

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/安定的 <small>保険財務力格付け</small>
▲			▲			+		
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	適切・下位		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	適切・上位							
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=保険業界のントリーリスク評価

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 13 クラブ）平均より良好である。

主なリスク

- 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引き続き激しく、事業の大幅な拡大は見通し難い。
- 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、収益改善策を通じて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、P&I 保険市場で強固な地位を持つ。一方、事業ラインの多様性は低く、地理的にも顧客基盤は日本に集中している。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。近年の収益性悪化を踏まえ、同組合では料率改定や契約選別などを通じた改善策を実施している。

同組合の資本水準は徐々に回復すると S&P はみている。過去 3 年、同組合の業績は大型クレームの多発や新型コロナウイルス感染拡大の影響を受けた。特に、2022 年 3 月期は内航船での過去最大のクレームが発生したことなどにより、フリーリザーブ（純資産＋異常危険準備金）の大幅な取り崩しとなった。同組合は収益性改善策を通じて、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、保険引き受け分野でのリスク管理を強化している。

アウトルック: 安定的

「安定的」のアウトルックは、同組合の保険引き受け業績と資本水準が徐々に回復して、適切な水準に維持されると 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

今後 2 年以内に、以下のいずれかに該当した場合には、格下げとなる可能性がある。

- 保険事故の頻発や資産運用リスクの大幅な増加などにより、自己資本水準がさらに低下する。
- コンバインドレシオや ROE（株主資本利益率）でみた収益性が同業他社に大きく見劣りする状況が続く。

アップサイド・シナリオ

一方、今後 2 年以内に、フリーリザーブの積み上げにより自己資本の十分性が大幅に改善し、かつ、同組合の事業競争力が維持されていると S&P が判断した場合には、格上げとなる可能性がある。

想定

- マクロ経済：日本の実質国内総生産（GDP）は 2022 年にコロナ禍からの回復に伴い回復し、2023 年以降は緩やかに成長する。

- 新型コロナ：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とどまる。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：株価や金利などの主要な変数は、S&P が同社の予想策定時点に想定した水準程度で推移する。
- 資本政策：フリーリザーブの積み上げにより資本水準は改善する。予定を上回る追加保険料徴求（Unbudgeted supplementary call）や劣後債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）					
	2025/3*	2024/3*	2023/3*	2022/3	2021/3
収入保険料（十億円）	23-26	26-30	23-26	22	20
修正後 EBITDA（十億円）**	0-1	2-3	0-1	-6	1
当期純利益（十億円）	0-1	1-2	0-1	0	3
自己資本の十分性	強い	強い	強い	強い	極めて強い
ROE（調整後）（%）**	2-4	9-11	2-4	-16.1	6.3
財務レバレッジ（調整後）（%）**	<40	<40	<40	0.7	0.6
コンバインドレシオ（%）	95-110	85-90	95-110	157.3	111.9
正味損害率（%）	75-85	65-70	75-85	132.3	88.3
事業費率（%）	20-25	19-21	20-25	25.0	23.6
ROR（%）**	4-8	15-17	4-8	-37.8	7.2

*2025年3月期、2024年3月期、2023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

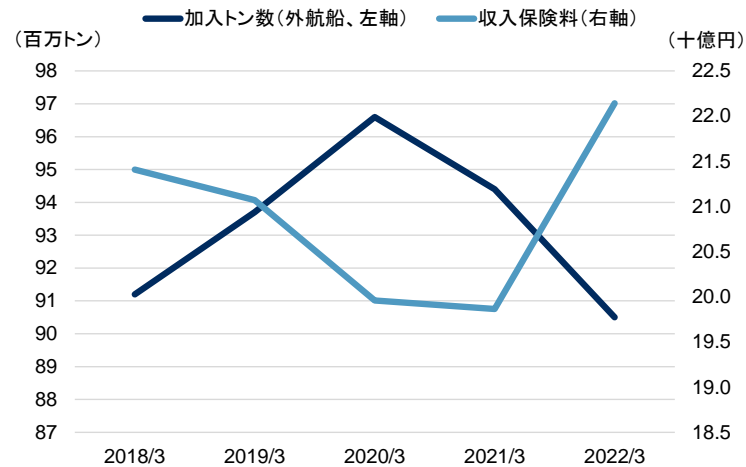
日本船主責任相互保険組合の収入保険料とフリーリザーブは、国際P&Iグループに加盟する13の団体（以下「クラブ」）のそれぞれ平均的な水準の下方にとどまるとS&Pは予想している。同組合は、組合員向けに船舶の運航に伴って生じる費用および責任を補償するP&I保険を提供する相互扶助保険組織で、1950年に設立された。1976年に国際P&Iグループに加盟。1989年に国際P&Iグループのプール再保険機構に加入したことから、グループの再保険プログラムに参加できるようになった。グローバルP&I保険事業を手がけるが、内航船向けのP&I保険も提供する。

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。

料率改定の継続により、同組合の保険料収入は増加を続けるとS&Pは予想している。保険料が相対的に高い老齢船の売船・解撤に加え契約選別の影響により、近年減少傾向にあった保険料収入は、同組合が過去3年実施してきたゼネラル・インクリース（更改

時の保険料引き上げ)の効果により、2022年3月期に増加に転じた(図1参照)。同組合は今後も料率引き上げを継続するとS&Pは想定している。また、同組合は2024年3月期に保険料徴求形式を変更する(ミューチュアル・プレミアム方式への移行)と表明していることから、同期は保険料支払いタイミングの技術的変更という一過性要因により、保険料収入が増加するとS&Pは分析している。

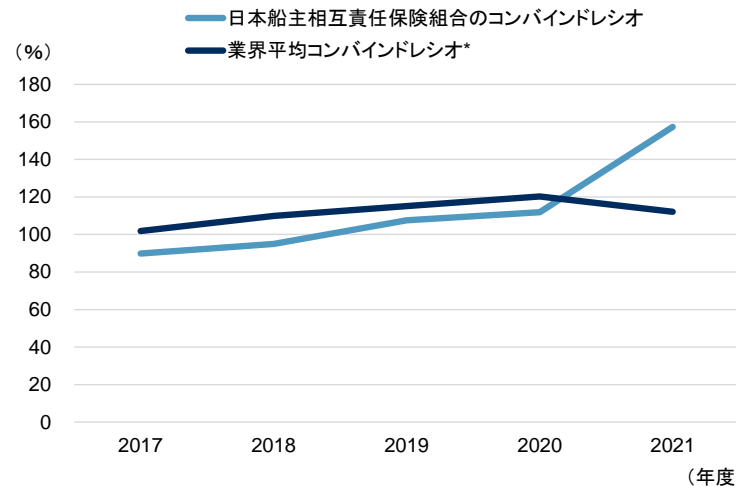
**図 1 契約選別により加入船が減少する一方、料率引き上げにより保険料収入は増加
収入保険料と外航船加入トン数の推移**



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13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)は過去3年100%を超えており、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%と大幅に悪化した(図2参照)。このため、同組合は保険料率引き上げや契約選別を進めていることから、2023年3月期以降は収益性が改善していくとS&Pではみている。また、他の加盟クラブでも類似の収益改善策が行われていることから、業界全体で損失を分担するプールクレームの発生頻度も徐々に落ち着くと予想している。2024年3月期は上述の一過性要因による保険料収入の増加により、収益性も一時的に高まるとS&Pはみている。

図 2 収益性はおおむね業界平均より良好も、大口クレームによる変動は大きい
コンバインドレシオの推移比較



*業界平均コンバインドレシオは格付け先 13 クラブの単純平均。一部 S&P 推定値を含む。

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

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自己資本水準は今後 2 年程度、改善が続くと S&P はみている。2022 年 3 月期は大口クレームの発生により同組合のフリーリザーブは大きく減少した。このため、S&P の自己資本モデルに基づく修正後自己資本も大きく減少し、「AAA 格」の所要自己資本水準から「A 格」の水準まで低下したと S&P は評価している。同組合の収益性改善策により、自己資本水準は徐々に改善すると 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。収益性は改善するものの、潜在的な変動性は引き続き高いと S&P は考える

同組合で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るなかでも、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過去数年引き上げてきた。ただし、その増加ペースは緩やかであり、S&P では今後の大幅な増加は予想していない。また、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。

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、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。また、必要時には組合員から予定を上回る追加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、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。

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、新規の負債調達もないと S&P は想定している。

信用力評価におけるその他の考慮事項

ガバナンス

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。

環境・社会・ガバナンス(ESG)

ESG クレジット・インジケータ

E-1	E-2	E-3	E-4	E-5	S-1	S-2	S-3	S-4	S-5	G-1	G-2	G-3	G-4	G-5
-----	------------	-----	-----	-----	-----	------------	-----	-----	-----	-----	------------	-----	-----	-----

S&P の ESG クレジット・インジケータは、事業体レベルにおける情報開示の度合いと透明性を高めるとともに、環境、社会的、ガバナンス要因が格付け分析に及ぼす影響についての S&P の意見を反映する。ESG クレジット・インジケータは、サステナビリティに関する格付けでも S&P の ESG エバリュエーションでもない。これらの要因の影響の程度は、アルファベットと「1」から「5」までの数字を組み合わせたスケールによって反映され、1: ポジティブ、2: 中立的、3: ややネガティブ、4: ネガティブ、5: 非常にネガティブ、である。詳細は、2021年11月2日付『ESG クレジット・インジケータの定義とその導入』を参照。

ESG 要素は同組合の格付け分析に重大な影響を与えていない。

関連格付け規準

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

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

関連リサーチ

2021年12月20日付 ESG クレジット・インジケター・レポートカード:日本と欧米の保険会社
2022年7月27日付 日本船主責任相互保険組合を「BBB」に格下げ、アウトロックスは「安定的」

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 © 2022 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。