

日本船主責任相互保険組合

アナリスト:
向山健太郎、東京 電話 03-4572-6300
恵村甲子朗、東京 電話 03-4572-6185

アンカー値	bbb+	+	調整要素	0	=	スタンドアローン評価	bbb+	
▲			▲			+		
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							
IICRA	リスクは中程度							
財務リスク	強い		流動性	極めて高水準		グループによる支援	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		類似格付け分析	0		政府による支援	0	
資金調達構造	中立							
*IICRA＝保険業界のカントリーリスク評価								
								BBB+／安定的
								保険財務力格付け

クレジット・ハイライト

概要
主な強み
- 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。 - 収益性はおおむね業界（国際 P&I グループ加盟 12 クラブ）平均より良好である。
主なリスク
- 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。 - 激しい競争の中で P&I 保険市場での市場シェアは低下傾向にある。 - 大型クレームの発生に伴う資本と収益性の変動が大きい。

日本船主責任相互保険組合は、国内での優良な顧客基盤を支えに事業競争力を維持すると S&P グローバル・レーティング（以下「S&P」）はみている。国際 P&I グループに加盟する国内唯一の船主相互保険組合である同組合は、日本関連船主との長年の良好な関係に支えられ、船主責任保険（Protection & Indemnity 保険、以下「P&I 保険」）市場で強固な地位を占める。一方、同組合の市場シェアは低下傾向にあり、事業ラインの多様性は低い。さらに、地理的にも顧客基盤が日本に集中している。また、P&I 保険に特化していることにより、収益が大口の保険事故（クレーム）の影響を受けやすい。同組合は過去の収益性の悪化を踏まえ、保険料率の引き上げや契約の選別などの収益性改善策を進めている。同組合の収益性はおおむね競合他社より高い水準で維持されていると S&P は考えている。

同組合は健全な自己資本水準を維持すると S&P は予想している。同組合の 2025 年 3 月期のコンバインドレシオ（正味損害率＋正味事業費率、為替の影響を含むベース）は 69.2%と、過去最低水準を記録した。この好調な業績の主因は、保険料率の引き上げと重大事故が発生しなかったことである。同組合では 2020 年 3 月期から 2022 年 3 月期にかけて大型クレームの発生や新型コロナウイルスの感染拡大の影響を受け、コンバインドレシオが 100%を上回った。これを受け、同組合が収益性および自己資本基盤の改善策を講じたことで、資本水準は改善してきている。同組合は引き続き徐々にフリーリザーブを積み上げると S&P は予想している。

同組合では保守的な資産運用やリスク管理が継続されると S&P はみている。同組合は運用利益の底上げを目指して外国株式ファンドへの投資を拡大していたものの、保守的な運用方針に則り、リスク性資産を大きく増やさないと S&P は想定している。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。ただし、経済価値ベースの自己資本管理の枠組みの導入は道半ばである。

アウトルック: 安定的

「安定的」のアウトルックは、同組合が今後 2 年間、国際 P&I 保険セクターにおける堅固な事業競争力と高い資本水準を維持していくと S&P がみていることを反映している。

ダウンサイド・シナリオ

想定外の大ロクレームの発生などにより同組合の自己資本水準が大きく低下した場合には、格下げする可能性がある。

アップサイド・シナリオ

同組合が資本水準を 99.99%の信頼水準に対し大きな資本バッファを維持しつつ、その事業競争力が近い格付けを持つ競合海外クラブと比肩すると S&P が判断した場合、格上げする可能性がある。例えば、同組合が良好な収益性を維持しつつ、国内市場での事業基盤を保持し、トップライン成長を実現する場合、格上げを検討する可能性がある。

想定

- 日本の実質国内総生産（GDP）成長率は 2025 年から 2027 年にかけて 0.7%から 0.9%の間で推移する。
- 同組合のクレームの発生頻度は平準的な水準にとどまる。保険料率の引き上げと契約選別の効果により損害率は良好な水準を保つ。
- 過度な資産運用リスクは取らず、リスク性資産を大きく増やさない。
- フリーリザーブの積み上げにより資本水準は改善する。予定外保険料の徴求や劣後債務の調達などの非経常的な資本強化策は実施しない。

主要指標(単体ベース)					
	2028/3*	2027/3*	2026/3*	2025/3	2024/3
収入保険料(十億円)	30-32	30-32	30-32	32	33
修正後 EBITDA(十億円)**	2-3	2-3	2-3	8	6
当期純利益(十億円)	1-2	1-2	1-2	5	7
自己資本の十分性(%)	99.99	99.99	99.99	99.99	99.95
ROE(調整後)(%)**	1-5	1-5	1-5	15.6	26.2
財務レバレッジ(調整後)(%)**	>40	>40	>40	0.4	0.3
コンバインドレシオ(%)	90-100	90-100	90-100	69.2	91.2
正味損害率(%)	65-75	65-75	65-75	47.6	75.1
事業費率(%)	20-25	20-25	20-25	21.6	16.1
ROR(%)**	5-15	5-15	5-15	30.8	21.0

*2028 年 3 月期、2027 年 3 月期、2026 年 3 月期は、S&P のベースケース・シナリオに基づく予想

**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

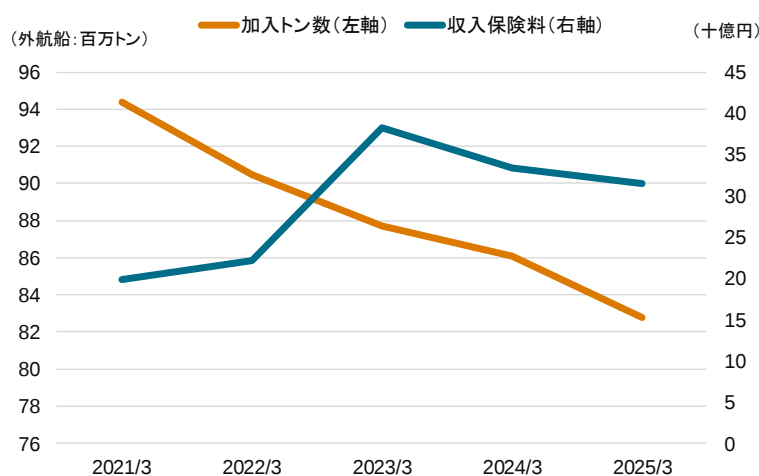
日本船主責任相互保険組合は国際 P&I グループの一員であることを通じて、国際的な事業基盤を維持すると S&P はみている。同組合は組合員向けに船舶の運航に伴って生じる費用および責任を補償する P&I 保険を提供する相互扶助保険組織で、1950 年に設立された。1976 年に国際 P&I グループに加盟し、1989 年に同グループのプール再保険機構に加入したことにより、同グループの再保険プログラムに参加できるようになった。同組合の事業の大半はグローバル P&I 保険事業に集中しているが、内航船向けの P&I 保険も提供している。なお、国際 P&I グループに加盟する 12 の団体（以下「クラブ」）のうち、同組合の保険料収入は業界平均を下回る水準にとどまると S&P は予想している。

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中核事業基盤を維持すると S&P は評価している。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。また、海外クラブとの競争や収益性を考慮した保険引き受けの厳格化を受け、市場シェアは低下傾向にある。これらを踏まえ、同組合はグローバルの 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。同組合は今後も競争上の優位を維持し、国内市場での中核的な地位を通じて収益性を維持していくと S&P

は考えている。

保険料率の見直しは、同組合の契約料減少を一定程度緩和すると S&P は考える。同組合は外航船保険について過去 6 年間、ゼネラル・インクリース（更改時の保険料引き上げ）を実施してきたものの、同組合の契約量（保険加入船トン数）は減少傾向にある。保険料収入は、2023 年 3 月期の予定外追加保険料の徴収および 2024 年 3 月期の保険料徴求形式の変更（ミューチュアル・プレミアム方式への移行）により、一時的に増加した。S&P は、事業規模と保険引受料率の組み合わせとして、同組合のトップラインの成長に注目していく。

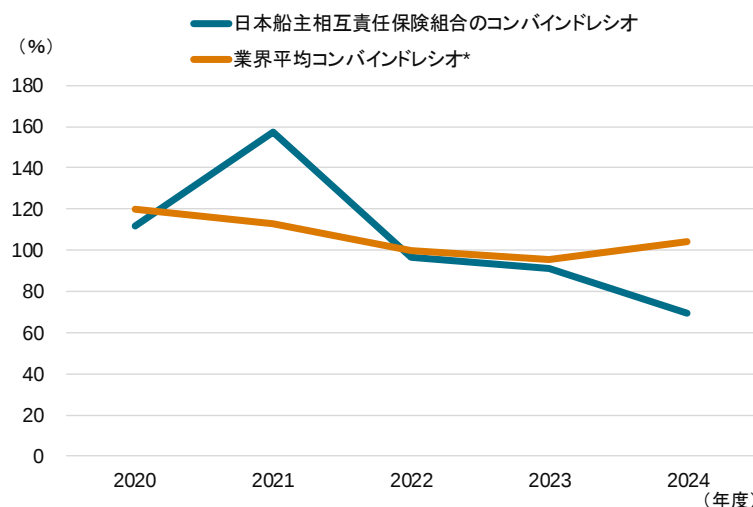
**図 1 契約選別により加入船は減少傾向
収入保険料と外航船加入の割合推移**



出所：日本船主責任相互保険組合の公表決算関連資料をもとにS&P作成

コンバインドレシオでみた同組合の収益性は、おおむね業界（国際 P&I グループ加盟 12 クラブ）平均より良好な水準を維持すると S&P は予想している。同組合のコンバインドレシオ（為替の影響を含むベース）は 2020 年 3 月期から 2022 年 3 月期まで 100% を超え、特に 2022 年 3 月期には内航船における過去最大のクレーム発生などにより、157.3% に大幅に悪化した。高水準のコンバインドレシオを受け、同組合が保険料率引き上げや契約の選別を進めたことから、収益性は徐々に改善している。同組合の改善策の推進と大型クレームが発生しなかったことから、コンバインドレシオは 2025 年 3 月期に 69.2% となった。クレームの発生が通常ベースに戻るとの前提のもと、コンバインドレシオは 95% 程度となると S&P は予想している。なお、保険料収入の増加により、2023 年 3 月期と 2024 年 3 月期の同レシオは一過性の恩恵を受けている点には留意が必要と S&P は考えている。

図 2 収益性は平均すると業界平均を上回るも、大口クレームによる変動性は高い
コンバインドレシオの推移比較



出所: 各クラブの公表決算関連資料をもとにS&P作成

※日本船主責任相互保険組合の事業年度は3月末、他クラブは2月末または12月末

*業界平均コンバインドレシオは格付け先12クラブの単純平均。一部S&P推定値を含む。

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修正後自己資本は今後 2-3 年、99.99%の信頼水準に相当する所要自己資本を上回る水準に維持されると S&P は予想している。同組合の自己資本水準は、2022 年 3 月期に大口クレームの発生により大きく低下した後、2023 年 2 月の予定外追加保険料の徴求に加え、2024 年 3 月期以降の良好な業績を背景に改善した。同組合が進める収益性改善策の成果が出ることで、同水準は引き続き緩やかに改善すると S&P はみている。

同組合では大口クレームの影響を受けやすい状況が続くと S&P はみている。同組合では中・大規模の保険事故の発生頻度が高い P&I 保険に事業が集中していることに加え、自己資本の絶対額が小さいことが、収益性と自己資本の変動性を高めている。S&P のベースケース・シナリオでは、同組合はコンバインドレシオが 100%以下の健全な収益性を維持すると予想しているものの、その潜在的な変動性は引き続き高いと考えている。

同組合の保守的な運用方法は今後も大きくは変わらないと S&P は考えている。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おり、公社債投資信託と株式投資信託への投資配分を引き上げている。しかし、S&P では両投信が今後、大幅に増加することは予想していない。また、同組合の運用資産は引き続き米国債、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中心である。

同組合は保険料率引き上げや契約選別による適切なリスクコントロールを継続すると S&P はみている。国際 P&I グループのプール再保険機構に加入していることもプラス要因と考えている。また、同組合は必要時には組合員から予定外保険料を徴収することも可能である。リスク管理の高度化の一環として、経済価値ベースのリスクモニタリング体制やリスクとソルベンシーの自己評価に関する報告書（ORSA レポート）の作成を、国内外の規制動向を踏まえつつ検討している。

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抱えておらず、S&P のベースケース・シナリオでは同組合は新規の負債調達も行わないと想定している。

信用力評価におけるその他の考慮事項

ガバナンス

同組合のガバナンスに特段の問題はないと S&P はみている。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 は考えている。同組合は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

同組合には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にあることから、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、同組合は対応可能と S&P は考えている。

環境・社会・ガバナンス

環境・社会・ガバナンス（ESG）要因は同組合の格付け分析上中立的と S&P は考えている。同組合の ESG 要因は P&I 業界の他クラブと遜色はないと S&P はみている。同組合は相互組合形態をとっており、保険契約者のための非営利組織である。保険提供を通じてグローバルな海運を支える社会的な役割を担っている。また、同組合は海運業界の低・脱炭素化に向けた取り組みを保険提供を通じて支援している。

関連格付け規準

2023 年 12 月 14 日付 格付け規準 | 保険会社 | 一般: 保険会社のリスクベース自己資本の十分性——手法と想定

2021 年 10 月 20 日付 一般格付け規準: 信用格付けにおける環境・社会・ガバナンス(ESG)の原則

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

2011 年 3 月 2 日付 一般格付け規準: 信用格付けの原則

関連リサーチ

2025 年 7 月 29 日付 日本船主責任相互保険組合を「BBB+」に格上げ、アウトルックは「安定的」——資本基盤の強化を受けて

2025 年 3 月 16 日付 Tear Sheet: Japan Ship Owners' Mutual Protection & Indemnity Assn. (The)

2024 年 10 月 23 日付 Protection And Indemnity Clubs Opt For Rate Hikes In 2025

2024 年 7 月 31 日付 日本船主責任相互保険組合のアウトルックを「ポジティブ」に変更、格付けは「BBB」に据え置き

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.spglobal.com/ratings/jp）の「ライブラリ・規制関連」で公表しています。

Copyright © 2025 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ることがないこと、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。

本コンテンツの一部は、人工知能（AI）ツールで作成された可能性があります。AI を用いて考案、あるいは処理されて公表したコンテンツは、S&P 職員が作成、検討、編集、承認したものです。

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、投資判断やその他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みますが、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.spglobal.com/ratings、そして、購読契約による有料サイトの www.ratingsdirect.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.spglobal.com/usratingsfees に掲載しています。