



## 資産集約型再保険をめぐる最近の規制・監督の動向

生命保険セクターの構造的な変化に対する監督の強化の必要性

2026年5月

## 内容

<b>1.</b>	<b>イントロダクション</b> .....	<b>3</b>
<b>2.</b>	<b>資産集約型再保険とは</b> .....	<b>4</b>
<b>3.</b>	<b>国際的な議論の動向</b> .....	<b>5</b>
3.1	保険監督者国際機構（IAIS） .....	5
3.2	国際通貨基金（IMF） .....	8
3.3	金融安定理事会（FSB） .....	9
<b>4.</b>	<b>諸外国における議論の動向</b> .....	<b>10</b>
4.1	英国 .....	10
4.2	欧州 .....	11
4.3	オランダ.....	13
4.4	米国 .....	13
4.5	バミューダ.....	14
<b>5.</b>	<b>考察</b> .....	<b>15</b>

# 1. イントロダクション

近年、生命保険会社による資産集約型再保険（asset-intensive reinsurance）と呼ばれる再保険取引の利用やオルタナティブ資産への投資の増加に対して、国際機関や保険監督当局がより一層厳しい目を向けるようになってきている。

国際的な保険監督基準の設定主体である保険監督者国際機構（IAIS）は、2025年11月に公表した「生命保険セクターにおける構造的な変化」と題する論点書において、「現時点では、保険セクターのオルタナティブ資産や資産集約型再保険へのエクスポージャーの規模からすると、グローバルの金融安定に対するリスクは限定的であるものの、引き続き注視が必要である」と述べている<sup>1</sup>。また、英国では、健全性規制機構（PRA）が、国・地域間における資本規制の差異を利用した再保険取引に対して懸念を表明している<sup>2</sup>。さらに、米国では、全米保険監督官協会（NAIC）が2025年8月、一定の閾値を満たす生命保険会社に対して資産集約型再保険にかかる資産の十分性分析を行うことを求めるガイドラインを採択している<sup>3</sup>。

日本では、金融庁が、2025年7月に公表した保険モニタリングレポートの中で、「日本においても、資産集約型再保険取引への関心が高まっており、監督当局として、そのリスクに見合ったモニタリングを実施していく」との見解を示し<sup>4</sup>、その

後、2026年4月には、保険会社に対して資産集約型再保険にかかるリスク管理の高度化を促すこと等を目的とした保険会社向けの総合的な監督指針（以下、「保険監督指針」）の改正案を市中協議に付している<sup>5</sup>。

このような資産集約型再保険やオルタナティブ資産への投資にかかる議論は、保険セクターのみならず、グローバルな資本市場（プライベートな資本市場を含む。）とも深く関係するものである。国際通貨基金（IMF）は、2024年4月の「国際金融安定性報告書（GFSR）」において、「（生命保険セクターへの関与を強めている）プライベート・エクイティの隆盛に追従する形でプライベート・クレジットが成長しており、両者は密接に関係している」と述べている<sup>6</sup>ほか、翌年10月のGFSRでは、伝統的な金融機関と非伝統的なノンバンクが共存する「プライベート・クレジット・エコシステム」に対する規制・監督のあり方を検討する必要性を指摘している<sup>7</sup>。

本稿は、金融システムにおいてその存在感がより一層高まっていると言われているプライベート・マーケット<sup>8</sup>の動向も視野に入れつつ、特に、規制・監督の観点から、2024年4月に公表したレポート「PEファンドの生命保険ビジネスへの参入とその潜在的なリスク - 再保険取引の規制・監督の必要性」<sup>9</sup>をアップデートする形で、生命保険会社による資産集約型再保険の利用やオルタナティブ資産への投資にかかる議論の流れを整理するとともに、規制・監督のあり方について論じる。

<sup>1</sup> International Association of Insurance Supervisors (2025) 'Issues Paper on structural shifts in the life insurance sector', <https://www.iais.org/uploads/2025/11/Issues-Paper-on-structural-shifts-in-the-life-insurance-sector.pdf>

<sup>2</sup> Prudential Regulation Authority (2025a) 'Funded realignment: balancing innovation and risk – speech by Vicky White', <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2025/september/vicky-white-speech-at-the-bank-of-america-annual-ceo-conference>

<sup>3</sup> National Association of Insurance Commissioners (2025) 'Actuarial Guideline LV – Application of the Valuation Manual for Testing the Adequacy of Reserves Related to Certain Life Reinsurance Treaties', [https://content.naic.org/sites/default/files/inline-files/AG%2055%28adopted%29\\_1.pdf](https://content.naic.org/sites/default/files/inline-files/AG%2055%28adopted%29_1.pdf)

<sup>4</sup> 金融庁（2025）「2025年 保険モニタリングレポート」, <https://www.fsa.go.jp/news/r7/hoken/20250704/02.pdf>

<sup>5</sup> 金融庁（2026）「「保険会社向けの総合的な監督指針」の一部改正（案）の公表について」, <https://www.fsa.go.jp/news/r7/hoken/20260408/20260408.html>

<sup>6</sup> International Monetary Fund (2024) 'Global Financial Stability Report – The Last Mile: Financial Vulnerabilities and Risks (April 2024)', <https://www.imf.org/-/media/files/publications/gfsr/2024/april/english/text.pdf>

<sup>7</sup> International Monetary Fund (2025) 'Global Financial Stability Report – Shifting Ground beneath the Calm (October 2025)', <https://www.imf.org/-/media/files/publications/gfsr/2025/october/english/text.pdf>

<sup>8</sup> 例えば、Bank of England（2025）。Bank of England (2025) 'The Bank of England's private markets system-wide exploratory scenario exercise', <https://www.bankofengland.co.uk/financial-stability/boe-system-wide-exploratory-scenario-exercise/boe-private-markets-swes>

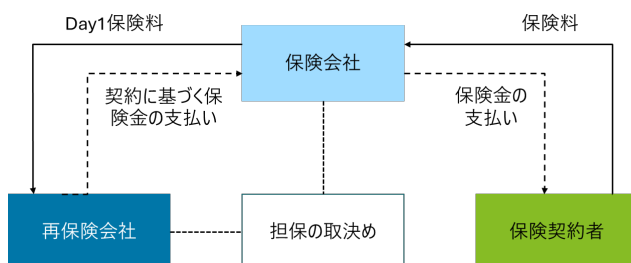
<sup>9</sup> デロイト トーマツ（2024）「PEファンドの生命保険ビジネスへの参入とその潜在的なリスク-再保険取引の規制・監督の必要性」, <https://www.deloitte.com/jp/ja/Industries/insurance/perspectives/pe-funds-entry-into-the-life-insurance-business-and-potential-risks.html>

## 2. 資産集約型再保険とは

資産集約型再保険について、グローバルで統一された定義は必ずしも存在しないものの、「保険ポートフォリオに関連する資産運用リスクを第三者に移転する」という特性に共通点を見出すことができる。IAISは、資産集約型再保険を、2者間における再保険によるリスクの移転の取決めであり、保険負債に関連する相当程度の（significant）資産運用リスクの移転によって特徴づけられるものである、と定義している<sup>10</sup>（図1）。

資産集約型再保険取引では、一般的に、再保険会社は、元受保険会社との間における取決めに基づき、受領した保険料を運用する。その運用資産は、元受保険会社、再保険会社もしくはアセット・マネジャーによって管理される。最近では、再保険会社がオルタナティブ資産のアセット・マネジャーと戦略上のパートナーシップを組むことも多いと言われている。

図1. 資産集約型再保険におけるキャッシュフローとリスクの移転



参考：IAIS (2025)

主な国・地域において、資産集約型再保険は以下のように定義（整理）されている。

表1. 主な国・地域における資産集約型再保険の定義

金融庁 <sup>11</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>主として年金・長期貯蓄性保険等の資産運用収益への依存度が高い保険契約について、当該保険負債とこれに対応する資産にかかるリスクを再保険者へ移転し、再保険者が資産運用リスクと保険引受リスクを包括的に負担する再保険形態を言う。</li> </ul>
欧州保険・年金監督局（EIOPA） <sup>12</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>元受保険会社から再保険会社に対して、保険引受リスクに加え、資産運用リスクを大きく移転することを伴う、再保険にかかる取決めを言う。</li> </ul>
バミューダ金融管理局（BMA） <sup>13</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>一般的に、保険負債のブロックに関連する固有のリスクの全部もしくは一部の、元受保険会社から再保険会社への移転を伴うものである。</li> </ul>
英国健全性規制機構（PRA） <sup>14</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>年金ポートフォリオに関連する資産および負債のリスクの一部もしくは全部をカウンターパーティに移転する、担保付比例再保険契約の一形態である。</li> </ul>
全米保険監督官協会（NAIC） <sup>15</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>生命保険商品について、重大な、固有の資産運用リスクを移転する、共同保険の取決めを言う。</li> </ul>
オランダ中央銀行（DNB） <sup>16</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>リスクのみならず資産を移転する、もしくは、（再）保険会社が損失填補（reinsured losses）の支払いを一定期間経過後（at a later date）に行う契約を言う。また、再保険会社が、再保険料に加え、資産運用に対</li> </ul>

<sup>10</sup> IAIS (2025)

<sup>11</sup> 金融庁 (2026)

<sup>12</sup> European Insurance and Occupational Pensions Authority (2024) 'Financial Stability Report – December 2024', [https://www.eiopa.europa.eu/document/download/024725cf-a9e7-4727-9f14-2a4fed6c6d66\\_en?filename=EIOPA%20Financial%20Stability%20Report%20December%202024.pdf](https://www.eiopa.europa.eu/document/download/024725cf-a9e7-4727-9f14-2a4fed6c6d66_en?filename=EIOPA%20Financial%20Stability%20Report%20December%202024.pdf)

<sup>13</sup> Bermuda Monetary Authority (2024) 'The Evolution of Asset Intensive Insurance – Update to the Supervision and Regulation of Private Equity (PE) Insurers in Bermuda White Paper', <https://cdn.bma.bm/documents/2024-12-13-16-43-44-Evolution-of-Asset-Intensive-Insurance-Report-White-Paper.pdf>

<sup>14</sup> Prudential Regulation Authority (2025b) 'SS5/24 – Funded reinsurance', <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/prudential-regulation/supervisory-statement/2025/ss524-october-2025.pdf>

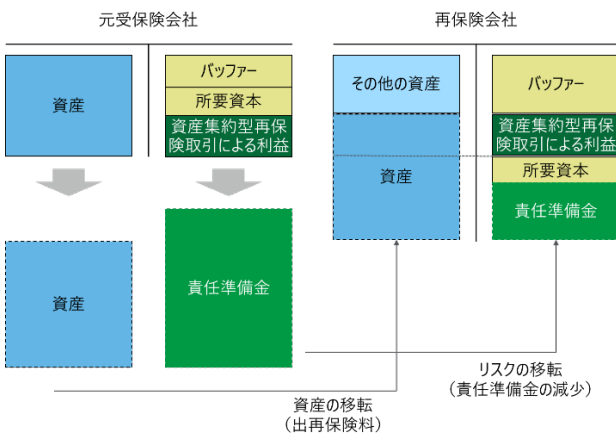
<sup>15</sup> NAIC (2025)

<sup>16</sup> De Nederlandsche Bank (2025) 'Q&A: Assessment of Asset-Intensive Reinsurance Contracts DNB', <https://www.dnb.nl/en/sector-information/open-book-supervision/open-book-supervision-sectors/insurers/balance-and-capital-pillar-1/assessment-of-asset-intensive-reinsurance-contracts-dnb/>

	するリターンから収益を得るという要件も加え得る。
--	--------------------------

資産集約型再保険取引は、元受保険会社と再保険会社の双方にベネフィットをもたらし得る（図2）。例えば、元受保険会社は、責任準備金の額より低い金額の資産を移転し、その結果、「資産集約型再保険による利益」の分だけ余剰資本を創出することが可能となる。逆に、再保険会社は、その所在する国・地域の資本規制の下で、引き受ける責任準備金の金額を低く評価することが可能であることから、同様に、「資産集約型再保険による利益」を獲得することが可能となる。これは、いわゆる「規制の裁定の機会」を利用した取引であると考えることができる<sup>17</sup>。

図2. 資産集約型再保険取引のメカニズム（例）



参考：Garavito, et al. (2025)

### 3. 国際的な議論の動向

国際機関やいくつかの国・地域の監督当局は、生命保険会社による資産集約型再保険の利用やオルタナティブ資産への投資にかかる潜在的なリスクや規制・監督上の課題などについて議論を行ってきている。本セクションでは、国際機関における議論の動向を整理する<sup>18</sup>。

#### 3.1 保険監督者国際機構（IAIS）

IAISは、特に、マクロプルデンシャルや金融安定の観点から、生命保険会社による資産集約型再保険の利用やオルタナティブ資産への投資に関心を高めている。

##### プライベート・エクイティ・ファンドと生命保険ビジネス

IAISは、2021年に公表した「グローバル保険モニタリングレポート（GIMAR）」において、「低金利環境とプライベート・エクイティ（PE）による保険ビジネスの所有」をマクロプルデンシャル監督におけるテーマの一つとしてとり上げた<sup>19</sup>。その中で、IAISは、①PEファンドに所有される生命保険会社のグループの構造は複雑なものとなり得ること、②PEファンドは、保険契約者に損失をもたらすリスクテイクを行う可能性があること、③PEファンドと生命保険会社のパートナーシップは、金融システムに対する重要性と相互関連性を高め得ること、の3点を、PEファンドによる生命保険ビジネスの所有がもたらし得るリスクとして指摘している。IAISは、そうした「所有」の背景には、生命保険会社が、年金商品や予定利率保証型の商品などの資本負荷の高い商品から、ユニットリンクなどの資本負荷の低い（capital-light）商品へと、その商品ポートフォリオ、ひいては、そのビジネス・モデルを変化させていることがある、と述べている。

2022年のGIMARレポートは、「生命保険セクターにおける構造的な変化（structural shift）」の一つとして、PEファンドおよびオルタナティブ資産の運用者による生命保険ビジネスへの

<sup>17</sup> Garavito, F., Lewrick, U., Stastny, T., & Todorov, K. (2024) 'Shifting landscapes: life insurance and financial stability', BIS Quarterly Review, 21, [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt2409b.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2409b.pdf)

<sup>18</sup> これらの国際機関や監督当局における議論は、相互に関係するものであり、全体像を捉えるためには、そうした関係やそれぞれの者の立ち位置等

も理解する必要がある。本稿では、整理上の観点から、各機関や国・地域ごとにその動向を取りまとめることとする。

<sup>19</sup> International Association of Insurance Supervisors (2021) 'Global Insurance Market Report (GIMAR)', <https://www.iais.org/uploads/2022/01/211130-IAIS-GIMAR-2021.pdf>

「関与（involvement）」に言及している<sup>20</sup>。同レポートは、「PEファンドの生命保険ビジネスへの関与は、2000年代後半の世界金融危機にまで遡ることができる。その当時は、低金利環境の中、（米国の伝統的な）保険会社は、自身の収益性を改善し、資本管理を最適化するため、クローズド・ブロックをPEファンドに売却せざるを得なかった。他方で、現在では、関与の形態は、PEファンドによる保険会社の買収によるバランスシート集約型（balance sheet intensive）、少数持分の取得によるバランスシート節約型（balance sheet light）、パートナーシップや外部委託の取決め、などと多様化してきている」と述べている。

### オルタナティブ資産への投資

2022年GIMARは、また、「PEファンドが関与している生命保険会社は、そのリターンを最適化するため、①非流動的で複雑な資産への投資、②グループ内外の再保険会社との再保険取引、③資産運用や商品管理のアウトソーシングを通じたオペレーションの効率化、などの手法を用いている。他方で、そうした手法には、いくつかのリスクが伴う。例えば、非流動資産への投資の増加は保険会社の流動性リスクを高め得るし、再保険取引は集中リスクの増加につながり得る。また、PEファンドが関与する生命保険ビジネスは、組織形態やオペレーションの構造を複雑にすることが多く、そのことは、監督当局による監督の実効性を阻害する要因となり得る。さらに、PEファンドが短期的な利益を追求する場合、保険契約者との間に利益相反が生じる可能性がある」と述べている。

オルタナティブ資産（非流動性資産）への投資について、IAISは、2023年のGIMARでさらなる分析を試みている。同レポートは、オルタナティブ資産への投資の増加の大きな要因の一つは、長期間にわたって続いた低金利環境下におけるイールドの追求であると言える一方、ソルベンシー規制における取扱いの差異も一つの要素である、と指摘している。

### 資産集約型再保険の利用

IAISは、2023年のGIMARの中で資産集約型再保険に初

めて言及し、生命保険セクターにおいて資産集約型再保険が多く利用されるようになってきている要因として、①長期間にわたって続いた低金利環境、②資本規制、の2つをあげている。同レポートは、「低金利環境下において、保険会社が保険負債を抱えるコストは増加し、レガシー・ポートフォリオにおける採算性は悪化し、また、新興国における成長は抑制されてきた。さらに、最低保証を付している保険商品の資本負荷が高まり、そのことは、長期的な収益性にも影響を及ぼしてきた。加えて、そうした保険負債の裏付けとして保有してきた伝統的な資産は、市場リスクや信用リスクにさらされ、収益や資本を変動させる要因となっていた」と指摘している。

同レポートは、また、「資産集約型再保険は、目新しいものではなく、出再および受再とも、少数の国・地域に集中しているものの、ここ数年で大きく成長してきている。据置年金（deferred annuity）、ユニバーサル・ライフ、一括買取年金（bulk purchase annuity：BPA）を主な対象として行われる資産集約型再保険は、再保険会社が資産運用リスクを多く引き受ける点において、他の再保険と異なる。加えて、資産集約型再保険では、出再者がカウンターパーティ・リスクを削減するため、担保が提供されることが一般的である」と述べている。

### 構造的な変化と規制・監督上の課題

IAISは2025年11月、「生命保険セクターにおける構造的な変化にかかる論点書（issues paper）」を公表した<sup>21</sup>。同論点書は、以下の4つの領域に焦点を当てている。

- オルタナティブ資産への投資：オルタナティブ資産を明確に定義し、それらの資産への投資のトレンドやその理由を理解するとともに、関連するリスクや資本規制上の論点を整理する。
- 資産集約型再保険：退職貯蓄（retirement savings）の特性を有する保険商品に対するニーズの高まりを認識しつつ、資産集約型再保険を理解し、国・地域間における規制上の差異と資産集約型再保険との関係を理解し、監督上のリスクについて整理する。

<sup>20</sup> International Association of Insurance Supervisors (2022) 'Global Insurance Market Report (GIMAR) December 2022', <https://www.iais.org/uploads/2022/12/GIMAR-2022.pdf>

<sup>21</sup> IAIS (2025)

- マクロブルデンシャルと金融安定：生命保険セクターにとっての潜在的な脆弱性を理解し、金融安定に影響し得るリスク・シナリオや伝播チャネルを分析する。
- 国際的な監督基準の見直し：構造的な変化にかかる特定されたリスクを実効的に規制・監督するため、国際的な保険監督基準の見直しの必要性を検討する。

生命保険会社によるオルタナティブ資産への投資の増加について、同論点書は、「それらの資産クラスが実態経済に資金を提供するという役割をより一層果たすようになってきているという文脈で理解する必要がある」と述べ、より広い視点でこの論点を分析する必要があると指摘している。また、同論点書は、オルタナティブ資産を「評価の不確実性が高く、非流動的もしくは複雑で、または、それらの両方が当てはまる資産」として定義できると述べ、以下の資産を例示している。

表2. オルタナティブ資産の例

株式関連	プライベート・エクイティ・ファンド、非上場株式
不動産	非上場住宅用不動産ファンド、不動産直接投資
債券関連	非上場不動産信託、プライベート・クレジット・ファンド、不動産関連融資、非上場債券
その他	ヘッジファンド、コモディティ、インフラストラクチャー
仕組債	ストラクチャード・アセット（特に、プライベートで、非シンジケート型で、もしくは、高度にカスタマイズされた証券化商品）

こうしたオルタナティブ資産への投資や資産集約型再保険の利用にかかる監督上の懸念として、同論点書は、以下の点などを指摘している。

表3. オルタナティブ資産への投資や資産集約型再保険の利用にかかる主な監督上の懸念

オルタナティブ資産への投資
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 評価の困難さ</li> <li>• 隠れたレバレッジ（hidden leverage）</li> <li>• 流動性リスク</li> <li>• プライベート・エクイティ・ファームとの関係と利益相反</li> </ul>

<ul style="list-style-type: none"> <li>• 信用リスクと信用格付（格付ショッピングを含む）</li> <li>• 資本規制における差異（負債の評価やリスク・チャージ等）</li> <li>• オルタナティブ資産の運用にかかる複雑性</li> <li>• 情報ギャップ</li> <li>• オルタナティブ資産への投資のシクリカリティ（cyclicality）</li> </ul>
---

資産集約型再保険の利用
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 動機：特に、元受保険会社の監督当局の視点からは、資産集約型再保険は、規制の回避のために利用されるべきではない。</li> <li>• 複雑さ：資産集約型再保険の取決めや関係する担保の構造は日々変化しており、元受保険会社の監督当局は、潜在的なリスクとその影響を特定するため、資産集約型再保険により注視する必要がある。</li> <li>• 集中リスク：資産集約型再保険の取引が一部の再保険会社や国・地域に集中していることから生じ得る集中リスクに対する懸念がある。</li> <li>• リキャプチャー・リスク：リキャプチャーには、回収可能な担保の十分性にかかるリスク、資本の利用可能性にかかるリスク、オペレーション上のリスクなどが存在する。</li> <li>• その他：知識ギャップ、情報交換における障壁、収益目標との相互作用、資産の区分（出再される負債と留保される負債のそれぞれに見合う資産の区分）等のリスクもある。</li> </ul>

金融安定の観点からは、同論点書は、オルタナティブ資産や資産集約型再保険に対する生命保険セクターのエクスポージャーが高まれば、グローバルの金融安定に対するリスクも高まり得ると述べている。例えば、より多くの保険会社が類似する資産運用や再保険の戦略を採ることとなれば、集中リスクがより一層高まり得る。その他、オルタナティブ資産を通じて、生命保険会社と他の金融機関との相互関連性が高まっており、それにより、ショックが金融セクター間で伝播し、システムリスクを増幅することも考えられる。

オルタナティブ資産への投資や資産集約型再保険の利用にかかるこうした監督上の懸念等を踏まえ、同論点書は、国

際的な保険監督基準の見直しの対象となり得る領域として、①情報交換とクロスボーダーの連携、②コーポレート・ガバナンス、③リスク管理、④再保険とリスク移転、⑤資産および負債の評価、⑥ERM、⑦市中開示、⑧マクロprudential監督等をあげている。

### 今後の取組み

IAISは2026年1月、「2026～2027年のロードマップ」を公表し、その中で、オルタナティブ資産や資産集約型再保険について、①データ収集を高度化するとともに、構造的な変化をもたらす潜在的なシステムリスクの深度ある分析を行うこと、②監督基準等の見直しを検討すること、などに言及している<sup>22</sup>。

## 3.2 国際通貨基金（IMF）

IMFは、主として、グローバルの金融安定の観点から、「プライベート・エコシステム」と金融セクターや実体経済との関係に着目している。

### PEファンドの生命保険ビジネスへの関与

IMFは2023年12月、PEファンドによる生命保険ビジネスへの関与に関するレポートを公表し、その中で、PEファンドによる生命保険ビジネスへの関与の形態として、以下のものをあげている<sup>23</sup>。

- 戦略的なアライアンス：PEファンドが生命保険会社の少数持分株主（主要株主規制を回避できる10%未満であることが多い。）となり、資産運用サービスを提供する。
- LBO：PEファンドがアレンジしたLBOスキームが生命保険会社を買収し、所有する。
- オン・バランスシート：PEファンドの他の活動にとって戦略上重要な生命保険会社の持分のすべてもしくは過半数を取得する。
- 再保険：生命保険会社が、PEファンドが所有するオフショア再保険会社に対してポートフォリオを出再する。

また、同レポートは、PEファンドが関与する生命保険ビジネスの特徴の一つは、非流動性資産での運用の割合が高いことであると述べるとともに、検討を要する政策上の論点として、規制上の（潜在的な）裁定の機会（資産・負債の評価方法やリスクの所要資本にかかる規制を含む。）や流動性リスク管理の強化やグループ監督の高度化をあげている。

### プライベート・クレジットに関連するリスク

IMFは、2024年4月の「国際金融安定性報告書（GFSR）」において、「プライベート・クレジットの成長とリスク」を取り上げ、プライベート・クレジットが金融安定にもたらす潜在的なリスクについて論じている<sup>24</sup>。同報告書は、中堅・中小企業（ミドル・マーケット）の資金調達先が、強固な健全性規制に服している銀行や比較的透明性が高いパブリック・マーケットから、透明性の低いプライベート・マーケットへと移行することで、以下のようなリスクや懸念が生じ得ると指摘している。

- 借り手の脆弱性が景気の後退期にデフォルトとして顕在化するリスク
- プライベート・クレジットや非流動性資産へのエクスポージャーを大きく拡大している保険会社や年金基金の資本が大きく棄損されるリスク
- 個人向けのプライベート・クレジット・ファンドにかかる流動性リスク
- 複層的なレバレッジが生じさせる相互関連性にかかる懸念
- 資産および負債の評価における不確実性がプライベート資産に対する信用の喪失につながるリスク
- 他の金融セクターとの相互関連性から生じるリスク
- 個人投資家がプライベート・マーケットに参加することによって生じるコンダクトにかかる懸念

同報告書は、こうした潜在的なリスクを踏まえ、規制・監督当局に対して、プライベート・クレジット・セクターにかかるデータ・ギャップを解消するとともに、同セクターに対する規制・監

<sup>22</sup> International Association of Insurance Supervisors (2026) 'Roadmap 2025-2026', <https://www.iais.org/uploads/2025/01/IAIS-Roadmap-2025-2026.pdf>

<sup>23</sup> International Monetary Fund (2023) 'Global Financial Stability Notes: Private Equity and Life Insurers',

<https://www.imf.org/en/Publications/global-financial-stability-notes/Issues/2023/12/13/Private-Equity-and-Life-Insurers-541437>

<sup>24</sup> IMF (2024)

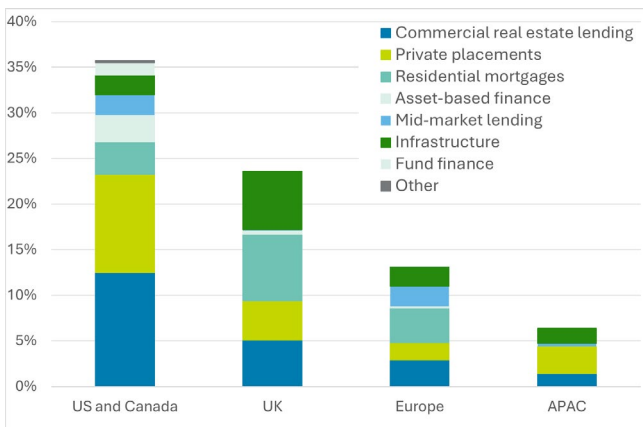
督を強化することを検討すべきである、と提言している。

### 保険セクターとプライベート・クレジット・エコシステムとの関係

2025年10月のGFSRは、保険会社によるプライベート・クレジットへの投資の増加に言及し、以下の点などを指摘している<sup>25</sup>。

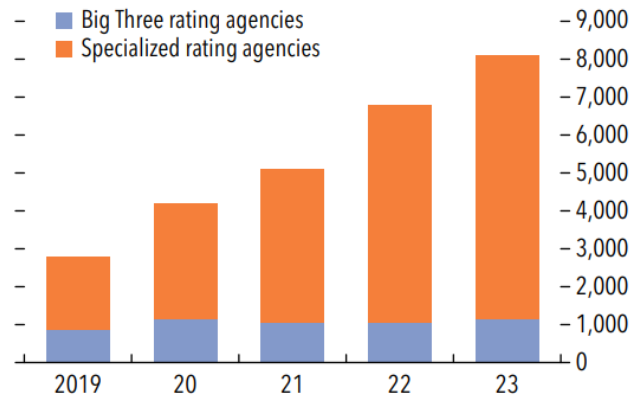
- 保険会社のプライベート・クレジット・ポートフォリオの多くを、ミドル・マーケットや商業用不動産向けのローン担保証券などの証券化商品やフィーダー・ノート（feeder notes）を通じたファンド向けファイナンス（fund financing）、担保付ファンド債務（collateralised fund obligations）、プライベート・クレジット・ファンドの債務の私募など、プライベート・クレジット・エコシステムのハイ・イールド部分にレバレッジを提供する仕組み型商品（structured instruments）が占めるようになってきている（図3）
- ほとんどの保険会社のプライベート・クレジットに対するエクスポージャーは投資適格であると分類されているものの、プライベート・クレジットのエコシステムに特化した、より小規模な格付機関によって行われる格付が増えてきている（図4）

図3. 保険会社のプライベート・クレジット商品に対するエクスポージャー（投資の総額に占める割合）



参考：IMF (2025)

図4. 米国の保険会社が保有する私的格付有価証券の数



出所：IMF (2025)

なお、2026年4月のGFSRは、流動性リスクや特定の業種への与信の集中などがリスクを増幅し得るなどという文脈で、プライベート・クレジット・ファンドに言及している<sup>26</sup>。

### 3.3 金融安定理事会（FSB）

FSBは、2025年12月に公表した「ノンバンク金融仲介にかかるグローバル・モニタリング・レポート」において、「プライベート・ファイナンスおよびプライベート・クレジットにかかる定量および定性情報の収集を試みたものの、プライベート・クレジット（・エンティティ）にかかる共通の定義が無いことから、データの収集および分析は困難であり、また、プライベート・エクイティも含め、現在のノンバンク金融仲介（NBFI）の文脈ではプライベート・マーケットの実態を捉えることができていない」と述べている<sup>27</sup>。他方で、プライベート・クレジット・ファンドにはいくつかの脆弱性が存在する可能性がある」と指摘しており、2026年5月にプライベート・クレジットにおける脆弱性にかかるレポートが公表される予定であるとしている<sup>28</sup>。

<sup>25</sup> IMF (2025)

<sup>26</sup> International Monetary Fund (2026) 'Global Financial Stability Report – Global Financial Markets Confront the War in the Middle East and Amplification Risks', <https://www.imf.org/-/media/files/publications/gfsr/2026/april/english/text.pdf>

<sup>27</sup> Financial Stability Board (2025) 'Global Monitoring Report on Nonbank Financial Intermediation', <https://www.fsb.org/uploads/P161225.pdf>

<sup>28</sup> Financial Stability Board (2026) 'FSB Work Programme for 2026', <https://www.fsb.org/uploads/P030226.pdf>

## 4. 諸外国における議論の動向

次に、主な国・地域における議論の動向を整理する。

### 4.1 英国

健全性監督機構（PRA）は、英国の生命保険市場において、一括買取年金（bulk purchase annuity：BPA）との関係で資産集約型再保険（funded reinsurance）に対する利用のニーズが高まっていることを受けて、その状況を調査し、2023年6月にその結果を公表した<sup>29</sup>。その中で、PRAは、資産集約型再保険取引の多くが、巨額の新ビジネス初期利益（day one new business gain。再保険会社に対して支払われる再保険料が年金スキームから受け取る保険料より低い場合に計上され、保険会社の規制資本を増加させる。他方で、カウンターパーティ・リスクのエクスポージャーは、ソルベンシー資本要件（SCR）を大幅には増加させない。）の計上につながっているとの認識を示すとともに、資産集約型再保険の利用における潜在的なリスクを指摘した（表4）。

表4. 資産集約型再保険の利用にかかる潜在的なリスク

- **リキャプチャーの可能性**（probability of recapture：PR）：資産集約型再保険市場は、急成長を遂げている新規参入の再保険会社、もしくは、ビジネス・モデルの集中が大幅に高まっている既存の再保険会社によって構成されている。したがって、リキャプチャーのリスクを評価する際、ヒストリカルなデフォルト・リスクを用いることは適切でない可能性がある。
- **相関性のあるPR**：資産集約型再保険のビジネス・モデルは、資産運用を通じて高いスプレッドを獲得することを目的としている。したがって、クレジット・サイクルのショックが複数の再保険会社に同時に影響を及ぼす可能性を高める。
- **リキャプチャー時の損失**：クレジット・サイクルのショックが担保ポートフォリオと再保険会社の健全性を同時に損ない得るため、強い誤方向リスク（wrong way risk）が存在する。

- **マネジメント・アクション**：リキャプチャーにかかるいくつかのマネジメント・アクションは、実効的なものでない可能性がある。リキャプチャーはクレジット・サイクルのストレス時に生じることが多く、したがって、代替契約を見つけることは困難であり、また、ヘッジやリバランスなどは想定したものとならない可能性がある。
- **担保の有効性**：マッチング調整（MA）非適格資産、非流動資産、外貨建資産などを担保のプールに含めることで取引の経済性は高まりうるものの、リスクを低減するという担保の有効性が大きく損なわれ得る。

また、PRAは2024年7月、「資産集約型再保険にかかる監督基準」を策定（その後、同年11月、2025年10月に改正<sup>30</sup>）し、資産集約型再保険にかかるリスク管理、ソルベンシー資本要件（SCR）のモデリング、および、取引に際してのリスク管理に関する監督上の期待を表明した（表5）。

表5. 資産集約型再保険にかかるPRAの監督基準の概要

- **リキャプチャーにかかるリスク管理**
  - 保険会社は、資産運用リスクの管理の方針の一環として、即時の（immediate）リキャプチャーの影響を考慮した、資産集約型再保険にかかる内部の投資上限を設けるべきである。
  - 保険会社は、リスク管理の方針の一部として、リキャプチャーの影響を考慮した、担保にかかる明確な方針を策定すべきである。
  - 保険会社は、カウンターパーティの財務の状況をモニタリングするためのアプローチやすべての資産および負債を回収するプロセスを含む、リキャプチャーに対応する計画を策定すべきである。
- **ソルベンシー資本要件（SCR）**
  - 保険会社は、資産集約型再保険にかかるデフォルト確率（PD）に関し、カウンターパーティのPDの評価のためのデータの正確性を確保し、ストレス時のPDを計算し、また、ヒストリカル・データがフォーワードルッキングなリスクを捉えることが可能であるか否かを分析すべきである。
  - 保険会社は、デフォルト時損失（LGD）の計算に

<sup>29</sup> Prudential Regulation Authority (2023) 'Feedback on the PRA's preliminary thematic review work on funded reinsurance arrangements', <https://www.bankofengland.co.uk/>

</media/boe/files/prudential-regulation/letter/2023/june/thematic-review-work-on-funded-reinsurance-arrangements.pdf>

<sup>30</sup> PRA (2025b)

際し、期待回収不能額（counterparty default adjustment）出再された保険負債にかかるキャッシュフローの前提条件の設定において、負債キャッシュフローの流動性にストレスをかけ、また、ストレス時における担保の回収可能性を勘案すべきである。

さらに、PRAは、一括買取年金（BPA）取引における、ソルベンシー比率をトリガーとする契約解除権（Solvency-triggered termination rights clauses：STTRs）にかかる調査を実施し、2025年7月、同調査からの発見事項を踏まえ、関係する保険会社に対してリスク管理の強化を求めた。STTRs条項は、年金スキームのカウンターパーティに対して、一定の期間（Cure Period）にわたって保険会社のソルベンシー・ポジションが事前に定めた閾値を下回る場合、BPAの契約を解除する権利を付与するものである。STTRsが行使されると、保険会社は、関係する負債を、その裏付けとなっている資産と合わせて年金スキームに引き渡す（解約時の支払い（Termination Payment））必要がある。このことは、保険会社にとって、流動性リスクや資産の集中リスクをもたらすものとなる。

加えて、PRAは2025年9月、資産集約型再保険について以下のような見解を表明している<sup>31</sup>。

- 生命保険会社が資産集約型再保険を利用する理由は、①追加的な資本へのアクセス、②再保険会社によって組成される、もしくは、再保険会社のみが利用可能な資産へのアクセス、③資本規制の差異の利用、の3つに大別できる。監督上の観点からは、3つ目の理由がより問題であると言える。
- 再保険会社は、資産集約型再保険の取引において、資本の提供者という従来の役割を超えて、（リスクの高い資産を再保険の実質的な担保として組み込むという）担保ラッパー（collateral wrapper）としての価値を提供している。すなわち、再保険という名の下で、長寿スワップの形でローン担保（collateralised loan）を再保険としてバンドルさせている。

しかしながら、そうした「ローン」には、英国の資本規制は適用されない。

- 規制当局としてのPRAの関心は、経済的に類似する取引が規制上は異なる形で取り扱われていることにある。

なお、PRAは、2026年1月に公表した「保険監督の優先会」において、①一括買取年金、②資産集約型再保険、③資産運用の戦略、④新たな資本と所有の構造を、生命保険セクターにおける優先課題として掲げている<sup>32</sup>。

## 4.2 欧州

欧州大陸では、ランオフ保険会社およびポートフォリオの監督の観点から、PE ファンドによる生命保険ビジネスへの関与の議論が開始された。欧州保険・年金監督局（EIOPA）は2022年4月、「ランオフ保険会社の監督に関する監督上のステートメント」を最終化し、その中で、レガシー・ポートフォリオやランオフ状態の保険会社を積極的に買収するビジネス・モデルを有する者を「特別ランオフ（specialised run-off）会社」と定義し、特別ランオフ会社による保険ビジネスの買収に際して監督当局が留意すべき事項を示している<sup>33</sup>（表6）。

表6. 特別ランオフ会社にかかる監督上の留意事項

### ■ リスクの特定

- 監督当局は、買収しようとする者の財務の健全性、買収の動機、（買収しようとする者および買収される者双方の視点からの）保険契約者への影響を評価しなければならない。
- 買収取引が（将来支払われる）保険金の額に影響する場合、監督当局は、買収しようとする者に対して、損失移転の取決めなど、保険契約者の利益を保護するための追加的なコミットメントを求めること

<sup>31</sup> PRA (2025a)

<sup>32</sup> Prudential Regulation Authority (2026) 'Letter from Gareth Truran and Shoib Khan – Insurance Supervision: 2026 priorities', <https://www.bankofengland.co.uk/prudential-regulation/publication/2026/january/letter-from-gareth-truran-and-shoib-khan-insurance-supervision-2026-priorities>  
優先課題の概要は、「保険セクターの国際的な規制の動向（Vol. 67, 2026年1月～2月）」を参照。  
<https://www.deloitte.com/content/dam/assets->

<zone1/jp/ja/docs/industries/financial-services/2026/ins-regulation-vol67.pdf>

<sup>33</sup> European Insurance and Occupational Pensions Authority (2022a) 'Supervisory Statement on Supervision of Run-off Undertakings', [https://www.eiopa.europa.eu/document/download/836b66c6-59ab-4bb6-a216-993c724627cf\\_en?filename=Supervisory%20statement%20on%20supervision%20of%20run-off%20undertakings.pdf](https://www.eiopa.europa.eu/document/download/836b66c6-59ab-4bb6-a216-993c724627cf_en?filename=Supervisory%20statement%20on%20supervision%20of%20run-off%20undertakings.pdf)

ができる。

- 監督当局は、買収しようとする者の買収後のリスク・プロファイルがそのリスク・アパタイトと整合していること、また、商品の監視やガバナンスの方針が適切であることなどを評価すべきである。
- 監督当局は、買収者による保険負債を管理する能力に注意を払うべきである。特に、①有配当保険について、保険契約者の持分が不当に削減されず、移転前の契約や保険契約者の合理的な期待と概ね沿ったものであること、また、②長期の保険商品について、保険契約者に不利な状況を生じさせ得る事態が生じた場合、対策を講じることができる能力を有すること、をそれぞれ確保すべきである。

#### ■ PE ファンドの関与

- PE ファンド等の投資家の時間軸は、伝統的な投資家のそれと比べて短いことから、買収される保険会社から資本が引き出され、保険契約者の保護に悪影響を与えるリスクがある。監督当局は、そうした事態を回避するため、投資家やそのオーナーのバックグラウンドを考慮するとともに、投資の早期引揚げがもたらす潜在的な影響を評価すべきである。
- PE ファンドは、①投資リターンを引き上げるための資産配分の変更、②コスト削減のためのオペレーションの変更、③責任準備金や資本要件の評価のためのメソッドロジーや前提条件の変更、などにより、株主に対するリターンを高める傾向がある。監督当局は、保険契約者を保護するため、必要な措置を講じるべきである。

#### ■ ビジネス・コンダクトの監督

- 監督当局は、特に生命保険の場合、買収しようとする者が顧客本位のビジネス・モデルを有しているかどうかを評価すべきである。
- 監督当局は、買収しようとする者の商品の監督やガバナンスの方針を評価すべきである。それには、買収したポートフォリオの商品のモニターや定期的なレビュー、ランオフ・ポートフォリオの保険契約者の保護のために講じている施策の評価を含む。
- 顧客サービスの水準は、移転前の水準と大きく異なるべきではない。

べきではない。

また、EIOPA は、年に 2 回公表する金融安定レポートにおいて、資産集約型再保険に関連する潜在的なリスクに度々言及している（表 7）。

表 7. 資産集約型再保険に関連する EIOPA の見解

#### ■ 生命保険ポートフォリオの移転と PE ファンドの役割 (2022 年 12 月)<sup>34</sup>

- ポートフォリオの買収者は、買収したポートフォリオを出再する傾向が高く、そのことは、保険契約者の保護を損ない、また、カウンターパーティ・リスクや流動性リスクを高め得る。
- ポートフォリオの買収者は、不動産などの非流動性資産により投資する傾向があり、また、信用リスクや流動性リスクが相対的に高い原資産をベースとする集団投資スキームを通じた運用も行っており、潜在的なリスクが高い。
- PE ファンドの生命保険ビジネスへの関与は、インフレーションや金利の上昇などに大きな影響を受ける可能性があり、持続可能なビジネス・モデルでない可能性が高い。

#### ■ 資産集約型再保険とマクロプルデンシャル・リスク (2024 年 12 月)<sup>35</sup>

- 資産集約型再保険にかかる金融安定に対する懸念は今のところ限定的ではあるものの、集中リスクの懸念がある。クロスボーダーの資産集約型再保険から生じ得るマクロプルデンシャルなリスクは、担保の回収の可能性や解約時の損失の過小評価など、再保険契約の細部に関係するものである。

さらに、EIOPA は 2026 年 2 月、PE ファンドによる保険会社の取得にかかる監督上の見解（案）を公表し、保険会社の意思決定が保険契約者の最善の利益のために行われることを確保すること、保険会社の資産運用にかかる意思決定についてアセット・マネジャーとの間に利益相反が生じないよう確保すること等を求めている<sup>36</sup>。

<sup>34</sup> European Insurance and Occupational Pensions Authority (2022b) 'Financial Stability Report December 2022', [https://www.eiopa.europa.eu/eiopas-financial-stability-report-zeroes-key-risks-2022-12-15\\_en](https://www.eiopa.europa.eu/eiopas-financial-stability-report-zeroes-key-risks-2022-12-15_en)

<sup>35</sup> EIOPA (2024)

<sup>36</sup> European Insurance and Occupational Pensions Authority (2026) 'Consultation on supervisory statement on the authorisation and

### 4.3 オランダ

オランダ中央銀行（DNB）は、保険会社に対して、資産の欧州経済領域（EEA）外への移転を伴う資産集約型再保険取引を行う場合には、事前に DNB の承認を得ることを求めている<sup>37</sup>。その際の評価の目線として、①貯蓄性の保険にかかる（比例）再保険であるか否か、②長寿リスクを移転する（非比例）再保険であるか否か、といった点を示している。

### 4.4 米国

全米保険監督官協会（NAIC）は、PE ファンドによる保険会社の買収等が増加している中、2021 年に規制・監督上の論点の整理を開始し、2022 年 8 月に「PE ファンドに所有される保険会社等に適用可能な規制上の 13 の論点」（表 8）として採択した<sup>38</sup>。13 の論点のうち、2025 年 11 月時点では 7 つの論点について引き続き検討が行われている<sup>39</sup>。

表 8. PE ファンドと生命保険ビジネスにかかる 13 の論点

1. **グループ構造**：複雑なグループ構造である場合、規制当局はリスクの全体像を把握できない可能性がある。
2. **所有と統制**：出資比率が低い場合でも利益相反が生じる可能性がある。
3. **資産運用の取決め（IMA）**：IMAには利益相反を生じさせる条項が存在し得る。
4. **所有目的**：保険会社の所有者の（短期的な利益の追求などの）所有目的が保険契約者の保護と整合しない可能性がある。

5. **オペレーションやガバナンスへの影響**：保険ビジネスの経験を有しない者が保険会社の経営に関与することで、オペレーション、ガバナンス、コンダクトがネガティブな影響を受ける可能性がある。
6. **PE ファンドの定義**：PE ファンドの定義が無く、規制上の対象範囲を特定することが困難である。
7. **資産運用における利益相反**：投資対象資産の組成者が特定できない場合、利益相反が生じる可能性がある。
8. **仕組債の透明性**：仕組債における関連会社による出資や担保を特定することが困難である。
9. **関連会社との関係**：関連会社であるアセット・マネジャーとの関係にかかる開示に考慮が必要となる。
10. **私募仕組債**：私募仕組債が増えることで、リスクの増大と透明性の欠如が生じ得る。
11. **格付機関への依拠**：格付機関への依拠の程度とその適切性が課題となり得る。
12. **年金リスクの移転**：生命保険会社が年金リスクの移転を行うことは、規制・監督上の課題を生じさせ得る。
13. **オフショア再保険**：保険会社によるオフショア再保険等の利用は、規制・監督上の課題を生じさせ得る。

また、NAIC は 2025 年 8 月、一定の閾値を満たす生命保険会社に対して、資産集約型再保険にかかる資産十分性分析（asset adequacy analysis：AAA）の実施を求めるガイドライン（Actuarial Guideline LV）を採択した<sup>40</sup>。その背景の一つとして、国内の生命保険会社が、責任準備金の額を大きく引き下げ、それによって、責任準備金の解放を可能にし、保険契約者の利益を侵害するような再保険取引を行うリスクがあることを NAIC が認識していることがある。本ガイドラインは、AAA の結果を受けた責任準備金の積

ongoing supervision of (re-)insurance undertakings related to private equity’,

[https://www.eiopa.europa.eu/consultations/consultation-supervisory-statement-authorisation-and-ongoing-supervision-re-insurance-undertakings\\_en](https://www.eiopa.europa.eu/consultations/consultation-supervisory-statement-authorisation-and-ongoing-supervision-re-insurance-undertakings_en)

同市中協議文書の概要は「保険セクターの国際的な規制の動向（Vol. 68, 2026 年 2 月～3 月）」を参照。

<https://www.deloitte.com/content/dam/assets-zone1/jp/ja/docs/industries/financial-services/2026/ins-regulation-vol68.pdf>

<sup>37</sup> DNB (2025)

<sup>38</sup> National Association of Insurance Commissioners (2022) ‘NAIC National Meeting Summer 2022’,

[https://content.naic.org/sites/default/files/national\\_meeting/EX-PlenaryAug13\\_Materials.pdf](https://content.naic.org/sites/default/files/national_meeting/EX-PlenaryAug13_Materials.pdf)

<sup>39</sup> National Association of Insurance Commissioners (2025) ‘13 MWG Considerations – Status 11-11-25’,

<https://content.naic.org/sites/default/files/inline-files/13%20MWG%20Considerations%20-%20Status%2011-11-25.pdf>

<sup>40</sup> NAIC (2025)。同ガイドラインの概要は「保険セクターの国際的な規制の動向（Vol. 62, 2025 年 8 月～9 月）」を参照。

[https://www.deloitte.com/content/dam/assets-zone1/jp/ja/docs/industries/financial-services/2025/ins\\_regulation\\_vol62.pdf](https://www.deloitte.com/content/dam/assets-zone1/jp/ja/docs/industries/financial-services/2025/ins_regulation_vol62.pdf)

増しについては規定していないものの、保険計理人はそのような決定を行うことができるほか、州当局は、必要に応じて、責任準備金の積増しを求めることができる権限を引き続き有している。

その他、米国の金融安定に対するリスクを監視する組織である米国金融安定監督評議会（FSOC）は、2025年12月に公表した「金融安定報告書」において、生命保険会社によるプライベート・ファンドへの投資やオフショア国への出再が増加していることなどを指摘し、後者について、「オフショア国に出再される責任準備金の46%は、アセット・マネージャーやPEファンドをスポンサーとする保険会社に対するものである」などと述べている<sup>41</sup>。

#### 4.5 バミューダ

バミューダ金融管理局（BMA）は2025年9月、再保険会社を対象として実施したストレス・テストの結果を公表した<sup>42</sup>。その中で、BMAは、世界金融危機時と同程度の甚大さのストレス・シナリオ下において、バミューダの再保険会社は引き続き健全であると述べている。

バミューダの再保険市場の概観について、当該結果によると、バミューダの再保険会社の責任準備金を元受保険会社の地域別に分解すると、米国が約71%、日本が約19%、英国が5.5%、欧州（英国を除く。）が約2%となる。また、日本の元受保険会社にかかる責任準備金見合いの資産の構成は、債券51%、現金4%、ストラクチャード・アセット23%、商業用不動産ローン9%、住宅用不動産ローン8%、オルタナティブ資産4%などとなっている。

なお、BMAは、同国における規制・監督の枠組みが国際的

な基準と合致したものとなるよう、その整備を進めている<sup>43</sup>。



<sup>41</sup> Financial Stability Oversight Council (2025) ‘2025 Annual Report’, <https://home.treasury.gov/system/files/261/FSOC2025AnnualReport.pdf>

<sup>42</sup> Bermuda Monetary Authority (2025) ‘2025 Global Financial Crisis Stress Test – Long-term Reinsurers’, <https://www.bma.bm/documents-centre/documents-news-and-press-releases/general-all-sectors/press-release-the-bermuda-monetary-authority-publishes-results-of-the-2025-global-financial-crisis-stress-tests>

同レポートの概要は「保険セクターの国際的な規制の動向（Vol. 63, 2025年9月～10月）」を参照。

[https://www.deloitte.com/content/dam/assets-zone1/jp/ja/docs/industries/financial-services/2025/ins\\_regulation\\_vol63.pdf](https://www.deloitte.com/content/dam/assets-zone1/jp/ja/docs/industries/financial-services/2025/ins_regulation_vol63.pdf)

<sup>43</sup> 例えば、Bermuda Monetary Authority (2026) ‘2026 Business Plan’, <https://www.bma.bm/viewPDF/documents/2026-01-22-14-32-43-Bermuda-Monetary-Authority-2026-Business-Plan.pdf>

## 5. 考察

2024年4月に「PEファンドの生命保険ビジネスへの参入とその潜在的なリスク — 再保険取引の規制・監督の必要性」と題するレポートが公表されて以降、日本においても、生命保険会社による資産集約型再保険の利用やオルタナティブ資産への投資について、規制・監督上の議論が進展してきている。

金融庁は、2025年7月に公表した「保険モニタリングレポート」において、日本における生命再保険の文脈の中で資産集約型再保険を取り上げ、資産集約型再保険の利用の目的の妥当性やリスク管理の強化の必要性に言及した<sup>44</sup>。また、2026年4月には、保険会社に対して資産集約型再保険にかかるリスク管理の徹底を求めることを主な内容とする「保険会社向けの総合的な監督指針」（以下、「保険監督指針」）の改正案を市中協議に付した<sup>45</sup>。同改正案は、保険会社に対して、以下のことなどを求めている。

- 責任準備金の積立ての適切性の観点から、再保険取引にかかるリスクの移転の有無を実質的に判断すること
- 資産集約型再保険にかかるガバナンスやリスク管理を強化すること（以下の事項を含む。）
  - 出再の政策や関係する方針等（出再先の健全性、エクスポージャーの集中、担保、リキャプチャーにかかる方針や基準を含む。）の策定とそれらの内容の適切性の確保
  - 再保険契約の内容の適切性の確保
  - 上記の政策や方針等の遵守状況のモニタリング
- 資産集約型再保険にかかる実効的なストレス・テストを実施すること

本改正保険監督指針は、一つには、保険会社に対して、その再保険戦略や商品戦略を再考することを求め得る。また、責任準備金の積立ての適切性を確保する（このことは、保険会社の破綻時も含めて、保険契約者の保護の確保につながるものとなる。）という文脈において、その回収の蓋然

性等の検証等を行う立場にある者（保険計理人や会計監査人など。）の責任がより一層高まることも想定される。さらに、保険会社には、規制の裁定の機会を利用した取引であるか否かという点も含めて、その取り扱うすべての再保険取引について十分な説明責任を果たすことに加え、出再先の再保険会社の財務の健全性の深度あるモニタリングを行うことが求められ得る。

そうした元受保険会社による出再先の再保険会社のモニタリングの実効性が確保されるためには、出再先の再保険会社が、その所有構造や資産運用の状況にかかる透明性をより一層高めていくことも不可欠となる。資産運用の透明性については、前述（図4）のとおり、プライベート・クレジットに対するエクスポージャーの格付がより小規模な格付機関によって行われるケースが増えてきていることを考慮に入れつつ検討することが有意であると考えられる。加えて、こうした出再先の透明性の向上が担保されるためには、当該再保険会社が所在する国・地域における規制・監督の強化や、日本の監督当局と当該国・地域の監督当局との連携も肝要となる。

今般の改正保険監督指針では明示的には取り扱われてはいない他の規制も検討し得る。他国の事例も鑑みると、例えば、保険会社に対して、資産集約型再保険にかかる資産十分性分析の実施を求めること（その結果を踏まえ、追加で責任準備金等を積み立てることを求めることを含む。）や、資産集約型再保険取引にかかる事前の承認を得ることを求めることなども検討し得る。後者に関連して、例えば、（一定の閾値を超える）再保険取引について、認可もしくは事前・事後の届出を求めることで、出再の目的や出再先（再々保険先を含む。）および再保険取引の適切性にかかる透明性がより一層高まり得る。

規制のコンバージェンスについてもさらなる取組みの余地がある。仮に、規制の裁定の機会を利用することを目的として資産集約型再保険取引が行われているのであれば、そうした裁定の機会の解消に向けた対応（国内の規制の見直しも含み得る。）を行う必要がある。なお、規制のクロス

<sup>44</sup> 金融庁（2025）

<sup>45</sup> 金融庁（2026）

ボーダーでのコンバージェンスに関し、例えば、欧州連合におけるソルベンシーII の枠組みの下での同等性評価の実施は、それを確保するためのアプローチの一つである。他方で、そうした特定の国・地域による評価には政治的な要素が大きく影響し得ることに留意が必要である。そうした影響を回避するためには、例えば、IMF による金融セクター評価プログラム（FSAP）や IAIS による基準の実施状況の評価（Implementation Assessment）などを通じて、規制の同等性の程度を検証するための国際的な取組みを行っていくことも考えられる。

PE ファンドやその他のアセット・マネジメント会社が（再）保険会社を所有することによって実質的に保険事業や保険負債の裏付けとなっている資産の運用を行うことが可能となる場合、それらの者が保険会社と同等の規制に服することが適当ではないか、という議論も当然に生じ得る。その意味で、（再）保険会社の親会社や主要株主に対する規制の強化も検討に値する。PE ファンドやその他のアセット・マネジメント会社が（再）保険会社の親会社や主要株主となろうとする際、それらの者のビジネス・モデルやプラクティスが（再）保険会社のそれと大きく乖離するものでないかなどの観点か

ら、規制・監督上のレビューを行うことは有効であろう。また、（再）保険会社の親会社や主要株主に対する立入検査や行政処分の権限などを監督当局が有するだけでなく、それらの行使可能性が担保されることも重要となる。

これらの議論は、保険セクターに閉じて行われるべきではない。例えば、英国でその規模が大きくなっている一括買取年金（BPA）が日本においても活発に行われる可能性があることも念頭に置き、フォーワードルッキングな視点で議論を行うことは有意であると考えられる。加えて、プライベート・ファンドやプライベート・マーケットの規制・監督のあり方にも検討の余地がある。前者は、ノンバンク金融仲介（NBFI）の規制・監督の議論の文脈で検討し得る可能性がある。後者については、例えば、オーストラリア証券投資委員会（ASIC）の取組み<sup>46</sup>も参考となろう。

今後、これら広範なテーマについて、規制・監督のあり方にかかる議論がさらに進展し、保険契約者等の保護と金融安定が確保されることが期待される。保険会社には、こうした不確実性も踏まえ、その業務を営むことが求められる。

以上



注：本稿における意見は、執筆者の私見であり、執筆者が所属する組織の公式な見解を示すものではない。

<sup>46</sup> 例えば、Australian Securities & Investments Commission (2025) ‘Advancing Australia’s evolving capital markets: Discussion paper response report – Report 823’,

<https://download.asic.gov.au/media/4pynoyrg/rep823-published-5-november-2025-20251217.pdf>

## 執筆者



小林 晋也 / Shinya Kobayashi

マネージングディレクター  
ファイナンシャルサービシーズ  
リスクアドバイザー  
合同会社デロイト トーマツ

[www.linkedin.com/in/shinya-kobayashi](http://www.linkedin.com/in/shinya-kobayashi)

### **Shinya Kobayashi**

Managing Director

RA Insurance Sector Leader / Deloitte Asia Pacific Centre for Regulatory Strategy (ACRS) Co-lead

Financial Services

Risk Advisory

Deloitte Tohmatsu LLC

[www.linkedin.com/in/shinya-kobayashi](http://www.linkedin.com/in/shinya-kobayashi)

### **【主なレポート】**

保険セクターの国際的な規制の動向（月次レポート）

<https://www.deloitte.com/jp/ja/Industries/insurance/perspectives/insurance-regulatory.html>

# Deloitte.

## デロイト トーマツ

デロイト トーマツ グループは、日本におけるデロイト アジア パシフィック リミテッドおよびデロイトネットワークのメンバーである合同会社デロイト トーマツ グループならびにそのグループ法人（有限責任監査法人トーマツ、合同会社デロイト トーマツ、デロイト トーマツ税理士法人およびDT 弁護士法人を含む）の総称です。デロイト トーマツ グループは、日本で最大級のプロフェッショナルグループのひとつであり、各法人がそれぞれの適用法令に従いプロフェッショナルサービスを提供しています。また、国内 30 都市以上に 2 万人超の専門家を擁し、多国籍企業や主要な日本企業をクライアントとしています。詳細はデロイト トーマツ グループ Web サイト、[www.deloitte.com/jp](http://www.deloitte.com/jp) をご覧ください。

Deloitte（デロイト）とは、Deloitte Touche Tohmatsu Limited（“Deloitte Global”）、そのグローバルネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびそれらの関係法人（総称して“デロイトネットワーク”）のひとつまたは複数指します。Deloitte Global ならびに各メンバーファームおよび関係法人はそれぞれ法的に独立した別個の組織体であり、第三者に関して相互に義務を課しまたは拘束させることはありません。Deloitte Global およびその各メンバーファームならびに関係法人は、自らの作為および不作為についてのみ責任を負い、互いに他のファームまたは関係法人の作為および不作為について責任を負うものではありません。Deloitte Global はクライアントへのサービス提供を行いません。詳細は [www.deloitte.com/jp/about](http://www.deloitte.com/jp/about) をご覧ください。

デロイト アジア パシフィック リミテッドは保証有限責任会社であり、Deloitte Global のメンバーファームです。デロイト アジア パシフィック リミテッドのメンバーおよびそれらの関係法人は、それぞれ法的に独立した別個の組織体であり、アジア パシフィックにおける 100 を超える都市（オークランド、バンコク、北京、バンガロール、ハノイ、香港、ジャカルタ、クアラルンプール、マニラ、メルボルン、ムンバイ、ニューデリー、大阪、ソウル、上海、シンガポール、シドニー、台北、東京を含む）にてサービスを提供しています。

Deloitte（デロイト）は、最先端のプロフェッショナルサービスを、Fortune Global 500®の約 9 割の企業や多数のプライベート（非公開）企業を含むクライアントに提供しています。デロイトは、資本市場に対する社会的な信頼を高め、クライアントの変革と繁栄を促進することで、計測可能で継続性のある成果をもたらすプロフェッショナルの集団です。デロイトは、創設以来 180 年の歴史を有し、150 を超える国・地域にわたって活動を展開しています。“Making an impact that matters”をパーパス（存在理由）として標榜するデロイトの約 46 万人の人材の活動の詳細については、[www.deloitte.com](http://www.deloitte.com) をご覧ください。

本資料は皆様への情報提供として一般的な情報を掲載するのみであり、Deloitte Touche Tohmatsu Limited（“Deloitte Global”）、そのグローバルネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびそれらの関係法人（総称して“デロイトネットワーク”）が本資料をもって専門的な助言やサービスを提供するものではありません。皆様の財務または事業に影響を与えるような意思決定または行動をされる前に、適切な専門家にご相談ください。本資料における情報の正確性や完全性に関して、いかなる表明、保証または確約（明示・黙示を問いません）をするものではありません。また Deloitte Global、そのメンバーファーム、関係法人、社員・職員または代理人のいずれも、本資料に依拠した人に関係して直接または間接に発生したいかなる損失および損害に対しても責任を負いません。Deloitte Global ならびに各メンバーファームおよび関係法人はそれぞれ法的に独立した別個の組織体です。

Member of

**Deloitte Touche Tohmatsu Limited**

© 2026. For information, contact Deloitte Tohmatsu Group.



**IS 669126 / ISO 27001**



**BCMS 764479 / ISO 22301**

IS/BCMS それぞれの認証範囲はこちらをご覧ください  
<https://www.bsigroup.com/clientDirectory>