保険会社とプライベート・クレジットの多面的な関係
－プライベート・エクイティの関与を含む整理－

小立　敬

▌要　約▐

1. 米国のプライベート・クレジット市場では、個人投資家向けの一部のファンドにおいて投資家の解約請求が継続しており、市場の警戒感が拭えない状況が続いている。もっとも、一部のファンドで生じているストレスについて米国内外の当局は、現時点においては金融システムの安定を損なうリスクとしては認識していない。
2. ただし、金融当局はプライベート・クレジットに関して、いくつかの分野で脆弱性があると認識しており、その 1 つの分野として保険会社とプライベート・クレジットの関係に注目している。生命保険会社を中心としてプライベート・クレジットへの投資が進んでおり、その背景に、長期保険負債とのマッチングのしやすさという ALM の観点に加えて、保険会社の自己資本規制における資本効率の向上という狙いがある。
3. 特に注目されている論点がプライベート・エクイティ・ファーム（PE ファーム）が影響力を有する生命保険会社において深化する、プライベート・クレジットとの関係性である。PE ファームは現在、レバレッジド・バイアウト（LBO）を通じた買収やバランスシートを利用した所有、戦略的提携といった多様な関係性を保険会社との間に構築している。それらの中には PE ファームがオフショアに設置した再保険会社を通じた資産集約型再保険の利用も含まれる。
4. 保険会社とプライベート・クレジットの多面的な関係における論点は、金融の安定を損なうシステミック・リスクというより、PE ファームが影響力を有する保険会社のガバナンスや PE ファームと保険会社の利益相反といった点にあるように窺われる。

野村資本市場研究所　関連論文等

・橋口達・小立敬「米国プライベート・クレジット・ファンド市場の混乱と論点整理」『野村資本市場クォータリー』2026 年春号。
・岡田功太「米国プライベート・エクイティ・ファームが展開する資産集約型再保険事業」『野村資本市場クォータリー』2025 年春号。

Ⅰ プライベート・クレジットに対する当局の現状認識

米国のプライベート・クレジット市場では、2026年第1四半期以降、投資家からの解約請求が大幅に増えており、そのリスクが懸念されている状況である[1]。もっとも、米国のプライベート・クレジット・ファンドは、機関投資家を対象として、中途解約ができないクローズドエンド型が大半である。現在見られる解約請求は、主に個人投資家向けに開発された、定期的（通常は四半期）に、一部のみを解約（例えば、純資産価額〔NAV〕の5%以内）できる「セミリキッド型」という一部のファンドで生じている事象である。

米国の代表的なセミリキッド型ファンドとしては、①主に中堅中小企業に投融資を行う事業開発会社（Business Development Company; BDC）という投資法人を用いた運用期間の定めのないパーペチュアル型（永久型）の BDC や、②クローズドエンド型であるものの、定期的に一部解約を認めるインターバル・ファンド等がある[2]。

米国を中心にプライベート・クレジット市場のセンチメントが悪化している背景には、2025 年秋にプライベート・クレジットの借り手が相次いで破綻し、その信用の質に疑念が湧くようになったことが挙げられる。2026 年 2 月頃からはそのようなセンチメントの中、高性能の AI（人工知能）エージェントがソフトウェア企業のビジネスモデルに打撃を与えるとの見方（いわゆる SaaS の死）が強まり、特にテクノロジー・セクターに融資先企業が集中している米国のプライベート・クレジットへの懸念が一段と深まった。

セミリキッド型ファンドでは、2026年第1四半期に解約上限を上回る投資家からの解約請求も発生しており、運用会社の中には解約上限を超えて解約に応じたところがあった。2026年第2四半期においても一部のセミリキッド型ファンドで解約請求の圧力がかかっており[3]、市場の警戒感が拭えない状況が続いている。

一方で金融当局は、プライベート・クレジットについて比較的冷静な見方をしている。連邦準備制度理事会（FRB）は 2026 年 5 月に公表した金融安定報告書（FSR）[4]の中で、セミリキッド型ファンドは、投資家からの新たな資金流入、融資の元本返済、銀行からのリボルビング・クレジット・ライン、レバレッジド・ローンのような流動資産を含めた、多様な流動性ソース（資金源）を保持しているため、投資家の解約請求が金融システムの安定に与えるリスクは限定的であり、管理可能であるとの認識を示している[5]。

---

1 米国プライベート・クレジットに関する最近の混乱については、橋口達・小立敬「米国プライベート・クレジット・ファンド市場の混乱と論点整理」『野村資本市場クォータリー』2026年春号を参照。

2 パーペチュアル型 BDC は、四半期毎に持分を解約できる仕組みを投資家に提供しており、一般に解約は NAV の 5%に制限される一方、運用会社の裁量の下で、それ以上またはそれ以下の解約を受入れることもできる。インターバル・ファンドはクローズドエンド型ファンドである一方、通常は四半期毎に解約できる仕組みを提供しており、解約請求の最低 5%を受入れることが義務づけられている。

3 例えば、ブラックロックは、2 四半期連続でプライベート・クレジット・ファンド（HPS コーポレート・レンディング・ファンド）の解約制限を行っている（「ブラックロック、主力プライベートクレジットファンドの解約制限継続」ブルームバーグ、2026 年 6 月 12 日）。

4 FRB, “Financial Stability Report,” May 2026.

5 FRB は、パーペチュアル型 BDC の資産の 80%を占める上位 10 ファンドでは、NAV の 5%までの解約に対し、利用可能な銀行の与信枠と現預金等で少なくとも 3 四半期分は対応できるとしている。ただし、解約の継続やネガティブなセンチメントにより、信用リスクの高い借り手への融資が難しくなるおそれがあるとする。

また、金融安定理事会（FSB）は2026年5月に、プライベート・クレジットの脆弱性に関する報告書を公表し、その中で、一部のプライベート・クレジットでは流動性の圧力や借り手のデフォルトが生じ、資金の出し手や投資家に影響が及んでいると述べる一方で、それらは個別の事例であって、システム全体に及ぶストレスは報告されていないとした[6]。

国際通貨基金（IMF）も 2026 年 4 月に公表した国際金融安定性報告書（GFSR）の中で、プライベート・クレジットには、初期的な「分断（fault lines）」がみられるとするものの、一部のセミリキッド型ファンドで生じている流動性のミスマッチは限定的であることから、金融システムへの影響は抑制されているとの認識を示している[7]。

すなわち、米国金融当局や国際金融当局は、セミリキッド型ファンドという米国の一部のプライベート・クレジット・ファンドで生じている投資家の解約請求に関するストレスについては、現時点では金融システムの安定を損なうようなシステミック・リスクの兆候としては認識していないと捉えることができよう。

もっとも、システミック・リスクに関する兆候は認識されていないが、プライベート・クレジットには、いくつかの分野において脆弱性があることが指摘されている。上記の FSB の報告書はプライベート・クレジットにおける脆弱性の要因の 1 つとして、保険会社とプライベート・クレジットの関係性を指摘している。特にプライベート・エクイティ・ファンドを運用するプライベート・エクイティ・ファーム（PE ファーム）が所有または支配する生命保険会社において、プライベート・クレジットとの関係性が深くなる傾向があることが認識されている。

一方、保険監督者国際機構（IAIS）は、2025 年 11 月に生命保険セクターの構造的変化に関するイシューペーパー（論点書）[8]を公表し、保険セクターの中でも生命保険会社において注目される構造的変化として、①資産集約型再保険（asset intensive reinsurance）の利用と、②オルタナティブ投資の拡大という 2 つのトレンドについて論点整理を行って、保険監督の文脈においてそれらが重要な注目点であることを示した。いずれの構造的変化も保険セクターがプライベート・クレジットを始めとするオルタナティブ投資への関与を強める動きに関係している。

次章以降、保険会社とプライベート・クレジットの関係について、生命保険会社によるプライベート・クレジット投資、PE ファームの生命保険会社への関与、生命保険会社による資産集約型再保険の利用といった議論に焦点を当てながら、国際的に金融・保険当局が保険セクターについてどのような問題意識をもって監視しているかを確認する。

---

6 FSB, “Report on Vulnerabilities in Private Credit,” May 6, 2026. FSB の報告書の概要については、小立敬「プライベート・クレジットに関する金融安定理事会（FSB）の評価－脆弱性の分析と潜在的なストレス・シナリオー」『野村資本市場クォータリー』2026 年夏号を参照。

7 IMF, “Global Financial Stability Report; Global Financial Markets Confront the War in the Middle East and Amplification Risks,” April 2026.

8 IAIS, “Issues Paper on structural shifts in the life insurance sector,” November 2025. 当該イシューペーパーは、2025 年 3 月に公表された市中協議文書に対するパブリックコメントを踏まえて策定されたものである。なお、IAIS のイシューペーパーは、保険監督者に共通する新たなリスクや課題について、その背景、現状分析、国際的な論点などを整理し、議論を促すために作成される文書として位置づけられている。

Ⅱ 保険会社によるプライベート・クレジット投資の拡大

１．保険会社にとってのプライベート・クレジット

生命保険会社は従来、長期的な保険負債に対応するため、高格付の債券や株式といった伝統的な資産に投資する戦略を採ってきた。しかしながら、多くの法域において 2022 年まで続いた長期に及ぶ低金利環境から、伝統的資産の収益率が低く抑えられてきた中で、多くの保険会社がリターンの向上やリスク分散を目的として、オルタナティブ投資を拡大してきた。IAIS は特に、年金保険、ユニバーサル生命保険、年金リスク移転、長期介護保険という資産運用に依存する資産集約型の保険・年金商品を提供する保険会社において、オルタナティブ投資が積極的に行われる傾向があることを認識している[9]。

IAIS は、中でもプライベート・クレジットへの投資は、長期投資家である保険会社に魅力的なリターンをもたらすとともに、健全な ALM（資産・負債総合管理）を促進する可能性があり、ポートフォリオの分散効果をもたらすとともに、実体経済の比重を高めることにも寄与するとの認識を示し、保険会社にとっての利点を強調する。IAIS による 2025 年 12 月のグローバル保険市場報告書（GIMAR）は、保険会社によるプライベート・クレジット投資の利点について、次のように整理している[10]。

- プライベート・クレジットは、負債の流出に対してキャッシュフローを一致させることができるため、資産と負債のマッチングを改善する。特に生命保険会社では、プライベート・クレジットが流動性の低い保険負債とマッチングするだけでなく、その低流動性に伴うリスク・プレミアムから追加的リターンを獲得可能
- 保険会社は、プライベート・クレジットへの投資から追加的リターンを獲得できる可能性があることに加えて、交渉を通じて貸し手に有利なコベナンツや特約条項も実現可能
- プライベート・クレジットに対する投資のアロケーションがもたらす分散効果は、保険会社のポートフォリオのパフォーマンス向上に寄与
- プライベート・クレジットは、例えばインフラ・プロジェクトに対する融資など、生命保険会社の負債に見合った長期資本を提供するとともに実体経済にも貢献

同時に、保険会社にとってのプライベート・クレジット投資のリスクも指摘しており、最も重要なリスクは信用リスクであるとする。金利上昇、地政学リスク、景気後退により、特に小規模かつ高レバレッジの借り手のデフォルト・リスクが高まる。また、利息を繰延べることができる PIK（payment-in-kind）条項は、借り手の一時的な財務ストレスを緩和することができる一方、信用の質の悪化を把握しにくくするとともに、コベナンツの違反やデフォルトの可能性を高めるといった点を指摘している。

9 脚注 8 を参照。
10 IAIS, “Global Insurance Market Report (GIMAR),” December 2025.

保険会社によるプライベート・クレジット投資について IMF は、2025 年 10 月の GFSR の中で、特に北米の保険会社では総投資額の約 3 分の 1 を占めており、ポートフォリオの重要な要素となっていることを指摘する[11]。IAIS と同様に、プライベート・クレジットは、低流動性に伴う追加的なスプレッドを保険会社にもたらすとともに、保険会社の長期的な保険負債に見合うかたちで長期資産を提供することをその背景として挙げている。

その上で IMF は、保険会社によるプライベート・クレジット投資には、ノンバンクの貸し手が組成するシンプルな商品がある一方で、すでにポートフォリオの相当を占めかつ成長しているものとして、①ミドルマーケット CLO（collateralized loan obligation、ローン担保証券）[12]や商業用不動産 CLO、②ノート・フィーダー（note feeder、後述）[13]、③CFO（collateralized fund obligation、ファンド持分担保証券）、④プライベート・クレジット・ファンドが発行する私募債といったストラクチャード・ファイナンスを挙げている。

全米保険監督官協会（NAIC）も CLO やプライベート・クレジット投資に注目しており、2024 年末時点の米国保険セクターの CLO 投資は、全体の 82%を生命保険会社が保有し、全体の 82%を総資産 100 億ドル超の保険会社が占めているとした上で、米国保険セクターの CLO 投資が大手の生命保険会社に集中していることを明らかにしている[14]。

２．プライベート・クレジットの格付と自己資本規制

保険会社のプライベート・クレジット投資は、投資適格格付を取得していることが多い。NAIC によると、米国保険会社が保有する CLO の約 80%が投資適格格付であり、うち 39%が最上位の AAA 格であった[15]。IMF は、投資適格であることによってプライベート・クレジットを利用して資産・負債のマッチングを図る際の信頼性が向上することに加えて、投資適格は保険会社の自己資本規制において有利な扱いとなることを指摘する。

米国では、保険会社の自己資本規制として NAIC がリスク・ベース・キャピタル（RBC）を規定している。生命保険会社の RBC では、保有資産の信用リスクの計測について債券（社債や地方債、証券化商品、私募債を含む）の場合、格付会社が付与する格付に応じたカテゴリーが設けられ、カテゴリー毎に資本賦課を決定するリスク係数が定められている。投資適格未満のカテゴリーには、投資適格カテゴリーと比べると、より高いリスク係数が設定されている[16]。すなわち、格付会社から投資適格格付を取得することで、保険会社は相対的に少ない資本でプライベート・クレジットに投資することが可能になる。

---

[11] IMF, “Global Financial Stability Report: Shifting Ground Beneath the Calm,” October 2025.

[12] ミドルマーケット CLO は、大企業向けシンジケート・ローンを組み込んだシンジケーション CLO に対して、プライベート・クレジットの主な融資先である中堅企業の融資を組み込んだ CLO を指す。

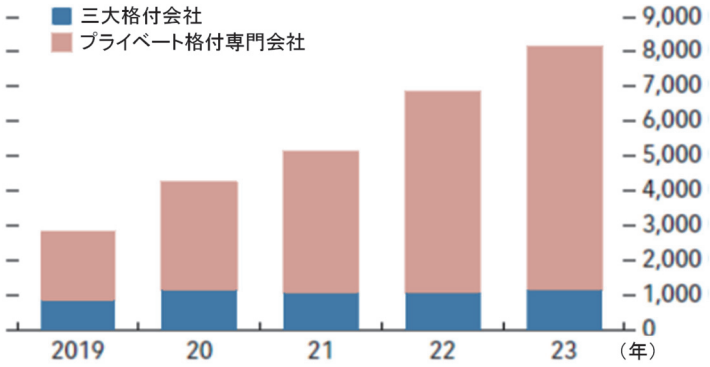
[13] 投資家がファンドに出資するのではなく、メイン・ファンドに投資するフィーダー・ファンドが、投資家に格付を取得したノート（債券）を発行することを通じたファンド・ファイナンスの仕組みを指す。

[14] NAIC, “How State Insurance Regulators are Responding to Growth in CLOs and Private Credit,” Issue Brief, April 2026.

[15] 脚注 14 を参照。

[16] 各カテゴリーのリスク係数（税引前ベース）は、①1.A～1.G（AAA 格から A 格）で 0.16～1.02%、②2.A～2.C（BBB 格）で 1.26～2.17%、③3.A～3.C（BB 格）で 3.15～6.02%、④4.A～4.C（B 格）で 7.39～12.43%、⑤5.A～5.C（CCC 格）で 16.94～30%、⑥6（CCC 未満）で 30%といった水準が割り当てられている。

図表 1　米国保険会社におけるプライベート格付が付与された証券（件数）



（出所）IMF, “Global Financial Stability Report: Shifting Ground Beneath the Calm,” October 2025 より野村資本市場研究所編集

保険会社が投資適格を求めるため、米国では非公開のプライベート・クレジット格付は、一般的な格付市場の様相とは大きく異なっている。S&P グローバル・レーティングスやムーディーズ・レーティングス、フィッチ・レーティングスという三大格付会社の非公開格付の付与件数に対し、クロール・ボンド・レーティング・エージェンシー（KBRA）やモーニングスターDBRS、イーガン・ジョーンズ・レーティングスというプライベート・クレジットに特化した格付会社の格付件数が大きく上回っている（図表 1）。

Ⅲ 生命保険会社に対する PE ファームの関与とその影響

１．生命保険会社と PE ファームとの多様な関係

IMF は 2025 年 10 月の GFSR の中で、保険会社によるプライベート・クレジット投資のうち比重が増えているものとして、①保険会社と関係を有する運用会社がプライベート・クレジットを組成していたり、②保険会社が運用会社と提携を図る中で、プライベート・クレジットが組成されたりしているとする。すなわち、後述するように、PE ファームが関与する保険会社において積極的にプライベート・クレジット投資が行われている。

IMF は、生命保険会社とプライベート・エクイティの関係に関する分析を 2023 年 12 月に明らかにしている[17]。その分析によると、グローバル金融危機以降、米国を中心に PE ファームが生命保険セクターに対する関与を強めており、PE ファームが関係性を有する生命保険会社は、他の一般の生命保険会社に比べて低流動資産、すなわちプライベート・クレジットを始めとするオルタナティブ資産への投資が大きい傾向が示された。

その背景として、低流動資産から得られるスプレッドから生命保険会社の収益性が改善できるという期待とともに、生命保険会社による低流動資産への投資から PE ファームがフィー収入を獲得できることが挙げられている。

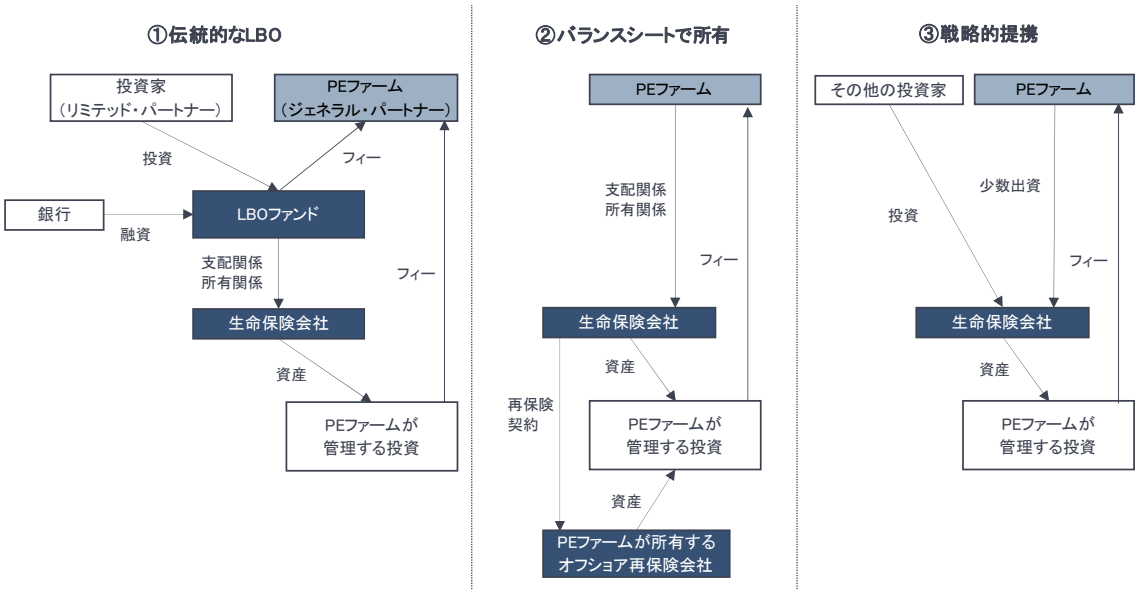
[17] IMF, “Private Equity and Life Insurers,” Global Financial Stability Note, December 2023.

IMF は、生命保険会社に対する PE ファームの関与は 1980 年代に遡れるとするものの、PE ファームの関与は金融危機後にさらに拡大している。かつては PE ファームが主導する生命保険会社のレバレッジド・バイアウト（LBO）が中心であったが、現在は両者の間で多面的な関係が生じている。IMF は、PE ファームの代表的戦略として以下を挙げる。

- PE ファームによる伝統的なビジネスモデルとしては、PE ファンドが組成する LBO スキームによって生命保険会社を買収して所有（図表 2①）
- PE ファームが自らのバランスシートを使って生命保険会社の 100%あるいは過半を取得して所有（図表 2②）
- PE ファームが戦略的提携の中で生命保険会社の少数持分を取得する一方、証券化、プライベート・クレジット、プライベート不動産、プライベート・エクイティ等の専門的な資産運用サービスを生命保険会社に提供（図表 2③）
- 一方、生命保険会社は、PE ファームが設置するオフショアの再保険会社に対して生命保険ポートフォリオを出再（再保険）し、保険事業を戦略的に再編

伝統的な LBO は、ジェネラル・パートナー（GP）である PE ファームが LBO ファンド（クローズドエンド型）を組成し、年金基金やソブリン・ウェルス・ファンド（SWF）、保険会社を含むリミテッド・パートナー（LP）から資金を調達して、債務と出資を組み合わせて生命保険会社を買収する。その際、借入が必要となるため、従前は銀行が融資を行っていた。銀行は 2022 年頃から LBO 向け融資を縮小させており、その穴を埋めるべく、現在ではプライベート・クレジット・ファンドが LBO へのダイレクト・レンディング（直接融資）や銀行が組成する LBO 債務の購入を通じて資金を提供している。

図表 2　生命保険会社に対する PE ファームの戦略



（出所）IMF, “Private Equity and Life Insurers,” Global Financial Stability Note, December 2023 より野村資本市場研究所作成

PE ファームによる LBO は、生命保険会社への初期投資を投資プラットフォームとして位置づけ、投資家に期待される期間内（通常 10 年以内）に保険事業の買い手を見つける戦略であり、その際、投資によるシナジーと効率性を追求することを狙いとしている。

一方、金融危機以降、とりわけ最近は、PE ファームが自らのバランスシートを使って生命保険会社を買収する傾向が強くなっている。そのような取引の先駆者としてIMFは、保険グループのアテネ・ホールディングスを買収したアポロ・グローバル・マネジメントを挙げ、その他にも KKR やカーライル・グループ、ブルックフィールドといった北米の主要 PE ファームも同様の戦略を採用しているとする[18]。

PE ファームが自己のバランスシートを利用して取得した生命保険会社やオフショアの再保険会社は、再保険や譲渡を通じて、資本関係のない他の生命保険会社から資産を取得するプラットフォームとして使われることもある。例えば、PE ファームが所有している再保険会社に他の生命保険会社の保険事業が集約されることがある。元々は小規模な保険事業だったものをより大規模な事業に集約し、テクノロジーへの投資を通じてシナジーと効率性を高めることが PE ファームの狙いである。

PE ファームが生命保険会社を所有すれば、PE ファームにとっては相当規模の長期的な資産ベースを安定的に管理の下に置くことが可能になり、その資産ベースから資産運用サービスの提供に伴うフィー収入を獲得できるという恩恵が PE ファームにある。

PE ファームと生命保険会社との間では、PE ファームのバランスシートを使った投資を伴わない戦略的提携も行われている。戦略的提携の中で生命保険会社は、バランスシートのリスクを削減するために PE ファームが提供する再保険取引を活用したり、低流動資産のプレミアムを獲得するためにポートフォリオの運用の一部を PE ファームに委託したりしている。一方、PE ファームは、それらの対価として少なからぬフィー収入を得ている。また、生命保険会社は、自社の保険事業を戦略的に再編するために、PE ファームが所有する再保険会社のサービスを戦略的提携とは別に独自に利用することもある。

生命保険会社と PE ファームの戦略的提携では、生命保険会社の少数持分（監督当局による主要株主の認可が必要となる 10%未満であることが多い）を PE ファームが取得し、取締役会の少数議席を確保した上でオルタナティブ投資の運用委託契約を結ぶことがある。

このように生命保険会社と PE ファームの関係性はより複雑かつ密接になっている。IMF は、プライベート・エクイティの影響下にある代表的な生命保険会社のリストを示しており、それによると米国保険会社が大半を占めている（図表 3）。

プライベート・エクイティが関与する生命保険会社について IMF は、一般の保険会社と比べると、資産のアロケーションがプライベート・クレジットを含む非流動資産に偏る傾向があると述べる。また、PE ファームが生命保険会社の支配権を取得する場合には、直ちに投資ポートフォリオをリスク資産に入れ替えるとともに、PE ファームが所有する再保険会社を利用する傾向があることも指摘されている。

[18] 米国の PE ファームによる生命保険会社の買収については、岡田功太「米国のオルタナティブ・ファンド事業の新潮流」『野村資本市場クォータリー』2021 年秋号を参照。

図表 3　プライベート・エクイティの影響下にある主な生命保険会社

生命保険会社・グループ	国	プライベート・エクイティのスポンサー
グローバル・アトランティック	米国	KKR
サモンズ・フィナンシャル	米国	サモンズ・エンタープライズィズ
セキュリティ・ベネフィット	米国	NZCキャピタル
グループ1001ライフ・アニュイティ	米国	グループ1001
ベネラブル	米国	VAキャピタル[1)]
タルコット・リゾリューション	米国	シックス・ストリート
エバーレイク・ライフ	米国	ブラックストーン
エクィトラスト・ライフ・インシュアランス	米国	ジューンバグ・ライフタイム・トラスト
クヴァレ	米国	アクセス
ナッソー・インシュアランス	米国	ゴールデン・ゲート・キャピタル
カルトン	米国	カルトン
フォーティテュード・リー	米国	カーライル
プロスペリティ・ライフ	米国	エリオット・マネジメント
アドバンテージ・キャピタル・ライフ	米国	アドバンテージ・キャピタル・パートナー
オーシャンビュー・ライフ・アニュイティ	米国	ベイビュー・アセット・マネジメント
アクエリアン・インシュアランス	米国	アクエリアン
ストラクチャード・アニュイティ・リインシュアランス	米国	アポロ・グローバル・マネジメント
アビリティ・インシュアランス	米国	マウント・ローガン・キャピタル
フェデラル・ライフ・インシュアランス	米国	インシュアランス・キャピタル
ライフ・オブ・ザ・サウス	米国	ティップツリー
マルチナショナル・ライフ・インシュアランス	米国	アンコン・インベストメント
ライフシールド・ナショナル・インシュアランス	米国	ホームシールド・キャピタル
オールド・シュアリー・インシュアランス	米国	エンタープライズ・インベストメンツ
テキサス・リパブリック・ライフ・インシュアランス	米国	テキサス・リパブリック・キャピタル
アメリカン・フェデレーテッド・ライフ・インシュアランス	米国	プロスペクト・キャピタル
アスピダ・ライフ・インシュアランス	米国	アレス・マネジメント
モニター・ライフ・インシュアランス	米国	フェアファックス・フィナンシャル
フィナンシャル・アメリカン・ライフ・インシュアランス	米国	アーチ・キャピタル
USAインシュアランス	米国	インシェアーズ・キャピタル
コアブリッジ・フィナンシャル	米国	ブラックストーン
クリアービュー・ウェルス	オーストラリア	クレセント・キャピタル
アテネ・ライフ	バミューダ	アポロ・グローバル・マネジメント
レゾリューション・ライフ[2)]	バミューダ	ブラックストーン
ブルックフィールド・リインシュアランス	バミューダ	ブルックフィールド・アセット・マネジメント
長城人寿保険	中国	中国民生投資集団
ハイデルベルグ・レーベンスフェルシェルング	ドイツ	シンベン・パートナーズ
UTライフ・インシュアランス	ガーナ	リープフロッグ・インベストメンツ
ICICIプルーデンシャル・ライフ・インシュアランス	インド	プレムジ・インベスト
インディア・ファースト・ライフ・インシュアランス	インド	ウォーバーグ・ピンカス
マックス・フィナンシャル・サービシズ	インド	KKR
PNBメットファイル・インディア・インシュアランス	インド	オマーン・インディア・ジョイント・インベストメント
ユーロヴィタ	イタリア	シンベン・パートナーズ
アメヴン	オランダ	TPGキャピタル
シンガポール・ライフ	シンガポール	TPGキャピタル
Kdbコンサス・バリュー	韓国	JCパートナーズ
教保生命保険	韓国	BPEA EQT

（注）　1. VA キャピタルは、アポロ・グローバル・マネジメントを含む、いくつかの PE ファームが主導する投資家グループによって設立されている。
2. レゾリューション・ライフは現在、日本生命の完全子会社となっているが、ブラックストーンとの戦略的提携は継続されている。

（出所）IMF, “Private Equity and Life Insurers,” Global Financial Stability Note, December 2023 より野村資本市場研究所作成

２．PE ファームが設置するオフショア再保険会社

PE ファームが生命保険セクターに対する関与を強める中、大手の PE ファームが最近、主にバミューダにオフショア再保険会社を設置する動きがある[19]（図表 4）。このような PE ファームは、生命保険会社から生命保険または年金保険の契約ブロックを購入したり、再保険を引き受けたり、バミューダの再保険会社を通じて生命保険会社を取得したりしている。また、プライベート・エクイティの影響下にない生命保険会社も保険事業の一部をバミューダに移管したり、PE ファームが設置した再保険会社を利用したりしている。

IMF によると、PE ファームがバミューダに設置した再保険会社では資産が急拡大し、バミューダに所在する再保険会社が保有する総資産の約半分を占めるまでに至っている。PE ファームが設置した再保険会社の資産の成長を反映し、バミューダの保険資産もまた拡大しており、グローバルな生命保険資産の 4%に相当する規模に成長している。

バミューダの保険資産が成長する背景として IMF は、バミューダの会計基準の下では、低流動資産のバリュエーションに関して、低流動性のリスク・プレミアムを割引率に反映することが可能であり、他法域の会計基準に比べると、寛大な割引率の適用が可能であることを挙げる[20]。その結果、将来利益を前倒しで認識し、資本として計上することが可能であり、そのように策定されたバランスシートがバミューダの保険会社の自己資本規制に反映される。一方で、バミューダは、欧州連合（EU）からはソルベンシーⅡとの完全な同等性が認められ、また米国の NAIC からも互恵管轄区域として指定されている。IMF は、それによりバミューダの再保険会社に保険ポートフォリオを出再し、それらの裏付け資産として低流動資産を保有するインセンティブを生命保険会社が持つようになったとして、規制間のギャップによる裁定行動（regulatory arbitrage）の可能性を示唆している[21]。

図表 4　プライベート・エクイティの影響下にあるバミューダの再保険会社

PEファーム	バミューダの再保険会社	所有関係
アポロ・グローバル・マネジメント	アテネ・ライフ・リー	所有
KKR	グローバル・アトランティック・アシュアランス	所有
ブラックストーン	レゾリューション・ライフ	戦略的提携
ブルックフィールド・アセット・マネジメント	ブルックフィールド・ウェルス・ソリューションズ	一部所有（別途上場）
カーライル	フォーティテュード・リー	所有
アポロ・グローバル・マネジメント	アソラ	一部所有

（注）　レゾリューション・ライフは現在、日本生命の完全子会社となっているが、ブラックストーンとの戦略的提携は継続されている。

（出所）IMF, “Private Equity and Life Insurers,” Global Financial Stability Note, December 2023 より野村資本市場研究所作成

[19] PE ファームによる再保険会社の設立や資産集約型再保険に関しては、岡田功太「米国プライベート・エクイティ・ファームが展開する資産集約型再保険事業」『野村資本市場クォータリー』2025 年春号を参照。

[20] バミューダ金融庁（BMA）が認める負債評価のためのシナリオ・ベース・アプローチでは、保険負債の割引カーブに追加的なスプレッドを織り込むことが可能である。

[21] ただし、2023 年 1 月以降、バミューダの再保険会社に生命保険を再保険する場合には BMA の事前承認が必要となっている。その際、包括的な情報提供が求められることに加えて、出再者の監督当局との協議の下で、出再者の監督当局が異議を唱えない限りにおいて再保険取引が承認される。

３．オフショアで発展する資産集約型再保険

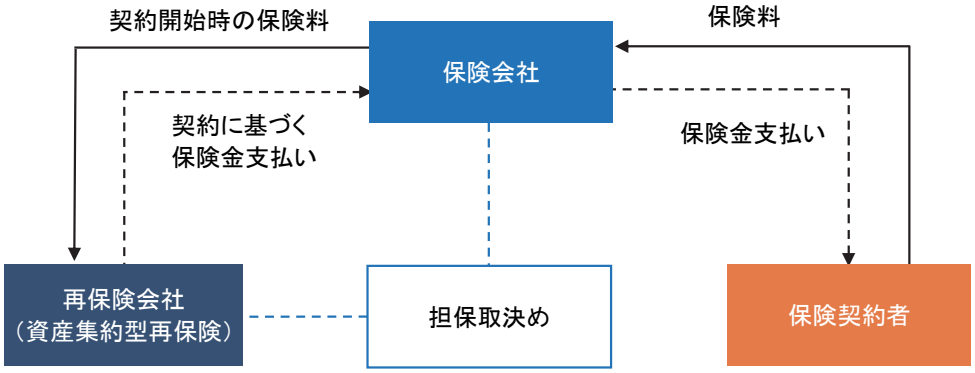
PE ファームが設置するオフショア、特にバミューダの再保険会社は、プライベート・クレジットを含むオルタナティブ投資で運用を行う資産集約型再保険を積極的に展開している。前述の通り、IAIS は生命保険会社の構造的変化としてその動向に注目している[22]。

資産集約型再保険とは、保険会社と再保険会社の間で行われる再保険によるリスク移転である（図表 5）。長寿リスクや死亡リスクといった生命保険リスクが移転されることはあるものの、一般的に保険負債に関連する相当の投資リスクを移転するものである。特に、年金保険や長期貯蓄商品といった資産運用への依存度が高い資産集約的な保険事業が資産集約型再保険によって移転されることが多い[23]。

資産集約型再保険では、出再者（元受保険会社）と交渉して合意した投資ガイドラインの下、再保険会社は目標とするリターンを達成するべく保険料の運用、すなわち投資資産の購入や組成について責任を負う。投資資産のキャッシュフローが保険金支払いを下回る場合や担保価値が担保要件を下回る場合は、再保険会社に対して追加負担が求められる。出再者や再保険会社が直接、投資資産を管理することもあれば、指定された資産運用会社が管理することもある。最近は、投資資産を管理しているオルタナティブ資産運用会社と再保険会社が戦略的提携を締結することも多くみられる。

資産集約型再保険には、①リスク・プーリング、②リスク管理の集中化、③資産・負債のより良いマッチング、④幅広い資本ソースへのアクセス、⑤専門的な投資ノウハウへのアクセス、⑥グローバルなリスク分散など、出再者および再保険会社の双方にメリットがあることが認識されている（図表 6）。

図表 5　資産集約型再保険におけるリスク移転



（出所）IAIS, “Issues Paper on structural shifts in the life insurance sector,” November 2025 より野村資本市場研究所作成

[22] 脚注 8 を参照。

[23] 例えば金融庁の「保険会社向けの総合的な監督指針」は資産集約型再保険について、「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係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」として規定している。

図表 6　資産集約型再保険の出再者と再保険会社にとってのメリット

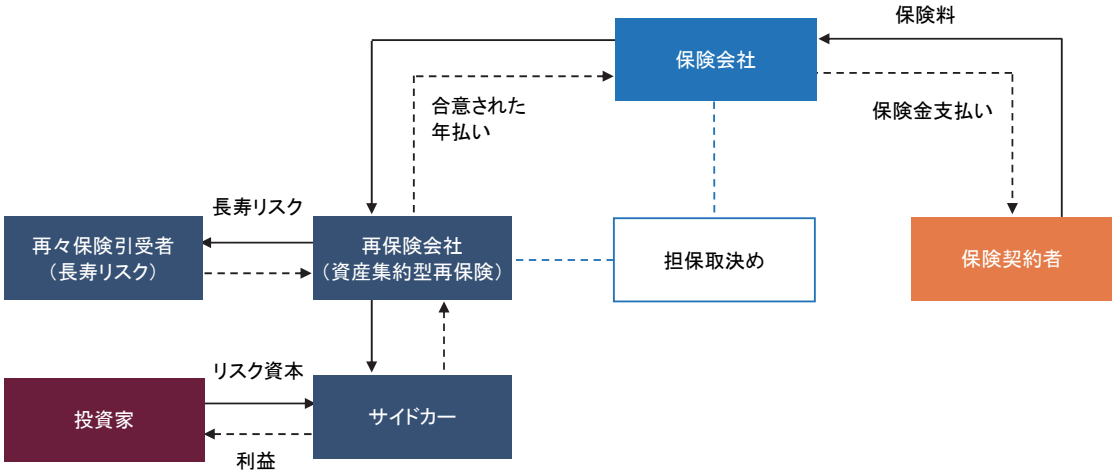
出再者にとってのメリット
投資リスクとともに保険リスクの低減が図られることで、他の用途のために資本を解放あるいは新規の保険料を改善
特に出再者が再保険の対価として支払う額が責任準備金を下回る場合、投資リターンに関する将来の不確実な利益の一部を足もとの利益に転換。その結果、将来の期待利益は減少する一方、資産集約型保険負債に対応する資本を解放できる可能性
より多様な投資資産ユニバースに間接的にアクセス可能
再保険会社が資産を選定し、適切な投資ポートフォリオの構築を担うことで投資部門の負担を軽減
コンティンジェント・キャピタルへのアクセス（再保険会社のソースに対するコールオプション）
再保険会社にとってのメリット
事業ブロックを取得することで、運用資産残高（AUM）を拡大。これにより、規模の経済を実現しやすくし、リテール向け保険の販売や事務管理に伴う追加的な負担なしに、投資ポートフォリオを拡大することが可能
構築した投資ポートフォリオのリスク調整後リターンが、出再者における保険契約者への支払請求や関連費用を賄うために必要な水準を上回ると利益が生じる可能性
投資ノウハウの専門性向上
全体的なリスク・エクスポージャーを分散
各法域にまたがるリスク・エクスポージャーを統合し、リスクおよびヘッジ要件を効率的に管理

（出所）IAIS, “Issues Paper on structural shifts in the life insurance sector,” November 2025 より野村資本市場研究所作成

資産集約型再保険では、出再された事業の金融リスクは再保険会社に移転される一方、死亡リスクや長寿リスクを再保険会社が別の再保険会社に対して再々保険することもある。また、投資家の資本を使って再保険のリスクを引き受けるための特別目的事業体（SPV）である「サイドカー（sidecar）」を再保険会社がスポンサーとなって設置し、再保険会社がサイドカーに出再することがある（図表 7）。サイドカーでは、投資資産や保険負債に関連するリスクと便益が投資家に移転される。

IAIS は、資産集約型再保険で再々保険やサイドカーを利用すれば、出再者を保護するための層が追加され、リスク分散が図られることになる一方で、投資ガイドラインや担保設定、信託の利用を通じて、スキームの複雑性と不透明性が増すことを指摘している。

図表 7　再々保険、サイドカーを利用する場合の資産集約型再保険のリスク移転



（出所）IAIS, “Issues Paper on structural shifts in the life insurance sector,” November 2025 より野村資本市場研究所作成

IAIS は資産集約型再保険が急拡大している 1 つの要因として、サイドカーに注目する。資産集約型再保険の運営には相応の資本が必要となる一方、特に成長初期の再保険会社は内部的に資本を確保することが難しい場合があり、再保険会社が投資家の資本を取り込む手段としてサイドカーが設立されることが多い。一方、サイドカーは、投資家のニーズに応じてリターンを債券型または株式型に柔軟に設計することが可能であり、それによって安定したリターンが期待できるため、投資家もサイドカーを投資対象として捉えている。サイドカーの投資家は、保険リスク・エクスポージャーを求めるサードパーティの投資家から、資産運用に関する戦略的パートナー（運用会社）まで多岐にわたっている。

一方、国際決済銀行（BIS）は、保険会社が資産集約型再保険を利用する際の資本要件に与える効果を強調している[24]。資産集約型再保険によって、負債リスク（死亡リスク、長寿リスクを含む）と資産リスク（信用リスク、市場リスクを含む）の双方を再保険会社に移転することで、保険会社は資本要件を引き下げることができる。すなわち、出再者が契約ブロックとその裏付け資産に関連するリスクを再保険会社に移転すると、出再された契約ブロックに対する資本要件を満たす責任も再保険会社に移ることから、出再者である保険会社の資本要件は軽減されるかたちとなる。

また、資産集約型再保険におけるサイドカーについて BIS は、資産運用会社や SWF、ファミリー・オフィスといった外部の投資家にリスクが移転されていることから、新たなリスク仲介チェーンとして複雑性が増していることも指摘している。

Ⅳ 格付付きノート・フィーダーを通じた保険会社の投資

1．格付付きノート・フィーダーとは

近年、主に保険会社が利用するオルタナティブ投資ストラクチャーとして、「格付付きノート・フィーダー（rated note feeder）」が注目されるようになってきている。格付付きノート・フィーダーとは、LP 投資家が投資するメイン・ファンドに投資資金を提供するフィーダー・ファンドが、格付会社から取得した格付を付したノート（債券）を発行するというファンド・ファイナンスの 1 つの形態である[25]（図表 8）。

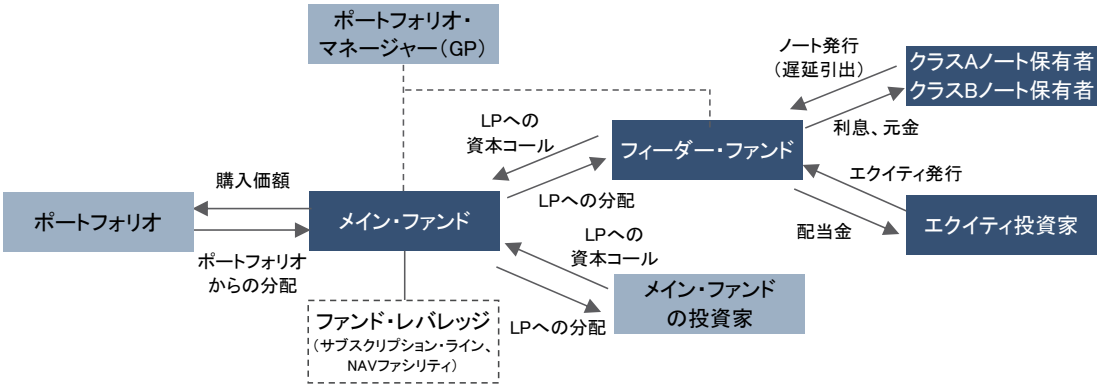
格付付きノート・フィーダーでは、例えば、最上位シニアであるクラス A とそれに劣後するクラス B のトランシェに分けてノートが発行される[26]。クラス A ノートは、投資適格格付を取得する一方、クラス B ノートは、相対的に低い投資適格格付やハイイールド格付が付与される。保険会社は一般に、投資適格格付を取得したノートに投資しており、購入の中心は米国保険会社である。なお、欧州保険会社も後述の通り、内部格付に基づいたノート・フィーダーを利用することがある。

[24] BIS, “The transformation of the life insurance industry: systemic risks and policy challenges,” BIS Papers No 161, October 2025.

[25] フィーダー・ファンドでは通常、債務対資本比率が 70 対 30 から 80 対 20 で設定される。

[26] Fitch Ratings, “Feeder Fund Debt Rating Criteria,” September 24, 2025.

図表 8　格付付きノート・フィーダーのストラクチャー（概念図）



（出所）Fitch Ratings, “Feeder Fund Debt Rating Criteria,” September 24, 2025 より野村資本市場研究所作成

米国保険会社がノート・フィーダーを通じて投資する主な動機としては、自己資本規制における資本効率の改善がある[27]。フィーダー・ファンドが発行するノートが投資適格の格付を取得していれば、エクイティ出資よりも相対的に少ない自己資本で投資することができる。すなわち、RBC においては、原資産投資がエクイティの場合には 30%のリスク係数が設定されており、それを投資適格債券への投資に替えることで、資本賦課を大きく引き下げることが可能となる[28]。

保険会社がオルタナティブ投資において格付付きノート・フィーダーを用いるもう 1 つの利点として、ノート・フィーダーはエクイティより優先順位が高く、キャッシュフローの予測が比較的容易であることに加えて、オルタナティブ資産に投資するファンドに連動させながら、債券型のリターンが得られることも挙げられる。すなわち、長期の保険負債のマッチング調整を含む ALM の観点から、保険会社には格付付きノート・フィーダーに投資を行うインセンティブがあると言えよう。

２．プライベート市場と格付付きノート・フィーダー

格付付きノート・フィーダーは当初、保険会社がプライベート・エクイティ・ファンドに投資する際、RBC の資本効率を改善するためのものとして開発された[29]。最近は市場が急拡大しており、2025 年 9 月末時点で開示されている格付付きノート・フィーダーだけで 300 億ドルを超える発行残高となっている[30]。欧州保険会社では、保険会社の内部格付を用いたノート・フィーダーも利用されており、それらを含む格付付きノート・フィーダーの発行残高全体として捉えれば、市場規模は 300 億ドル超の水準よりもさらに大きいことが推測される。

[27] DLA Piper, “Rated note feeder funds: Unlocking insurance capital for alternative asset managers,” June 16, 2026.
[28] 脚注 16 を参照。
[29] 脚注 27 を参照。
[30] S&P Global, “Sector Review: Fund Finance Trends: Rated Note Feeders Support Private Credit Fundraising,” March 11, 2026.

格付付きノート・フィーダーは、保険会社のプライベート・エクイティ・ファンド投資のために開発された一方、NAIC がその後、RBC において原資産への投資がエクイティの場合にはエクイティとして扱うよう求めたため[31]、プライベート・エクイティ・ファンドに代わり、原資産はプライベート・クレジット・ファンド投資が中心になっている。また、最近では、インフラや不動産、マルチ戦略資産を原資産とするオープンエンド型あるいはエバーグリーン型のファンドにも格付付きノート・フィーダーが拡がっている。

従前は、KKR やカーライル、アレス・マネジメント等の大手オルタナティブ資産運用会社が格付付きノート・フィーダーを提供してきた。最近では、投資実績のない小規模の新興運用会社がプライベート・クレジットを提供するべく、KBRA やモーニングスター DBRS、イーガン・ジョーンズから格付を得て、保険会社に格付付きノート・フィーダーを販売するようになっている。中には、レバレッジを高めていたり、保険会社が原資産のルックスルーができないようにしていたり、ストレス時には流動性が枯渇するような資産に依存したりといったように、問題が窺われる商品があることも指摘されている[32]。

格付付きノート・フィーダーは、主に米国市場で米国保険会社を対象に発展してきたが、最近では英国や EU の保険会社も利用するようになっている。その主な動機としては、RBC と同様、ソルベンシーⅡにおける資本効率が改善されるからである[33]。欧州でも今後、格付付きノート・フィーダーは、自己資本規制上の資本効率を実現しながら、保険会社がより幅広いプライベート市場に参加するための手段となることが想定される。

V　保険会社とプライベート・クレジットに関する今後の見通し

現在、大きく注目されているプライベート・クレジットに関しては、冒頭で述べた通り、一部のセミリキッド型ファンドでは、2026 年第 2 四半期も投資家の解約が続いていたり、借り手のデフォルト率が上昇する傾向が窺われたりするなど[34]、市場の警戒感が拭えない状況が続いている。もっとも、米国金融当局や国際金融当局は、一部のセミリキッド型ファンドで生じているストレスについては、現時点では、金融システム全体に影響が波及するようなシステミック・リスクの兆候としては認識していない。

一方、米国の NAIC や IAIS を始めとする国際金融当局は、プライベート・クレジットの潜在的な脆弱性の 1 つの要素として、保険会社とプライベート・クレジットの関係性に注目するようになっている。

---

31 NAIC は、プライベート・エクイティ投資のリスク係数を高めたり、ルックスルーを導入したりすることによって、形式的には債務であっても資本賦課が相対的に軽減されないような見直しを行っている。

32 “The black-box funds fueling insurers’ private credit binge,” *Financial Times*, March 20, 2026.

33 EU のソルベンシーⅡでは、非上場株式に 49%の資本賦課が割り当てられており、通常のプライベート・エクイティ投資ではその水準の資本賦課が必要になるのに対し、格付付きの債務商品であれば 5〜15%程度に資本賦課を抑制できる。また、英国や EU の枠組みではファンド投資に高い資本賦課を要求し得るルックスルー・アプローチが適用されるが、法人が発行する格付付き債務は一般的にはルックスルーの適用外となっている（Alter Domus, “Unlocking Capital Efficiency: Why Insurers Are Turning to Rated Note Feeders,” October 15, 2025; Dechert, “Rated Funds and EU/UK Insurers,” September 9, 2025）。

34 “Private-Credit Defaults Match 2023 High in a KBRA index,” *Bloomberg,* June 17, 2026.

保険会社がプライベート・クレジット投資を行うようになったのは、金融危機後の長期に及ぶ低金利環境の下で伝統的資産のリターンの低下に直面する中、保険規制の枠組みが市場整合的かつリスク・ベースのアプローチに進化したことによって、保険会社が収益性とソルベンシー（支払能力）により焦点を当てる必要性を認識したからである[35]。

そのような環境変化への対応を図る中、プライベート・クレジットは保険会社にとって保険負債にマッチングしやすい資産であり、プライベート・クレジット投資が保険会社のALM を向上することが期待された。IAIS は、プライベート・クレジット投資を保険会社の ALM と整合的にさせることによってポートフォリオの分散効果を高めることに加えて、長期の保険商品のイノベーションを後押しするといった側面にも言及している。

保険会社にとってのプライベート・クレジットの利点が認識される一方、保険当局は、特に PE ファームが影響力を有する生命保険会社でプライベート・クレジットとの関係が様々な形態で発展していることに注目する。すなわち、PE ファームは、①元受保険会社となる生命保険会社の買収、②資産集約型再保険のためのオフショア再保険会社の設置、③プライベート・クレジットを含むオルタナティブ資産に関する資産運用サービスの提供を行っている。PE ファームが設置した再保険会社では、資産集約型再保険を通じて保険ポートフォリオを引受けて、その保険料をオルタナティブ投資に振り向けてきた。

IMFやBISは、PEファームが影響力を有する保険会社では、一般の保険会社と比べて、ストラクチャード商品のエクスポージャーが大きく、リスク選好が高いことを指摘する[36]。また、BIS は、短期的なパフォーマンスを重視する PE ファームの保険会社への関与から、保険会社におけるリスクの増幅やガバナンスへの影響を挙げる。PE ファームが関係する保険会社では、レバレッジの拡大やより高リスク資産への投資に加えて、PE ファームの支配下にある資産を組成するプラットフォームのために年金保険を引き受ける傾向が強く、また、保険契約者の利益よりもインハウスや関連する資産への投資から得られる手数料が優先されるおそれがあるとして、PE ファームと保険会社の利益相反の懸念を抱いている。

PE ファームが影響力を持つ保険会社がプライベート・クレジット投資を拡大する要因として、プライベート・クレジット格付がある。格付会社から投資適格格付を得ることで保険会社の自己資本規制上の資本効率が改善することになる。BISは、PEファームが関係する保険会社におけるプライベート・クレジット格付への依存を指摘している。

一方で、プライベート・クレジット格付は、「プライベート・レター・レーティング（private letter rating）」と呼ばれ、発行体と限られた投資家のみに開示される非公開格付であることから、外部検証が行えない。BIS は、高格付を付与する格付会社をユーザーが選択する「格付ショッピング」を助長する可能性があることに加えて、主に三大格付会社ではない小規模な格付会社がプライベート・クレジット格付を提供しているため、それらが商業的なインセンティブにさらされやすいことを挙げている。

---

[35] 欧州では、グローバル金融危機後の 2016 年に資産・負債を市場価格ベースで評価するソルベンシーⅡが導入され、米国の RBC においても金融危機以降、金融危機時に問題となった証券化商品や変額年金・保証商品の資本賦課の見直しが行われ、さらに資産リスク（信用リスク）の精緻化・厳格化も行われている。

[36] 脚注 17、24 を参照。

また、米国証券取引委員会（SEC）が、イーガン・ジョーンズの格付を策定するための財務的、経営的資源の十分性に疑問を投げかけるなど、プライベート・クレジット格付の誠実性への疑念も指摘されている[37]。最近では、非公開格付は、公開格付に比べると信用リスクが過小評価されているといった研究も示された[38]。プライベート・クレジット格付の問題に関しては、今後も様々な議論が行われることが想定される。

以上のように保険会社とプライベート・クレジット、とりわけ PE ファームが影響力を有する生命保険会社において、プライベート・クレジットとの関係が複雑化していることが明らかになってきた。IAIS は、大半の法域では保険セクターにおけるプライベート・クレジットのエクスポージャーは総資産の 5%未満であるとしており、保険セクター全体でみれば、プライベート・クレジットにエクスポージャーが集中している状況ではない[39]。すなわち、保険会社とプライベート・クレジットの関係性における論点は、金融システムの安定を損なうシステミック・リスクというよりも、PE ファームが影響力を有する保険会社のガバナンスや PE ファームと保険会社の利益相反といった点にあるように窺われる。

他方、一部の日本の生命保険会社もプライベート・クレジットへの関与を強める方向性にあるように窺われる[40]。また、日本では 2026 年 3 月末に経済価値ベースのソルベンシー規制（J-ICS）が導入されたため、リスク資産を外部移転しバランスシートを最適化するニーズが保険会社に高まっている可能性がある。こうした環境の中、日本の生命保険会社も PE ファームが設置する再保険会社の資産集約型再保険を利用している[41]。すなわち、米国保険当局や国際金融当局が焦点を当てる、PE ファームが影響力を有する保険会社とプライベート・クレジットの関係性という論点については、日本にも間接的な影響が及ぶ可能性が想定される。今後の国際的な議論にも目を向ける必要があるだろう。

最後に、保険会社とプライベート・クレジットの関係はノンバンク金融仲介（NBFI）の拡大を反映している。グローバル金融システムは、銀行の外で信用リスクが仲介・保有され、信用供与の多様化と NBFI の関与の拡大から相互連関性が増大し、流動性への依存を高めるという構造的な変化が指摘されている。保険会社とプライベート・クレジットの関係性の深化や発展もそうした構造変化の中で生じている事象のように窺われる。

---

37 “SEC raises questions over rating agency behind private credit boom,” *Financial Times*, March 24, 2026.

38 当該研究は、非公開格付が付与された債券では、同じ格付でも公開格付債券の 2 倍の確率で損失認識が必要になる一方、格下の頻度はそれよりも少ないことなどを指摘している（Xuelin Li, Sangmin S. Oh, and Giacomo Ricciardi, “Rating Without Market Discipline,” Columbia Business School Research Paper, June 2026）。こうした指摘に対して、例えば KBRA は、当該研究における格付インフレの広がり、市場規律、資本の十分性に関連したより広範な結論は、エビデンスよりも仮定に依存しているとして反論している（KBRA, “Private Credit: Much Ado About Nothing—Perspectives on Columbia Business School Paper About Private Ratings,” Research Report, Jun 9, 2026）。

39 脚注 8 を参照。

40 例えば、日本生命は 2026 年 6 月 3 日に世界最大級のオルタナティブ資産運用会社であるブラックストーンとの間で、プライベート・クレジット分野の投資・運用に関する包括的な戦略的パートナーシップを構築するための基本合意書を締結し、今後 5 年間で約 1.5 兆円の投資適格のプライベート・クレジット投資をブラックストーンに委託する方針を明らかにしている（日本生命保険相互会社「ブラックストーンとの戦略的パートナーシップについて」2026 年 6 月 3 日）。

41 金融庁はアンケート調査の結果、日本の生命保険会社においても、資産集約型再保険を含む再保険取引には一定の取引量があることが確認されたとしている（金融庁「2025 年 保険モニタリング・レポート」）。