

米国損害保険市場の最新動向

—2006年の実績とトレンド—

目 次

- | | |
|-----------------|----------|
| I. 本稿の狙いと構成 | IV. 運用戦略 |
| II. 米国損害保険市場の動向 | V. おわりに |
| III. 主要種目の成績概況 | |

主任研究員 岡崎 康雄

要 約

I. 本稿の狙いと構成

本稿では、米国損害保険市場の概況とトレンドを2006年のデータに基づいて整理する。また、トピックとして運用戦略を取り上げる。

II. 米国損害保険市場の動向

保険料の伸びは鈍化したが、異常災害損害が小さかったことからコンバインド・レシオは91.8に改善した。運用収益も好調であったことから、ROEは13.5%に上昇した。

III. 主要種目の成績概況

個人保険分野においては、個人自動車保険のコンバインド・レシオが悪化してきている。その原因は、医療費の上昇加速に牽引された対人賠償金額の高騰である。企業保険分野では、低水準の支払保険金に助けられて、コンバインド・レシオは90.5に改善した。過年度に保守的な見積もりに基づいて繰り入れられた支払備金からの戻し入れによる事後的なコンバインド・レシオの改善は、企業分野では残っているが、個人自動車保険ではかなり小さくなっている。

IV. 運用戦略

運用資産上位10社の資産クラス配分を示す。また、運用戦略の枠組みとして、「支払備金ポートフォリオ」と「契約者剰余金ポートフォリオ」に仮想的に分けて検討する考え方を紹介する。

V. おわりに

現在の米国損害保険業界は、1990年代とは打って変わって高い収益を上げている。その背景として、技術進歩によって収支管理が精緻化され、過当競争が回避されるようになってきたとの見方が出されている。高収益を背景に広告活動の強化による新規契約獲得競争が行われている。

今後考えられる収益悪化の要因としては、ハリケーン損害の増加・大規模化の可能性がある。

2007年にはサブプライム危機が生じたが、米国の損保会社の保守的なバランスシートへの影響は限定的であった。

I. 本稿の狙いと構成

本誌では米国損害保険市場のトレンドを分析する「米国損害保険市場の最新動向」を継続的に発表してきた。これまでに取り上げたテーマは、アンダーライティング・サイクル¹（1999年²）、個人分野におけるチャネル間競争（2000年³）、アンダーライティング規律、資本管理とリスクマネジメント（2001年⁴）、再保険市場、保険会社 M&A、全米保険庁長官会議によるソルベンシー監督・規制の精緻化（2002年⁵）、引受キャパシティと再保険、代理店 M&A（2004年⁶）、ハード化⁷の状況、医療過誤保険等の危機的状況、再保険業界の動向、規制当局による監督・規制の検討（2005年⁸）、である。

米国損保業界は 1990 年代後半に痛めたバランスシートの回復を完了し、企業分野では料率が下降を続けているにもかかわらず、2006 年に高い収益を上げた。本稿の第 II 章では米国損害保険市場の動向を様々な財務的指標に基づいて示し、第 III 章では個人保険分野と企業保険分野の概況を整理し、第 IV 章では損保会社の運用戦略について取り上げる。また、コラムでは「《Box.1》支払備金がプライシング・サイクルと収益性の関係に果たす役割」において料率が下がっても高収益が続く背景を説明し、「《Box.2》広告活動の強化」で広告費の増加傾向について紹介する。

財務報告書ベースの数値は基本的に 2006 年のものを用いそれ以外の時点の場合は明記する。

II. 米国損害保険市場の動向

再保険会社の Swiss Re によれば、米国の損害保険および健康保険市場の保険料規模（6,365 億ドル、2006 年）は 2 位のドイツ（1,063 億ドル）、3 位のイギリス（1,066 億ドル）を大幅に引き離して世界最大である⁹。ただし、米国の数字には、日本では公的制度でカバーされる割合が大きい健康保険や労働者災害補償保険も含まれている。

2006 年の米国損害保険業界は、巨大自然災害が少なかったことにも助けられて高収益を上げた。運用利益は昨年に引き続き順調であり、資本に相当する契約者剰余金は 5,012 億ドルに達した。

1. 正味計上保険料

正味計上保険料は 2005 年に前年比で 0.3%、2006 年には 3.6%増加した。保険料の増加率は 2003 年をピークとして低調に推移している（《図表 1》）。

2. コンバインド・レシオ

保険引受に関する収益性の指標であるコンバインド・レシオ（契約者配当前）¹⁰は 2005 年の 100.7 から 2006 年には 91.8 へと大幅に改善した（《図表 2》）。ロス・レシオは 2005 年の 75.3 ポイントから 10 ポイント近く改善し、65.5 ポイントとなった。その結果、2006 年はここ数十年で保険引受事業による収益が最も高い年と

¹ ソフトマーケットとハードマーケットが交代するサイクルのこと。下記注 7 参照。

² 長岡繁樹、牛窪賢一「米国損害保険市場の動向—1998 年の実績とトレンド—」（安田総研クォーターリー Vol.30、1999 年）

³ 長岡繁樹、中村岳「米国損害保険市場の最新動向—1999 年を中心として—」（安田総研クォーターリー Vol.34、1999 年）

⁴ 牛窪賢一、西村徹「米国損害保険市場の最新動向—2000 年の実績とトレンド変化—」（安田総研クォーターリー Vol.38、2000 年）

⁵ 岡崎康雄「米国損害保険市場の最新動向—2001 年の実績とトレンド変化—」（損保ジャパン総研クォーターリー Vol.41、2002 年）

⁶ 岡崎康雄「米国損害保険市場の最新動向—2002 年の実績とトレンド変化—」（損保ジャパン総研クォーターリー Vol.43、2004 年）

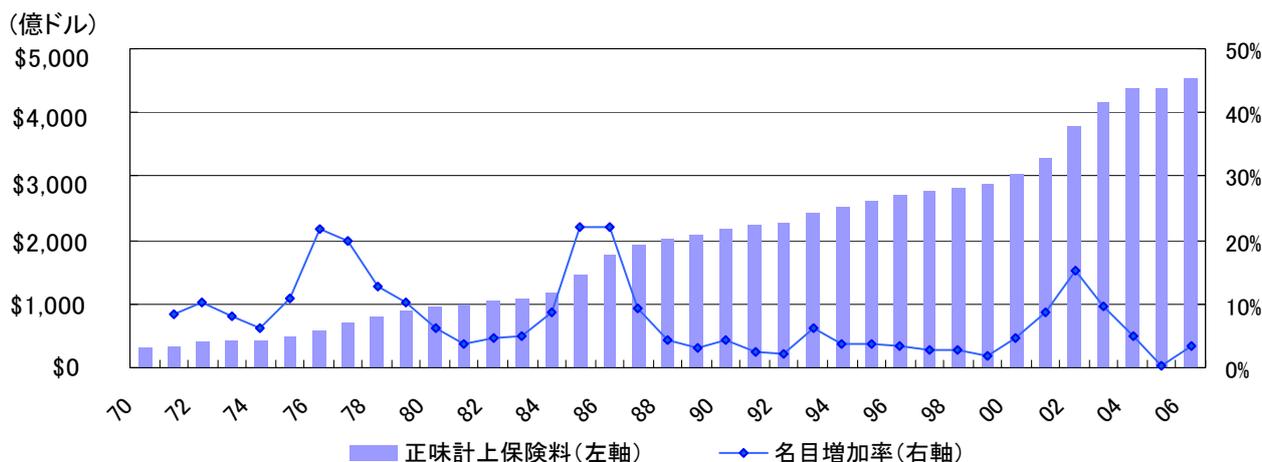
⁷ ハード化とは、保険の供給が減少し、保険料が上昇する傾向のこと。反対語はソフト化。

⁸ 岡崎康雄「米国損害保険市場の最新動向—2004 年の実績とトレンド—」（損保ジャパン総研クォーターリー Vol.45、2005 年）

⁹ Swiss Re, “World Insurance in 2006”, Sigma No.4, 2007.

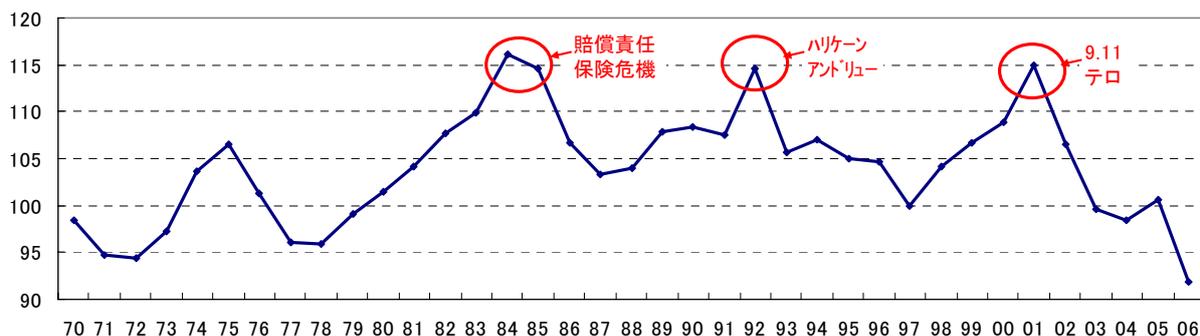
¹⁰ コンバインド・レシオ (combined ratio) は、通常、保険料に対する保険会社が支払った保険金および経費の割合を言う。契約者配当後のコンバインド・レシオ (combined ratio after dividend) の場合は、保険料に対する、保険会社が支払った保険金、経費および契約者配当金の割合を言う。

《図表 1》正味計上保険料の推移



(出典) A.M. Best, “Best’s Aggregates & Averages - Property/Casualty”, 2006 から作成。

《図表 2》コンバインド・レシオ（契約者配当前）の推移



(注) 賠償責任保険危機とは、1980年代半ばの賠償責任訴訟の急増と賠償額の高騰により保険会社が被った大規模な損失と、その結果としての賠償責任保険の入手難、保険料高騰を言う。

(出典) 《図表 1》に同じ。

なった。これは、保険料が増加する一方で、異常災害損害が記録的な高さとなった 2005 年に比べて減少したことによる¹¹⁾。

3. 投資状況

(1) 運用資産のポートフォリオ

2006 年末時点の米国損害保険業界の運用資産は 1 兆 2,754 億ドルであった¹²⁾。運用資産に占める割合が最も高いのは長期債 (66.4%)、次いで株式 (14.8%) となっている。

運用資産構成の推移 (《図表 3》) を見ると、株式の比率は 2005 年の 13.6%から 2006 年には 14.8%に増加している。ただしこれは、おおむね同年における株式市況の好調を反映したものである¹³⁾。

(2) 運用損益

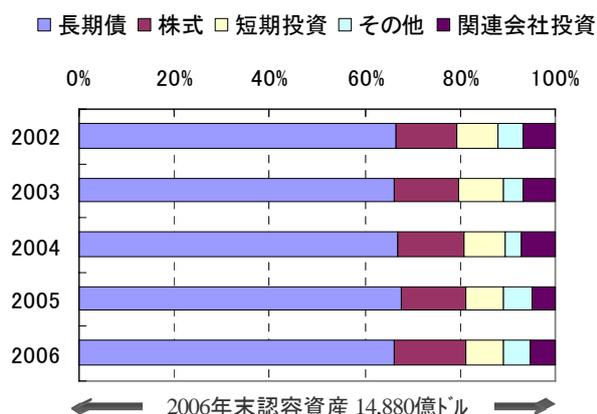
投資収益は、2005 年に 519 億ドル、2006 年には 546 億ドルに達した。運用資産収益率 (Return on Invested Assets)¹⁴⁾ も 6.7%へと上

¹¹⁾ ISO, “Insurer Financial Results: 2006”, 2007.

¹²⁾ A.M. Best, “Best’s Aggregates & Averages – Property/Casualty”, 2007, p.95.

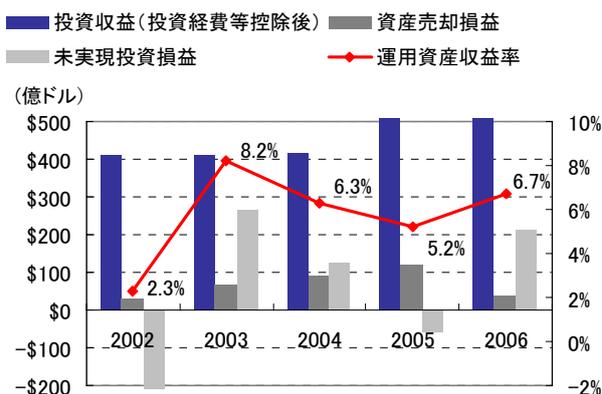
¹³⁾ Brown Brothers Harriman, “Asset Allocation Trends for the Property & Casualty Insurance Industry”, Insurance Asset Management Group Newsletter, 2007.

《図表 3》 損保業界の運用資産構成の推移



(出典) 《図表 1》 に同じ。

《図表 4》 運用損益の推移



(出典) 《図表 1》 に同じ。

昇している (《図表 4》)。

年に 4,376 億ドル、2006 年には 5,012 億ドルに達した。(《図表 6》)。

4. 収益と ROE

保険引受収支の大幅な改善を反映して、2006 年の税引前事業利益は 864 億ドルに増加した (《図表 5》)。ROE は 2005 年に 10.0%、2006 年には 18.9% となった¹⁵。

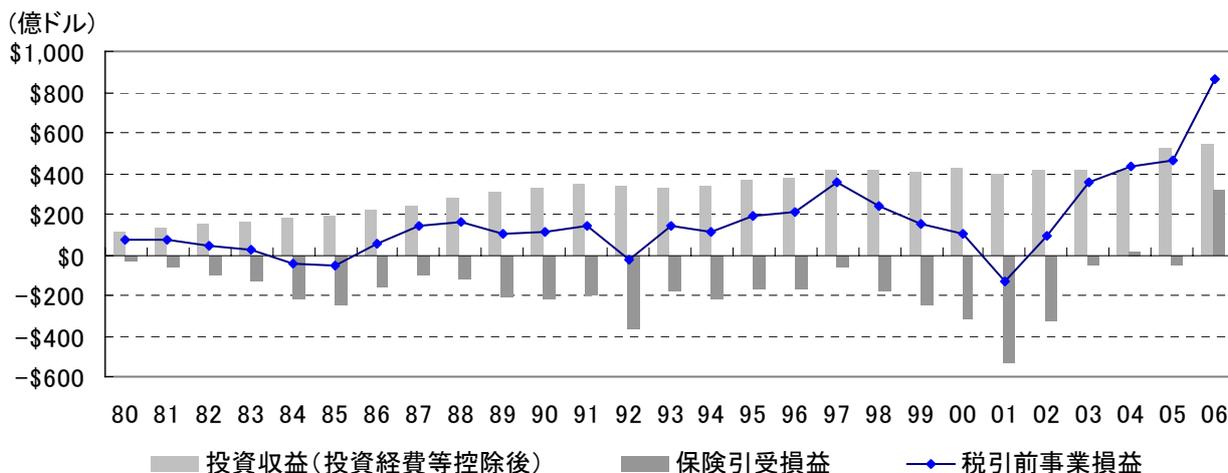
5. 契約者剰余金

契約者剰余金は引き続き増加しており、2005

6. 営業キャッシュフロー

営業キャッシュフローとは、保険引受および運用によって得られた、新規投資や配当金に充てることのできる資金を言う。損保業界の営業キャッシュフロー (Operating Cash Flow) は、2001 年まで赤字が続いていた保険引受に係るキャッシュフローが 2002 年以降プラスとなっ

《図表 5》 税引前事業損益の推移

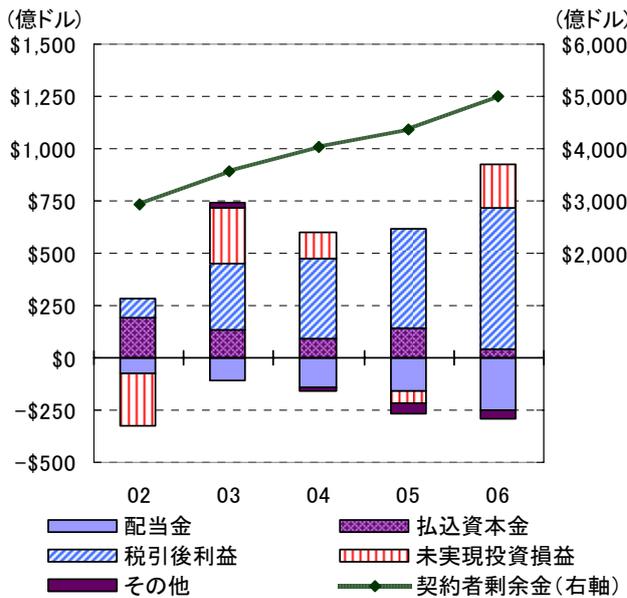


(出典) 《図表 1》 に同じ。

¹⁴ 算式は、運用資産収益率 = 投資収益(投資経費等控除後) / 期首現金および運用資産残高。

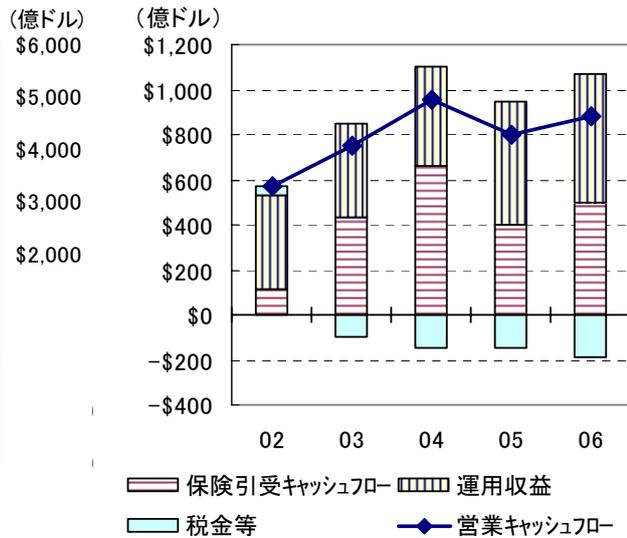
¹⁵ A.M. Best, *supra*, p.90.

《図表 6》 契約者剰余金とその要素の推移



(出典) 《図表 1》に同じ。

《図表 7》 営業キャッシュフローの推移



(出典) 《図表 1》に同じ。

ていることにより、高い水準を維持しており、2006年には880.7億ドルとなった(《図表 7》)¹⁶。

Ⅲ. 主要種目の成績概況

米国損害保険市場は、個人分野と企業分野が計上保険料ベースでほぼ半々である。種目別内訳を《図表 8》に示す。

1. 個人保険分野

個人保険分野のコンバインド・レシオは悪化を続けており、2005、2006年の個人自動車保険のそれは90代半ば、2007年にはほぼ100となる見通しである¹⁷。事故の発生頻度は安定しているものの、医療費の上昇加速に牽引されて対人賠償の金額が高騰しているためである¹⁸。

Fox-Pitt Kelton Cochran Caronia Waller 証券

の分析によれば、業界全体での個人自動車保険の支払備金¹⁹からの戻し入れは2006年末時点にもいくぶんあったが、2005年末時点のそれと比べればかなり少なくなっているという²⁰。事故年ベース²¹で2003年以降は、支払備金の戻し入れが発生していたが、その戻し入れの幅は縮小傾向にある(《図表 9》)。

支払備金がプライシング・サイクルと収益性の関係に果たす役割については、《Box.1》を参照されたい。

2. 企業保険分野

企業保険分野の保険料率は2003年にピークをつけて以降は下降を続けているが、低水準な支払保険金に助けられて²²2006年のコンバインド・レシオは90.5ポイントと記録的な好成績

¹⁶ A.M. Best, *supra*, p.96.

¹⁷ Fox-Pitt Kelton Cochran Caronia Waller, "US Property Casualty", Dec. 13, 2007, p.9.

¹⁸ *Ibid.*, p.13.

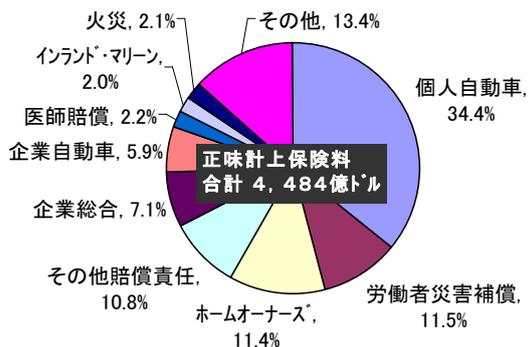
¹⁹ 損害保険会社において支払備金とは、引受保険契約に関して最終的に支払わねばならない保険金および損害調査費の見積もりに基づいて、保険会社が負債に計上する準備金である。

²⁰ Fox-Pitt Kelton Cochran Caronia Waller, *supra*, p.17.

²¹ 事故年とは、データを事故が発生した暦年ごとに把握する方法を言う。

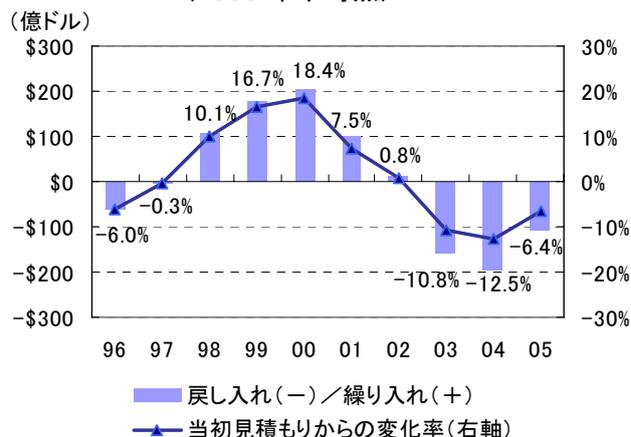
²² Fox-Pitt Kelton Cochran Caronia Waller, "US Property Casualty", Dec. 6, 2007, p.16.

《図表 8》 損害保険種目別保険料割合 (2006 年)



(出典) 《図表 1》 に同じ。

《図表 9》 事故年ベースの支払備金の変化 (2006 年末時点)



(出典) 《図表 1》 に同じ。

となった。過年度に保守的な見積もりに基づいて繰り入れられた支払備金の戻し入れによる改善も、その一つの要因である(《Box.1》参照)。Fox-Pitt Kelton Cochran Caronia Waller 証券によれば、2007 年、2008 年はプライシング・サイクルのソフト化局面に入り、コンバインド・レシオは悪化傾向をたどる見通しであるが、過年度の支払備金からの戻し入れによって、事故年ベースでのコンバインド・レシオの悪化は多少緩和される可能性が高い²³。

²³ Ibid., p.19.

《Box.1》 支払備金がプライシング・サイクルと収益性の関係に果たす役割

損保の料率には7年で一回りするサイクル（プライシング・サイクル）があると言われる。これはかつてアンダーライティング・サイクルと呼ばれていた。料率だけでなく、引受基準等が重視されていたからである。

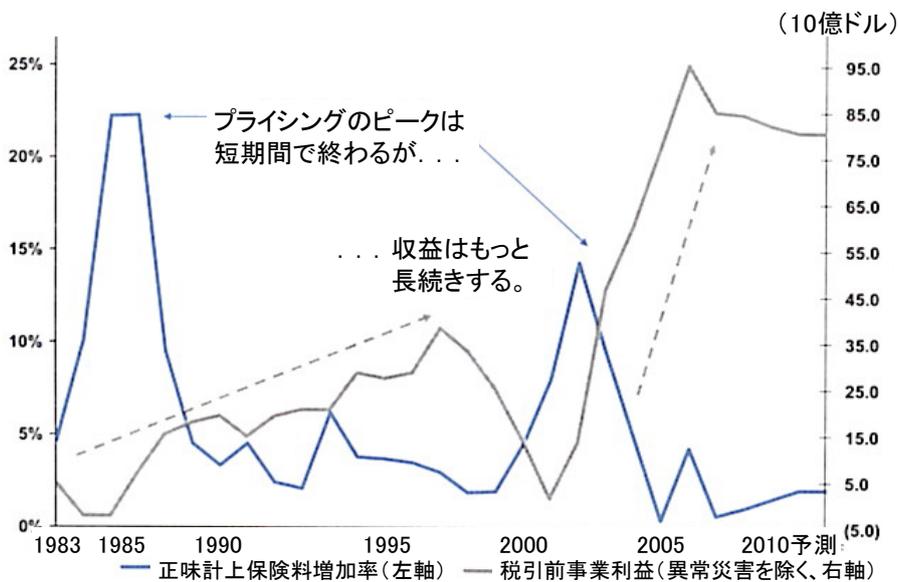
料率は一旦上昇した後、短期間のうちに下降する。収益が改善すると、料率を引き下げてシェア拡大を図る誘因が生じやすくなるからである。しかし、高い水準の利益はその後もある程度継続する（《図表 10》）。なぜなら、料率上昇局面で慎重な見積りに従って積み立てられた支払備金からの戻し入れによる収益底上げ効果が続くからである。Goldman Sachs 証券はこれについて、次のように説明している²⁴。

第1局面 料率上昇の初期局面では、過年度の支払備金の不足を埋め合わせるために、支払備金への繰り入れが優先される。その結果、保険料が増加しているにもかかわらず、利益は減少する場合が多い。

第2局面 第1局面で慎重に積み立てられた支払備金が、結局はそれ程必要なかったことが分かり、支払備金からの戻し入れが始まる。料率は下降を始めて当年度の引受契約の利ざやが悪化するが、戻し入れの底上げ効果のために収益は安定的に推移する。

第3局面 料率下降の最終局面では、引受契約の収益性が過剰に楽観視されるようになる。支払備金の繰り入れは不足がちになり、ロス・レシオは現実よりもよい数値が報告される。これによって空くことになるバランスシートの穴は、次のサイクルで埋められる。

《図表 10》 料率と事業利益の推移



(出典) Goldman Sachs, “Americas: Insurance: Property & Casualty”, Dec.19,2006, p.6.

²⁴ Goldman Sachs, “Americas: Insurance: Property & Casualty”, Dec.19, 2006, p.6-7.

IV. 運用戦略

かつて保険引受収支の恒常的な赤字が投資収益で埋め合わされていたことから、損保会社の利益の源泉は運用であり、そのためのキャッシュがたまたま保険引受を通じて調達されているだけだと揶揄された時期もあった。そのほなはだしい例が1980年代初頭のいわゆる「キャッシュフロー・アンダーライティング」である。これは、賠償責任保険のように保険料受領から保険金支払いまでに長期間かかる保険について、その間に得られる投資収益を見込んで低い料率で引き受けることと説明される。1979年～1982年にかけて年率20%を超えるような高金利時代が出現し、損保会社の中に保険引受損失が出て投資収益と併せた全体で黒字になればよいとの考えが広まった²⁵。

しかし、2000年以降の低金利時代を経て、アンダーライティング規律の緩みは直され、保険引受事業を行い、それによって生じたキャッシュ²⁶を投資する会社という本来の姿に戻った。以前はコンバインド・レシオに投資収益を加味したオペレーティング・レシオ²⁷がインベスター・リレーションズでよく使用されたが、近年はコンバインド・レシオに重点が置かれるようになってきている。しかし、資産運用が損保会社にとって非常に重要な活動である点に変わりはない。2006年においても、投資収益（投資経費控除後）は保険引受収益を上回っている（《図表5》参照）。

以下、大手損保のSt. Paul Travelers社（2007年にTravelersに改称）のWilliam H. Hayman氏およびDavid D. Dowland氏による論文ならびにGeneral再保険会社の分析資料等をもとに、

米国損保会社の運用戦略について紹介する。

1. 資産クラスの配分

投資する資産クラスの配分には、事業遂行に係るニーズが反映されている場合が多い。また、国内・単体でのリスク・キャパシティだけでなく、グローバル、多種目に展開する親企業のそれを反映している場合もある²⁸。運用資産上位10社の資産クラス配分を見ると、株式比率については最も低いTravelers社の2.8%からBerkshire Hathaway社の46%まで、大幅な較差がある（《図表11》）。

William H. Hayman氏およびDavid D. Dowland氏によれば、運用戦略を検討する際、保険会社の固定利付債券の投資ポートフォリオは「支払備金ポートフォリオ」と「契約者剰余金ポートフォリオ」に仮想的に分けて考えることができる。

(1) 支払備金ポートフォリオ

支払備金ポートフォリオの目的は、保険負債による期待キャッシュフローの特性に運用によるキャッシュフローのそれを合わせることで、打ち消す(defease) ことである。保険負債の現在価値は、財務省証券のイールドカーブをディスカウントレートに用いて計算できる。支払備金ポートフォリオを契約者剰余金ポートフォリオから分けて考えることで、負債とのマッチングが明確になる。投資適格固定利付債券を支払備金ポートフォリオに組み入れる際は、十分に余裕を持たせるべきであるとされる。例えば、支払備金からの支払いの水準およびタイミングについて99%信頼区間において対応でき、100

²⁵ 金光良美「米国の保険危機」（保険毎日新聞社、1987年）19-23頁

²⁶ 損保会社が投資にあてる資金のうち主なものは、未経過保険料準備金、支払備金と契約者剰余金である。

²⁷ 米国損害保険業界の収益構造、コンバインド・レシオおよびオペレーティング・レシオについては以下を参照されたい。牛窪賢一「米国損害保険業界の損益構造に関する考察ノート」（安田総研クォーターリー Vol.39、2002年）

²⁸ Jim Bachman, "2006 Investment Results: Comparisons and Holdings", General ReView, Nov. 2007, p.1.

《図表 11》運用資産上位 10 社の運用資産配分（2006 年）

	キャッシュフロー／資産	投資レバレッジ	長期債	株式	短期投資	その他長期投資	その他
Berkshire Hathaway	17.9%	1.9倍	8.2%	46.0%	27.6%	17.8%	0.4%
State Farm	14.6%	1.9倍	52.7%	44.0%	1.2%	0.3%	1.7%
AIG	44.1%	3.4倍	76.8%	14.5%	1.5%	6.5%	0.6%
Travelers	21.2%	3.2倍	88.5%	2.8%	2.9%	4.4%	1.5%
Allstate	22.2%	2.2倍	70.9%	23.1%	0.3%	2.6%	3.1%
Liberty Mutual	19.3%	3.2倍	73.8%	8.0%	6.3%	9.9%	2.0%
Continental	24.7%	4.4倍	79.4%	9.7%	5.2%	5.1%	0.6%
Hartford	19.4%	2.3倍	87.5%	5.8%	3.3%	2.0%	1.6%
Chubb	29.5%	2.8倍	75.4%	16.9%	2.9%	4.3%	0.5%
Nationwide	15.9%	2.4倍	55.7%	27.3%	5.6%	6.1%	5.3%
業界平均	22.1%	2.8倍	66.4%	20.3%	7.4%	4.4%	1.4%

（出典） Jim Bachman, “2006 Investment Results: Comparisons and Holdings”, General ReView, Nov. 2007, p.5.

（注） キャッシュフロー／資産比率は直近 3 年間の平均営業キャッシュフローを 2006 年末時点の運用資産総額で割ったもの、投資レバレッジは運用資産総額を法定契約者剰余金で割ったものである。

ベースポイントの金利上昇（債券価格は下落する）が起きても十分打ち消せる程度という基準が考えられる。

支払備金ポートフォリオを構築する際には、まず、税負担を最適化するために、非課税の固定利付債券を限度額まで保有する。その限度額を超える分については、クレジットリスクをとって社債を購入するか、オプションリスクをとってモーゲージや ABS に投資するかの選択となる。また、一部は、流動性およびキャッシュマネジメント、規制上の要請およびデュレーション・マネジメント等のために、短期投資に充てられる²⁹。

（2）契約者剰余金ポートフォリオ

契約者剰余金ポートフォリオは、保険負債の現在価値を差し引いて残る部分の資産と定義することができる。これは、保険負債の現実また

は評価上の変動に対するクッションの役割も果たす。ここでの運用戦略の目標は、保険負債によるキャッシュフローを打ち消すことではなく、リスク調整済み投資収益の最大化および株主価値の増大である。

投資資産クラスを選択肢としては、①固定利付債券、②不動産、③株式関連投資（ヘッジファンド、プライベートエクイティファンドや転換証券）等が挙げられる。

契約者剰余金ポートフォリオにおいては、資産クラス選択の自由度は高いが、いくつかの考慮点がある。例えば、規制上のガイドラインや格付けへの影響を考慮して、保険負債を打ち消す範囲を超えて固定利付債券を持つ場合が多い。ほかに流動性、収益ボラティリティ、投資家の見方（キャピタルゲインよりも定常的に得られる投資収益が好まれる。）等がある³⁰。

²⁹ William H. Heyman and David D. Rowland, “An Investment Management Methodology for Publicly Held Property/Casualty Insurers”, J Appl Corp Fin, Winter 2006, p.37.

³⁰ Ibid.

2. 金利リスクへの対応

金利リスクをマネージするために、固定利付債券ポートフォリオのデュレーションを保険負債のそれの±1年以内とする方針をとる保険会社がある。また他に、イーロードカーブが100ベースポイント上方にシフトした場合のGAAP³¹純資産価値の減少が例えば10%以内となるデュレーションにすると規定している場合もある。

金利が低水準であり、上昇が見込まれる時期には、デュレーションを短めにとることになるであろう。金利リスクに関して損保会社が懸念するのは、次の2点である。

- (1) 契約者剰余金ポートフォリオの固定利付債券のエコノミック・バリューの変動
- (2) GAAP 純資産価値の変動

これらのエコノミックおよび会計上の価値変動リスクは、①金利上昇に対するGAAP純資産価値のエクスポージャーの限定および②契約者剰余金ポートフォリオが常にポジティブなデュレーションを持つように規定し、ポートフォリオが短くなり過ぎないようにすることで保険負債が打ち消されることを確実にする、のいずれかの方法でマネージすることができるという³²。

V. おわりに

かつての米国損保業界は、保険引受収支の赤字が続き、投資収益で最終損益を黒字にするのが常であった。1990年代後半の高金利を背景に起こった料率引き下げ競争と支払備金の不足は2000年代に入って収益の重石となり、2001年には同時多発テロもあって業界全体の最終損益がマイナスを記録した。

現在の米国損保業界は、打って変わって高い

収益を上げている。その背景として、技術進歩によって収支管理が精緻化され、過当競争が回避されるようになってきたとの見方が出されている。高収益を背景に広告活動の強化による新規契約獲得競争が行われている（《Box.2》）。

懸念される要素としては、今後のハリケーン損害の増加・大規模化の可能性および個人保険分野における医療費の高騰がある。

運用戦略は各社の事業上のニーズに応じて様々であるが、概ね順調のようである。なお、2007年にはサブプライム危機が生じたが、米国の損保会社の保守的なバランスシートへの影響は限定的であった³³。

³¹ GAAP (Generally Accepted Accounting Principles) は一般に公正妥当と認められる会計原則のこと。

³² William H. Heyman and David D. Rowland, *supra*, p.38.

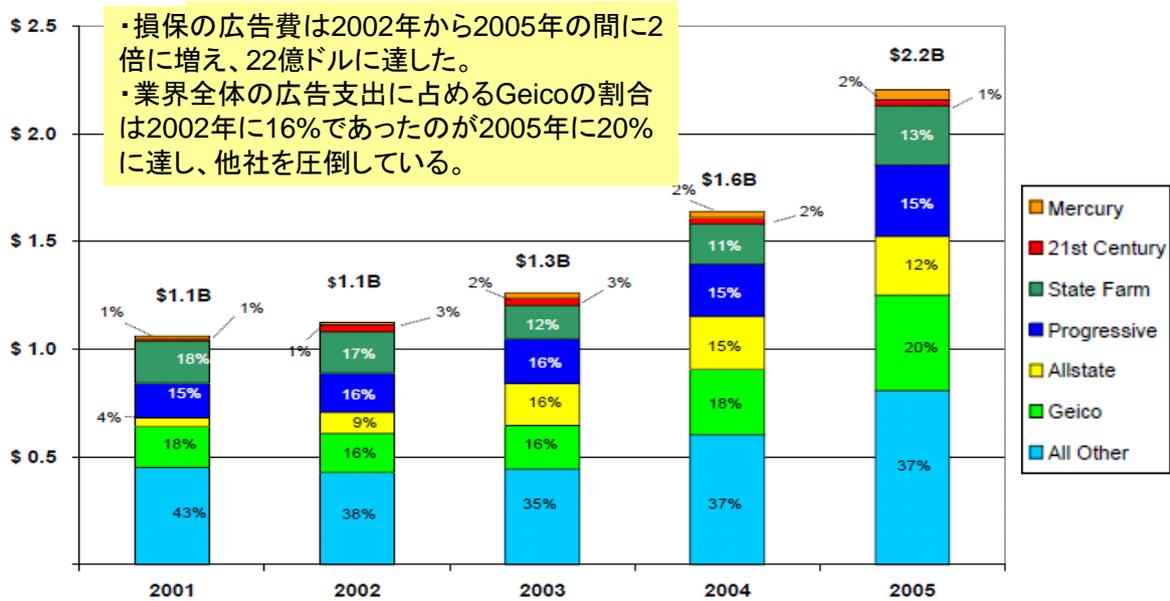
³³ Fox-Pitt Kelton Cochran Caronia Waller, "US Property Casualty", Dec. 13, 2007, p.24.

《Box.2》 広告活動の強化

2002 年以降、高収益が継続する中で、損保会社は広告費を増加させている（《図表 12》）。わけてもダイレクト自動車保険大手の Geico 社による広告は量的に他社を圧倒しており、米国でテレビ、ラジオをつけると頻繁に同社の CM が流れてくる。同社 CM はユーモアを特徴としており、キャラクターの一つである「原始人 (caveman)」は人気が高くついにドラマ化された。著作権の関係で本誌に画像を掲載できないが、同社ウェブサイト<www.geico.com>で最近の CM の動画を見ることができる。

《図表 12》 損保会社による広告費の推移

(単位) 10億ドル



(出典) AdvertizingAge Special Report: Profiles Supplement, June 27, 2005.

以上