

## 生命保険会社の国際比較： ビジネスモデルの変化に伴う金融安定上の論点

金融機構局 小川佳也、神保真宏、松井祐依、鷲見和昭

Bank of Japan Review

2026年5月

生命保険会社は、長期の保険契約を履行するために長期の資産運用を行っている。この基本的な機能は各国の保険会社に共通だが、提供している保険商品や運用資産は様々である。世界金融危機以降の各種規制への対応に加え、長寿化による退職後の資金ニーズの高まりやコロナ禍まで持続した低金利環境およびその後の高インフレ期のなかで、生命保険会社は、商品ラインナップの拡充やオルタナティブ投資を含む運用の多様化などビジネスモデルの変革を進めてきた。最近では、運用利回り向上等を目的とした資産集約型再保険の活用も増えている。本稿では、日本・ドイツ・英国・米国を対象に、生命保険会社のバランスシートの構成変化や規模について国際比較を行ったうえで、資産集約型再保険の動向や生命保険会社とプライベートファンドとの連関性なども含めた金融安定上の論点を整理した。

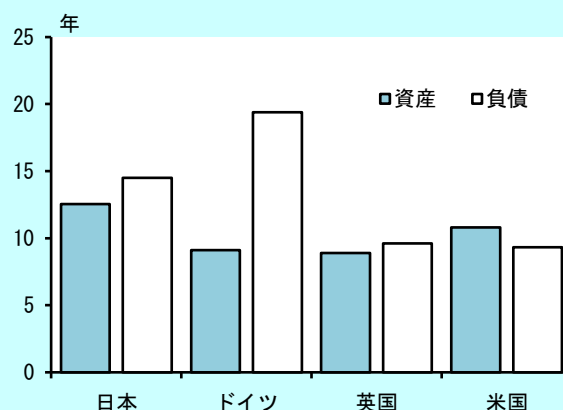
### はじめに

生命保険会社のバランスシート構成をみると、一般的に、長期の資産と長期の負債で構成されている。すなわち、負債側は、死亡リスクに対する死亡保障や長寿リスクへの生存保障など、家計が長期にわたって抱える経済的なリスクをヘッジするための保険商品で構成されている。他方、資産側は、こうした長期の保険契約を履行するための長期運用を前提とした資産で構成されている。

こうした生命保険会社が担っている機能は、各国共通であるが、提供している保険商品や運用している金融資産は様々である。実際、資産デュレーション（資産運用における投資期間）・負債デュレーション（保険金支払いまでの期間）について国際比較を行うと、総じて長期に及んでいるものの、契約期間が長期にわたる終身保険や養老保険等の貯蓄性商品が多かった日本とドイツでは、負債デュレーションが10年超となっている。他方、投資信託の運用リターンに連動するユニットリンク型や変額年金等の投資性商品が中心となっている英国と米国では、負債デュレーションが10年弱と相対的に短めとなっている（図表1）<sup>1</sup>。

生命保険会社を巡る外部環境において、高い関心を集めている主な論点としては、まず、主要国

【図表1】資産・負債デュレーション



(注) 日本は2024年度末（開示データが入手可能な大手4社、中央値）、ドイツ・英国は2018年末、米国は2024年末（資産：集計値、負債：開示データが入手可能な4社、中央値）。

(出所) ACLI、EIOPA、各社開示資料

で共通に進んでいる趨勢的な人口動態の変化、とりわけ長寿リスクの増大に伴う退職後の資金ニーズの高まりが挙げられる。次に、世界金融危機時において、簿価ベースのソルベンシー規制ではリスクを必ずしも適切に計測できないとの問題意識から、足もと、経済価値ベースのソルベンシー規制も実施が進んでいる<sup>2</sup>。加えて、世界金融危機以降、主要国が直面した持続的な低金利環境下でリスクテイク姿勢を前傾化させたことによる影響などが、感染症拡大後の高インフレ期を経た現在においても、なお、引き続き、高い関心を集めている。

こうした外部環境の変化のもとで、各国の生命保険会社は、保険商品の改廃・拡充に加え運用資産の多様化などビジネスモデルの変革を進めている。また、最近では、運用利回りの向上等を目的とした資産集約型再保険（Asset Intensive Reinsurance：AIR）の活用によって、バミューダを中心とするオフショアの再保険会社にリスクを移転する取り組みも増やしている。

金融システム安定性の観点から生命保険会社をみると、その資産規模は、わが国においても、グローバルにおいても、相応のプレゼンスを有している。加えて、生命保険会社の運用資産の構成変化や、PEファンドなど他のノンバンクとの相互関連性の高まり、資産集約型再保険を通じたクロスボーダー取引の増加などもみられている。そのため、世界の金融当局としては、継続的なモニタリングを行うとともに、市場にストレスが生じた場合の波及経路やストレスの増幅メカニズムなど、金融安定上のリスクを適切に把握することが重要であると考えられる<sup>3</sup>。こうした問題意識のもと、本稿では、日本・ドイツ・英国・米国を対象に、生命保険会社のバランスシートの規模や構成の違い、その背景にあるビジネスモデルの相違や変遷などについて、国際比較を行ったうえで、金融安定上の論点についても足もとの状況を整理した<sup>4</sup>。

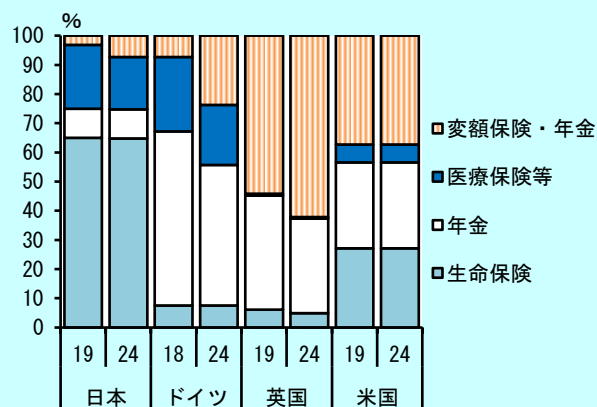
## バランスシートの構成変化

### （保険商品の構成）

各国で提供されている保険商品の構成について、感染症拡大の前後で比較すると、国ごとの違いは相応にあるものの、貯蓄型商品から契約者が運用リスクを負担する投資性商品（図表2の「変額保険・年金」等）へのシフトが各国共通で進んでいる（図表2）。これには、感染症拡大前に続いていた低金利環境下での予定利率（保証利率）の低下が貯蓄性商品に対する家計の需要を下押しした可能性が指摘されている。加えて、例えば、ドイツでは、経済価値ベースのソルベンシー規制への対応により、利回り保証型の貯蓄性商品から、元本保証が付されず、資本賦課が相対的に少ないユニットリンク型商品等への移行が進んだことも影響したと言われている<sup>5</sup>。日本でも、多様な顧客ニーズに応えるため、退職後の資金ニーズの充

足を目的とした変額商品や外貨建て保険などを拡充しているほか、介護・健康増進型といった第三分野商品にも注力している。この間、もともと変額商品が中心であった米国・英国では、商品構成に目立った変化はみられていない。ただし、英国では、長寿化による退職後の資金ニーズの高まりとともに、生命保険会社が企業の確定給付年金を引き受ける取引が増加している点が指摘されている<sup>6</sup>。

【図表2】 保険商品の構成



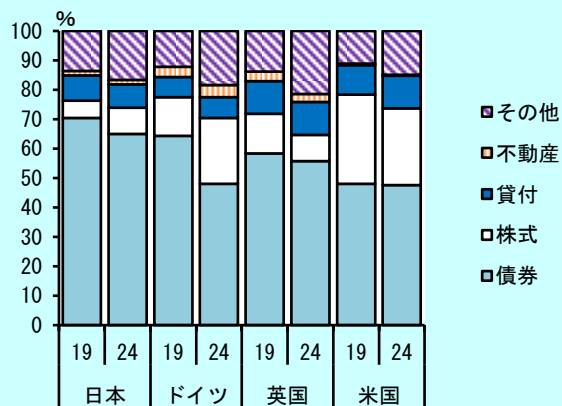
(注) 日本は保有契約残高、ドイツは保険料、英国および米国は責任準備金ベース。日本は各年度末、それ以外は各年末時点。

(出所) ACLI、BOE、GDV、生命保険協会

### （運用資産の構成）

次に、生命保険会社の運用資産構成の変化をみると、いずれの国でも、債券の割合が高い点は共通しているが、感染症前との比較でみると、その割合は幾分低下している（図表3）<sup>7</sup>。

【図表3】 運用資産の構成

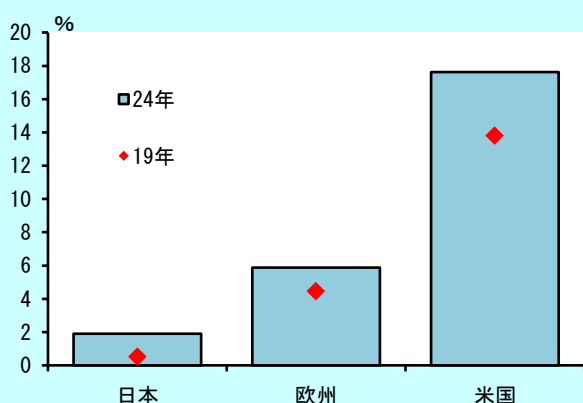


(注) 日本・米国は特別（分離）勘定を、ドイツ・英国はユニットリンクを含むベース。日本は各年度末、それ以外は各年末時点。

(出所) ACLI、BOE、EIOPA、生命保険協会

他方、伝統的資産との相関が低く、相対的に安定的なリターンが見込まれるオルタナティブ投資（図表3の「その他」に含まれる）の割合が共通して上昇しており、総じて低流動性資産の割合が拡大している。こうしたオルタナティブ資産のうちPE・PD（プライベートデット）投資の割合をみると、欧米を中心に上昇しており、この背景としては、生命保険会社が担っている長期の保険契約に対し、資産負債管理（ALM）の観点からも、長期の運用手段としてPE・PDへの投資を拡大させやすかった点などが指摘されている（図表4）。なお、本邦生命保険会社のPE・PD投資については、増加傾向がみられるものの、欧米対比でみると、その規模は相応に抑制されている。

【図表4】運用資産に占めるPE・PD投資割合



（注）日本は各年度末、欧州・米国は各年末時点。日本は開示データが入手可能な4社ベース。PDの定義等は必ずしも一致していない。

（出所）シカゴ連銀、EIOPA、NAIC、各社開示資料

## 資産集約型再保険の活用

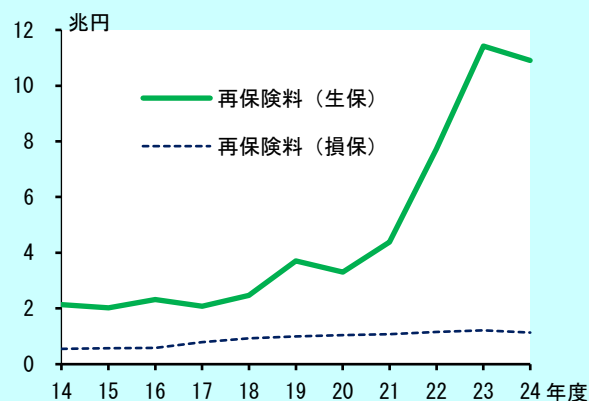
前述したバランスシートの構成変化に加え、近年、各国の生命保険会社において、運用利回りの向上や資本効率の改善を企図した資産集約型再保険の活用が増加している（再保険の歴史や経緯については、BOXを参照）。本邦の生命保険会社においても、こうした資産集約型再保険の利用が、近年、増加傾向であることが確認できる（図表5）。そこで、本節では、同商品の仕組みや活用目的を解説するとともに、各国の生命保険会社の取り組み状況を紹介します。

### （基本的な仕組みと活用目的）

資産集約型再保険は、保険契約にかかるリス

クのみならず、運用リスクも再保険会社に移転することで、ソルベンシー規制上の資本賦課の軽減につながるケースがあるほか、運用力に秀でたPE傘下の再保険会社に運用を委託することで、運用利回りの向上が期待できる<sup>8</sup>。

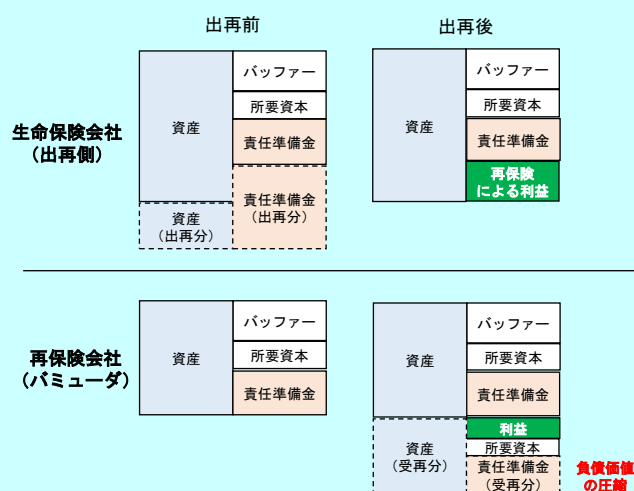
【図表5】本邦保険会社による再保険料支払



（出所）生命保険協会、損害保険協会

再保険の引受先には、オフショアのバミューダ籍の再保険会社が多く利用される場合が多い。同国の保険監督制度は欧米と同等の水準にあるとの評価を得ているほか、バミューダ金融当局（Bermuda Monetary Authority : BMA）の監督も強化されている<sup>9</sup>。この点、バミューダへの資産集約型再保険での出再のメリットとしては、保険契約上の債務のための積立金である責任準備金の金額評価にあたって、より高い割引率を適用することができ、負債価値の圧縮が可能となるケースがあることが指摘されている（図表6）<sup>10</sup>。

【図表6】資産集約型再保険のイメージ

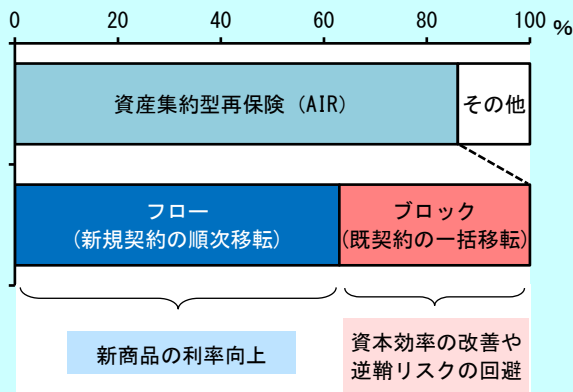


（注）本図表はあくまで例示（既契約分を出再する「ブロック出再」によって、出再側の生命保険会社が「再保険による利益」が生じる場合について作成）を目的としている。

こうしたケースでは、出再側の生命保険会社は、資産側からオフバランス化する資産の規模対比、割引率の違いによって、より多くの責任準備金を負債サイドからオフバランス化することができるため、その差額が再保険の活用によって得られる利益となっている<sup>11</sup>。

この点に関して、金融庁の「保険モニタリングレポート」によれば、2023年度末時点（ストックベース）で本邦生命保険会社が行った生命再保険のうち、資産集約型再保険が8割超を占めることが指摘されている（図表7）。取引形態としては、新規契約分を順次移転していく「フロー再保険」と、既契約分を一括移転する「ブロック再保険」に分けられ、一般的には、前者は再保険会社の運用能力を活用することで新商品の予定利率の向上を、後者は、資本効率の改善や逆輸リスクの回避等を目的に利用される場合が多いと言われている<sup>12</sup>。

【図表7】本邦生命保険会社の再保険の内訳



(注) 2023年度末時点。

(出所) 金融庁

### (各国の取り組み状況に関する比較)

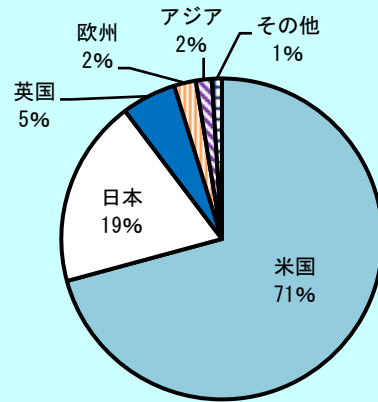
国際的にみても、資産集約型再保険に関する公表データは少ないが、BMAによる再保険契約に関する出再国別シェアをみると、米国・日本・英国の順番で割合は高くなっており、ドイツを含む欧州の割合は相対的に小さい（図表8）。

## 金融安定への含意

各国において、国内金融部門が保有する金融資産に占める生命保険会社のシェアをみると、投資ファンドを中心とした非伝統的ノンバンク部門

の資産が拡大するもとで、いずれの国でも近年は緩やかな低下傾向にある（図表9）<sup>13</sup>。もっとも、

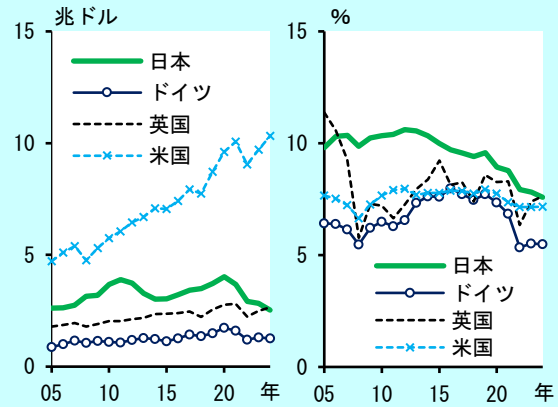
【図表8】バミューダ再保険会社の再保険契約出再国別シェア



(注) 2024年末時点。

(出所) BMA

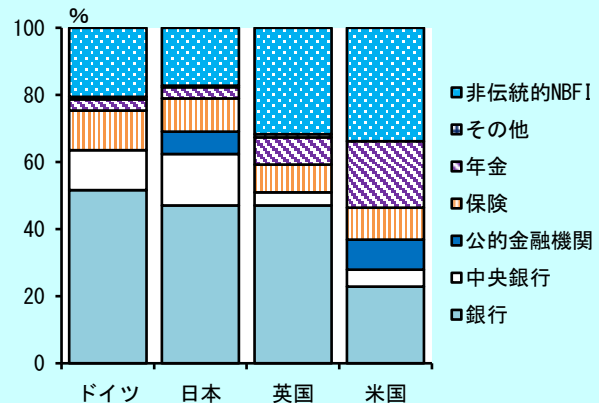
【図表9】生命保険会社の金融資産残高  
<水準> <シェア>



(注) シェアは国内金融部門に占める割合。直近は2024年。

(出所) Bundesbank、BOE、FRB、FSB、日本銀行

【図表10】国内金融部門の金融資産シェア

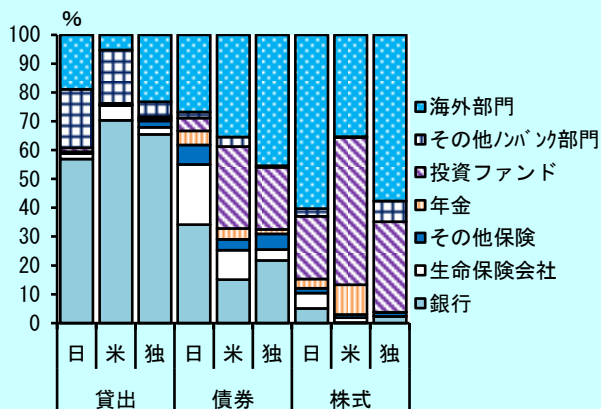


(注) 2024年末時点。非伝統的NBF Iは、保険・年金以外のNBF I。

(出所) FSB

保険会社は、年金基金とともに伝統的なノンバンク部門として知られており、金融システムや債券市場等において、銀行や投資ファンドと並んで相応のプレゼンスを有している（図表 10、11）<sup>14</sup>。

【図表 11】主体別にみた保有資産残高シェア

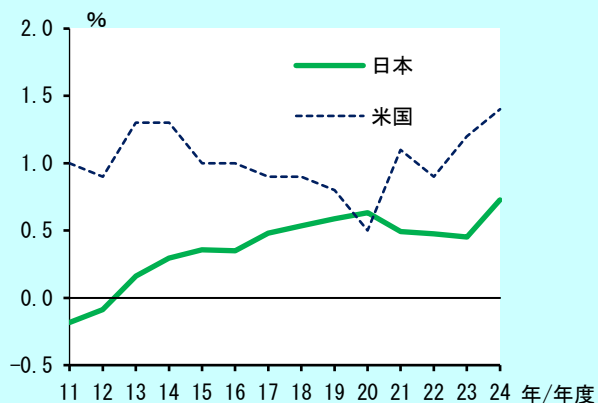


(注) 国内金融部門と海外部門による対内投融资。ドイツの「海外部門」は欧州域内を含む。2024 年末時点。

(出所) Bundesbank、FRB、日本銀行

従来から指摘されている生命保険会社に係るリスクとしては、世界金融危機以降みられた利回りの追求、つまり、リスクテイク姿勢の前傾化が挙げられる。具体的には、低金利環境下で、利回り保証型の保険契約の取り扱いが相対的に多い日本やドイツでは、高利回りのクレジット資産や外貨建て資産等への投資が進んだと指摘されており、そうしたもとで、実際に、本邦生命保険会社の利鞘は改善傾向をたどっている（図表 12）。

【図表 12】生命保険会社の利鞘の推移



(注) 利鞘は、運用利回りと平均予定利率の差。日本は大手 3 社ベースの試算値。

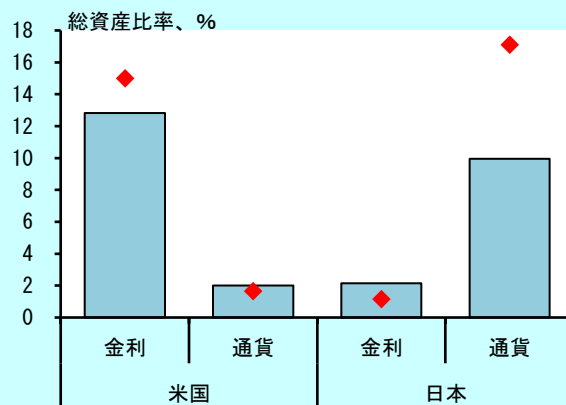
(出所) NAIC、各社開示資料

加えて、限定的ではあるものの、低流動性資産への投資が進むもとで、グローバルなストレス事

象の発生が、生命保険会社の保有資産を毀損し、結果として「投げ売り」へとつながり、市場変動を増幅させてしまうリスクも指摘されている。この点、日本や欧州等の生命保険会社を中心に、他法域の債券をポートフォリオに組み入れる動きも進んでいるため、こうした相互連関性を通じて市場ストレス時の影響が国境を越えて伝播する可能性も指摘されている<sup>15</sup>。もっとも、経済価値ベースのソルベンシー規制への対応やリスク管理体制の高度化も進んでいるなか<sup>16</sup>、こうした資産の多くは投資適格級となっており、クレジットリスクへの前傾化の動きは、総じてみれば抑制されているとの声が多い<sup>17</sup>。

なお、金利リスクや為替リスクをヘッジするためにデリバティブの活用も進んでいることから、市場ストレス時の追加的な証拠金の差し入れによる影響等も潜在的なリスクとして指摘されている（図表 13）<sup>18</sup>。

【図表 13】デリバティブの想定元本



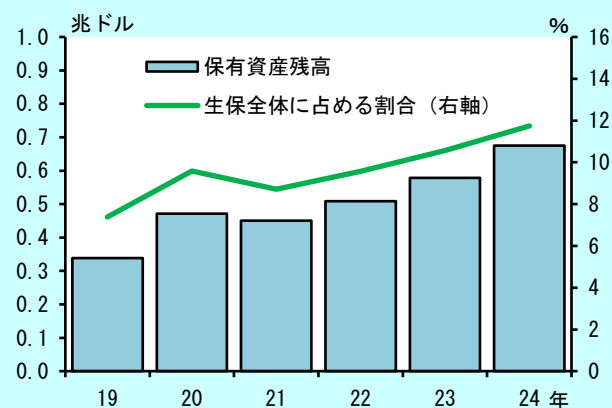
(注) 米国は 2021 年末、日本は 2024 年度末時点（マーカーは、米国は 2015 年末、日本は 2019 年度末時点）。日本は大手 9 社ベースの試算値。金利は金利スワップ等、通貨は為替予約、為替・通貨スワップ等。

(出所) NAIC、各社開示資料

同じく生命保険会社の資産サイドに関連するリスクとしては、PE・PD との相互連関性の高まりが挙げられる。前述のとおり、足もと、米国を中心に、主要生命保険会社によるプライベートファンドへの投資が進んでいるもとで、米国では、PE ファンドによる生命保険会社の買収や資本提携が増加しており、足もと運用資産でみると PE 傘下生命保険会社の運用資産が全体のおよそ 1 割に上っている（図表 14）。こうした PE 傘下となった生命保険会社については、同一の資産運用会社

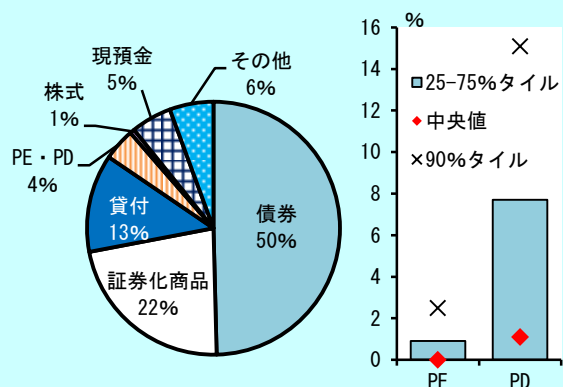
傘下の PE・PD などのファンド向け投資が拡大する傾向があることが指摘されている。資産集約型再保険の文脈におけるバミューダに所在する再保険会社についても、その半数近くが PE ファンドからの出資を受けていることが知られている。また、バミューダの再保険会社の運用資産構成をみると、一部の先（図中の 90%タイル）を中心に PE・PD 投資の割合が相対的に高くなっている（図表 15）<sup>19</sup>。

【図表 14】 米国の PE 傘下生命保険会社の運用資産



(出所) NAIC

【図表 15】 バミューダ再保険会社の運用資産 <構成比> <PE・PD 割合>



(注) 2023 年末時点。

(出所) BMA

そもそも、PE・PD については、その投融资先にかかる業種別にみた集中度合いやバリュエーションの不確実性などが潜在的なリスクとして指摘されている<sup>20</sup>。グローバルな金融システムの安定の観点からは、生命保険会社とこうした PE・PD の相互関連性が高まることで、生命保険会社の運用・投資判断における利益相反リスクや、相

互関連性の結果としてのストレスの相互波及のリスクが指摘されている。このほか、これらのストレスが PE・PD に対して別途エクスポージャーを有している銀行部門へ波及するリスクが懸念されている<sup>21</sup>。

また、前述の通り、オルタナティブ投資の増加や資産集約型再保険の活用は、運用の多様化などを通じて資産負債管理 (ALM) の高度化に資することが期待されている。他方、潜在的なリスクとしては、バミューダをはじめとするオフショアの再保険契約にかかる集中リスクや出再解除 (再保険契約が打ち切られた際に、再保険を出再した保険会社が移転していた資産・リスクを回収する義務の発生) 等が指摘されている。

## おわりに

本稿では、生命保険会社による再保険の活用を含めたビジネスモデルの変化について、日本・ドイツ・英国・米国を対象に国際比較を行い、金融安定上の含意に関する論点整理を行った。ポイントをまとめると、以下の 2 点である。

第一に、世界金融危機以降の環境変化として、各種規制への対応に加え、退職後の資金ニーズの高まりやコロナ禍まで持続した低金利環境およびその後の高インフレ期のなかで、各国の生命保険会社は、商品ラインナップの拡充や運用資産の多様化などのビジネスモデルの変革を図ってきた。そうしたもとで、国ごとに程度の差はみられるものの、プライベートファンド向けを含むオルタナティブ資産やその他の低流動性資産へのエクスポージャーを拡大させてきた。

第二に、最近では、運用利回りの向上等を企図して、生命保険会社による資産集約型再保険の活用が増加している。再保険の引受先はバミューダに拠点を有する PE 傘下の再保険会社も一定程度含まれており、各国の生命保険会社では、直接的な PE・PD 投資に加え、このような間接的な連携強化によって、プライベートファンドとの相互関連性が一段と高まっているとみられる。

グローバルな金融システムにおいて、生命保険会社は従来から相応のプレゼンスを有する重要な経済主体である。金融システムの安定性確保と

いう観点では、生命保険会社の資産面・負債面も含めたバランスシートの規模や構成変化についてもモニタリングしていくことが重要である。また、ノンバンクを含めた金融機関ごとの相互連関性がグローバルに複雑化するもとでは、経済主体

のリスクの所在の把握のみならず、ショック発生時におけるストレスの波及経路の分析などを継続していくことが、引き続き、重要であると考えられる。

### BOX：再保険の歴史および変遷について

再保険とは、保険契約者の保険を引き受けた元受保険会社から再保険会社へとリスクを移転・分散する金銭的取引のことである。その際、保険契約に内在するリスクの特定部分を切り出し、それを引き受け可能な主体へと再配分する機能を有している。

この再保険の起源は、一般的に14世紀頃の中世ヨーロッパの海上保険にまでさかのぼると言われ、時代・環境の変化とともに進化発展を遂げてきた。当初、再保険の引受リスクは自然災害等に起因した損害再保険の領域が主だったが、1990年代に自然災害が多発するなか、証券化市場の拡大とともに金融資本市場との融合が進んでいったと指摘されている<sup>22</sup>。具体的には、追加的な保険引受を行う際に必要となる資本調達手段として、金融資本市場を介して投資家に債券を発行する仕組みができ、巨大災害債券（Catastrophe Bonds）などの保険リスク証券市場の急速な発展へとつながっていった。保険会社は、こうした金融手法を介して、追加のリスクテイク（保険の引受）が可能となるが、保険リスク証券等を発行せずとも、増資によっても同様の効果は得ることはできる。しかし、増資は容易には実行できない。一方で、再保険の活用によっても引受能力の増強が可能であり、こうしたなかで、保険会社は、コスト面での優位性、利便性、効率性、取引の柔軟性などを考慮した上で、資本調達の代替手段としても再保険を活用するようになっていった。

生命再保険の分野における再保険は、既述の損害保険より遅れて誕生した。当初は、バイオメトリック・リスク（死亡リスクや長寿リスク等）を移転することが主な目的として利用されていた。しかし、その後、生命再保険分野においても、損害再保険と同様、金融資本市場との融合が進んでいった。こうしたなかで、保険契約の解約などの負債サイドのリスク移転の手法から、資産側の運用リスクも同時に移転させるスキームとして、資産集約型再保険など多様な機能を有する再保険が誕生した。

<sup>1</sup> 日本では、上場会社を中心に、デュレーション・ギャップの推移が開示されており、個社ごとにばらつきはあるものの、平均的には資産サイドと負債サイドのデュレーションの乖離は解消されている。他方、欧州では、国ごとにばらつきはあるものの、引き続きデュレーション・ギャップがみられる点が指摘されている。例えば、EIOPA (2023) "Report on the Impact of Inflation on the Insurance Sector"等を参照。

各国・地域の動向や金融システム上のリスクについては、例えば、以下を参照。

Mateo Aquilina, Fabian Garavito, Gaston Gelos, Ulf Lewrick, Frank Packer, Gabor Pinter, Vladyslav Sushko, and Karamfil Todorov (2025) "The Transformation of the Life Insurance Industry: Systemic Risks and Policy Challenges," BIS Paper No. 161

<sup>2</sup> 経済価値ベースのソルベンシー規制は、欧州では2016年1月から導入され、日本では2026年3月末より適用が開始されている。米国は従来の枠組みを維持しつつ、責任準備金評価の見直し（PBR：Principle-Based Reserving）など、部分的な見直しを2017年より実施している。

<sup>3</sup> 例えば、IAIS（保険監督者国際機構）は、2025年11月にオルタナティブ投資の増加および資産集約型再保険の活用に関する論点ペーパーを公表している。

<sup>4</sup> 各国の生命保険会社に関する比較および世界金融危機以降のバランスシート構成の変化は、以下の文献で整理されている。

鷲見和昭・稲場広記・今久保圭（2017）「生命保険会社の国際比較—バランスシート構成の違いと金融安定への含意—」日銀レビュー・シリーズ2017-J-4

<sup>5</sup> ユニットリンク型商品に加えて、個人年金のなかでも、利回り保証付きの変額商品に相当するハイブリッド型商品への移行が進んだことが指摘されている。例えば、経済価値ベースのソルベンシー規制等に関する有識者会議の第3回事務局資料「欧州における保険商品の動向」（2019年9月）を参照。

<sup>6</sup> 例えば、英 Prudential Regulation Authority の事業計画（2025/26）等で指摘されている。

<sup>7</sup> 他方、変額年金が多い米国では株式の割合が相対的に高いほか、ユニットリンク型へのシフトが進んでいるドイツ

では、株式の割合が高まっている。なお、日本については、債券の割合が低下している背景としては、外国債券の残高減少や株価上昇に伴う相対的なシェア低下等が挙げられる。この間、日本国債の残高は、超長期ゾーンを中心に積み増す動きがみられてきた。

<sup>8</sup> ここでは、本邦生命保険会社が主に用いている共同保険式再保険を想定しているが、実際には様々な契約形態が存在する。例えば、責任準備金と対応する資産は残したまま、運用リスク以外の保険引受リスク（解約・失効リスクなど）を移転する契約形態もあり得る。

<sup>9</sup> 詳細は、脚注3のIAISによる論点ペーパーを参照。BMAは保険業界に対するストレステストも定期的実施している。

<sup>10</sup> 通常、割引率は、年限ごとにみたリスクフリーレート（RFR）が用いられ、国債金利やスワップ金利が参照される。ただし、市場環境を勘案するため、ボラティリティ等の調整分がスプレッドとして上乗せされる。

バミューダでは、主要通貨ごとのRFRに対し、運用資産の流動性プレミアムを上乗せすることが認められているため、割引率が相対的に高めとなる傾向が指摘されている。例えば、BIS Quarterly Review 2024年9月号を参照。

<sup>11</sup> 同様に、再保険会社からみても、負債価値の圧縮によって、必要な所要資本が少なくなるため、利益が発生する。

<sup>12</sup> フロー再保険では、再保険会社が提示する運用利回りに応じて、生命保険会社が契約者に対して提示する予定利率を高め設定することが可能となっており、特に銀行窓口販売チャンネルを中心に競争力の高い商品（一時払終身保険など）を提供することが可能となると言われている。

<sup>13</sup> なお、ドイツは、損害保険・再保険会社の規模が大きいこともあって、生命保険会社の規模は相対的に小さめとなっているほか、日本は、近年は為替円安に伴い、ドルベースでみた場合、生命保険会社のバランスシートは幾分縮小している。また、資産集約型再保険の活用によって、資産が再保険会社に移転される場合には、資産の減少につながると考えられる。

<sup>14</sup> 金融安定理事会（FSB）による「ノンバンク金融仲介に係るグローバル・モニタリングレポート」では、保険会社・年金基金をその他金融仲介機関（投資ファンド等）と区別している。

<sup>15</sup> 例えば、Egemen Eren and Philip Wooldridge（2022）"The Role of Non-bank Financial Institutions in Cross-border Spillovers," BIS Papers No.129を参照。

<sup>16</sup> 同様に長期の運用を行う年金基金の場合、リスクベースの規制が適用されており、相対的に資産運用の自由度

が高いとされる。他方、保険会社は契約者に対して支払義務を負うこともあり、より厳格なリスク管理が義務付けられている。例えば、以下を参照。

Fiona Stewart (2010) "Pension Funds' Risk Management Framework: Regulation and Supervisory Oversight," OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions No. 4

<sup>17</sup> IMFのGlobal Financial Stability Report (2025年10月号)によれば、米国の生命保険会社では、中小格付機関による投資家と発行主体のみに開示されるプライベートレター格付の利用が増加しており、こうした格付が過度に楽観的に付与されていないかに注目が集まっている。

<sup>18</sup> 例えば、米国の生命保険会社については、従来からデュレーションの調整に金利スワップを用いているも、2022年以降の金利上昇局面では、相応の規模の追加的な証拠金差入ニーズに直面した点が指摘されている。本邦生命保険会社については、外貨建て債券投資の為替ヘッジを行うために、為替スワップ等を用いていることが指摘されるが、近年は、米金利上昇を受けたヘッジコストの上昇に伴い、為替スワップ等によるヘッジは減ってきている。

<sup>19</sup> 実際の運用資産配分に関しては、リスク管理の観点から、再保険の契約時に一定のガイドラインを定めることや継続的にモニタリングを行うことが一般的となっている。

<sup>20</sup> 例えば、EIOPAのFinancial Stability Report（2025年12月）等を参照。

<sup>21</sup> こうした生命保険会社とオルタナティブ資産運用会社の連関性が複雑化している点については、例えば、以下を参照。

Fabio Cortes, Mohamed Diaby, and Peter Windsor (2023) "Private Equity and Life Insurers," IMF Global Financial Stability Notes 2023/001

<sup>22</sup> 小林篤（2012）「再保険の深化と最近の再保険市場—再保険の多様性とファイナンス理論の浸透—」SOMPO Institute Plus Report Vol.61などを参照して作成。

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心をもつ幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。

内容に関するご質問等に関しましては、日本銀行金融機構局（代表03-3279-1111）までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパー・シリーズは、<https://www.boj.or.jp>で入手できます。