

日本船主責任相互保険組合

アナリスト:

恵村甲子朗、東京 電話 03-4550-8307

向山健太郎、東京 電話 03-4550-8775

アンカー値	bbb+	+	調整要素	0	=	スタンド アローン評価	bbb+	=	BBB+/ポジティブ
▲			▲			+			
事業リスク	適切・上位		ガバナンス	中立		支援	0		
事業競争力	中程度					グループ による支援	0		
IICRA	リスクは中程度		流動性	極めて高水準		政府による 支援	0		保険財務力格付け
財務リスク	強い		類似格付け 分析	0					
自己資本と 収益性	非常に強い								
リスクエクスポ ージャー	やや高い								
資金調達構造	中立								

*IICRA=保険業界のカントリーリスク評価

クレジット・ハイライト

概要

強み

- 日本関連船主との良好な関係に支えられ、国内組合員向けに強固な市場地位を持つ。
- 自己資本は「AAA 格」相当で、フリーリザーブの積み上げを通じてさらに強化される見込み。

リスク

- 船主責任保険（Protection & Indemnity 保険、以下「P&I 保険」）に特化し、事業の大半を日本関連船主組合員向けが占めることから、事業の多様性が低い。
- P&I 保険市場での競争は依然として激しく、事業の大幅な拡大は見通し難い。

日本船主責任相互保険組合の信用力は今後、自己資本の強化を通じて緩やかに改善すると S&P グローバル・レーティング（以下「S&P」）はみている。それにより現在、グローバル P&I 保険セクターの平均的水準の下方に位置する同組合の信用力は平均的水準に近づくとみている。同組合は国際 P&I グループの一員である国内唯一の船主相互保険組合である。P&I 保険に特化し、日本関連船主との長年の良好な関係に支えられ、強固な市場地位を持つ。一方、その事業ラインの多様性は低いほか、地理的にも顧客基盤は日本に集中している。

2期連続で「AAA 格」の所要自己資本を上回る水準を維持した同組合の自己資本は、今後さらに強化されると S&P は予想している。2020 年 3 月期には大口の保険事故（クレーム）が多数発生したことや、新型コロナウイルスの感染拡大に伴い金融市場が大きく変動したことを受け、純損失を計上した。しかし、同期末の S&P の自己資本モデルに基づく自己資本は、前の期末に続き「AAA 格」の所要自己資本を上回る水準を確保した。2021 年 3 月期に入りモーリシャス沖で発生した油濁事故などの多額の保険引受損失が発生しているが、S&P では同組合の自己資本は引き続き強化され、今後 2 年以内「AAA 格」の所要自己資本を安定的に上回る水準まで増加する可能性があるとみている。

同組合では保守的な資産運用やリスク管理が維持されると S&P はみている。同組合は運用利益の底上げを目指して運用手段の多様化に取り組んでいるが、その保守的な運用方針は今後も大きくは変わらないと S&P はみている。同組合はエンタープライズ・リスク・マネジメント（ERM）を継続的に強化している。なお、同組合は経済価値ベースのソルベンシー規制等に関する検討が国内で進んでいることを踏まえ、その展開を見据えながら、ERM に対する方針を柔軟に決定する姿勢に転じている。

*S&P グローバル・レーティングは、新型コロナウイルスによるパンデミックの展開が非常に不透明であると認識している。衛生の専門家の間では、パンデミックは現在、一部の地域ではピークに達しているか、あるいはピークに近い状態にあるものの、ワクチンや効果的な治療法を広範に利用できるようになるまでは引き続き脅威であり、それが実現するのは 2021 年下期になるという意見で一致している。S&P ではこの想定を使用して、パンデミックによる経済、信用に対する影響を評価している（S&P のリサーチの最新情報を参照：www.spglobal.com/ratings）。状況が変わるに従い、想定と予測をアップデートする。

アウトルック: ポジティブ

「ポジティブ」のアウトルックは、同組合が引き続きフリーリザーブの積み上げにより自己資本を強化し、今後 2 年以内に上位の格付けに見合う自己資本水準を安定的に達成する確率が 3 分の 1 以上あると S&P がみていることを反映している。また、組合員の大半を占める日本関連船主との良好な関係に支えられ、現在のビジネスモデルを維持できると S&P がみていることも反映している。

アップサイド・シナリオ

今後 2 年以内に、仮にフリーリザーブの積み上げによって自己資本が強化され、上位の格付けに見合う十分な自己資本水準を安定的に達成できた場合、同組合の事業競争力が維持されている限り、格上げとなる可能性がある。

ダウンサイド・シナリオ

今後2年以内に、仮に以下のいずれかに該当した場合には、アウトルックを「安定的」に変更する可能性がある。

- クレームの発生頻度が予想以上に高まる、またはリスクエクスポージャーが大きく増加するなどして、予想自己資本が大幅に悪化する。
- 収入保険料が著しく減少して事業競争力が低下し、かつ業績が継続的に同業他社を大幅に下回る水準で推移する。

主要な想定

- 日本の実質国内総生産（GDP）成長率は新型コロナウイルスの影響により2020年にマイナスになるが、2021年と2022年に大きく改善する。
- 日本の市場金利は今後2年間、低水準にとどまる。

主要指標(単体ベース)								
	2023/3*	2022/3*	2021/3*	2020/3	2019/3	2018/3	2017/3	2016/3
自己資本の十分性**	極めて強い	極めて強い	極めて強い	極めて強い	極めて強い	非常に強い	非常に強い	非常に強い
収入保険料(十億円)	19	19	19	20	21	21	23	25
当期純利益(十億円)	0	0	1	-1	2	1	2	0
ROE(%)	1-3	1-3	6-8	-12.1	18.1	14.1	27.6	-2.1
ROE(調整後)(%)***	1-3	1-3	1-3	-4.2	10.2	4.8	13.0	1.6
コンバインドレシオ(%)	100-102	100-102	98-100	107.5	95.0	89.8	83.7	87.8
運用利回り(%) <small>実現キャピタルゲイン(ロス)は含まず</small>	1.3	1.3	0.6	0.2	1.2	2.3	1.8	1.3
財務レバレッジ(調整後)(%)***	<1	<1	<1	0.5	0.6	0.4	0.5	0.5

*2023年3月期、2022年3月期、2021年3月期、はS&Pのベースケース・シナリオに基づく予想。

**2018年3月期以前は、旧版「保険会社の格付け手法」に基づく評価。

***S&Pが資本性を認める準備金を調整の上算出。

事業リスクプロフィール

日本船主責任相互保険組合は、組合員向けに船舶の運航に伴って生じる費用および責任を補償するP&I保険を提供する相互扶助保険組織で、1950年に設立された。1976年に国際P&Iグループに加盟。1989年に国際P&Iグループのプール再保険機構に加入したことにより、グループの再保険プログラムに参加できるようになった。グローバルP&I保険事業を手がけるが、内航船向けのP&I保険も提供する。同組合の収入保険料とフリーリザーブは、国際P&Iグループに加盟する13の団体（以下「クラブ」）のそれぞれ平均的水準の下方にある。

同組合は、組合員である日本の船主との長年にわたる良好な関係に支えられ、グローバルのP&I市場でのニッチな地位と、国内船主向けを中心とする安定した事業基盤を維持するとS&Pはみている。国内船主とは基本的に、仲介業者を使わずに直接取引している。P&I保険事業に特化しているほか、組合員の大半を国内の船主が占めることから、

事業の多様性は低い。これらを踏まえ、同社はグローバルの P&I 市場において平均的な事業競争力を維持すると S&P はみている。

近年、減少傾向にある同組合の収入保険料は底入れにはまだ至らない可能性があるとして S&P はみている。同組合は 2020 年 2 月の更改で 7.5% のゼネラル・インクリース（更改時の保険料引き上げ）を実施した。これは、グローバル P&I 市場全体の動向に沿ったもので、値上げ後も同組合の既契約はほとんど減少していないことから、保険料率が上昇トレンドに転じる契機となることが期待されていた。しかし、保険料が相対的に高い老齢船の売船・解撤の影響が残る間は、収入保険料の増加にはつながらない可能性がある。

さらに、新型コロナの感染拡大とそれに伴う景気悪化により、P&I 保険の契約者である海運業界の景況感が悪化している中、保険料率のさらなる値上げは難しい可能性もあるとして S&P はみている。同保険市場での競争は依然として非常に激しく、今後も同組合の収入保険料の減少が続く場合、事業競争上の懸念要因となり得ると S&P はみている。

コンバインドレシオ（正味損害率＋正味事業費率）を用いて、国際 P&I グループに加盟する他の格付け先クラブと比較した同組合の業績は、数年間でならして他クラブより良好な水準を維持すると S&P はみている。同組合のコンバインドレシオはここ数年良好であったが、2020 年 3 月期には大口クレームが多く発生したことを背景に、為替の影響を含むベースで 107.5% と前の期の 95.0% から悪化した。2021 年 3 月期に入り、モーリシャス沖での油濁事故などの大口の保険引受損失が既に発生しているものの、中期的には大口クレームの平準化が期待される。

また、新型コロナの影響が同組合の保険収支を大きく悪化させることはないとして S&P は考えている。同組合は新型コロナに起因する保険金支払いを限定的とみていることに加え、景気悪化に伴い海上物流が減少することで事故発生も減少し、損害率が低下する可能性があるからである。良好なコンバインドレシオを反映し、同組合の株主資本利益率（ROE）は同業他社よりかなり高いように見える。ただし、日本の会計に特殊な異常危険準備金や、その高い変動性を調整した後の同比率は、世界の同業他社の水準程度まで低下すると S&P は考える。

同組合のリスク調整後リターンの最適化アプローチは、事業規模に見合うレベルが維持されると S&P は評価している。同組合は自社の強みを生かせる分野として、日本関連というグローバルにはニッチな市場に注力する方針を打ち出している。したがって、リスク・リターンの評価や優先順位づけは比較的シンプルなものとなっている。

財務リスクプロフィール

日本船主責任相互保険組合の非常に高い水準の自己資本は、今後フリーリザーブの積み上げを通じてさらに強化されていくと S&P はみている。2020 年 3 月期には大口クレームの発生や金融市場の変動を受けて純損失を計上したことで、フリーリザーブも減少した。しかし、同期末の S&P の自己資本モデルに基づく同組合の自己資本は、前の期

末に続き「AAA 格」の所要自己資本を上回る水準を確保したと S&P はみている。S&P は同組合の保守的な業績予想におおむね沿ったベースケース・シナリオでは、自己資本は今後 2 年以内に上記の水準を安定的に上回る水準まで増加する可能性があるともみている。

ただし、S&P は同社の自己資本と収益性の評価を 1 段階下の「非常に強い」としている。これは、1) 同組合の業績の変動性を考慮すると、自己資本はまだ「AAA 格」の所要自己資本を上回る水準を安定的に上回る水準に達していない、2) 同組合の自己資本は絶対額が小さいために、大規模な保険事故の発生頻度に左右されやすい——と S&P が判断していることに基づく。

S&P は、同組合の自己資本と収益性の変動性が潜在的に高いことを勘案し、そのリスクエクスポージャーを「やや高い」と評価している。同評価は主に、自己資本の規模に照らして中・大規模の保険事故の発生頻度が高い保険種目である P&I 保険に事業が集中していることを勘案している。

同組合は運用利益の底上げに向けて資産運用とリスク管理の高度化を進めているが、保守的な運用方法は今後も大きくは変わらないと S&P はみている。同組合は公社債投資信託と株式投資信託への投資配分を増やしていく計画で、そうした投資をやや増やしているが、投資枠は事前の計画をベースに緩やかなペースで引き上げている。運用資産は米国債、国内外の公社債などの格付けが「A 格」以上の確定利付債券が依然として中心である。

さらに、同組合は国際 P&I グループのプール再保険機構に加入しているほか、必要時には組合員から予定を上回る追加保険料の徴収や更改時の保険料率の引き上げなどの対応も可能であるなど、適切なリスクコントロールを講じている。リスク管理の高度化の一環として、同組合は 2020 年 3 月期にソルベンシー II の枠組みに準拠した全社的なリスクのモニタリングと、ORSA レポートの作成を開始する予定であった。しかし、経済価値ベースのソルベンシー規制等に関する検討が国内で進んでいることを踏まえ、その展開を見据えながら、ERM に対する方針を柔軟に決定する姿勢に転じている。

S&P は同組合の資金調達構造を「中立」と評価している。同組合は有利子負債を保有しておらず、今後も負債調達を実施する予定がないと S&P はみている。

信用力評価におけるその他の考慮事項

ガバナンス

S&P は同組合のガバナンスに特段の問題はないとみている。同組合の経営陣は船主組合員と深く良好なつながりを有し、P&I 保険市場における豊富な専門知識と経験を持つ。経営戦略、財務管理方針は経営陣のもとで明確に定められ、同組合の規模、能力と整合した内容となっていると S&P は考える。自己資本や内部リスク管理の強化を継続的に実施するなど、総じて保守的なリスク管理を組織全体で実行している。

流動性

保険料収入と豊富な流動資産に支えられ、流動性の源泉が潤沢であることから、S&Pは同組合の流動性を「極めて高水準」と評価している。仮に多額の保険引受損失が発生しても、対応可能とS&Pは考えている。

関連格付け規準と関連リサーチ

関連格付け規準

2019年8月30日付「格付け規準 | 保険会社 | 一般: 保険会社の格付け手法」

2010年6月24日付「格付け規準 | 保険会社 | 一般: リスクベース自己資本モデルを用いた保険会社の自己資本の評価: 手法と想定」

2009年12月8日付「【旧版】格付け規準: クレジット・ウォッチとアウトルックの使用規準」

関連リサーチ

2020年8月12日付「モーリシャス沖での貨物船座礁、日本船主相互保険組合への影響を注視」

S&P グローバル・レーティングの格付けについて:

S&P グローバル・レーティングが提供する信用格付には、日本の金融商品取引法に基づき信用格付業者として登録を受けている S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社が提供する信用格付（以下「登録格付」）と、当該登録を受けていないグループ内の信用格付業を行う法人が提供する信用格付（以下「無登録格付」）があります。本稿中で記載されている信用格付のうち「※」が付されている信用格付は無登録格付であり、それ以外は全て登録格付です。なお、S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社が提供する信用格付の一覧は同社の日本語ウェブサイト（www.standardandpoors.co.jp）の「ライブラリ・規制関連」で公表しています。

Copyright © 2020 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

本稿に掲載されているコンテンツ（信用格付、信用関連分析およびデータ、バリュエーション、モデル、ソフトウェア、またはそのほかのアプリケーションもしくはそのアウトプットを含む）及びこれらのいかなる部分（以下「本コンテンツ」）について、スタンダード&プアーズ・フィナンシャル・サービシズ・エル・エル・シーまたはその関連会社（以下、総称して「S&P」）による事前の書面による許可を得ることなく、いかなる形式あるいは手段によっても、修正、リバースエンジニアリング、複製、頒布を行うこと、あるいはデータベースや情報検索システムへ保存することを禁じます。本コンテンツを不法な目的あるいは権限が与えられていない目的のために使用することを禁じます。

S&P、外部サービス提供者、およびその取締役、執行役員、株主、従業員あるいは代理人（以下、総称して「S&P 関係者」）はいずれも、本コンテンツに関して、その正確性、完全性、適時性、利用可能性について保証いたしません。S&P 関係者はいずれも、原因が何であれ、本コンテンツの誤謬や脱漏（過失であれその他の理由によるものであれ）、あるいは、本コンテンツを利用したことにより得られた結果に対し、あるいは利用者により入力されたいかなる情報の安全性や維持に関して、一切責任を負いません。本コンテンツは「現状有姿」で提供されています。S&P 関係者は、明示または黙示にかかわらず、本コンテンツについて、特定の目的や使用に対する商品性や適合性に対する保証を含むいかなる事項について一切の保証をせず、また、本コンテンツに関して、バグ、ソフトウェアのエラーや欠陥がないこと、本コンテンツの機能が妨げられないことがないこと、または、本コンテンツがいかなるソフトウェアあるいはハードウェアの設定環境においても作動することについての保証を含む一切の保証をいたしません。いかなる場合においても、S&P 関係者は、損害が生じる可能性について報告を受けていた場合であっても、本コンテンツの利用に関連する直接的、間接的、付随的、制裁的、代償的、懲罰的、特別ないし派生的な損害、経費、費用、訴訟費用、損失（損失利益、逸失利益あるいは機会費用、過失により生じた損失などを含みますが、これらに限定されません）に対して、

いかなる者に対しても、一切責任を負いません。

本コンテンツにおける、信用格付を含む信用関連などの分析、および見解は、それらが表明された時点の意見を示すものであって、事実の記述ではありません。S&P の意見、分析、格付の承認に関する決定（以下に述べる）は、証券の購入、保有または売却の推奨や勧誘を行うものではなく、何らかの投資判断を推奨するものでも、いかなる証券の投資適合性について言及するものでもありません。S&P は、本コンテンツについて、公表後にいかなる形式やフォーマットにおいても更新する義務を負いません。本コンテンツの利用者、その経営陣、従業員、助言者または顧客は、投資判断やそのほかのいかなる決定においても、本コンテンツに依拠してはならず、本コンテンツを自らの技能、判断または経験に代替させてはならないものとします。S&P は「受託者」あるいは投資助言業者としては、そのように登録されている場合を除き、行為するものではありません。S&P は、信頼に足ると判断した情報源から情報を入手してはいますが、入手したいかなる情報についても監査はせず、またデューデリジェンスや独自の検証を行う義務を負うものではありません。信用格付関連の公表物は、様々な理由により公表される可能性があり、その理由は必ずしも格付委員会によるアクションに依存するものではありません。格付委員会によるアクションに依存しない信用格付関連の公表物には、信用格付と関連する分析についての最新情報の定期的な公表などを含まれますが、これらに限定されません。

ある国の規制当局が格付会社に対して、他国で発行された格付を規制対応目的で当該国において承認することを認める場合には、S&P は、弊社自身の裁量により、かかる承認をいかなる時にも付与、取り下げ、保留する権利を有します。S&P 関係者は、承認の付与、取り下げ、保留から生じる義務、およびそれを理由に被ったとされる損害についての責任を負わないものとします。S&P は、それぞれの業務の独立性と客観性を保つために、事業部門の特定の業務を他の業務から分離させています。結果として、S&P の特定の事業部門は、他の事業部門が入手できない情報を得ている可能性があります。S&P は各分析作業の過程で入手する非公開情報の機密を保持するための方針と手続を確立しています。

S&P は、信用格付の付与や特定の分析の提供に対する報酬を、通常は発行体、証券の引受業者または債務者から、受領することがあります。S&P は、その意見と分析結果を広く周知させる権利を留保しています。S&P の公開信用格付と分析は、無料サイトの www.standardandpoors.com、そして、購読契約による有料サイトの www.spcapitaliq.com で閲覧できるほか、S&P による配信、あるいは第三者からの再配信といった、他の手段によっても配布されます。信用格付手数料に関する詳細については、www.standardandpoors.com/usratingsfees に掲載しています。