

# 生命再保険の新潮流：資産集約型再保険（AIR）がもたらすもの ＜ERM委員会＞

EYストラテジー・アンド・コンサルティング

東京海上日動あんしん生命

T&Dホールディングス

野村 準

久世 祐平

飯田 康智

**司会** 定刻になりましたので、セッションA1、ERM委員会企画、「生命再保険の新潮流：資産集約型再保険（AIR）がもたらすもの」を開催させていただきたいと思います。

最初に、発表者の方々を簡単にご紹介します。EYストラテジー・アンド・コンサルティングの野村準さん、東京海上日動あんしん生命の久世祐平さん、T&Dホールディングスの飯田康智さんです。野村さんからはAIRの概要、久世さんからはAIRがもたらすリスクについて、最後に飯田さんからは、リスク対応策の具体策についてお話しいただきます。最後に、時間の許す限り、皆様からいただいたご質問に答える形にしていきたいと思います。

それでは、野村さん、よろしく申し上げます。

ERM委員会

**生命再保険の新潮流：  
資産集約型再保険 (AIR) が  
もたらすもの**

EYストラテジー・アンド・コンサルティング株式会社  
野村 準  
2025年11月7日

※本資料の内容は発表者個人の見解であり、所属組織の見解ではありません。

■■■  
The better the question. The better the answer. The better the world works.

**EY**  
Shape the future  
with confidence

**野村** どうもありがとうございます。ご紹介にあずかりました、EYの野村準と申します。本日は、どうぞよろしく申し上げます。最近、生命保険業界でも再保険がにわかに盛り上がり、特にAIRという再保険が、どうやら流行っているようだという話を耳にされた方も多いかもかもしれません。本日は私たち3名で、AIRとは何か、AIRを使うメリット、AIRに関するステークホルダー、AIRのリスクにはどのようなものがあるか。また、実はリーマンショックと同じような構造に陥っているのではないか、それを踏まえて、どのようにAIRに向き合っていけばいいか、といったところをお話しさせていただきます。どうぞよろしく申し上げます。

最初に  
昨今増えている生命再保険のビッグディール

グローバル・アトランティック、マニユライフ生命と5,740億円の再保険契約

タルコット、かんぽ生命とブロック再保険契約を締結

フォーティテッド・リー、太陽生命保険との再保険契約を発表

- 昨今、再保険に関するビッグディールをよく目にするがこれらの再保険は一体どういうものか？
- またビッグディールの相手である再保険会社は一体何者か？

**EY**

まず、こちらのスライドについて、ややセンセーショナルな意図を伝えたい感じが出てしまっていますが、直近3年の生命再保険のニュースリリースになっております。まず、気づく点としては、いずれも金額が大きい。基本的に生命保険業界は、扱う金額が元来大きいものですが、それにしても4桁億円というのは、かなり大きいディールだと考えられます。また、このようにニュースリリースとして出てくること自体、大きいビジネスインパクトがあることを示唆しているとも思われます。

次に気になる点として、この再保険はどのようなものなのか。話の流れ的にAIRということにはなるのですが、AIRとはどのような再保険なのかといったところや、ビッグディールの相手、ニュースリリースにそれぞれの会社名を書いておりますが、グローバル・アトランティック、フォーティテッド、タルコットと、どうやら伝統的な再保険会社ではなく、新進気鋭の会社だということ。このような会社はどのような存在なのかといったところを、今回のプレゼンでお伝えできればと思っております。

最初に  
**AIRは救世主か、それとも新たなリスクの温床か**

**外資ファンド、生保マネーに照準 再保険や代替資産運用提案**

2023年8月4日 18:40 (読者専用記事)

**生保も再保険、支払い5割増 金融庁は実態把握へ**

2023年7月12日 5:00 (2023年7月12日 9:21更新) (読者専用記事)

生命保険会社による再保険の活用が急増している。金利変動リスクの回避や資本効率化した再保険料は前の年度から5割増加。りの確保に向けて運用目的で再保険を使わないか金融庁も実態把握を進めている。

再保険会社に移す仕組み、もともとは損

**金融庁が国内生保の再保険を調査、米ファンド系の活用増で－関係者**

2023年7月12日 10:00 (読者専用記事)


生命保険会社による再保険の活用が急増している。金利変動リスクの回避や資本効率化した再保険料は前の年度から5割増加。りの確保に向けて運用目的で再保険を使わないか金融庁も実態把握を進めている。

再保険会社に移す仕組み、もともとは損

**インタビュー：再保険通じた生保の海外ファンド投資に警戒、リスク管理難しい＝金融庁長官**

By 朝日新聞、読者専用

2023年8月12日 午後4:23 (2023年8月12日更新)



【東京 8日 ロイター】-金融庁の伊藤忠長官は、ロイターのインタビューで、最近で増加している生命保険会社による再保険を通じた海外ファンドへの投資に警戒を示した。資産リターンを高める生保への期待を一方で、再保険の海外ファンドなど運用先について、実態把握が難しくなるのを、各社によるリスク管理は「なかなか難しい」と述べた。

金融庁の伊藤忠長官は、世界的金融市場の動向を把握する必要がある。伊藤忠長官は、海外ファンドへの投資に注目を示した。中でも日本の生命保険会社による再保険への海外ファンドへの投資に注目を示した。伊藤忠長官は、海外ファンドへの投資に注目を示した。伊藤忠長官は、海外ファンドへの投資に注目を示した。

■ 日本の生命保険会社は運用ファンドの集金マシンになってしまっていないか？

■ 歴史は繰り返す—気づけば、リーマンショック（サブプライムローン）と同じような爆弾を抱えてしまっていないか？

3

EY

こちらは、日経やブルームバーグなど、大手メディアのニュースになっております。元々、再保険という損保が主流でしたが、最近では生命再保険も非常に注目されているということで、大手のメディアや金融庁、また、世間も生命再保険に注目しているということが読み取れると思います。

下の方に目を移していただきまして、唐突に警鐘的な文言を羅列していますが、こちらの2点は、アクチュアリーとして懸念されうるポイントを書かせていただいております。まず1点目に、実は生命保険業界は、意図しないところで運用ファンドの集金マシンになっているかもしれないということ。2点目に、実はリーマンショックと同じような構造に陥っているのではないかとということです。一見すると飛躍が過ぎるかもしれませんが、今回のプレゼンを聞いていただければ、案外、過言ではないということが伝わるのではないかと考えております。



## 目次

AIRの概要

---

AIRのリスク

---

AIRのリスク管理

---

QAセッション

---

改めまして、本セッションの全体的な構成です。最初に私からAIRの概要。その後に、AIRのリスクを久世さんから、リスク管理を飯田さんから話しまして、最後にQ&Aという形にいたします。総スライド枚数にして50枚ぐらいと内容を詰め込んでおりますので、個人的な学習にもお使いいただければと思っております。本日は、かいつまみながら説明いたします。

## AIRの概要

AIRの概要

AIRとは何か、また結果としてどのような再保険種類が用いられるか

- Asset-Intensive Reinsuranceの略であり、日本語名は「資産集約型再保険」
- 「保険負債のブロックに関連する運用及びバイオメトリック・リスクを元受保険会社から他の保険会社若しくは再保険会社に移転する契約」を意味する。

この種の再保険契約は、運用リスクがバイオメトリック・リスクよりも重要になる長期生命保険契約に関し実施される傾向にある。

(出典：「2025年保険モニタリングレポート」 by FSA)

AIRと呼称される再保険は運用リスクを移転するケースが多く、  
その要請から再保険種類としては共同保険式再保険が採択されることが一般的



改めまして、私のパートについてです。最初にAIRの概要について。まずAIRは「Asset-Intensive Reinsurance」の略で、日本語名では「資産集約型再保険」となっております。

ブレットの2つめは、『保険モニタリングレポート』に記載されているAIRの定義になりますが、「保険負債のブロックに関連する運用およびバイオメトリック・リスクを元受保険会社から他の保険会社もしくは再保険会社に移転する契約」となっております。特に運用リスクの移転が重要となる再保険が、AIRと位置づけられていると思ってください。また、「ブロック」とあって、これだけを見ると既契約だけに限定されているように見えますが、最近ですと新契約の再保険、フロー再保険とも言ったりしますが、例えば新発売で一時にドカッと再保

険料が入るということで、こちらの定義の趣旨に照らせば、そのようなフロー再保険についても、AIRの定義を満たすと考えてもいいかと思われます。

こちらをまとめると、責任準備金大きい貯蓄性保険の運用リスクまで移転するものが、基本的にはAIRだと思っていただいて差し支えないと思われます。AIRは運用リスクを移転するところがポイントで、運用リスクを移転する再保険ということで、その要請に答える形で、共同保険式再保険が採択されることが一般的です。

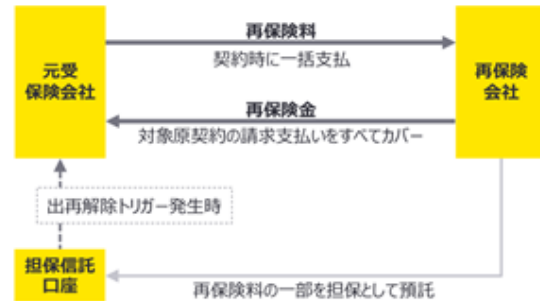
## 共同保険式再保険のおさらい

## 教科書的な説明

- 再保険会社が個々の出再契約に関し元受契約の契約条件と同一の内容で保険責任を引受ける再保険の形態
- 強い資本関係を持つ保険会社間での取引を除くと、あまり活用されていない
- 死亡率等の発生率関係のリスク、投資リスク等、保険契約を保有することに係るすべての保険責任が元受会社から再保険会社に移転される
- 再保険会社は予定利率を超える水準で元受会社とは独立に資産運用を行う責務が発生する
- 現状ではほとんどの再保険専門会社は投資リスクを負担することを好まない傾向にある

(出典：“保険1（生命保険） 第8章 再保険” by 日本アクチュアリー会)

## スキーム図



次に、共同保険式再保険のおさらいということで、共同保険式再保険の概要を簡単に説明させていただきます。まず左側に「教科書的な説明」とありますが、こちらは文字どおり教科書からの抜粋になっております。基本的な特徴としては、運用リスクを含めた全リスクを移転するという点です。また、こちらの教科書は2007年に書かれたもので、当時の通説に基づいています。基本的には再保険会社は運用リスクを取りたがらない。その結果、グループ内出再ぐらいでしか使われないということが、当時の一般的な考え方でした。この通説が後々の伏線になってきますので、頭の片隅に置いておいていただければと思います。

次に、右側がスキーム図となっております。ポイントは、右の領域の左下にある「担保信託口座」です。教科書には、このような担保の話は出てきませんが、実務では、共同保険式の場合、担保を事前に設定して、例えば再保険会社が破綻等をしたときに、再保険契約が解約、リキャプチャーとも言ったりしますが、その際にこの設定した担保が元受に回収されるというスキームにしていることが多いと思われます。

こちらのスキームだけを見ると、それほどリスクはないのではないかと。そもそも担保が設定されているから回収できるし、再保険会社も基本的には格付けのいいところにしか出再しないだろうから、二重の意味で大丈夫なのではないかという印象を持つかもしれませんが、そちらの蓋然性自体は一定程度、妥当だと思う一方で、こちらのリスクは、実は精緻に見ていかないといけないのではないかと。本日、私たちがお伝えしたい1つ大きなポイントになります。

## 共同保険式再保険の一般論と昨今における実態

## 教科書的な説明

- 再保険会社が個々の出再契約に関し元受契約の契約条件と同一の内容で保険責任を引受ける再保険の形態
- 強い資本関係を持つ保険会社間での取引を除くと、あまり活用されていない
- 死亡率等の発生率関係のリスク、投資リスク等、保険契約を保有することに係るすべての保険責任が元受会社から再保険会社に移転される
- 再保険会社は予定利率を超える水準で元受会社とは独立に資産運用を行う責務が発生する
- 現状ではほとんどの再保険専門会社は投資リスクを負担することを好まない傾向にある

## 昨今の実態

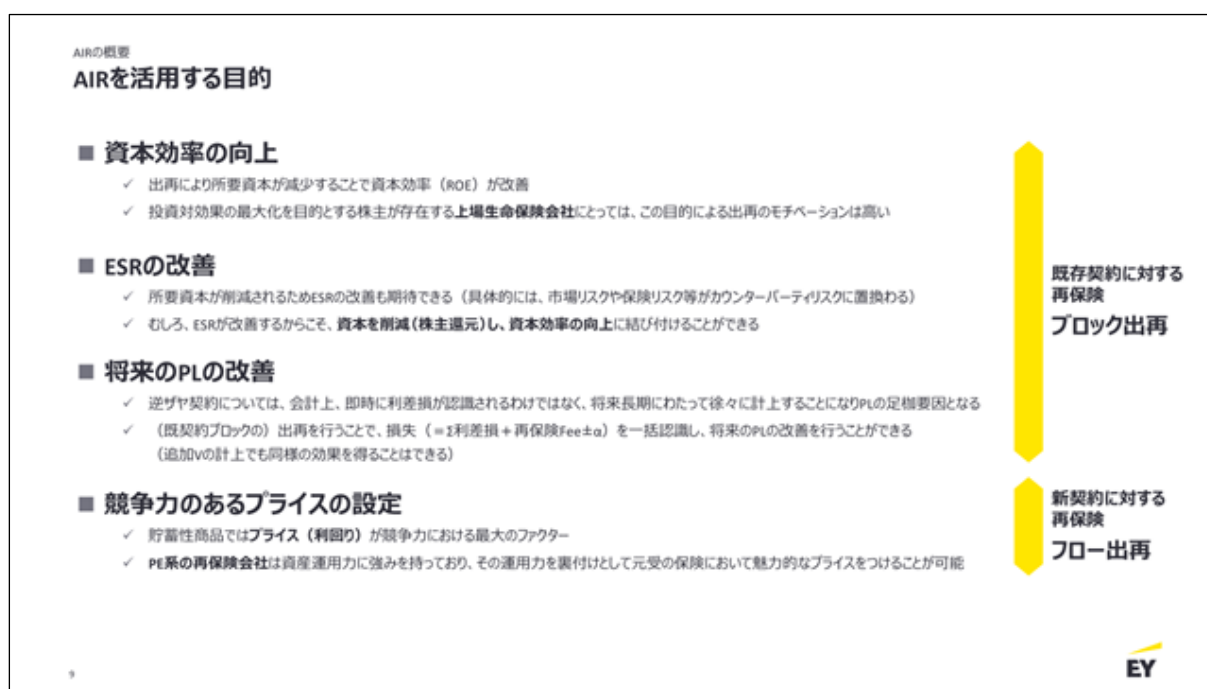
✓ 近年ではAIRという形で広く使用されている

✓ 投資リスクを忌避するどころか、むしろ積極的にテイクしようとしている

▶ 従来の伝統的な再保険会社とは異なるリスク選好を持つプレイヤーの登場！



次に、「共同保険式再保険の一般論と昨今における実態」です。左側は教科書的な一般論の説明で、そのうち太字になっている2点が、実態はそうではなくなっている、というところ。1つ目は、先ほども言及したとおり、基本的にはグループ内出再でしかなかなか使われないという話がありましたが、近年ではAIRという形で広く使用されているということ。次に、投資リスクを再保険会社は負いたくないという傾向がありましたが、最近では、投資リスクを忌避するどころか、むしろ積極的にテイクしようとしているというところが昨今のトレンドになっております。これは、伝統的な再保険会社とは異なるリスク選好を持つプレイヤー、具体的にはプライベートエクイティをバックとする再保険会社が登場しているというところが背景となっております。



次に、AIRはどのようなメリットがあって使っているかについて、説明させていただきます。大きく4つ挙げておりました、上から説明します。まず、これが大きなモチベーションとなっているという声を聞きますが、資本効率の向上、具体的にはROEですね。特に上場生保会社は、このようなモチベーションを持ちえます。

2つ目が、ESRの改善です。出再すると所要資本が削減されます。一方で、残余リスクとしてカウンターパーティリスクが発生しますが、それをネットィングしても、基本的には所要資本は小さくなる方向に行きます。1つ目の資本効率の向上とも関係してきますが、ESRが改善されることで所要資本が小さくなるからこそ、資本を削減できるというところもありますので、1つ目と2つ目は結構密接につながっております。

次に3つ目で、こちらは独立したメリットになりますが、将来のPLを改善できる。例えば逆ザヤ契約を持っていた場合、将来にわたって利差損が徐々に計上されていって、PLを逼迫するということが起きうるのですが、出再した場合は、減損のように一括で損を認識することができるので、PLを改善することができます。一方で、このメリットは、追加責任準備金を積んだ場合でも同じような効用を得ることができます。相互会社では出再せずともこの目的を達成するために追加責準を積む一方、上場している生保会社ですと、1つ目のメリットも大きいのでAIRを使うという、そのような意思決定の差異があるのではないかという話が委員会内のディスカッションでありました。なおこれらメリットについて、資本効率とESRの話はフロー出再でも一応関係しますが、基本的にはブロック出再を念頭にしたメリットになっています。

最後の4つ目は、基本的には新契約出再、フロー出再におけるメリットになりますが、貯蓄性商品においてプライスの設定をよくすることができます。想定しているものは、金融機関で売られているような一時払の商品で、当商品は積立利率をいかに大きくできるかということが商品性的に大きなファクターになっておりますが、AIRを使うことでより高い利率をつけら

れる可能性が出てくる。そのようなメリットがあって、使われるケースも昨今結構あるのではないかと考えられます。それが実現できるのは言うまでもなく、出再先がファンドで、運用力に強みを持っているからです。

## 内部要因と外部要因

## 保険会社側の要因（資金の貸し手側の観点）

- 資本効率改善（ROE向上）に対する要求の高まり
- 規制esrの本格導入
- 長期的な低金利環境に伴う新契約・既存契約の収益性低下
- 外貨建保険の標準責任準備金制度の導入に伴う財務上の追加的負担
- 円安環境下における外貨建資産運用の相対的優位性
- オルタナティブ資産（PE、プライベートクレジット等）を直接運用する際の難易度

## 金融市場側の要因（資金の借り手側の観点）

- 2008年の世界金融危機（リーマンショック）による銀行における規制強化（バーゼルⅢ）を背景として、保険会社が資金の貸し手となる相対的優位性の高まり
- ✓ 中小企業の資金ニーズに対して、主な供給先たる銀行の融資ニーズが減少
- ✓ それらのニーズの受皿となる形でPEファンドやVCが担い手となりプライベートクレジット市場が拡大
- ✓ プライベートクレジットは大手商業銀行にとってはリスクが高く、一方で株式公開市場にとっては規模が小さすぎると判断される傾向にあり、**オルタナ資産での運用モチベーションが高まっている保険業界とのニーズがかみ合った**と考えられる

こちらのメリットを踏まえたうえで、AIRが流行している要因を二つに分けて話したいと思います。「内部要因と外部要因」、もう少しかみ砕いて言うと、内部要因は資金の貸し手側の観点。今回で言うと保険会社サイド。一方で外部要因は、資金の借り手側に対応して、直接的には再保険会社ですが、最終的な借り手という意味では中小企業、そちらのサイドに分けて、それぞれ説明いたします。

まず向かって左側が、保険会社側の話ですが、基本的には先ほどのメリットを羅列しておりまして、それに加えて、規制ESR、つまり経済価値ベースのソルベンシー規制が導入されたことや、外貨標準責任準備金制度が導入されたという制度的な背景がありつつ、最近はそうでもなくなってきていますが、低金利環境が続いてなかなか運用収益を得ることができず、そのようなところでオルタナ運用のニーズが高まっており、結果としてAIRの魅力が相対的に増してきているというところが、要因と考えることができます。

一方で金融市場側の理由として、基本的にはリーマンショックに大きな端緒を発しておりまして、プロセスについてはその下に記載されておりますが、リーマンショックによってバーゼルⅢという厳し目な資本規制が入った。また、そもそも金融危機後ということもあって、融資が保守的になっているだろうということで、中小企業の資金ニーズが満たされなくなったという状況がございます。それをカバーする形で、プライベートエクイティ・ファンドやベンチャーキャピタルが担い手となって、保険会社側のオルタナ運用のニーズとかみ合って、AIRが流行っていると考えることができます。

## 生命再保険の活用状況の推移

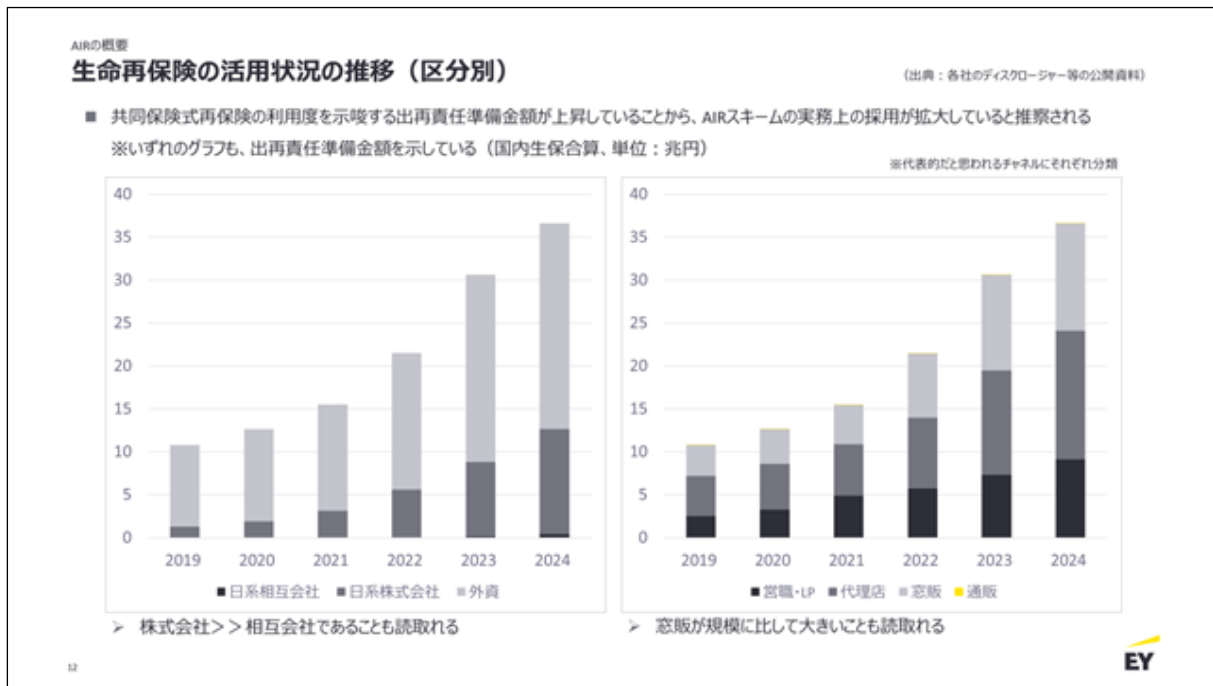
〔出典：“生命保険事業概況” by 生命保険協会〕

- 支払再保険料の水準は大きく拡大

再保険料（国内生保合算、単位：兆円）



次は少し趣向を変えて、統計情報から、実際にAIRがどれくらい使われているのかというところを説明したいと思います。こちらは、現金ベースの再保険料の35年の経時変化を捉えたものです。右側の赤丸で示しているとおり、明確に2019年度から、急激と言っていかに再保険料が高くなっている。再保険料全体の金額なのでAIRとは限りませんが、再保険料が共同保険式の場合はその額が大きくなるので、おおむねニアリーイコールとさせていただいて差し支えないと思います。とにかく2019年度から大きくなっておりまして、実際にブロック出再、AIRと称してもいいような出再のニュースリリースを見かけたのもこれぐらいの時期なので、おおむね事実とも整合していると思います。



2019年度以降にもう少しフォーカスを当てて、細かく見ていきたいと思っております。こちらは、左と右で総額ベースでは同じですが、それぞれ違う区分で見た2019年度以降のグラフになっております。また、先ほどの再保険料ではなくて、共同保険式再保険の利用度を示唆するような指標である出再控除額のグラフを、区分別でそれぞれ見たものになっております。左側は会社形態別で、日系相互会社、日系株式会社、外資で区分してありまして、右側はチャンネル別のグラフになっております。まず前提として、総額ベースでは、先ほどの再保険料と同じように右肩上がり、ステイプに上がっていることが読み取れると思っております。その前提で内訳を見たときに、どのような会社がAIRを使っているのかを説明したいと思っております。

まず、左側でぱっと目につくところとしては、外資が大きい。そして、日系株式会社が元々はそれほど大きくなかったけれども、そのあと非常に使われるようになってきている。一方で相互会社では、それほど使われていないということが読み取れると思っております。外資につきましては、先ほどグループ内出再の話をしてきましたが、元々AIRを使う文化があって、その傾向が助長され、利用量が増えているということが考えられます。次に日系株式会社ですが、増加率という意味ではかなり大きくなっていて、まさに最近のAIRのトレンドを牽引しているところだと思われまます。一方で日系相互会社は、メリットの1つ目である資本効率の向上がそれほどモチベーションになりえないというところで、AIRを使うという意思決定には至りづらいのではと推測できます。

次に右側ですが、まず前提として複数のチャンネルを1つの会社様で取り扱うことが多いので、代表的だと思われるチャンネルに分類したグラフになっております。こちらで注目したい点は、窓販チャンネル、薄いグレーの棒グラフになりますが、そちらの割合が会社の規模と比するとだいぶ大きいということが、注目すべきポイントかと思われまます。また、営業職員チャンネルとしている会社様でも窓販の商品は普通に売られていることでもありますので、窓販が一番占率としては大きい可能性があって、会社の規模に比して大分使われているということが読み取れると

考えられます。こちらは、先ほど申し上げた通りフロー再保険で高いプライスをつけられるという理由で使われているところが大きいのではないかと考えられます。

### ■ 複雑さの増大とリスク把握の困難さ：

- ✓ 元受保険会社は、再保険資産の内容・リスクについて常に把握することが求められるが実務上困難。  
例えば、再保険会社は引受けたリスクを再出再（レトロ出再）することもあるが、再移転されたリスクを保険会社がタイムリーに追跡することは困難。
- ✓ 出再側の監督当局では、国境を越えた法的、税務的、財務的な影響に対処するため、グローバルレベルで規制当局間の連携が必要になるが、リソースの制約により困難。

### ■ リキャプチャーリスク：

- ✓ 再保険会社の健全性が損なわれる等の理由によりリキャプチャー（再保険の解約）が発生する場合、回収時の担保資産の質が問題になることがある。  
再保険会社の健全性が損なわれるシチュエーションでは、マクロレベルで金融市場が落ち込んでいることも十分考えられ、回収した資産が毀損している可能性がある。  
また出再先の資本規制の方が緩い場合、元受側で資産を再認識することで資本要件が増加し、追加的な負担が生じる可能性がある。
- ✓ またリキャプチャーすることを明確に想定せず再保険契約を締結していた場合、回収に関する法的、税務的、およびリソース上の負担に関連する運用上の回収リスクといった観点で、思わぬ損失を被る可能性がある。

### ■ 集中リスク・システミックリスク：

- ✓ 取引量を支配している再保険会社と管轄区域（具体的にはバミューダ）が限られているため、予期せぬ集中リスクが高まっている可能性がある。
- ✓ 潜在的なシステミックリスクを軽減するために、保険会社と監督当局は注意を払う必要がある。

### ■ 再保険会社のリスクアペタイトの激化：

- ✓ 再保険会社と資産運用会社が同一グループに属する企業構造においては、資産運用会社の収益目標が再保険会社のリスク選好度に影響を及ぼす可能性がある。  
再保険会社に追加的なリスク負担を指示することにつながる可能性があり、利益相反（健全性を重視する保険会社から見て）が生じる可能性がある。

今までは、主にAIRのいいところを話してきましたが、これ以降は、AIRのリスクについて話していきたいと思います。私のパートでは、金融当局、具体的にはIAISとFSAの懸念について話しますが、基本的にこちらの内容は久世さんと飯田さんのパートに包括されておりますので、簡単に触れるにとどめようと思います。

最初にIAISについてです。イシューペーパーにはもっと複数のリスクがありましたが、今回のプレゼンの趣旨に沿うリスクを抜粋して記載しております。まず1つ目は、「複雑さの増大とリスク把握の困難さ」ということで、AIRは基本的にクロスボーダー取引になり、またレトロ出再を行うことも多いので、スキームが複雑になりうる。それに伴って、リスク把握の難易度が高くなるというところが、1つのリスクとして認定されております。2つ目のリキャプチャーリスクは、詳細は久世さんのところで説明いたします。

3つ目は、「集中リスク・システミックリスク」。これも、スキームが複雑であることに由来するリスクになっております。

最後は「再保険会社のリスクアペタイトの激化」。リスクアペタイトが、プレイヤーごと、つまりファンドと生命保険業界でそれぞれ違う。ファンドは基本的にアップサイドに興味が高いことに対して、保険会社はダウンサイドも留意しなければいけないという、リスクアペタイトの違いに由来するリスクになっております。個人的に注目したいのは、2つ目のリキャプチャーリスクで、先ほどのスキーム図でもありましたが、結構注視しないとイケないというところが、1つポイントになってくると思います。

### ■ 懸念：

カウンターパーティリスクや集中リスクを孕んでおり、その取引量が増加すればそれに比例してそのリスクも増加するものである。

### ■ 保険会社に期待される対応策：

保険会社において、適切な内部管理体制を構築し、再保険のリスク・リターンを自ら分析し、それらがリスク管理部門等の第二線及び第三線において評価され、最終的に各生命保険会社のリスクアベタイトに応じて、その合理性が適切に機関決定されることが重要である。

- ✓ 再保険会社の選定にあたっての必要な情報の収集・意思決定
- ✓ 再保険の目的・リスクに応じた、適切な再保険契約の締結（契約条項の精緻化等）
- ✓ 再保険会社の財務の健全性や流動性リスク等に係る定期的なモニタリングの強化
- ✓ 再保険会社の信用状況の悪化時を想定した対応の構築

### ■ FSAの今後の対応方針：

2025年3月に生命再保険取引の主要な出先法域であるバミューダ金融当局（BMA）との会合を開催し、更なる連携強化に合意する等、各国監督当局との連携強化を図った。

金融庁は、引き続き、生命再保険取引についてそのリスクに見合った実効的なモニタリングを実施するとともに、各国監督当局との連携を更に強化していく。

続いてFSAの懸念です。こちらはモニタリングレポートの抜粋ですが、内容としてはおおむねIAISのものと近いので割愛いたしますが、1つ強調したい点としては、FSAも生命再保険に近年、注目しているところです。興味深いところとして、最近、BMA、バミューダ金融当局とも会合を開催して連携を強化するというので、かなりAIRに注目していることが伺えます。リスクの詳細や、それを受けてのリスク管理の話につきましては、久世さんと飯田さんから説明していただきます。

## AIRの使用はあくまで1つの選択肢に過ぎず、最終的にどのような選択を行うかは各社が定めたリスクアペタイト次第

でも、AIRを使わないと、保有契約の金利リスクを我が社でテイクセザるをえない。新商品では魅力的なプライスを提供することもできず、お客様や株主への十分な還元ができないよね？代替案はどうするの？自分たちでオルタナ運用する？

AIRは中身が見えづらくて、カウンターパーティリスクも読めない。下手したら大きな火傷をするかもしれないし控えた方がいいのでは？

そもそもこの貯蓄性商品を販売すべきなのかな？責任をもってリスク管理を行うことができないような商品は、そもそも販売すべきでないのでは？



AIRの採用の有無を含め、検討し得る選択肢は本来幅広い。  
忘れてはならないのは、個別の事象にとらわれず、**会社が定めたリスクアペタイトに基づき**  
リスクを正しく理解した上で、**一貫性と整合性をもった意思決定を行うことである。**

ここで一旦、私のパートの最後として、AIRにどのように向き合うべきかという「かくあるべき論」を簡単ではございますが、お伝えしたいと思います。こちらの吹き出しそれぞれが、AIRに関連して、どのような意思決定をするかという意見を示したものです。左側の2人は、AIRを使うか、使わないか、つまりAIRを対象とする商品を売る前提で話しています。一方で右側の方は、AIRを使う・使わない以前に、この商品を販売することでのリスクをそもそもテイクできないという意見を述べております。

このように、AIRの使用に限らずですが、経営上の意思決定は複数考えられる中で、一番大事なことは、各社で設定されているリスクアペタイトに基づいて、リスクを正しく理解したうえで、一貫性と整合性を持った意思決定を行うことがそもそも大事だと思われま。最後、月並みな意見になってしまいましたが、こちらの言葉を結びとして、私のパートを終わらせていただきます。このあとは久世さんにバトンタッチいたします。

ERM委員会

生命再保険の新潮流

資産集約型再保険（AIR）がもたらすもの

～AIRのリスク～

東京海上日動あんしん生命

久世祐平

本資料の内容は発表者個人の見解であり、所属組織の見解ではありません。

久世 皆さん、こんにちは。東京海上日動あんしん生命の久世と申します。まず最初に簡単に自己紹介だけ先にさせていただきますと、普段はEVやICSの担当をしており、AIRについてもそのリスク計測などに携わっております。ERM委員会で再保険のリスクについて盛り上がっていく中で、実務で課題とされているところや気づきのようなところを伝えられればということで、プレゼンの一部のパートを担当させていただきます。

## AIRの特徴のおさらい

### AIRの特徴（前パートのおさらい）

- 再保険会社へリスクを移転するものの、保険契約者への保険金支払等の最終責任は元受保険会社
- 再保険会社のリスクアベタイト（高利回り獲得ためのリスクテイク）により、リスク資産・非流動性資産への投資が増加している可能性。さらにそれが見えにくくなっている。
- 特定の地域（特にバミューダ）への出再が増加。
- 国際的な取引の場合が多いため、複雑かつ各国の規制要件の制約を受ける。

上記AIRの特徴を踏まえて、  
元受保険会社にとってAIR出再した場合の主なリスクを以下の観点で考えてみよう！

- ① どのようなリスクがあるのか？ どのような場合に損失が発生するのか？ **【リスク特定】**
- ② そのリスクをどう評価・管理すればいいのか？ **【リスク評価】**
- ③ リスクを抑制するためにはどのような対応が考えられるか？ **【リスク対応】**



2

では、早速、内容に入らせていただきます。先ほど野村さんのパートでAIRの目的や概要をお話しいただきましたが、私のパートでは、どちらかというリスクについてお話しさせていただきます。私のパートだけを見ると、リスクのことばかり話すので、ネガティブな印象を持たれるかもしれませんが、決してAIRが悪い、再保険会社が悪いということを伝えたいわけではなく、非常に有効なツールだと思っていますので、そのメリットを享受するためにはリスクの方もしっかり理解していけないといけないということで、リスクにフォーカスして説明させていただきます。リスクの特定や評価にフォーカスして、どのようなリスクがあるのか、皆さんと一緒に考えていければと思います。リスクへの対応については、後ほど飯田さんのパートで、詳細を説明して頂きます。

## AIR取引の主なリスク

- ERM委員会で議論した際に挙げたAIR取引に関する主なリスクは以下の通り。  
(AIR特有なリスクに限定せず、AIR出再した場合に発生する主なリスクを幅広い視点で特定)

**【リスク①】**  
カウンターパーティーリスク  
(再保険会社のデフォルト)

**【リスク②】**  
オペレーショナルリスク  
(事務リスク、法務リスク)

**【リスク③】**  
担保資産に関わるリスク  
(担保が十分か? 適切か?)

**【リスク④】**  
流動性リスク

**【リスク⑤】**  
新契約ブロック(フロー出再)  
における新契約変動リスク

**【リスク⑥】**  
規制変更リスク

**【リスク⑦】**  
システミックリスク

AIR特有または他再保険取引よりAIRで大きくなるリスク

他にも様々なリスクが考えられるが、本日は上記のリスクについてお話す

3

では、早速ですが、AIRをやるとどのようなリスクが出てくるのか、お話しさせていただきます。皆さんの頭の中にも幾つか出てきているかと思いますが、このスライドでは、ERM委員会内で議論した際に出てきた代表的なものを挙げております。もちろんこれだけではなく、他にもあると思いますが、主要なリスクはこのあたりかと思いますが。本日は一つ一つリスクを説明させていただきますが、時間の関係もありますので、特に赤で囲んでいる、AIR特有または大きくなるリスクを中心に説明させていただきます。

[リスク①]カウンターパーティーリスク（再保険会社のデフォルト）										
①どのようなリスク？	<p><b>再保険会社の破綻（あるいは健全性悪化）により出再効果が得られなくなる／資産を再保険会社から回収できなくなるリスク</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>再保険会社が破綻した（または健全性が悪化し再保険契約を解約しなければならない状況になった）場合、出再効果（将来利益改善、リスク移転等）がなくなるだけでなく、運用資産が再保険会社から回収できない可能性がある。</li> <li>AIR取引を行う再保険会社には、伝統的な保険会社からPEファンド傘下の比較的新しい再保険会社まであり、規模も運用方針も多種多様。格付情報がない会社もある。</li> <li>特定の地域に再保険会社が集中しており、ある特定の再保険会社が破綻した場合、その地域の他の再保険会社へ信用不安が広がる可能性がある。</li> </ul>									
[再保険会社のリスク管理に関する特徴（一例）]										
	<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>会社構造</th> <th>AIR取引（資産運用）</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>伝統的</td> <td> <ul style="list-style-type: none"> <li>保険グループの子会社または独立再保険会社</li> <li>グローバル展開しており規模も大きい</li> <li>多くがA以上格付を取得</li> </ul> </td> <td> <ul style="list-style-type: none"> <li>資産運用リスク・信用リスクにあまりアペタイトがない会社が多い</li> <li>再保険契約はシンプルなものが多い</li> </ul> </td> </tr> <tr> <td>PE系</td> <td> <ul style="list-style-type: none"> <li>PEファンドがスポンサー</li> <li>設立が新しい会社もあり、比較的規模は小さい</li> <li>格付情報がない会社もある</li> </ul> </td> <td> <ul style="list-style-type: none"> <li>資産運用に強みを持つ</li> <li>オルタナティブ資産も多い（PEファンド、不動産、プライベートクレジット等）</li> <li>複雑な構造で透明性にかけるものもある</li> </ul> </td> </tr> </tbody> </table>		会社構造	AIR取引（資産運用）	伝統的	<ul style="list-style-type: none"> <li>保険グループの子会社または独立再保険会社</li> <li>グローバル展開しており規模も大きい</li> <li>多くがA以上格付を取得</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>資産運用リスク・信用リスクにあまりアペタイトがない会社が多い</li> <li>再保険契約はシンプルなものが多い</li> </ul>	PE系	<ul style="list-style-type: none"> <li>PEファンドがスポンサー</li> <li>設立が新しい会社もあり、比較的規模は小さい</li> <li>格付情報がない会社もある</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>資産運用に強みを持つ</li> <li>オルタナティブ資産も多い（PEファンド、不動産、プライベートクレジット等）</li> <li>複雑な構造で透明性にかけるものもある</li> </ul>
	会社構造	AIR取引（資産運用）								
伝統的	<ul style="list-style-type: none"> <li>保険グループの子会社または独立再保険会社</li> <li>グローバル展開しており規模も大きい</li> <li>多くがA以上格付を取得</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>資産運用リスク・信用リスクにあまりアペタイトがない会社が多い</li> <li>再保険契約はシンプルなものが多い</li> </ul>								
PE系	<ul style="list-style-type: none"> <li>PEファンドがスポンサー</li> <li>設立が新しい会社もあり、比較的規模は小さい</li> <li>格付情報がない会社もある</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>資産運用に強みを持つ</li> <li>オルタナティブ資産も多い（PEファンド、不動産、プライベートクレジット等）</li> <li>複雑な構造で透明性にかけるものもある</li> </ul>								
4										

では、1つめのカウンターパーティーリスクについて、お話いたします。再保険取引といえどということ、一丁目一番地のリスクだと思います。基本的には危険保険料式の再保険などと一緒にリスクではあるものの、大きく2つ特徴があります。1つが、下段に表をまとめておりますが、再保険会社が非常に多種多様という特徴です。伝統的なグローバルな再保険会社もあれば、PEファンド傘下の比較的新しい保険会社もあると思います。どれがいいというわけではなくて、それぞれ規模も違いますし、格付けも違います。そして、運用方針も違って行くということで、自分たちのアペタイトに沿って再保険会社を選んでいく必要があります。

続いてもう一つの特徴が、集中しているかもしれないというリスクになります。特定の地域と書きましたが、特にバミューダに再保険会社が集中しているということで、いわゆる集中リスクのようなものもあると思います。これらを踏まえてリスクを評価して、管理していないといけないということになります。



では、どのようにリスクを評価するのかということで、教科書的な内容で恐縮ですが、再保険会社の状況をしっかり見ていくことが必要だと思います。そのときに、私が個人的にも非常に重要だと思うことは、安易に格付情報や規制の標準モデルに頼り切りになるのではなく、自分たちとして、実質的なリスクはどれくらいなのかしっかり考えていく必要があると思っております。特に定量的にできないところもたくさんあると思っておりますので、定性的なリスク情報も含めて評価していくことが重要と考えています。出再により保険リスクや市場リスクが移転できる反面、カウンターパーティーリスクが発生するので、出再前後でリスク全体が減っているのかといったところは、実質的に減っていると胸を張って言えるぐらい、しっかり評価していないといけないと思います。

では、どのようにリスク対応していくのか。大きな二つの対応として、分散と担保の設定があると思います。特に担保については、カウンターパーティーリスクを抑制するために非常に有効な対応策だと思いますが、担保を設定しているからといってリスクがゼロになるわけではなく、残余リスクや担保としての新しいリスクも出てきますので、こちらは後ほどご説明させていただきます。

## [リスク②]オペレーショナルリスク（事務リスク・法務リスク）

### ① どのようなリスク？

#### 各再保険事務で事務ミスが起こるリスク/事務ミス防止のためにコストが発生

- AIRを含む再保険取引には、契約締結、再保険料の計算・送金から契約管理・決算対応まで多くの再保険事務が必要。
- 各段階で集計漏れや誤計算の事務リスクや大きな対応ロードが発生。システム化コストも大きい。
- また、国際取引が多いため、各国の法令や文化により解釈が異なり法的紛争に発展したり、個人情報や機密情報の漏洩リスクも影響が大きくなる。

#### 契約締結時

- ✓ 再保険料計算：計算前提の認識相違、集計漏れ、計算ミス
- ✓ 海外送金・資産移管：誤送金、遅延
- ✓ フロー出再：新契約追加漏れ、遅れ

#### 契約管理・決算

- ✓ 再保険金等計算：集計漏れ、計算ミス
- ✓ 再保険金等受け渡し：誤送金、遅延（資産売却の遅延）
- ✓ 決算：再保険控除が認められるか、担保資産ルックスルー、詳細データ集計

#### 共通

- ✓ 個人情報や機密情報の漏洩
- ✓ 再保険会社・元受会社のITインフラの停止・遅延
- ✓ 各国の法令や文化の違いによる認識相違

6

続いて、二つめのリスクをご紹介します。オペレーショナルリスクということで、事務リスク・法務リスクになります。こちらは、リスクというよりは、リスクを抑えるために非常に大きな労働やコストがかかるというものでございます。恐らくAIRをやられている会社の皆様には非常に同意していただけるのではないかと思います。

契約締結時にも多くの事務が発生しますが、その後の契約管理や決算などの事務もたくさんあります。その都度、集計の漏れや計算のミスが起こりうるというものでございます。また、複数の再保険会社に出再している場合もありますので、それぞれの再保険会社の取引が違ったりすると、それもミスの要因になりうることになります。もう一つのAIRの特徴として、国際取引であるというところがあります。情報漏洩した場合の影響や、何千億円というお金を海外送金しますので、担当者としては、リスクとしてしっかり認識していかないといけないと思います。このようなオペレーショナルリスクは、教科書的に当たり前ではあるものの、担当者だけでなく、上級管理職の皆様や経営層の皆様としっかり共有して、リスクとして捉えていく必要があると思います。

### [リスク③]担保資産に関わるリスク（担保が十分か？適切か？）

#### ①どのようなリスク？

#### 担保資産が不足するリスク

- AIRでは、多くの場合、[リスク①]カウンターパーティーリスクに備えて担保資産を設定。  
(担保資産の主な特徴は以下の通り)

- ✓ 再保険会社は信託口座等に担保資産を預入。元受会社は再保険会社の破綻またはリキャブチャー時に信託口座等から資産を回収できる。
- ✓ 担保資産の制約や必要額は事前にガイドライン等で定めておくが、運用資産（の一部）を設定する機会が多い（リスク資産・非流動性資産が含まれる場合もある）。
- ✓ 運用資産に対する制約は**プライス（再保険料）**と**トレードオフ**であり、プライスを高めるためにはリスク資産・非流動性資産が多くなる。（逆にリスクを抑えるため安全資産・流動性資産の割合を高めるとプライスが悪くなる）
- ✓ 多くの場合、担保資産の評価は定期的に行われ、不足する場合は追加担保を求められる。

- 市場環境が悪化した場合や対象負債が変化した場合**担保資産が出再対象負債に対して不足するリスクがある。**(以下例示)

- ✓ 高リスク資産や流動性の低い資産の時価減少（信用悪化、非流動性プレミアム上昇）
- ✓ 超長期負債やオプション性のある負債を出再した場合の資産と負債のミスマッチ
- ✓ 契約者行動の変化による保険負債の増減（例：解約率上昇による保険負債増加）

- モニタリングはしていても、事務的な負担を減らすために**担保額を簿価で管理しているケースもあり、上記のようなリスクを検知できない場合もある。**

7

では、3つめのリスクに移らせていただきます。担保に関わるリスクということで、少しここは時間を取って説明したいと思います。先ほど申し上げたとおり、カウンターパーティーリスクを抑制するためには、担保資産を設定するケースが非常に多いです。現にグループ外への出再だと、ほとんどのAIR取引で担保が設定されていると思います。担保を設定することによって、再保険会社が万が一デフォルトした際も担保が回収できるので、元受保険会社としてはリスクが減らせますが、担保は担保で新しいリスクが発生するという点を説明したいと思います。

最初の枠内に書いてありますが、担保にはどのような特徴があるのかを説明しますと、一般的には、運用資産の一部を担保として設定するケースが多いと思います。この運用資産がどのようなものかが非常に重要で、先ほどの野村さんのパートでもあったように、利回り向上なども目的の一つになっていますので、プライスをよくするためにはリスク資産を運用資産として持つ必要があるので、担保にもリスク資産や非流動性資産が一定含まれるということになります。このため、もし信用悪化やスプレッドの上昇が起こったときには、資産の目減りが起こります。

また、負債側も動くということも非常に重要で、負債はもちろん金利によって動きますし、保険前提のような条件の変更によっても起こりうるので、資産と負債のそれぞれが動くということで、ギャップがないかをしっかり見ていかなければいけません。特にデュレーションの長い負債を出再するときは、契約時だけでなく、担保の十分性、質をしっかりと見ていかなければいけないものになります。

### [リスク③]担保資産に関わるリスク（担保が十分か？適切か？）

#### ①どのようなリスク？

#### 担保不足が発生している際に再保険会社がデフォルトした場合、元受保険会社のESRが悪化するリスク（Wrong-way Risk）

- 金融環境が悪化し担保不足となる場合は再保険会社の健全性も低下している可能性があり、ダブルトリガーが働かない可能性がある（担保資産と再保険会社の相関には注意）。
- さらに、金融環境悪化時は元受保険会社の健全性も低下している場合があり、元受保険会社のバランスシートやESRがさらに悪化するリスクがある。



#### ②どのようなリスク？

#### 担保資産回収コスト/回収した資産を適切に管理できないリスク

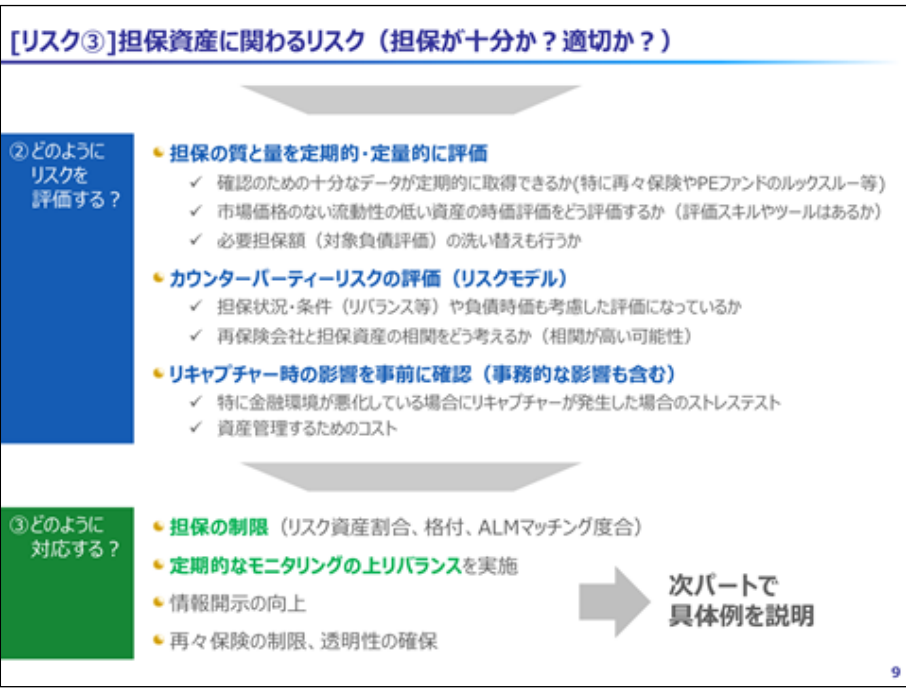
- 上記のような再保険会社破綻時やリキャプチャーが発生した場合には担保資産回収コストが発生。
- また、回収した担保資産を適切に管理する体制構築が必要になる。  
（特に、高リスク資産や流動性の低い資産は元受保険会社が適切に管理できないリスクがある）
- 回収した資産が元受保険会社の戦略やリスクアパタイトに沿わない場合もあり、その場合ALMポジションの再構築コストが発生。

8

先ほど、再保険会社がデフォルトしたとしても、担保があれば十分というお話をしましたが、ダブルトリガーは確かにあるのですが、その相関が非常に重要になってくると思います。金融環境が悪化して担保が減っている状況の時は、再保険会社自体も他のところでそのような運用をしていれば健全性も低下しているということで、テールイベントのときには非常に相関が強くなっている可能性があります。このため、ダブルトリガーがあるから安心なわけではないという点は、しっかり認識しなければならないと思います。

さらに、そのような場合にリキャプチャーが起こって、元受会社に目減りした資産が返ってくるのですが、そのときに元受会社自体も、もしかしたら健全性が低下している可能性があるということで、リキャプチャーが起こることによって更にESRが悪化する可能性があります。

以上、財務面の話をしましたが、最後に下段の方で、管理面のリスクも記載しております。リキャプチャーが起こったときに、どのようなリスクがあるのかというところで、担保資産は回収できるのですが、その担保資産を元受会社でしっかり管理できるのか、特に見たこともないような資産があったり、管理にはシステム対応しなくてはいけないなど、色々と管理コストや管理リスクが出てきます。また、元受会社のリスクアパタイトに沿わなかった場合、入れ替えをしないとはいけませんが、非流動性資産は入れ替えができなかったり、会計上売却損が出てくる可能性もあるので、そのようなことが起こった場合にどのような影響があるのか、しっかり認識していく必要があります。



今まで担保に関するリスクをお話ししましたが、では、どのように評価すればいいのかというところになります。これも、しっかり見ていくぐらいしかないとします。担保の中身をルックスルーして、どのような資産を持っているのか、それがどのような時価なのかをしっかりと確認することが、最初の評価だと思います。負債も動きますので、資産・負債のギャップがどれくらいなのか、しっかりカウンターパーティーリスクに反映して、どれくらいリスクが今の時点であるのかをしっかりと把握していくことが重要だと思います。そこで、再保険会社と担保の相関も、非常に重要なパラメーターになります。

では、③のどのように対応するかということですが、ここも大きな2つの対応がありまして、1つは担保の制限です。後ほど飯田さんのパートで、ガイドライン等で例示させていただきませんが、担保の中でもリスク性資産や非流動性資産の割合を下げる、一定割合以下にするという対応が一般的だと思います。ただ、ここで注意してほしいことは、リスク性資産や非流動性資産を下げるとリターンも悪くなる、プライスが悪くなるというトレードオフがありますので、自分たちのリスクアペタイトや、リスク・リターンのバランスを見ながら判断していく必要があります。

2つめが、リバランスですね。こちらも、契約時だけではなく、一定期間ごとにしっかり担保の状況を見て、足りなければリバランスをするような対応が求められます。非常に労力のかかるものですが、しっかりとやっていく必要があると思います。

## [リスク④]流動性リスク

### ① どのようなリスク？

#### 急な資金需要に対応できないリスク

- 一般的に契約者の死亡・解約時から再保険会社との決済タイミングまでの間に1～3か月間タイムラグがあるため、元受保険会社はその間お客様に現金支払ができるように一定水準の流動性資産を保有する必要があります。
- 再保険会社が流動性の低い資産（ヘッジファンド、不動産、インフラ、プライベートエクイティなど）に投資していた際は急な資金需要に対応できない可能性がある。
- 特に、以下のケースのような多額の支払が生じた際は影響が大きく、元受会社の資金がショートする可能性が高くなる。これはシステミックリスクにもつながる。

- ✓ 市場金利上昇等により契約者が利回りの高い商品へ乗り換えることによる解約増加
- ✓ 不祥事や信用不安等による大量解約が発生
- ✓ パンデミックによる保険金や給付金の大量支払が発生



10

では、続いて、リスクの④の流動性リスクに移らせていただきます。時間も少なくなってきましたので、少し駆け足でやらせていただければと思います。流動性リスクということで、資金がショートするリスクになります。元々、再保険の収支の受け渡しには一定のタイムラグがありますが、特に注意していただきたいことは、多額の支払いが発生した場合に、しっかりお客様にお支払いできるかということになります。特に乗り換えによる解約が一段増えた場合や、大量解約やパンデミックで大きな支払いが起きたときに、元受会社としても、資産を売却する再保険会社としても、流動性のある資産をきちんと持っていけるということが重要になります。ユーロビータ<sup>1</sup>の件のときのような負債の特性ももちろんありますが、しっかりと負債の特性に照らしつつ、流動性資産を持つ必要があると思います。

<sup>1</sup> イタリアの生命保険会社で、2023年に急激な金利上昇とそれに伴う不十分なリスク管理のために資本不足となりイタリア保険監督機関（IVASS）が暫定管理下に置き、約100億ユーロ相当の契約を他社に移管する救済措置が実施された。

## [リスク④]流動性リスク

②どのように  
リスクを  
評価する？

- **元受保険会社・再保険会社双方の流動性の状況を定期的・定量的に評価**
  - ✓ 資産・負債の流動性の状況をタイムリーに把握できるか
- **ストレステストによるキャッシュフロー状況の把握**
  - ✓ キャッシュフローモデルは適切か
  - ✓ どのようなストレスシナリオが適切か

③どのように  
対応する？

- **元受会社での流動性確保**
- **担保資産の制限**
- 資産だけでなく、負債の情報も相互にコミュニケーションタイムリーに状況を共有
- 出再対象契約の制限（キャッシュフローが安定している群団、オプション性のない群団など）

ここは一般的なもので、省略させていただきます。

## [リスク⑤]新契約ブロック（フロー出再）における新契約変動リスク

① どのような  
リスク？

**出再対象である新契約が想定と大きく乖離することで、  
商品競争力が低下するリスク**

- 既契約ブロック出再と異なり、新契約ブロック出再の場合は出再対象である新契約の量や内容が変動する。
- 新契約の販売量が想定より少ない場合  
再保険会社が効率的な運用ができず、利回りが想定より低下し商品競争力が低下する可能性がある。これにより新契約がさらに減少する。
- 新契約の販売量が想定より多い場合  
元受会社の1社あたりの与信額限度に抵触すると、超過分に対して元受保険会社がリスク保有したり、新たな出再先を検討する必要がある。この場合も商品競争力が低下する可能性がある。

※上記のような新契約変動以外にも、再保険会社の運用方針やリスク管理方針の変更等の様々な要因で、商品競争力が変動する可能性がある

12

続いて、リスク⑤のフロー出再に関するリスクについても、お話しさせていただきます。基本的にはフロー出再もブロック出再と同じリスクがあると考えていますが、1つ大きな特徴として、リスクエクスポージャーである新契約の量の変動するというものがございます。新契約の量が想定より少なかった場合、多かった場合、それぞれでリスクがあると思います。少なかった場合は、運用効率が悪くなってプライスが悪くなり、更に売れないという悪循環に陥っていくリスクがあります。想定より売れた場合でも、1社あたりの与信限度に引っかかってしまうと、超過分を元受会社が持たないといけなかったり、新たな出再先を探さなければいけないということで、そこもプライスの低下にもつながりうるというものでございます。他にも、再保険条件でいろいろとプライスは変わりますので、トップラインに直結する重要なリスクとしてしっかり認識する必要があると思います。

## [リスク⑥]規制変更リスク

### ① どのようなリスク？

#### 監督規制が厳格化し、AIR取引に影響が生じるリスク

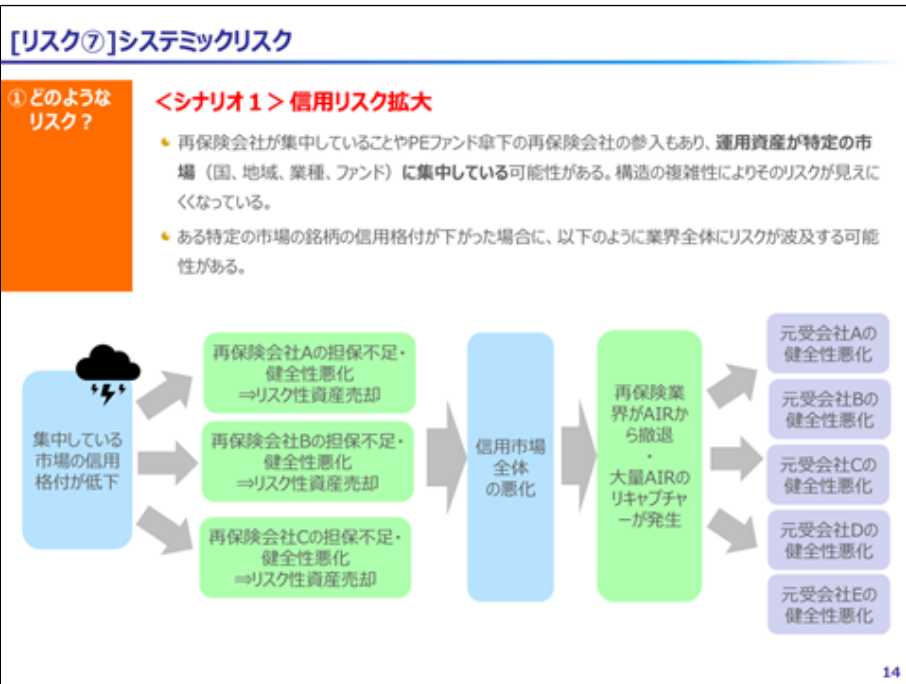
- AIRの拡大を踏まえて各国の監督当局は以下の通りAIRに対する監督規制を実施している。しかし、まだ懸念は残っており、**今後も監督規制が厳格化される可能性がある。**
- 各国の再保険会社は各国の監督規制に従う必要があるため、それが彼らのリスクアベタイトにも影響する。規制により担保要件や負債評価方法が異なる場合があり、もし、日本もしくは各国の規制が厳格化された場合はAIR取引に影響が生じる可能性がある。

監督者	規制の状況	AIRに対する監督規制（一例）
バミューダ	BMA Solvency II と同等性あり	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ SBA（Scenario-Based Approach）による技術的引当金評価</li> <li>✓ AIR契約の事前承認制（特にクローズドブック）</li> <li>✓ 担保、ALMを厳格に要求</li> <li>✓ 流動性ストレステスト（非流動性資産は非適格）を必須化し、流動性要件も設定</li> </ul>
米国	NAIC 州単位の規制 +RBC制度	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Reciprocal Jurisdiction制度によりBermudaとのAIR取引を認可</li> <li>✓ 取引承認は州規制当局が実施</li> <li>✓ AIR契約に対する担保要件と資本チャージあり</li> </ul>
欧州	EIOPA Solvency II	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ AIR契約を監督当局が審査</li> <li>✓ 再保険会社と担保資産の信用リスクがSCRに反映される</li> </ul>
日本	FSA 経済価値ベース 資本規制を25 末から導入	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ AIRに関する明確な定義や承認制度は未整備</li> <li>✓ 再保険カウンターパーティリスク（置換アプローチは可）</li> <li>✓ AIR契約に関するガイドラインや監督指針は現時点で存在しない</li> </ul>

※表上の内容は一例。詳細は各国の規制をご参照ください。

13

続いて、⑥の規制変更リスクですが、ここは書いてあるとおりなので、説明は省略させていただきます。



最後に⑦として、システミックリスクについてお話しさせていただこうと思います。こちらは文字どおり、1つの再保険取引の問題が業界全体に広がってしまうリスクです。IAISのイシューペーパー<sup>2</sup>や金融庁の『保険モニタリングレポート』<sup>3</sup>でも触れられていますし、また、ERM委員会内のディスカッションでもかなり意見が多かったリスクです。本日は二つほど例示としてシナリオをご紹介しますが、他にもたくさん考えられます。流動性リスクもまさにシステミックリスクの一つだと思いますので、皆さんも、わが事だと思って考えていただくきっかけになればと思っています。

では、シナリオの一つめですが、信用リスクの拡大です。先ほども申し上げたとおり、PEファンド傘下の再保険会社が参入してきたという背景もあって、運用資産が特定の市場に偏っている可能性があります。契約の複雑性などでそのリスクが見えなくなっているところが、非常にリスクではないかと我々としては思っております。もしどこか特定のファンドの格付けが下がると、太宗の再保険取引の担保資産が減って、業界全体に広がっていくというようなシステミックリスクの可能性があると考えております。

<sup>2</sup> IAIS イシューペーパー公開草案：

<https://www.iais.org/uploads/2025/04/Public-consultation-Draft-Issues-Paper-on-structural-shifts-in-the-life-insurance-sector.pdf>

<sup>3</sup>金融庁 2025年保険モニタリングレポート：

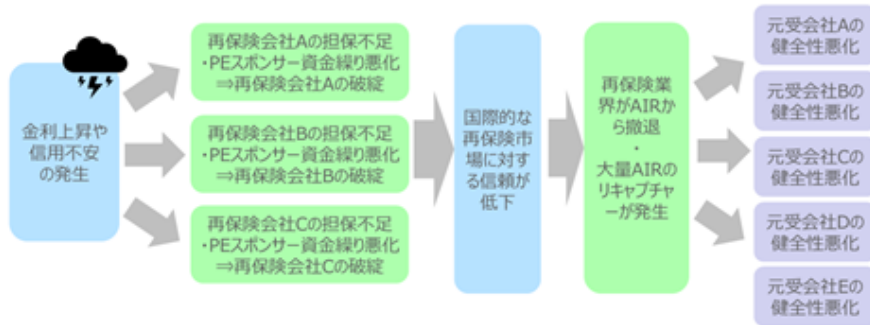
<https://www.fsa.go.jp/news/r7/hoken/20250704/02.pdf>

## [リスク⑦] システミックリスク

① どのようなリスク？

### <シナリオ2> プライベートクレジット市場から撤退

- AIR契約の担保資産としてPEファンドや不動産などの流動性の低い資産も一定水準保有している。
- 金利上昇や信用不安が発生した場合に、以下のように業界全体にリスクが波及する可能性がある。
- オルタナティブ資産と結びつくことで、保険会社⇔金融システム全体との結びつきが強くなっている。



**AIRでは元受会社（リスク移転したい）と再保険会社（運用収益を増やしたい）の利益相反が生じる。目的の違いによりシステミックリスクが大きくなる可能性がある。**

15

二つ目のシナリオですが、「プライベートクレジット市場から撤退」ということで、流動性の低い資産やリスク性資産を持っている場合、市場の不安や金利上昇で業界全体にどんどんリスクが広がっていくというものでございます。特に、先日の日経のニュースにもありまして、オルタナティブ資産と結びつくことで、保険会社と金融システム全体の結びつきが強くなっていると考えております。

これらを二つご紹介しましたが、システミックリスク自体は、元受会社が自分たちで資産運用する場合でも起こりうる話です。ただ、AIRでは、元受会社としてはリスクを移転したいというインセンティブが働く一方で、再保険会社やバックにいる運用会社に関しては、運用収益を増やしてリスクテイクして、自分たちのリターンを増やそうというようなインセンティブが働くので、利益相反のようなものが根底にあることは認識しておかないといけないと考えています。モラルハザードのようなことまでいかにいかにしても、目的が違うことでこのようなリスクが起きうるというところは、認識して考えていかにいかに考えております。

**[リスク⑦] システミックリスク**

② どのようにリスクを評価する？

- **まずはどんなことが起きうるか幅広い目線で検討**
  - ✓ 海外事例・他業界事例を基にしたシナリオ、理論上のシナリオ、弱点からの洗い出しなど
- **そのリスクが起きた場合の影響を把握**
  - ✓ 財務面はもちろんだが戦略面・事務面への影響も含む
  - ✓ 短期的だけでなく中長期的な影響も含む

③ どのように対応する？

- 当リスクはまずは当局の監視が第一義的に重要。  
(グローバルレベルで規制当局間の連携が必要)
- 保険会社は**リスクを我が事として認識**しつつ、状況をウオッチし、リスクが顕在化したときの対応を決めておく必要がある。

次パートで詳細を説明

16

最後に、どのように評価して対応するかということで、システミックリスクは対応が非常に難しいというか、個社でできることも限られていると思いますので、まずは、どのようなことが起きるとどのような影響があるのか、机上の空論で終わらせずに、しっかり考えていく、そして、もし起こった場合にどのような対応ができるのかを事前に考えておくという、準備することが重要だと思っております。

私のパートは以上でございまして、繰り返すにはなりますが、AIR自体は、個人的には非常に有用なツールだと思っておりますので、そのメリットを十分に生かすためにも、リスクに関しては、現状をきちんと把握して、管理したうえで意思決定をしていくことが非常に重要だと思っております。私のプレゼンは、以上とさせていただきます。ありがとうございました。

# 生命再保険の新潮流 資産集約型再保険(AIR)がもたらすもの ～AIRのリスク管理～

T&Dホールディングス  
飯田康智

※本資料の内容は発表者個人の見解であり、所属組織の見解ではありません。

1

**飯田** 皆様、こんにちは。T&Dホールディングスの飯田と申します。よろしくお願いたします。最初に、自己紹介を簡単にさせていただきます。現在、T&Dホールディングス所属ということで、傘下に生命保険会社が幾つかあり、その統括をしている立場で、その中でもリスク管理をやっております。AIRに関しては傘下の会社も結構使っておりますので、そこにどのようなリスクがあるかなどを見ているという次第でございます。

実際に私が今の立場になる前には、事業会社でもAIRの出再には携わっておりまして、そのときにいろいろと経験がありました。現在、リスク管理の立場になってみると、「あの当時、もうちょっとこうしておけばよかったな」とか、特に契約の締結など、「もっとこういうのができたんじゃないか」といった反省もございます。今回の資料を作るに当たっては、そのような反省も含めて、今までやったことのない方でも、このようなところに注意しなければいけないのだということをなるべく幅広く説明できればという思いで作っております。そのため、資料自体が非常に大幅なものになってしまったので、なかなか全部は説明できないですけども、あまりアクチュアリーにとってなじみのないところを中心に説明できればと思っております。

## 1. リスク対応概要

- ・AIRによる出再には様々なリスクが存在するが、これらのリスクは再保険会社のスキームや個々の契約形態に起因していることから、個々の手段でリスクに対応するよりも、多様な手段で包括的に対応していくことが効果的。
- ・出再契約のリスクを直接的に管理するのは再保険会社であり、元受会社だけでできるリスク管理には限界があるため、YRT等の伝統的な再保険とは異なるリスク管理の工夫が必要となる。
- ・金融庁のモニタリングレポートでも、元受会社(生命保険会社)のリスク管理事例を紹介しているが、生命保険会社のリスク管理の十分性については今後フォローアップする必要があるとされている。すなわち、十分なリスク管理を全社が出来ている訳では無い。

こうした状況を踏まえ、本章では、元受会社として実践可能なリスク管理(対応策)を、再保険出再の各段階(再保険会社の選定、契約締結、出再後)に応じて提示していく。

記載事項は多岐にわたるが、リスク管理は各社の重要度に応じて行うことが必要。

なお、リスク管理はこれで十分という訳ではなく、一例としてご理解いただきたい。

※以下では、AIRにおいて一般的に用いられることが多い、共同保険式を前提に説明します。

2

早速ですが、リスク対応についての説明に入ります。先ほどの久世さんの説明の中で、リスクが大量にあるということでしたが、一対一で何かの対策を練るというよりは、いろいろな複数の手段、多様な手段を使って、包括的にそれぞれのリスクに対応していくことが、一番効果的だと思っております。ここにも書いてあるとおり、YRTの伝統的なやり方とは違う工夫も必要ですので、そのようなところを中心に説明していきます。

説明の順序としては、実際に再保険出再の各段階ですね。どこの再保険会社に出再するかを選んで、契約内容を精査して締結に至るまで。そして、出再後のモニタリングといった部分。このような段階に応じて説明したいと思っております。先ほどいろいろと書いたとは言いましたが、リスク管理は、「これで完璧だ」というものはない世界だと思っております。あくまでこれは一例であって、自分の会社の重要度などに応じて取捨選択して、さらにはもっと高度なリスク管理を考えていくといった姿勢を持っていただくことが大事だと考えております。

## 2. リスク対応の具体例 (1)再保険会社の選定段階

### ■再保険会社の選定

リスク管理の基本的な確認事項として挙げられる、格付・財務情報・健全性指標(ソルベンシー比率)等の定量的情報以外にも、**定性的情報も確認して検討することが重要。**

#### ・組織形態

- 純粋な保険会社か、ファンド系列の会社か等、その形態によって、ビジネスモデルやリスクアペタイト等、保険契約の捉え方や年数感覚が異なる
- 契約の当事者関係等、構造の複雑さにも関わる

#### ・ビジネスモデル

- AIRは長期にわたる契約も多いため、収益の源泉等を調べることで**再保険会社の持続可能性を確認することが目的**
- 後述の資産運用戦略とも関連することが多い(例:信用スプレッドでの超過収益獲得、親会社ファンドのフィービジネス等)

#### ・リスクアペタイト

- 投資対象資産の違い(ALM資産中心か、オルタナ資産の割合等)
- 資本余力の水準(例:ESR●●%以上を確保等)

#### ・法域(所在地)

- 再保険会社が受ける規制の内容に大きく影響(規制資本はICSベースか等)

①カウンターパーティー

②オペレーション

③担保資産

④流動性

⑤新契約変動

⑥規制変更

⑦システミック

3

ここから具体的な説明に入りますが、資料の見方の補足です。下段に①から⑦のリスクの名前を書いて、それぞれのリスク対応策を上で説明していますが、それがどのリスクに主に対応しているかということの色をつけておりますので、目安として頭に置いてもらえればと思います。

では、早速その中身になりますが、最初に選定段階。当然、再保険会社を選ぶに当たっては、健全性や定量情報を使っていくのですが、それ以外の定性情報も見ていくことが非常に大事だということところがポイントです。特に組織形態が意外と大事で、純粋な再保険会社と違う、再保険会社の親会社としてファンド系の会社などが再保険会社を運営していて、その再保険会社で集めた資金をファンドが運用していくという形態の会社が、AIRでは非常に多いというところが特徴です。

その場合に、ビジネスモデルやリスクアペタイト、保険契約の捉え方が本当に違うということ、実際に接していて感じる人が多いです。特に年数感覚が大事で、われわれ生命保険会社に勤めている人間にとっては、大体20年、30年といったロングスパン。会社全体で見れば、それこそ永続的に続けていくことを前提に物事を考えますが、運用会社はそうではなくて、大体5年ぐらい、長くても10年ぐらいという印象です。ですから、再保険会社を作っても、その再保険会社自体がある程度目的を達成したらファンド自体が手放して、独立させてしまうといったケースも、先々出てくるだろうと思っております。

そのようなことを考えていくと、再保険会社が親会社に頼らなくても、きちんと自分たちで稼いで持続できるかということも、出再するときには大事になってくる。それが、2番めのビジネスモデルに書いてあるようなところ。実際に信用スプレッドで超過収益を稼ぎ、自分たちできちんと再保険会社を運営できる力。オペレーションも含めてですが、そのようなところの能力も見ていく必要があるということが大事です。

## 2. リスク対応の具体例 (1)再保険会社の選定段階

### ■元受会社内での検討事項

#### ・ブローカー等のアドバイザー活用

- 知見は豊富であり、契約に関するリスク等への対応策等の提示も期待できる。
- 弁護士やアクチュアリーファーム等、特定分野で第三者目線で意見をもらうことも有効。
- ただし、自社のリスクであることを忘れず、**リスクの所在を認識・理解した上で判断することが重要。**

#### ・出再先の分散

- **集中リスク回避**の観点から、同一の契約ブロックを複数の再保険会社に出再する。主に価格競争面から再保険会社のオークションを行うことが多いが、その後複数社に出再することも念頭に検討
- ファンド系の再保険会社の場合、運用先の集中にも注意を払うこと。再保険会社が異なっても、その先の運用主体が同じということも起こり得る(社内でオルタナ投資を行っている場合は、その投資先と同じケースも)

#### ・将来的な規模の変動

- 特にサープラスリリーフにおいて、**出再規模が当初想定から大きく乖離する可能性。**
- あらかじめ上限を設定し、上限超過分を他社に出再・自社保有する等を計画することで、集中回避することも選択肢。

①カウンターパーティー

②オペレーション

③担保資産

④流動性

⑤新契約変動

⑥規制変更

⑦システミック

4

続いて、元受会社内でどのようなことを見ていくかということで、一般的なところを書いてありますが、その中でもアドバイザーの活用が大事です。今までやったことのないような出再をするときは、第三者目線、プロフェッショナルの目を入れていかないと、多少コストはかかってでも、そこは必要な投資だと思った方がよろしいかと思います。特に弁護士など、契約形態がかなり複雑ですし、海外との契約になりますと、その部分で法的に足元をすくわれたりしないように、しっかりと目を向けて取り扱うことが大事です。

また、ここで大事なことは、あくまで自分の会社が取っていくリスクだということです。「第三者が見ているから大丈夫だ」、「お任せにしまえばいい」と思っていると、大きな間違いの温床となってしまいますので、どのようなリスクを取っていくのかという所在を認識して、理解したうえで判断していくということを常に持っていただきたいと思います。これは、この段階だけではなくて、先々の段階も含めて必要になってくる要素です。

## 2. リスク対応の具体例 (2) 契約締結時／再保険会社との契約内容

再保険契約では契約締結時の対応が最も重要。AIRは長期契約が一般的であり、契約内容の変更には多大な労力がかかるため、契約締結時に徹底的に分析・検討を行い、将来的なリスクを少しでも軽減することが求められる。逆に契約締結前は、再保険会社側も元受会社の条件(要望)を、容易に受け入れることが多い。

<再保険契約の主な論点>

論点	概要
信託(資産)運用ガイドライン	<ul style="list-style-type: none"> <li>・出再した契約に関して、再保険会社がどの資産に投資できるかのルールを定めるもので、信託契約と併せて定めることが一般的</li> <li>・ガイドラインを定めない場合、どのような資産運用を行うか保障されず、高リスク運用となっても口出しすることができなくなる。(日本の保険会社では投資できないような資産を保有するケースすら有り得る)</li> </ul>
リキャプチャー(解約)条項	<ul style="list-style-type: none"> <li>・AIRの運用期間は長期であり、中途解約は市場環境によっては再保険会社に大きな損失を与えるため、再保険会社としては中途解約に制限を設けることが一般的</li> <li>・解約できる条件(トリガー)や手続きルールを定める契約条項等を指す</li> </ul>
再々保険	<ul style="list-style-type: none"> <li>・再保険会社も自身のリスクヘッジの観点から再保険を活用することが多い</li> <li>・再々保険を実施する際の手続き等を定めること</li> </ul>
情報開示	<ul style="list-style-type: none"> <li>・元受保険会社への情報提供について定めるもの</li> <li>・契約条項に定めのない情報提供は拒否されるので、必要な情報は予め定める必要あり(日本の規制上必要な情報すら拒否されかねない)</li> </ul>

※以下では、AIRのリスク対応において特徴的な事項に絞って説明します。  
基本的と考えられる事項(出再ブロックの検討、料率比較等は割愛)

①カウンターパーティー ②オペレーション ③担保資産 ④流動性 ⑤新契約変動 ⑥規制変更 ⑦システミック

5

次は、具体的な契約締結時の話で、まずは契約内容についてです。ここが一番大事なところになっております。どのような契約でも同じですが、後から変更することは非常に難しいので、この段階で必要なリスク対応策をいかに盛り込んでいくかが重要になってきます。

今回は四つほど論点を挙げていますが、特に重要になってくるものが、一番上の「信託運用ガイドライン」です。先ほどのリスクの説明の中でも「担保を取る」という言葉が使われていましたが、もう少し具体的に言うと、間に信託銀行などを入れて、第三者の信託勘定に元受会社の資産を入れておく。運用自体は、再保険会社が指図していくという形態です。そのようにしておくことで、再保険会社が仮に破綻した場合でも、信託資産の中に入っている財産をきちんと回収できるということがポイントとなります。

## 2. リスク対応の具体例 (2) 契約締結時／再保険会社との契約内容

### ■信託運用ガイドライン

- ・信託運用ガイドラインでは、出再した契約に関して、再保険会社がどの資産に投資できるか、**資産格付や種類に応じて保有限度額等に上限を定めるのが一般的**
- ・信託契約として第三者(信託銀行)が資産管理を行うため、**当該資産は元受会社に帰属(再保険会社の破綻から隔離される)**
- ・資産価格の保全(固有銘柄の信用リスク発生時に、銘柄を入れ替えて簿価を維持する等)や、資産入替制限を設けることもある。
- ・ガイドラインで定める**資産の制約と再保険料とはトレードオフ**(平均格付が高いほど、リスク性資産への投資を制限するほど、再保険料は高くなる)なので、リスクとリターン(コスト)とのバランスを考えて設定することになる。
- ・格付の「質」についても**注意が必要**。プライベートアセット等、外部格付が得られない資産をどのように格付け(評価)しているか、**再保険会社・投資会社の目利き力が重要**。

<ガイドラインのイメージ(実際は詳細に設定)>

資産格付別	保有限度
格付の加重平均	BBB+
AAA～A-	最大100%
BBB+～BBB-	50%
無格付	10%

資産種類別	保有限度
現金、現金同等物	最大100%
国債	100%
社債	30%
株式	10%
オルタナティブ	10%
不動産	10%

①カウンターパーティー ②オペレーション ③担保資産 ④流動性 ⑤新契約変動 ⑥規制変更 ⑦システミック

6

この運用ガイドラインは、あまりなじみのない方もいらっしゃると思いますので、簡単に説明しておきますと、どのような運用を行っていくかというルールを決めるためのガイドラインです。右側に簡単なイメージ図をつけていますが、どのような資産に投資するか、その資産の中で最大どれぐらいの割合で持っていくかを定めます。また、格付けについても、平均的にはBBBぐらいなど、そのようなところを設定して運用していきます。先ほどもあったとおり、このガイドラインで堅い運用をしていけばリスクは下げられますが、トレードオフで再保険料に跳ね返ってきますので、そこは自分たちで取れるリスクとの兼ね合いだろうと思います。大事なことは、そのようなリスクアペタイトをあらかじめ持つておくところも重要になってきます。

ここで格付けについては、BBBであれば大丈夫だろうというような水準感もありますが、そもそも格付け自体が本当に信用できるのかということも気をつけないといけません。世界的に見た大手のS&Pなどの格付けを使っているのか、実は中堅のところばかり使っているのか、その再保険会社がどの格付けを使っているのかも、きちんと理解しておかないといけません。場合によっては、どこの格付けを使うといったようなところも含めて契約にしないといけないということで、理解いただければと思います。

## 2. リスク対応の具体例 (2) 契約締結時／再保険会社との契約内容

### ■リキャプチャー条項

#### ・トリガー(解約できる条件)の設定

- 再保険会社のESRや格付が一定水準を下回った場合に、元受会社から解約請求ができるルールが一般的。
- 再保険会社側のトリガーにも注意。特にフロー型の場合は、新契約の出再ができなくなり、商品スペックの引下げや販売停止等の対応が必要となる可能性がある。
- ニューマネーのない契約では、両社の管理負担軽減の観点から、残高が一定量を下回ったら解約という条項もある。
- 解約を請求した場合でも、直ちに解約できる訳ではなく、指標等の回復期間が設定されることが多い。

#### ・解約手続き

- 解約の通知方法についても契約で定める必要あり。
- 協議を必要とするものや自動解約(通知後、一定の日数で解約)等、様々なバリエーションがある。

#### ・解約控除

- 解約に際し資産価値を減価される。長期の債券等ALM資産が多いケースでは、時価での受取が一般的。

#### ・資産の取り扱い

- 解約時の残存資産について、そのまま資産を回収するか、現金化してから受領するか等の選択
- 資産を回収する場合は自社で管理できる資産か否かも重要となる。
- 特に証券化商品等では、裏付の内容にも注意が必要(他国の保険契約からの収益を裏付にした証券というケースもある)

①カウンターパーティー

②オペレーション

③担保資産

④流動性

⑤新契約変動

⑥規制変更

⑦システミック

7

## 2. リスク対応の具体例 (2) 契約締結時／再保険会社との契約内容

### ■再々保険

#### ・再保険会社の使用目的

- リスクヘッジが基本であるが、特にAIRはファンドの運用資産確保が目的となっているため、保険引受リスクをYRT等により外部に移転することが一般的。
- 保険引受リスク以外では、資本政策の一環として、再保険契約全体あるいは一部を切り出して証券化し、外部投資家を募る(サイドカーと呼ばれる)手法も用いられる。

#### ・元受保険会社への影響

- 再保険会社との契約上の義務は変わらないため、基本的には影響は無いとされる。
- しかし、信託契約を締結していない等、資産が明確に分離されていない場合には、出再契約に対応する資産の所在が不明になることで、資産の可視化が困難となる懸念がある。信託契約を締結していれば、資産は移転されず(資産留保型で再々保険を実施)、リスクを回避できる。
- フロー再保険の場合は、再々保険が使えなくなることで、新規の再保険引受を停止される可能性もある。

#### ・契約条項への反映

- 再々保険は再保険会社にとっても重要なリスク管理手法であり、元受会社の事前承認等、強い制限条項を設けることは難しい。価格(再保険料)への不利益だけでなく、契約そのものを断られることすら有り得る。
- このため、再々保険実施の通知等、情報の受領を求めるのが現実的。

①カウンターパーティー

②オペレーション

③担保資産

④流動性

⑤新契約変動

⑥規制変更

⑦システミック

8

こちらについては時間の関係で飛ばさせていただきます。

## 2. リスク対応の具体例 (2) 契約締結時／再保険会社との契約内容

### ■情報開示

#### ・情報開示(提供)要請の目的

- 再保険会社の信用リスク管理を行う上で必要となる情報の取得が主目的。
- 経済価値ソルベンシー規制上、出再対応資産の情報等も必要になる。

#### ・主な情報

- 再保険会社自身の財務状況やESR等の健全性指標。
- 出再対応資産の情報(残高、格付等、規制ESRの計算に必要な情報)。この条項が漏れていると、規制ESR計測上不利な扱い(高いリスク係数の使用が必要)を招き、規制ESRが低下することもある。内部格付を使用している場合は、その付与方法や基準等も確認できることが望ましい。
- 定量的な情報の取得に限らず、コミュニケーションを行うことも大事。出再先モニタリングの観点からは、互いに情報交換を行える関係構築が望ましい。

①カウンターパーティー

②オペレーション

③担保資産

④流動性

⑤新契約変動

⑥規制変更

⑦システミック

9

また、情報開示について、当たり前といえば当たり前ですが、ファンド系の会社は、法的に必要なものはしっかり出すのですが、それ以外のものはなるべくコストをかけないといいますが、あまり情報を出してくれないこともあったりします。例えば会社の健全性の情報、もしくは、信託銀行などを経由していれば信託銀行が出してくれますが、自分たちの運用している資産の情報などを、どのようなスパンでもらうかといった細かいレベルで指定しておく必要があります。それこそ月次管理が必要であれば、きちんと月次レベルでデータを提供できるように契約段階で言うておかないと、後から「毎月下さい」と言っても、「それは難しい」と断られるということも出てきますので、非常に重要です。

また、一番下に、コミュニケーションということも書いております。最初のところでも触れましたが、親会社との関係なども含めて、再保険会社が置かれている状況も含めて、今後もどのような運用をしていくのか。それこそ定期的に、半年や最低年に1回ぐらいは情報交換をして、どのようなビジネスを今後も進めていくのかなど、再保険会社そのものの動きを把握できるようにしておくことも大事になってきます。

## 2. リスク対応の具体例 (2) 契約締結時／自社内の検討事項

- ・契約内容の案を元に自社に与える影響を確認して、リスク対応策も検討していく。
- ・確認結果に応じて契約内容を見直していく必要もあるため、実務上は契約内容検討と並行して進める。

### < 自社内検討事項 >

論点	概要
シミュレーションを通じたリスク対応策検討	・契約案を元にした、各種シミュレーションのこと ・特にリスク発生時を想定した対応策の検討に使用する
オペレーション準備	・再保険に伴い必要となるオペレーションを洗い出し、システム化等を検討 ・契約管理や報告、送金などの日々の事務や、決算、監査等の期末対応等が必要 ・既存のシステム(YRTシステム)と共通化できるとは限らない
ステークホルダー対応	・契約者等のステークホルダーにどのような影響が生じるか ・金融庁への連携も重要

①カウンターパーティー

②オペレーション

③担保資産

④流動性

⑤新契約変動

⑥規制変更

⑦システミック

10

続いて、契約締結時の自社内の検討事項ということで、論点を三つ挙げておりますが、比較的このあたりは、YRTと近いところがございます。特にシミュレーションやリスク許容量などのバランスによっては契約内容を見直すこともあるので、実際には並行して検討していくものです。

## 2. リスク対応の具体例 (2) 契約締結時／自社内の検討事項

### ■シミュレーションとリスク対応策

#### ・シミュレーション内容

- 基本シナリオによる将来シミュレーションの他、ストレステストや感応度分析等、リスク対応の検討材料として様々なシナリオを想定すべき。特にストレステストは、一般的な金融環境悪化に加え、再保険会社の破綻が同時発生するシナリオも勘案することが望ましい。
- 確認事項は、財務状況、流動性や健全性指標等の定量面の他、再保険会社破綻時に必要となるオペレーション等も想定することが望ましい(破綻時の資産回収手続き、等)

#### ・リスク対応策

- 定量面では、自社のリスク許容度に応じた対応が基本となる。具体的には、出再上限(1社ごとの上限や総枠等)の設定や、資産ガイドラインの見直し、再保険会社の分散、流動性確保手段の検討、等
- オペレーション面では、どのような状況になったら解約を行うかのトリガーポイント設定や、具体的手順の確認(マニュアルの制定)等。また、破綻時に回収した資産が自社で管理できるのかも確認しておく必要。

①カウンターパーティー

②オペレーション

③担保資産

④流動性

⑤新契約変動

⑥規制変更

⑦システミック

11

具体的な中身ですが、定量的なところは皆さんよく分かるだろうということで、そこまで目新しい話ではないですが、オペレーションのシミュレーションは意外と大事です。再保険会社が破綻したらどうなるかというところに想像を働かせながら、契約内容などにも反映していくことが大事です。特に破綻時の資産回収は注意が必要で、オルタナティブ資産をどれくらい入れるかなどの部分です。例えば、オルタナティブ資産を回収し、回収したあとに、本当に自社で運用できるか。きちんと投資先のファンドなどから情報を手に入れて、その情報を分析して保有し続けていけるか。さらには、オペレーションのシステムがきちんとあるか、時価評価は毎月できるかといった部分も含めて、本当にその資産の運用ができるかどうかも含めて考えておく必要があります。

更に言うと、オルタナティブ資産でも、本当に保険会社が持っているようなものかどうかも含めて考える必要があります。例えば証券化商品などでも、裏づけ資産が不動産の賃料などであれば一般的なのでいいのですが、それこそ保険契約を裏づけにしているようなものも割とあり、それを保険会社が持っているのか。しかも、海外の保険契約はどのようになっているのかというような確認も必要になるので、そのようなものが紛れ込んでこないようにすることも大事です。場合によっては、信託契約は結んでいるけれども、破綻したときはそういう資産は現金化して受け取るなど、そのようなところも含めて考えておくことが大事だと思います。

## 2. リスク対応の具体例 (2) 契約締結時／自社内の検討事項

### ■ステークホルダー対応

#### ・金融庁

再保険契約はそのスキーム等によって、再保険控除の適切性等が保証されない可能性もあるため、出再内容がある程度固まる段階で、事前に金融庁への報告を行うことは重要。

また、金融庁は各法域の金融監督者と連携を行っており、システミックリスク予防の観点からも、早い段階での報告が望ましいといえる。

#### ・保険契約者

再保険出再自体は、基本的には契約者同意等を要しないが、再保険実施のリリース等、開示に伴う風評リスクの可能性は意識しておく必要がある。

自身の契約を売り渡すのかといった批判や、一時的な損失を伴う場合等は会社健全性に対する不安を惹起するおそれがあるため、契約者からの照会等に対して丁寧な回答ができるよう準備することが望ましい。

#### ・株主・アナリスト

AIRの主な活用目的(資本効率向上、競争力強化等)は、株主やアナリストの志向と合致することが多く、基本的には好意的に受け止められることが多い。

ただし、一時的な損失を伴う場合の株主還元への影響や、効率化した資本の使途等、丁寧な説明が求められる点は、他のステークホルダーと同じといえる。

①カウンターパーティー

②オペレーション

③担保資産

④流動性

⑤新契約変動

⑥規制変更

⑦システミック

12

ステークホルダーとの対応のところも、時間がないので飛ばします。

## 2. リスク対応の具体例 (3)出再以降

- ・再保険は出再後のリスク管理も重要となるが、AIRはYRT以上に管理すべき事項が多い。
- ・モニタリングは予兆把握であり、リスク顕在化前に対応できることが望ましい。

### <主な確認事項>

論点	概要
再保険会社・規制環境のモニタリング	・再保険会社の財務状況の確認やヒアリング等によるモニタリングであり、再保険会社の信用リスクを評価する上での基礎的な情報となる ・再保険会社所在地の法規制の変化が、再保険会社に影響を与えることも多いため、規制動向も注視しておく必要
自社内の確認	・出再契約の契約者行動や、信託資産の状況等、個々契約に関するモニタリングの他、出再限度額や出再先の集中状況等、リスク管理指標の動向もチェック ・出再後もストレステストを実施し、再保険会社破綻時の影響等は定期的に把握しておくことが望ましい

①カウンターパーティー

②オペレーション

③担保資産

④流動性

⑤新契約変動

⑥規制変更

⑦システミック

13

最後に、出再以降のリスク管理ということで、元受会社の運用資産のモニタリングもそうですし、再保険会社自身が健全性を保っているかというところも見ていくという部分です。予兆把握をしっかりとすることで、リスクが顕在化する前に対応できるようにということが、一番大事なところだと思います。

## 2. リスク対応の具体例 (3)出再以降

### ■再保険会社・規制環境のモニタリング

#### ・定量面

- 再保険会社の財務諸表や健全性等、開示情報をもとに定量面から定期的に評価を行う。このモニタリングに必要な情報を、契約内容に定めておくことが重要。
- 再保険会社は変化が早いため、情報の時点(前月末、前四半期末)にも注意が必要。
- 元となるリスク評価方法にも注意を払う必要あり。リスクモデルは規制(日本の新規制・当該法域)を用いるのが妥当なのかどうか、内部管理モデルの構築も視野に評価方法を考えることが望ましい。

#### ・定性面

- 再保険会社の変化を捉えるにあたっては定性的な情報も重要。投資スタンスや保険引受、リスクアベタイト等の変化を掴めるよう、定期的なヒアリング等、コミュニケーションが行える関係を構築することが望ましい。

#### ・規制環境

- AIRはIAISの市中協議が行われている段階であり、今後、国内外で規制環境が大きく変わる可能性がある。
- 各国・法域による違いもあることから、再保険会社のスキームや資本構成の変化につながる可能性もあるため、規制動向を注視し続ける必要がある(当面は特に注意)。

①カウンターパーティー

②オペレーション

③担保資産

④流動性

⑤新契約変動

⑥規制変更

⑦システミック

14

モニタリングの内容は、定量面・定性面といろいろとありますが、特に定量面で、リスク評価方法も注意が必要です。当然、リスク評価方法を出再する前から検討しておく方がいいのですが、日本の新ソルベンシー規制でも、AIRに関しては、やや保守的と言うと語弊があるかもしれませんが、いろいろな契約形態によって、真の意味でのリスクを測ることは非常に難しい。新ソルベンシー規制は、なるべく多くの会社を包括的に一つのルールで定めるという観点もあって、やや厳しめです。再保険会社が破綻して、かつ、その中で持っている資産が棄損している。その両方のリスクをどのように評価するか。同時発生リスクを見ていくようなところなので、両方のリスクを単純に合計すればいいというわけでもない、非常に難しい領域ではあります。ですので、新規制上はやや厳しいかなという面はありますが、包括的にはやむなしというところではあります。

そのようなものを、自社の内部管理のモデルにそのまま使うことがいいのか、「自分たちの契約はこうだ」というところも含めて、もう少し別の管理方法を考えた方がいいのか、そこも含めてしっかり議論したうえで、リスク管理の在り方、評価の在り方を考えることが大事だと思います。

ただ、ここで大事なことは、リスク評価方法が、必ずしも安易にリスクを減らすことを目的としたようなやり方をしてはいけない。特に、当該法域のいろいろな評価方法もありますが、そこも当然ICSの傘下だし、国際的にも認められているということで、使うこともあるとは思いますが、それが自分たちのリスク評価と合っているのかというのが大事な観点です。安易に、特に規制アービトラージ的な扱いでリスクを減らそうというインセンティブを持って考えることは、アクチュアリーとしてはあるべき姿ではないと考えております。

## 2. リスク対応の具体例 (3)出再以降

### ■ 自社内の確認

#### ・出再契約関連

- 出再契約に対する運用資産の状況(個々資産の時価、格付動向等)を確認し、ポートフォリオの信用リスク把握や、再保険会社が運用ガイドラインを遵守しているか確認。
- 平準払の保険契約を出再している場合は、資産残高が必要額を上回っているかも確認。
- 保険契約そのものの動向も確認し、契約者行動に変化がある場合は、再保険会社に連携することでALMの効率化等、運用ポートフォリオの機動的な変更を行いやすくなる。特にフロー再保険では規模感が想定と大きく乖離することもあるため、再保険会社との連携が重要になる。

#### ・リミット管理とストレステスト

- 出再上限や出再先の集中度合い、リキャプチャトリガー等、事前に定めたリミットを超過していないかの確認。
- ストレステストも実施し、会社のリスク許容度が増減している場合は、リミットを変更することも選択肢。再保険会社破綻時の影響は継続的に確認し、必要に応じてオペレーションの見直し等も検討する。

①カウンターパーティー

②オペレーション

③担保資産

④流動性

⑤新契約変動

⑥規制変更

⑦システミック

15

こちらも飛ばさせていただきます。

### 3. システミックリスク (1)AIRのシステミックリスクとは

- ・システミックリスクのシナリオは様々に想定されるが、再保険会社の信用不安とプライベート市場の悪化がその震源となり、連鎖的な破綻の懸念が大きい。
- ・IAISではシステミックリスクへの対応として様々な規制強化の方向性を示しているが、リスク管理を当局の規制強化に委ねるのではなく、**個社の立場でリスクへの感度を高く持ち、危機に備える必要がある。**

#### ■IAISの市中協議

- ・複数のICP強化が提言されており、今後各国の規制強化につながる可能性

(以下は一例です。原文はIAIS“ Issues Paper on structural shifts in the life insurance sector”をご参照ください)

ICP	強化の方向性がある分野
ICP 3:情報共有および守秘義務要件	・情報の共有:再保険条約、外部委託業務、保険会社以外の監督者からの情報など、クロスボーダーな側面を考慮。
ICP 8:リスク管理および内部統制	<ul style="list-style-type: none"> <li>・特定のリスクを理解するために必要な能力と専門知識:保険セクターの構造的な変化等、特定の項目に必要な技術的仕様書。リスク管理のための重要な管理は、再保険や投資業務から生じるリスクを理解するために必要な能力を取締役会に示すことである。また、正確な評価および統制を含む効果的なコントロールシステムを確立するためにも、能力は不可欠である。</li> <li>・リスク軽減戦略の有効性:リスク管理機能において、再保険契約から派生するリスク軽減戦略の継続的な有効性を、収益目標との相互関係を考慮しながら評価するための統制機能を有すること。</li> </ul>

①カウンターパーティー

②オペレーション

③担保資産

④流動性

⑤新契約変動

⑥規制変更

⑦システミック

16

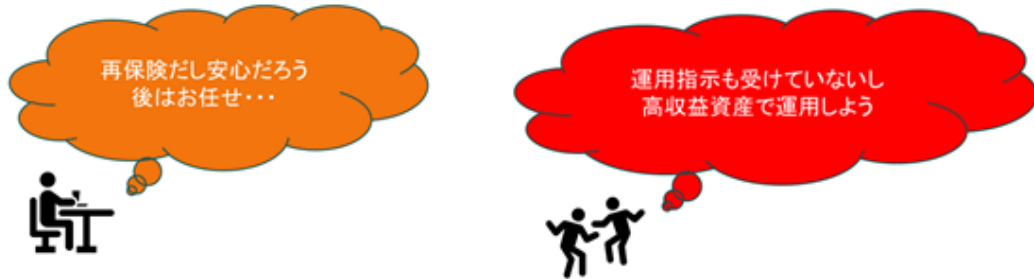
最後に、システミックリスクについて触れさせていただきます。IAISの協議の中でも非常に細かく書かれております、オルタナティブリスクから派生して、資金を集めたところ全てに影響していくということで、非常に大がかりな、システミックな部分があると思います。そのようなレベルになってきますと、個々の会社で対応していくことは非常に限界があると思います。実際にIAISがこのようなペーパーを出して、各国当局、日本も含めて対応策を決めていきますので、いずれ監督指針などにも反映されることは期待されますが、当局任せにすることはよろしくないというところです。先ほども説明がありましたとおり、利益相反がどのように影響しているかをきちんと理解して、我々としても正しく動いていく必要があります。

### 3. システミックリスク (2)システミックリスクへの対応

#### ■元受会社のあり方

・システミックリスクは規制当局だけの問題ではない。元受会社と再保険会社(資産運用会社)の求めるものの違い(利益相反)が根底にあるため、自社の資産運用であるとの意識を持って管理していくことが重要。モラルハザードまでいかなくとも、目的の違いがシステミックリスクの引き金となりかねない点を認識すべき。

- 元受会社:健全性確保が根底にあった上で、資本効率性向上や新契約拡大等のプラスアルファを狙い
- 再保険会社(資産運用会社):長期資金調達を行い、運用収益を獲得



特に利益相反というところでは、我々元受会社はロングスパンで考えている。同じロングスパンでも、20年、30年といったところと、彼らはいくまで5年、10年で資本効率を高めて一気に運用していくのだということ、やはり差がある。完全にお任せにしてしまうと、どうしても彼らのリスクアペタイトで自分たちの運用を行ってしまうところが出てきます。運用を任せるということは、あくまでルールがあったうえで、「このようなリスクアペタイトで運用してほしい」ということをしっかり伝えて、そのとおりに動いてもらうというやり方にしていかないと、特に怖いのは、それを自分たちが意識しないまま動かされてしまいますと、それがリスクの引き金になりやすい。それこそ昨今話題になっているトライカラー<sup>4</sup>の案件もありますが、二重で担保を取っているような違法行為でなくとも、システミックリスクの引き金にはなりかねないということで、ご確認いただければと思います。

<sup>4</sup> アメリカのサブプライム自動車ローン会社で、2025年9月に経営破綻。担保となる自動車ローン債権で複数の銀行に二重設定されていた不正行為が外部の金融機関に発覚し、資金が引き上げられて資金繰りが急激に悪化したことが破綻原因とされている。

## 4. まとめ

### ■AIRとは・・・

・AIRは、保険会社のリスクヘッジ、資本効率向上等、目的に応じて有効活用できる  
⇒リスクとどのように向き合うか

・適切なリスク認識のもと、方針(リスクアペタイト)を定めて活用することが大切

- 再保険(およびその先のリスク運用)の構造とリスクを正しく理解しているか
- 規制上のESRIにおけるリスクが減少するからといって、実質的なリスクが減少するとは限らない
- 再保険会社の運用は自社のリスクと意識しているか(自社で同じ運用をする気になるか)
- リスク管理に終わりはしない

⇒どうやって意識を醸成するか

・経営陣が適切に判断できるよう、分かりやすく伝えていくことがアクチュアリー役割

- AIRは新しい手法であり、経営陣の直感的なアペタイトが醸成されていない点に注意

18

少し駆け足で恐縮でしたが、最後にまとめの部分でございます。AIRは、非常に有効なことは間違いありません。特に日本の低金利時代でも、海外の、特にアメリカを中心としたリターンの高さを実際に使うことができ、お客様にも還元できるという点では、有効であるといえます。しかし、それはあくまで、正しいリスク管理をしていることが大前提です。そのためには対応しないといけないところも非常に多いということで、その手間をかけてでもやるという意識を、きちんと社内で醸成しておくことが大事です。

最後はやはり経営判断で、特にリスクとリターンを判断していくことになりますので、そこを経営陣が正しく理解できるように、われわれが説明していくことが大事です。経営陣の方々も、伝統的な話は直感的なアペタイトを持っていたりするので、それほど大きな誤りにはなりません。AIRという新しい手法は、特に再保険というリスクヘッジだというイメージを皆さんお持ちですので、そうではないと。リスクは確かにヘッジできるけれども、そのかわり別のリスクに変わるのだということも理解したうえで、AIRを行うかどうかを判断していく。そのような材料を提供することが、われわれアクチュアリーの役割だと思います。私からの説明は以上です。ご清聴ありがとうございました。

## 参考文献

- IAIS Global Insurance Market Report :  
<https://www.iais.org/uploads/2024/12/Global-Insurance-Market-Report-2024.pdf>
- IAIS イシューペーパー公開草案:  
<https://www.iais.org/uploads/2025/04/Public-consultation-Draft-Issues-Paper-on-structural-shifts-in-the-life-insurance-sector.pdf>
- Supervision And Regulation Of Private Equity Insurers : (日本語訳はアクチュアリージャーナル第131号)  
<https://www.bma.bm/viewPDF/documents/2023-12-18-19-22-35-Supervision-and-Regulation-of-Private-Equity-Insurers.pdf>
- Insights and Reflections on Asset Intensive Reinsurance in Bermuda :  
<https://www.bma.bm/viewPDF/documents/2025-07-02-13-25-43-Insights-and-Reflections-on-Asset-Intensive-Reinsurance-in-Bermuda-21-March-2025.pdf>
- ANALYSIS OF SYSTEMIC RISK IN THE BERMUDA LONG-TERM INSURANCE SECTOR by OliverWyman :  
<https://www.oliverwyman.com/our-expertise/insights/2025/jun/analysis-systemic-risk-bermuda-long-term-insurance.html>
- 金融庁 業界団体との意見交換会において金融庁が提起した主な論点 [2025年2月21日開催(生命保険協会)] :  
<https://www.fsa.go.jp/common/ronten/202502/04.pdf>
- 金融庁 2025年 保険モニタリングレポート(特にp.10-14) :  
<https://www.fsa.go.jp/news/r7/hoken/20250704/02.pdf>
- ニッセイ基礎研「再保険に関する監督・規制を巡る最近の動向－資産集約型再保険の拡大とPE会社の保険セクターへの関与－」:  
<https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=79847?site=nli>
- ニッセイ基礎研「国際的に注目を集めるAsset-Intensive Reinsurance (AIR)を巡る動向」:  
<https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=82522?site=nli>
- ニッセイ基礎研「IAISグローバルセミナー開催～資産集約型再保険およびオルタナティブ資産に関するディスカッション～」:  
<https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=82722?site=nli>

19

**司会** お三方、プレゼンテーションありがとうございました。時間の関係で、Slidoから1問だけ取り上げたいと思います。「端的に言って、このAIRのモーメンタムが今後も続いてしまうことに問題を感じているか否かを教えてください。当局目線で言えば、AIRのリスクを把握しなさいというニュートラルな視点でよいのか、もう少し抑制する方向にかじを切るべきとお考えでしょうか」。これは、飯田さんにお問い合わせできますでしょうか。

**飯田** 非常に難しい質問ですが、私自身は、否定はできないと思います。AIRは、有効な運用方法として扱うことができます。ただし、リスク管理ができる能力を持っているかどうかを、保険会社に対して、それこそ当局のガイドラインなどで厳しく求めることは、必要なことだろうと思っています。私はそのような考えです。

**司会** ありがとうございます。今日はたくさんの方がお見えになっていて、たくさんの方が興味があるようで、ご覧いただきありがとうございました。これでこのプレゼンテーションは終了したいと思います。ご清聴ありがとうございました。

## （付録）当日のご質問への追加回答

当日、Slidoを通じて多くのご質問をいただきましたが、時間の関係で全てに回答することはできませんでした。残りの質問について、これも全てということではありませんが、登壇者から簡単に回答をいたします。

**質問** A I Rを出再した場合、経済価値ベースでは、元受では資本が増加、リスクが減少、再保険会社はその逆ということで、経済価値の世界ではアービトラージとの理解で合っていますか？

一般的なA I R取引（ブロック取引）では、出再契約分の「保険リスク＋運用リスク」を移転するため元受会社のリスク総額は減少します。資本についても、再保険会社の運用力を活かして出再後は（出再前より）クレジット資産・非流動性資産等の割合を増やすなど手数料等を組み込んだとしても再保険料は元受会社の負債評価より低くなる場合があり、この場合元受会社はリスク減少に加えて資本も増加します。

一方で、再保険会社にとっても、運用資産に応じた非流動性プレミアムを加味した高い割引率を用いて負債評価が可能になる場合があり、その場合は手数料等により資本は増加します。

このように、元受会社・再保険会社ともにポジティブになる場合があることがA I Rの効用と言えますが、これらは、元受会社・再保険会社の評価方法・前提の差異によっても起こりうるもので、さらには現地規制の仕様の差異によっても起こります。もし規制の仕様の差異によって発生しているのであればそれは規制アービトラージと言えると思います。

**質問** ヨーロッパの保険会社、アメリカの保険会社で、ソルベンシー規制の関係からA I Rに出す、受ける双方のインセンティブは違うのでしょうか？

再保険会社のアペタイトにもよるため一概には言えませんが、受け手である再保険会社（親会社）の印象としては米国系が活発であり、運用資産確保のインセンティブが欧州系よりも強いためと思います。近年は日本の元受会社からの需要拡大もありますので、欧州系の再保険会社も海外拠点を設けようという動きがあってもおかしくないと思います。

元受会社についても同様に米国の方が活発な印象です。その背景には、欧州は既にソルベンシーII対応の観点から金利リスクを削減するような資産・負債ポートフォリオに移行した会社が多いこともあったと推察されます。

**質問** カウンターパーティーリスクについてですが、P E系再保険会社のものと比較して、マルチラインや相互会社系の再保険会社によるA I Rは、相対的により安全なのでしょうか？

再保険会社の資産運用・リスク管理能力やリスクアペタイト次第の面もあるため、一概には言えませんが、P E系の再保険会社は資産運用力という強みを活かしてリスク性資産や非流動性資産の割合が高くなる傾向があり、リターンも高くなる半面リスクも大きくなると考えられます。

**質問** 噛み砕くと、再保険会社あるいは親会社のPEファンドは運用のための資金集めに再保険を引き受けているので、うまく利用されないために、むしろ元受としてうまく効用を得るために、正しくリスクを見つめる必要があるということでしょうか？

ご認識のとおり、元受会社の目的と先方の目的の差異がリスクの温床となり得るため、AIR自体の効用を損なわないためにもリスク管理が重要となります。

**質問** AIRに関するストレステスト(リバースを含む)について、具体的に実施されているようであれば、シナリオ作成上の悩みをお聞かせください。

ストレステストを実施する上では再保険会社自身の資産・負債ポートフォリオをどの程度把握できるかが重要となりますが、当然ながら情報取得には限界があり、外形的に実施するしかない点が悩ましい点です。このため、定量的なストレスシナリオを設定して分析するよりも、出再先が破綻した場合の影響を定性・定量の両面で確認する等が現実的と考えます。

その他にもコンサルティング会社を活用し、リスク評価やリスク管理の精度を高める方法も考えられます。

**質問** システミックリスクの存在を踏まえると、出再先を分散することが、意味をなさないことも考えられるということでしょうか？

システミックリスクに対しては出再先の分散がリスク対応策として効果が低い面は否めませんが、集中リスクを低減させる観点から出再先を分散することは必要と考えます。なお、集中リスクに関して注意が必要な点として、直接の出再先は異なっても、投資先や投資ファンドが集中する等のケースも考えられます。

**質問** AIRと元受会社の利益相反というのは当たらないのではないのでしょうか。むしろ規制の差異を利用したアービトラージが起こっているのかと思います。例えば、全く双方の国に同じ規制が課されている場合に同様の取引ができるのでしょうか。

前段の回答と重なる部分ではありますが、規制アービトラージは有り得ると考えます。ただ、双方の国の規制が同じであったとしても、元受会社と再保険会社の運用環境の違いや資産集約に伴う運用効率向上等によりAIR自体の効用は生じ得ると考えます。

利益相反については、互いのメリットが共通する部分(運用効率化)、異なる部分(運用期間やリスクアペタイト等)がある中で、その度合いによって見方が変わるものと考えます。両社が規制アービトラージによるメリット最大化を目指し、それ以外の差異が小さいなら、利益相反は無いという評価も有り得ると考えます。

**質問** 新規制では、再保険の信用リスクについて、担保を確保していても置き換えアプローチしか認められていない。内部のリスク管理で、再保険会社と担保の両方でデフォルトが発生した時に損失が発生という実体を考慮して信用リスクを評価する場合に参考となる方法があれば教えて欲しい。

ご認識の通り新規制では置き換えアプローチしか認められていません。ヘアカットアプロー

チ等により担保資産相当額を信用リスクエクスポージャーから控除しカウンターパーティリスクを評価することも考えられますが、再保険会社と担保資産の同時デフォルトが発生することも考えられるため、ヘアカットアプローチが正しいとも限りません。難しい課題だと思いますが、適切に再保険会社と担保資産の同時デフォルト発生の相関を設定することで、より適切なリスク評価ができると考えています。また、定量的なリスク評価だけでなく、定性面も組み合わせることで複合的に管理することが重要と考えます。

**質問** AIRは、言ってしまうと資産運用の外注だと理解しましたが、保険会社がリスクを軽視しリターンを追求するような、モラルハザードを防ぐ何か外的な仕組みはあるのでしょうか？

AIRを行う目的はリスクの移転など様々ありますが、ご認識のとおり、資産運用の外注という面もあると思います。モラルハザード防止について、日本の規制上の仕組みとしては、一つは責任準備金控除の要件があり、監督指針に定めるリスク移転等の各項目が該当すると言えます。もう一つは新ソルベンシー規制での置き換えアプローチの存在が一定の役割を果たしていると考えます。ただし、規制上の置き換えアプローチは要件を細かく定めるのが難しいこともあり、前述の質問のような課題も有していると考えます。なお、バミューダ当局の規制では認可審査やストレステスト等を定めています。

**質問** リキャプチャー時は、その時点の保険負債の額と同額の資産を貰えるという理解で良いのでしょうか？それとも保険負債の評価額とは無関係に、再保険会社が持っている資産を受け取るのでしょうか？

リキャプチャー時の受取額は契約により定めるため、提示された方法も含め様々な選択肢があります。保険負債の額も経済価値や会計上の責任準備金額等の選択肢があり、対価の受領方法も資産をそのまま受領する、現金化して受領する等、多様な手段が考えられます。どのような契約とするかは、元受会社・再保険会社協議の下で、自社のリスク許容度やオペレーション態勢、再保険料とのバランス等を勘案して総合的に判断することになると思います。

**質問** 国内企業でAIRの受再を行おうという取組はあるのでしょうか？

国内企業でのAIR受再については、子会社や関連会社という形式で行うのか、あるいは国内生保で直接受再するのかという選択があると思います。前者については、既に海外再保険会社の保有や提携等の動きが盛んになっています。後者については、現時点でそのような取組みは把握しておりませんが、子会社等での経験を踏まえて、将来的にそのようなビジネスを進める会社が登場する可能性は考えられます。

**質問** 基本的な質問ですが、運用リスクは再保険会社に移転するので、信託運用ガイドラインは不要ではないのでしょうか？破綻しないためのものなのでしょうか？

信託契約は再保険会社の破綻時に備えて、資産勘定を分離する（再保険会社が破綻しても、信託勘定の資産は元受会社が回収できる）という目的があります。運用ガイドライン自体を作

成せず、資産運用を全て再保険会社に任せるということも選択可能ですが、極端な資産運用（全てプライベートクレジットで保有等）であっても是正はできず、仮に再保険会社が破綻した場合にはその資産を回収しますが、自社では管理が困難な資産を受け入れる、あるいは不利な価格で売却する等の不利益が生じるリスクを抱えることとなります。