利益は前年対比52.8%増加となるなど、好業績を達成している。ジェネラーリ・ドイッチュランドのCEOのジョバンニ・リヴェラーニは、「**2018年は素晴らしい業績を収めただけでなく、将来の強力な成長の基盤を築くことにも成功した、フィリディウムに移管したジェネラーリ生命によって、さらなる成長に投資するための追加リソースを獲得した。**」とコメントした。

ジェネラーリのランオフ戦略は、**ビジネスモデルをすばやく転換するうえで極めて効果的**であるものの、企業イメージを損ないかねない戦略である。実際、業界紙は「**顧客にとっての生涯のパートナー**」と標榜しながら**既契約を売却したことを顧客に説明するのは苦勞するだろうと皮肉をこめてコメントしている。**ジェネラーリは、アリアンツとは全く異なる方法で低金利と規制への適応を図った事例であり、その戦略の経済合理性は理解するものの、契約者の利益擁護の観点からは納得しがたいものがある。

1. 商品

ドイツ生保からのインプリケーション

ドイツ生保における伝統的商品からハイブリッド商品への移行は、低金利と規制に適応するうえで極めて効果的であった。ドイツ生保が苦情をそれほど増やすことなく円滑に移行できたのは、

- ・ チルメル歩合の引き下げを含む厳しい解約返戻金規制のもと募集が行われ、
- ・ コミッションの支払い等による利回り低下幅を示すなど情報提供の充実が図られたこと、さらに
- ・ 消費者サイドからの強力な牽制によって商品と販売が洗練され、その結果、
- ・ ドイツの国民性に合った商品設計がなされたこと

に因るところが大きい。苦情をなくすためには、商品ライフサイクルの全ての段階（設計、販売、商品管理）においてコンダクトリスクが厳正に管理される必要がある。ドイツ生保には、その各段階において上記のようなアドバンテージがあったため、伝統的商品からハイブリッド商品への移行に際して苦情の増大をうまく抑制できたものとする。

日本への応用

経済価値ベースの健全性規制においては、**伝統的商品から投資性保険商品への移行について、その定量面の効果が注目されがちであるが、保険会社は定量化可能なリスクを削減できる一方で、苦情によるブランドの毀損など、定量化が困難でコントロールも厄介なリスクを新たに抱えることを忘れてはならない。**日本において同様の移行を円滑に図ろうとする場合には、**日本にはドイツ生保のようなアドバンテージがない**ことを十分に留意し、対応策を検討する必要がある。

2. 資産運用

ドイツ生保からのインプリケーション

ドイツ生保は**規制上のリスクの取扱いを最大限に利用**することによって、資産運用面でも低金利と規制にうまく適応してきた。政府保証のあるインフラ投資の拡大を通じて、リスクを抑制しながらリターンを確保すると同時にデュレーション・ミスマッチの改善を図ることにも成功している。

その一方で、全ての保険会社が規制上のリスクの取扱いを最大限に利用することは、**ポートフォリオの同質化**をまねくものでもある。特に、**業界全体で政府保証のあるインフラ投資の拡大に向かう**ことについては、アリアンツ元CFOのディーター・ヴェマー氏^{※1}や米国元上院銀行委員会委員長のフィル・グラム氏^{※2}も指摘しているとおり、**市場が下振れした際のプロシクリカリティの問題**を引き起こしかねない。**今後起こりうるかもしれない規制の意図せざる影響として十分な注意が必要**であろう。

日本への応用

日本においてドイツと同様の取組みをしようとする、**政府保証のあるインフラ投資が日本には流通していないことが最大のネック**となる。**ハイブリッド商品の普及は資産運用に裏付けられたものであるため、このネックが解消されない限りハイブリッド商品への移行は進まない**。その一方で、**プロシクリカリティの問題は、日本においても非常に重要な課題であり、政府保証のあるインフラ投資が将来的に普及する可能性も考慮して、本課題について検討を行うのが適当**であろう。

※1 <https://www.ifo.de/DocDL/dice-report-2017-1-wemmer-march.pdf>

※2 <https://jp.wsj.com/articles/SB12557326889379443597104582352871594317052>

3. ランオフ

ドイツ生保からのインプリケーション

ランオフは企業がリスク・リターン効率を追求していくなかでの当然の帰結かもしれない。特に株式会社の戦略的なランオフは、規制下において健全性強化とROE向上の両方を追求するうえで経済合理的な経営行動である。

$$\frac{\text{リターン}}{\text{リスク}} = \frac{\text{自己資本}}{\text{リスク}} \times \frac{\text{リターン}}{\text{自己資本}}$$

リスク・リターン効率
健全性
ROE

規制は、それ自体がランオフの直接的な原因とは言えないものの、企業がリスク・リターン効率、健全性およびROEの相互関係から合理的に導き出した戦略を正当化する理由にはなる。企業が定量的な指標にフォーカスするあまり、苦情によるブランドの毀損といった定量化困難なリスクが軽視され、結果的に契約者利益を損ないかねない行動が取られるとすれば、それは本来は契約者保護のためにある規制の、まさしく意図せざる影響である。

日本への応用

そもそも生命保険会社のランオフは、他の事業における不採算事業からの撤退戦略と同列で議論されてはならないと考える。自社を選んで人生を託してくれた保険契約者を、不採算事業を整理して新規事業へ集中するという大義名分のもと企業の論理で勝手に売却することは、決して正しい経営ではなく、保険業法第一条の「保険業の公共性にかんがみ、保険業を行う者の業務の健全かつ適切な運営」であるとも思われぬ。

4. 情報開示

ドイツ生保からのインプリケーション

規制導入以降、ドイツ生保業界では情報開示が進み、例えば各社のSCR比率について、ソルベンシー財務状況報告書（SFCR）や格付機関のプレスリリースから、移行措置やボラティリティ調整の有無、それらの調整なしの数値も含めて容易に取得できるようになった。保険会社に対して十分な移行期間が設けられているとはいえ社会の見る目は厳しく、健全性の低い会社は些細なことで風評被害に遭いかねない。風評が引き金となって規制への適応の途上にある保険会社が破綻する事態となれば、最も被害を受けるのは保険契約者であり、それは規制が意図したものではないだろう。

日本への応用

規制にうまく適応できない会社は、ルール上は市場から退場しなければならないが、その際に最も被害を被るのは保険契約者である。BaFinは、規制が導入された2016年1月より、それまで銀行に対して行っていた個社ベースの強力な監視と介入（Manndeckung）を生命保険会社にも拡大したが、それでは遅すぎる。規制への適応が進みそうにない保険会社に対しては、規制導入前の十分に早い段階から、規制導入後の情報開示に耐えられる対応を強く促す監督上の仕組みが必要である。また、マーケットの混乱等によって、健全性の水準が規制の求める水準を一時的に下回る事態も十分に想定される。保険会社は、そのような事態になっても契約者が安心して契約を続けられるように、同時に監督や格付機関（市場参加者）が心配しないように、レジリエンス（危機からの回復力）に関する対話と情報開示に平時より努め、風評リスクの低減を図ることが重要である。

結びに代えて

6月に公表されたフィールドテストの結果を見ると、ESRの生保業界全体の平均値は141%となっており、割引率や商品構成等の違いから単純な比較は適切ではないものの、ドイツ生保と比べると大きく見劣りする印象を否めない。

格付機関は、ドイツの生保セクターについて、低金利と規制への適応が順調に進んでいるとして、2019年の見通しを上方修正した。欧州型の健全性規制が導入されると、日本の生命保険会社が欧州目線で評価されることは避けられず、例えば欧州生保の成功事例に基づき、規制への適応が進んでいない等の厳しい指摘が格付機関によってなされることも十分に想定される。ジェネラーリの事例を苦情の増大にもかかわらずポジティブに評価するという格付機関もあり、そのような評価は企業を契約者の利益よりも市場原理的な行動を優先させる方向へと向かわせる。それは決して規制の意図するものではないはずである。

次の要件の満たす信用保証のあるファンドに係る信用リスクおよびカウンターパーティデフォルトリスクは、ゼロとして算定される（参照：REGULATIONS 2015/35 of 10 October 2014, Article 180(P117-118), Article 199(P132), Article 215(P140-141)）。

- ① 欧州中央銀行、EU加盟国政府、国際開発金融機関または国際機関※の何れかが保証する、債券またはローンが対象であること

(※) 国際通貨基金 (IMF), 国際決済銀行 (BIS), 欧州金融安定化基金 (EFF), 欧州安定メカニズム (ESM)

- ② 信用保証が直接的に行われること
- ③ 信用保証の内容が明示的に定められていること
- ④ 信用保証機関との契約条項に次の内容が含まれていないこと
- ・ 単独での契約解除
 - ・ エクスポージャーの信用低下にともなう保証コストの引上げ
 - ・ 債務者が支払不能に陥った場合に即時に支払を補填する義務がない
 - ・ 保証期間の満期繰上げが可能
- ⑤ 債務者のデフォルト、インソルVENTまたは破綻の際には保険会社は信用保証機関に対して、債務者に代わって遅滞なく支払を求める権利を有していること
- ⑥ 信用保証機関の義務が明示的に文書化されていること
- ⑦ 義務付けられた債務者のすべての支払が保証されていること

(補足) ICSにおいても、上記と同等の要件を満たす信用保証がある場合に、リスク削減が認められている。

■ 貸付

保険会社は保証会社による信用保証を付けたうえで企業向けに貸付を行っており、ドイツを含む欧州の多くの国では、行政コストの軽減を目的として政府と地方自治体の両者による再保証（counter-guarantee）を行い、保証会社のリスクをカバーしている。

■ モーゲージローン

ドイツでは民間の金融機関が住宅ローンの信用保証を行っている。住宅ローンを証券化したモーゲージローンも同保証があるものとして扱われ、貸付と異なりドイツでは政府や地方自治体による再保証は行われない。

■ オルタナティブ投資

欧州における再生可能エネルギーを中心としたインフラ投資を支援すべく、2015年に欧州投資銀行は欧州戦略投資基金（EFSI）を創設した。EFSIは企業のインフラ投資に対し160億ユーロ（約2兆円）の信用保証を行うものとしている。

ソルベンシーⅡにおけるリスク軽減の可否

各資産の信用保証の特徴をふまえ、ソルベンシーⅡにおける信用リスクおよびカウンターパーティデフォルトリスクの軽減が認められる要件と照らしあわせると、下表のとおり、オルタナティブのみ該当することとなる。

要件	貸付	モーゲージローン	オルタナティブ
対象となる保証機関	×	×	○
全額保証	○	×（全額保証されない）	○
リスク軽減の可否	認められない	認められない	認められる

デベカ生命のポートフォリオ

資産	2018		2017		増 減	
	千ユーロ	占率 (%)	千ユーロ	占率 (%)	千ユーロ	占率 (%)
不動産	52,682	0.1	53,306	0.1	-624	0.0
関連会社株式	214	0.0	214	0.0	0	-0.0
株式－上場	17,976	0.0	31,377	0.1	-13,400	0.0
株式－非上場	68,460	0.1	65,013	0.1	3,447	0.0
国債	11,860,843	21.3	11,866,919	21.4	-6,076	-0.1
社債	36,166,607	65.0	38,130,302	68.7	-1,963,695	-3.7
共同事業組合	4,911,613	8.8	3,060,483	5.5	1,851,130	3.3
ユニットリンク関連資産	324,096	0.6	156,415	0.3	167,681	0.3
貸付金・住宅ローン	2,208,053	4.0	2,106,236	3.8	101,816	0.2
合計	55,610,545	100.0	55,470,266	100.0	140,278	—

https://www.debeka.de/unternehmen/presse/informationen_zur_debeka/SFCR-LV-2018.pdf

<https://www.buzer.de/gesetz/7966/a152702.htm>

<https://www.buzer.de/gesetz/7966/a152718.htm>

https://www.BaFin.de/SharedDocs/Downloads/DE/BaFinJournal/2016/bj_1601.html

<https://www.fitchratings.com/site/pr/10052544>

<https://www.zeit.de/2014/22/lebensversicherung-run-off-rueckzug>

<https://www.bundderversicherten.de/presse-und-oeffentlichkeitsarbeit/pressemitteilungen/erdbeben-in-der-deutschen-lebensversicherung-gefaehrdet-altersvorsorge-von-10-millionen-versicherten>

https://www.BaFin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2018/fa_bj_1802_RunOff.html

<https://www.versicherungsbote.de/id/4781061/Allianz-Diskussion-um-den-Garantiezins-geht-an-der-Wirklichkeit-vorbei/>

https://www.oekotest.de/geld-versicherungen/36-Neue-Rentenversicherungen-im-Test_107471_1.html

https://www.oekotest.de/geld-versicherungen/Reaktionen-Allianz-PrivatRente-IndexSelect_107997_1.html

https://www.oekotest.de/geld-versicherungen/Allianz-Versicherung-Urteil-wegen-irrefuehrender-Werbung_600517_1.html

<https://www.pfefferminzia.de/keine-irrefuehrung-allianz-gewinnt-rechtsstreit-um-index-select/>

<https://www.pfefferminzia.de/altersvorsorge-die-fondsgebundene-altersvorsorge-wird-weiter-an-bedeutung-gewinnen/>

<https://www.ifo.de/DocDL/dice-report-2017-1-onlineversion-march.pdf>

<https://www.versicherungsjournal.de/versicherungen-und-finanzen/ueberschussbeteiligung-allianz-setzt-konkurrenz-unter-druck-130847.php>

https://www.allianz.com/de/press/news/financials/stock_bonds/171221-dieter-wemmer-on-share-buyback.html

<https://www.faz.net/aktuell/finanzen/meine-finanzen/vorsorgen-fuer-das-alter/debeka-beerdigt-klassische-lebensversicherung-14949943/der-mission-der-debeka-alles-14950287.html>

<https://be.invalue.de/d/publikationen/vwheute/2019/06/26/Papierkrieg-in-Koblenz-Internes-Protokoll-zum-E-Kampf-bei-der-Debeka.html>

<https://www.versicherungsbote.de/id/4868838/Lebensversicherung-Generali-Debeka/>

<https://www.generalicom/media/press-releases/all/2016/Generali-Vitality-better-health-starts-today>

<https://www.fondsprofessionell.de/news/meinung/headline/generali-run-off-ein-imageschaden-aber-kein-skandal-144906/>

<https://www.generalideutschland.de/ueber-generalideutschland-ag/strategie/>

<https://be.invalue.de/d/publikationen/vwheute/2019/05/03/run-off-beschert-generalideutschland-einen-rekordgewinn.html>

<https://www.viridium-gruppe.com/en/company/business-model/>

<https://www.pfefferminzia.de/lebensversicherung-allianz-macht-beim-run-off-trend-nicht-mit/>

<https://be.invalue.de/d/publikationen/vwheute/2019/06/19/schickt-eiopa-die-deutschen-lebensversicherer-in-scharen-in-den-run-off.html>

<http://www.bocquel-news.de/Für-Zukunftsprogramm-2018-erste-Schritte-gemeistert.35640.php>

<https://be.invalue.de/d/publikationen/vwheute/2017/05/08/stille-unruhe-im-herzstueck-der-versicherung.html>

<https://www.fondsprofessionell.de/news/unternehmen/headline/BaFin-hilft-erneut-kapitalschwachen-versicherern-aus-der-klemme-148490/>

<https://www.bundestag.de/services/suche?suchbegriff=19/5769>

<https://jp.wsj.com/articles/SB12557326889379443597104582352871594317052>

<https://be.invalue.de/d/publikationen/vwheute/2018/01/24/lebensversicherung-abzuschliessen-lohnt-sich-nicht-mehr.html>