

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 03-4550-8775

恵村甲子朗、東京 電話 03-4550-8307

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 保険財務力格付け
▲			▲			+		
事業リスク	適切・上位							
事業競争力	中程度		ガバナンス	中立		支援	0	
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								

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増加する見込み。

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」）は予想している。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今後、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。

「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。直近 2 年、同組合の業績は大口の保険事故（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の影響を受けた。しかし、2021 年 3 月期末の 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維持した。S&P では同組合の自己資本は引き続き強化され、今後 2 年以内に「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もみている。

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外国株式ファンドへの投資をやや増加しているものの、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。特に、近年のコンバインドレシオ（正味損害率＋正味事業費率）の悪化を踏まえ、保険引受分野での ERM の戦略的な活用を強化する方針にある。

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

- マクロ経済：日本の 2021 年以降の実質国内総生産（GDP）は、コロナ禍からの回復に伴い成長する。
- 新型コロナ：影響は徐々に落ち着き、関連する保険金支払いは減少する。
- 損害率：クレームの発生頻度は平準的な水準に留まる。値上げと契約選別効果により損害率は徐々に改善する。
- 金融市場：国内外の金融市場で株価、為替、金利は大きく変動しないものの、潜在的な変動性は高い状況が続く。

主要指標(単体ベース)								
	2024/3*	2023/3*	2022/3*	2021/3	2020/3	2019/3	2018/3	2017/3
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	極めて強い	非常に強い	非常に強い
収入保険料(十億円)	20-21	20-21	20-21	20	20	21	21	23
当期純利益(十億円)	0-1	0-1	0-1	3	-1	2	1	2
ROE(%)	3-6	3-6	3-6	24.1	-12.1	18.1	14.1	27.6
ROE(調整後)(%)***	1-3	1-3	1-3	6.3	-4.2	10.2	4.8	13.0
コンバインドレシオ(%)	100-105	100-105	100-105	111.9	107.5	95.0	89.8	83.7
運用利回り(%) 実現キャピタルゲイン(ロス)は含まず	2.0	2.0	0.8	4.1	0.2	1.2	2.3	1.8
財務レバレッジ(調整後)(%)***	<1	<1	<1	0.6	0.5	0.6	0.4	0.5

*2024 年 3 月期、2023 年 3 月期、2022 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留まると S&P は予想している。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。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。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。

近年減少傾向にあった同組合の収入保険料は底打ちしつつあると S&P はみている。これは、グローバル P&I 市場全体の動向に沿い、同組合が過去 2 年ゼネラル・インクリース（更改時の保険料引き上げ）を実施したためである。保険料が相対的に高い老齢船の売船・解撤の影響がある一方、値上げ効果と新造船の増加が同組合の保険料収入を後押しすると S&P は予想している。

コンバインドレシオを用いて、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、数年間でならしてみて他クラブより良好な水準を維持する見通しである。一方、大口クレームの増加を受け、同組合の直近 2 年間のコンバインドレシオは為替の影響を含むベースで 107.5%（2020 年 3 月期）および 111.9%（2021 年 3 月期）とそれぞれ悪化した。値上げ効果や契約選別を進めることにより、2022 年 3 月期以降の収益は改善していくものと S&P は予想している。

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 S&P は考えている。2021 年 3 月期は新型コロナに起因する一定の保険金支払いがあったものの、ワクチンの普及と世界的な経済活動の再開が下支えとなろう。比較的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 は予想している。同組合のフリーリザーブは大口クレームの発生などを受けて過去 2 年減少した。しかし、2021 年 3 月期末の 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 は評価している。S&P のベースケース・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 は同組合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のもと、そうした投資をやや増やしており、投資枠も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ゼネラル・インクリース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、同組合は経済価値ベースのリスクモニタリング体制や 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。また、近年のコンバインドレシオの悪化を踏まえ、保険引受分野での ERM の活用強化を進めている。

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」

2011 年 3 月 2 日付「一般格付け規準: 信用格付けの原則」

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」

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 © 2021 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・アンド・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。