

2013年8月28日 全12頁

米国の生命保険会社の資産運用の現状と課題

国際的規制強化の潮流が米国生保の資産運用にもたらしつつある影響

金融調査部 主任研究員 島津 洋隆

[要約]

- 米国の生命保険会社（以下、米国生保）の総資産は、2011年末時点においては、約5.5兆ドル。このうち、定額年金の資産を取り扱う一般勘定は約3.6兆ドル、変額年金等を取り扱う分離勘定は約1.8兆ドル。なお、一般勘定では、長期債が総資産の約7割を占めており、一方で分離勘定では、株式が総資産の約8割を占めている。
- 米国内外の規制強化の潮流である、リスクとソルベンシーの自己評価（ORSA）と世界経済への影響力が大きい巨大な保険会社（G-SIIs）が、米国生保の一般勘定の資産運用に制約をもたらす可能性があると考えられる。
- 米国生保にORSAが適用された場合、一般勘定には以下の3つの影響がもたらされると考えられる。第一に、負債の時価評価額の増大によって純資産が減少し、ソルベンシー比率（健全性）の低下がもたらされることである。第二に、一般勘定における資産と負債の平均残存年数の「ミスマッチ」を解消すべく、公社債への国内債券運用を更に高めることである。第三に、国内債券運用が限界点に行き着いた場合、負債の平均残存期間とマッチした国内債券運用が難しくなるに伴い、定額保証の生命保険の商品開発がより困難になり、一般勘定の資産運用が伸び悩むことである。
- G-SIIsに指定された保険会社に対しては、各国政府の一般的な基準に上乘せする形で資本を積むよう求められることとなっている。同規制によりG-SIIsに指定された米国の保険会社は従来よりも資産運用に制約を受けることとなろう。加えて、G-SIIsに指定されていない米国の生保についても、同規制が健全性の目安の一つとなり、今後の資産運用の新たな制約になる一つの要因として考えられよう。

1. 本稿の目的

本稿の目的は、米国の生命保険会社（以下、米国生保）の資産運用の現状と、その資産運用に影響をもたらすおそれのある課題を整理することである。米国生保は米国だけでなく世界における機関投資家としての重要な地位を占めており、米国生保の資産運用の現状と課題を整理することは、世界の生命保険業界の資産運用の方向性だけでなく国際金融情勢を理解することに資するものと考えられる。

本稿では、最初に米国生保の資産運用状況を定量的に示し、資産運用の特徴を考察することとする。次に、一般勘定における債券（政府債と社債）の平均残存年数を示し、分離勘定の資産規模が拡大した背景について取り上げる。最後に米国内外の規制強化の潮流がもたらしつつある影響について考察する。

2. 米国生保の資産運用の現状と特徴

この章では、米国生保の総資産の状況を概観する。まず定額年金の資産を取り扱う一般勘定（General Account）の資産状況について説明し、次に分離勘定（Separate Account：変額年金保険¹などや顧客の資産を特定する必要性の高い団体年金等の資産を運用する勘定。わが国においては特別勘定に相当する）の資産状況について説明する。

（1）米国生保の総資産の状況

2011 年末時点における、米国生保の総資産は約 5.5 兆ドル（2010 年末比：+3.4%）存在する。この内訳（図表 1）についてみると、社債が約 1.8 兆ドル（構成比：32.9%）と最も多く、米国債は約 0.4 兆ドル（同：6.6%）となっている。公社債全体では約 2.2 兆ドル存在し、総資産の 39.5%を占めている。なお、外国政府債は約 0.1 兆ドル（同：1.9%）、MBS は約 0.6 兆ドル（同：11.1%）となっている。米国生保協会が定義する、社債、米国債、外国政府債、MBS まで合算した債券の合計（以下、「長期債」〈Long-term bonds〉）の合計は約 2.9 兆ドルと、米国生保の構成比は 52.4%となっている。

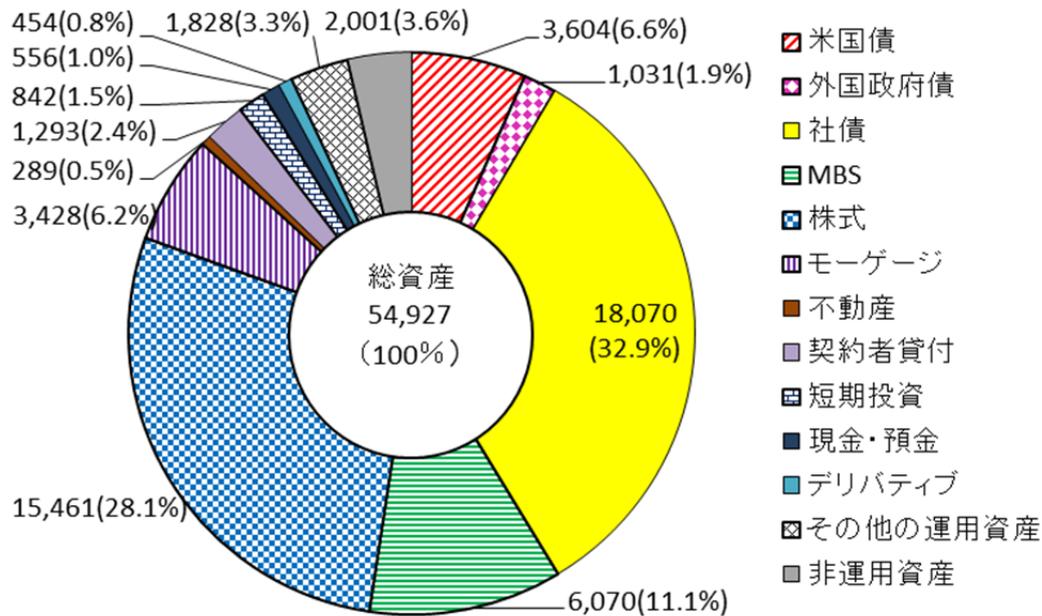
なお、株式は約 1.5 兆ドルとなっており、総資産全体の 28.1%を占めている。モーゲージは約 0.3 兆ドル（同：6.2%）、契約者貸付が約 0.1 兆ドル（同：2.4%）、短期投資約 0.1 兆ドル（同：1.5%）、その他の運用資産約 0.2 兆ドル（同：3.3%）、非運用資産が約 0.2 兆ドル（同：3.6%）となっている。

総資産の構成の推移（図表 2）をみると、「長期債」が一貫して総資産の大半を占めている。

¹ 払込保険料の運用成績により、将来受け取る年金額や解約返戻金などが増減する保険。なお、同保険は死亡保障が付与している保険的要素も包含している。同保険の大きな特徴として、分離勘定で運用され、運用成績により高収益を得られることもあれば、受取保険金が払込保険料総額を下回ることもあるなど、投資商品的な色彩を帯びている。なお、同保険は、税制面での優遇（運用益に対する課税が繰り延べられること）が与えられている。

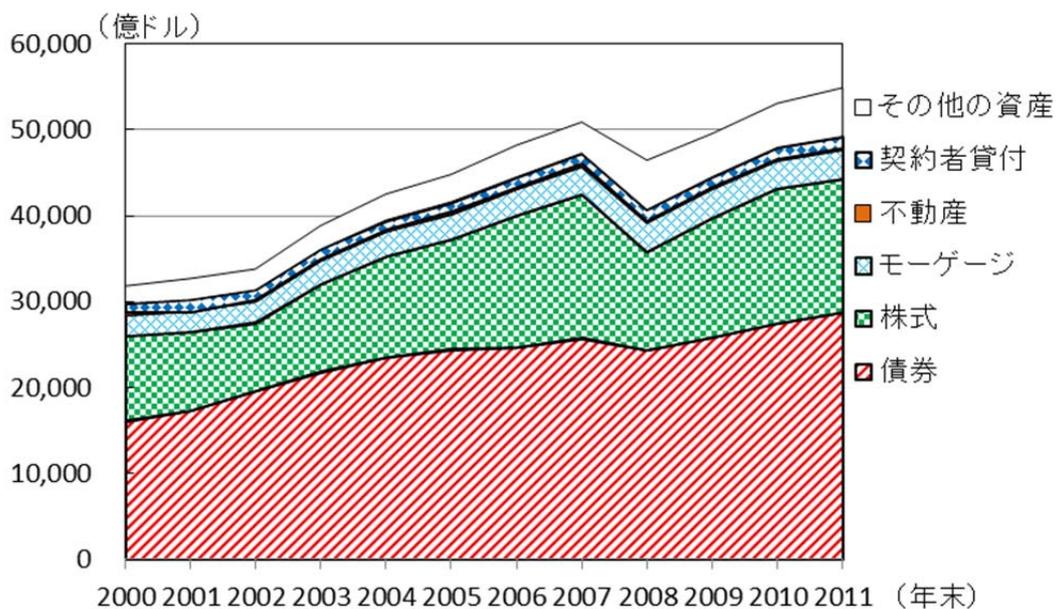
それに次いで株式が多く占めている。なお、リーマン・ショックの直後の2008年末時点で、米国生保の総資産は株式の時価が下落したことを主因に、大きく減少した。これを除けば、米国生保の総資産は増加基調にあり、2011年末時点では、米国生保の総資産はリーマン・ショック前の水準を上回っている状況である。

図表1 米国生保の総資産の構成（2011年末時点）



(注) 単位：億ドル、カッコ内%は構成比
(出所) 米国生命保険協会より大和総研作成

図表2 米国生保の総資産構成の推移



(注) 債券は、社債、米国債、外国政府債、MBSの合計値
(出所) 米国生命保険協会より大和総研作成

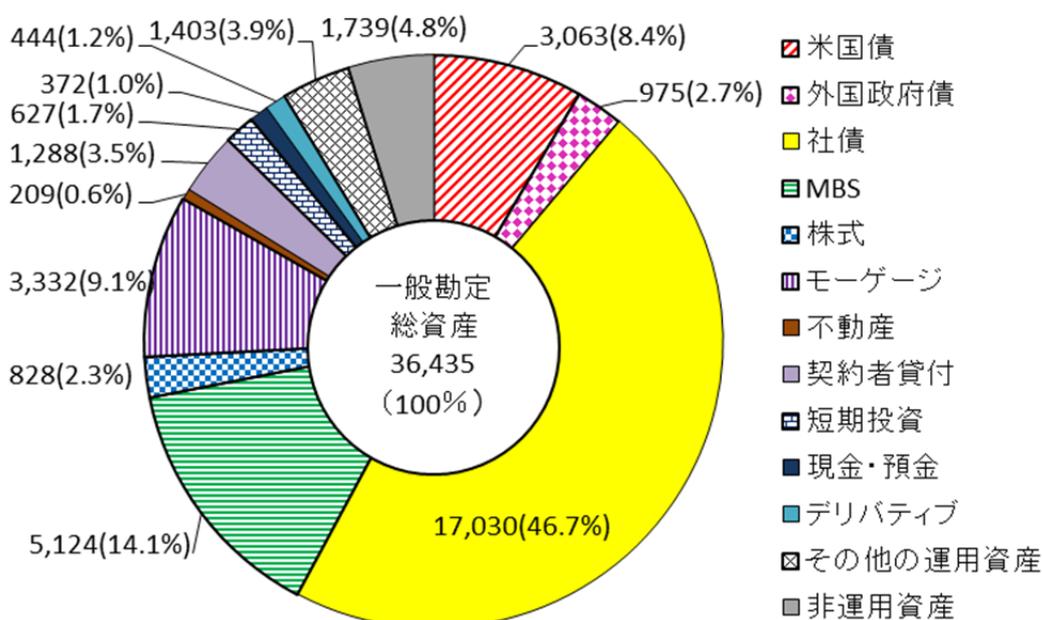
(2) 一般勘定の運用資産

① 資産構成の状況と特徴

この項では、米国生保の一般勘定の資産状況について説明する。一般勘定では、一定の保険金給付を保証する保険商品（いわゆる定額保険）に対応する資産が運用されている。当該保険商品の特性に適した資産運用は、法令上、一般勘定では資産運用に関する規制が存在する²ことにより、安全性の高い資産が過半を占めている。そのため、資産構成も安全性の高い資産で構成されている。

一般勘定の総資産は、約 3.6 兆ドルと、米国生保の総資産の 66.3%を占めている。図表 3 より、このうち社債は約 1.7 兆ドルと一般勘定の総資産の 46.7%を占めている。米国債は約 0.3 兆ドル（構成比：8.4%）となっている。したがって、米国生保の一般勘定における公社債は約 2.0 兆ドル（同：55.1%）と、総資産の過半を占めていることになる。外国政府債は約 0.1 兆ドル（同：2.7%）、MBS は約 0.5 兆ドル（同：14.1%）となっている。これにより、「長期債」の合計は約 2.6 兆ドルと、その構成比は 71.9%となっている。株式は約 0.1 兆ドルと、その構成比はわずか 2.3%となっている。

図表 3 米国生保の一般勘定の資産構成（2011 年末時点）



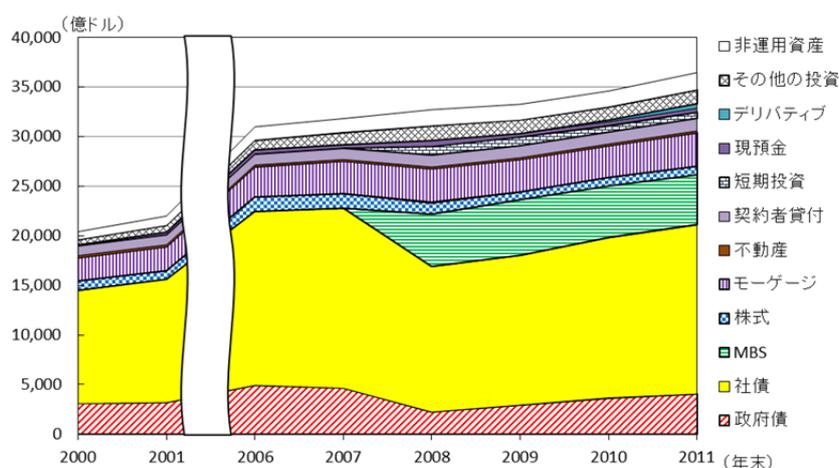
(注) 単位：億ドル、カッコ内%は構成比
(出所) 米国生命保険協会より大和総研作成

² 米国・ニューヨーク州においては、総認容資産（貸借対照表に計上可能な資産）に対する、各投資可能対象の比率が定められている。具体的には、国内投資用不動産については総認容資産の 20%、国内普通株式等については総認容資産の 20%の上限比率が設けられている。他方、政府債、国内事業者発行の債券、国内不動産担保の債券については総認容資産に対する上限比率は設けられていない。

② 一般勘定の資産構成の推移

現時点で遡及可能なデータをもとに、米国生保の一般勘定の資産構成額の推移を示したのが図表 4 である。前述したように、一般勘定における法令上の資産運用の規制を背景にして、米国生保の一般勘定においては、「長期債」が増加傾向にある。具体的には、2000 年末から 2011 年末にかけてみると、一般勘定の長期債は、2008 年末は一旦減少したものの、2000 年末の約 1.4 兆ドル（構成比：71.1%）から 2011 年末の約 2.6 兆ドル（同：71.9%）へと増加している。一方、株式については、2000 年末は約 943.3 億ドル（同：4.6%）であったが、2011 年末時点では約 828.2 億ドル（同：2.3%）と減少している。

図表 4 米国生保の一般勘定の資産構成額の推移



(注) 2002 年から 2005 年にかけての計数は入手不可能。MBS については、2007 年以前は N. A. (Non Available) となっている。

(出所) 米国生命保険協会より大和総研作成

③ 債券の平均残存年数

2008 年末から 2011 年末を通して、米国生保の一般勘定における政府債と社債の平均残存年数について考察する。

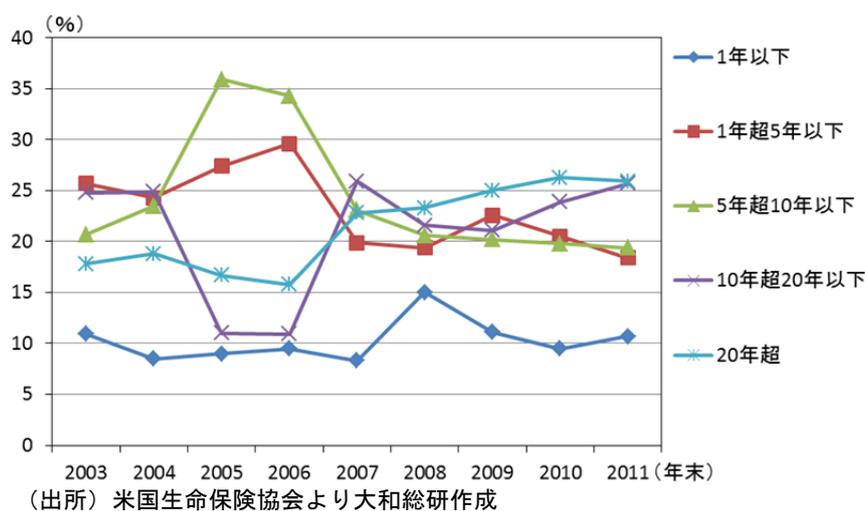
図表 5-1 をみると、政府債の保有比率は、2005 年と 2006 年を除き、残存期間が比較的超長期の保有比率が高い傾向がうかがえる。2011 年末時点で具体的にみると、10 年超の保有比率は 51.6%、1 年超 10 年以下の保有比率は 37.8%、1 年以下の保有比率は 10.7%となっている。

図表 5-2 をみると、社債の保有比率は、残存期間が中期の保有比率が高い傾向がうかがえる。2011 年時点で具体的にみると、1 年超 10 年以下の保有比率は 62.6%、10 年超の保有比率は 28.7%、1 年以下の保有比率は 8.7%となっている。

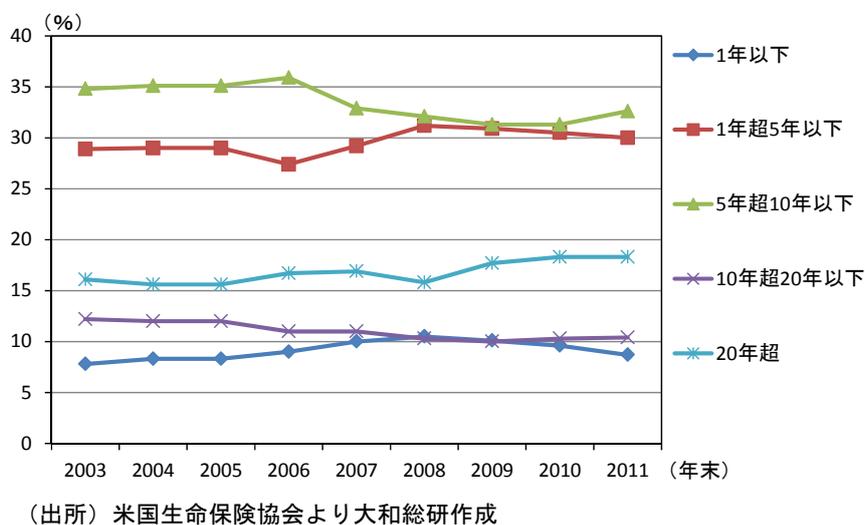
— なお、米国生命保険協会のファクトブックによると、2011 年末時点において、政府債における残存期間 20 年超の保有比率は 25.9%、社債における残存期間 20 年超の保有比率は 18.3%であることが示されている。

これは、超長期債において社債は政府債よりも発行残高が少なく、中期債が大半を占めていることを背景にしている。2007 年末から 2011 年末までを通して、1 年超 5 年以下と 5 年超 10 年以下が他の残存期間よりも高い保有比率を示している。これに次いで、20 年超の保有比率が高いことも図表からうかがえよう。

図表 5-1 米国生保の一般勘定における残存期間別の政府債の保有比率の推移



図表 5-2 米国生保の一般勘定における残存期間別の社債の保有比率の推移



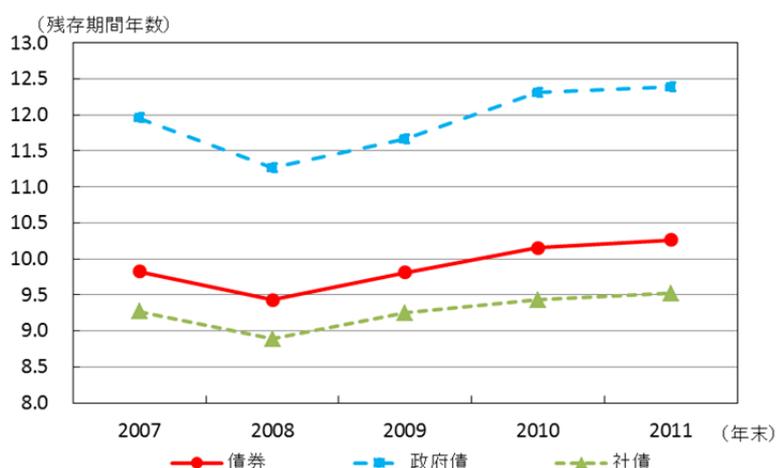
図表 6 より、一般勘定における政府債と社債の平均残存年数の推移をみると、2008 年末を除いて、年々長期化していることがうかがえる。

2008 年のリーマン・ショック時においては、米国生保は、信用不安の高まりによる債券価格の下落に鑑み、速やかにポートフォリオの見直しを行い、平均残存年数の長期化の抑制を図ったものとみられる。平均残存年数の長期化を抑制することにより、債券価格の下落リスクを抑制することを主眼としたものとみられる。このような保守的なポートフォリオ運営により、2008 年末は一旦平均残存年数が低下したものとみられる。

2008 年末を除く各年末についてみると、政府債、社債で年々平均残存年数が長期化していることがうかがえる。この背景には、一般勘定において生命保険契約という超長期の負債を抱えている一方で、その負債よりも短い期間の資産を抱えているという資産と負債の「ミスマッチ」が予てより存在する。この「ミスマッチ」を解消するために、長期で安定的に運用収益をあげることができる長期の政府債や社債を購入していることが考えられる。

— 因みに、米国生命保険協会ファクトブックによると、2011 年末の一般勘定の長期債の購入における残存期間別の購入比率は以下の通りとなっている。20 年以上で 31.5%、10 年以上 20 年未満で 30.0%、5 年以上 10 年未満で 30.3%、5 年以下で 8.1%。また、図表 5-1 で 2007 年末から 2011 年末にかけて 20 年超の政府債の比率が高まっている。これらは、米国生保が、上記の資産と負債の「ミスマッチ」を解消すべく、資産サイドの平均残存年数の維持、長期化を図っていることを裏付けているものと考えられる。

図表 6 一般勘定における政府債・社債の平均残存年数の推移



(注) 政府債、社債、両者の加重平均の平均残存年数の推計に当たっては、1 年以下を 0.5 年、1 年超 5 年以下を 3 年、5 年超 10 年以下を 7.5 年、10 年超 20 年以下を 15 年、20 年超 25 年と仮定している。債券の平均残存年数は、政府債と社債を加重平均したもの。

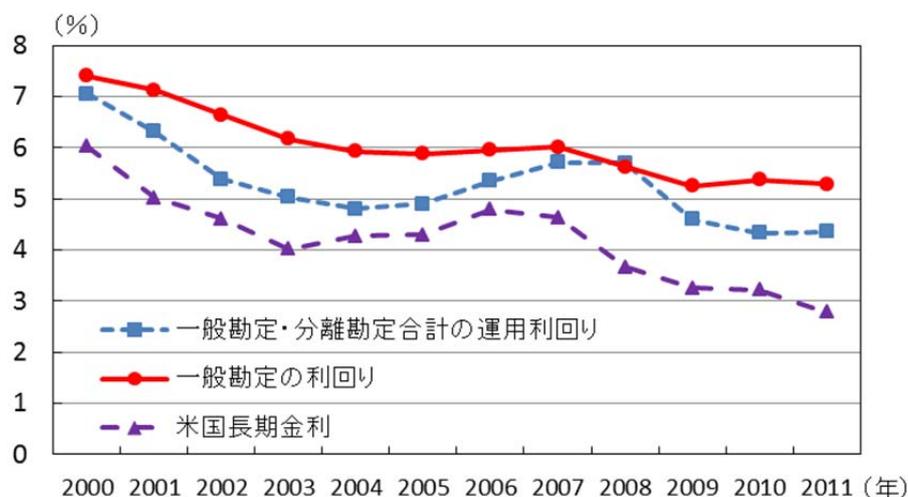
(出所) 米国生命保険協会より大和総研作成

④ 一般勘定の運用利回り

長期金利の低下に伴い、米国生保の一般勘定においては、運用利回りは 2000 年から 2011 年にかけて低下基調にある (図表 7)。これは、長期金利の低下が、長期債で大半を占める米国の一般勘定の運用パフォーマンスの低下をもたらしつつあることを示している³。

³ 松岡博司「米国生保の経営は日本化するか — 金融危機後、低金利進行下の米国生保会社の資産運用 —」(ニッセイ基礎研究所 2012 年 12 月 27 日)によると、今後、低金利が持続する場合には、その影響がボディーブローのように効いてくることになると指摘している。また、低金利は、保険商品の予定利率の引き下げ (= 保険商品の値上げ) につながり販売ブレーキがかかる、生保会社の負債である責任準備金の評価レートの引き下げにつながり負債を積み増す必要が生じる等、生保会社の経営全般により大きなインパクトをもたらすことも指摘している。

図表7 米国生保の運用利回りの推移と米国長期金利（年平均）の推移



(注) 分離勘定のみ運用利回りは非公表。米国長期金利は年平均値
(出所) 米国生命保険協会、HAVER より大和総研作成

(3) 分離勘定の運用資産

① 運用資産の状況と特徴

この項では、分離勘定の資産状況について説明する。分離勘定は、変額年金保険や、変額ユニバーサル保険⁴といった商品や、顧客の資産を特定する必要性の高い団体年金等の資産を運用する勘定であり、わが国においては特別勘定に相当する。なお、変額年金保険等を管理する分離勘定は、一般勘定のように必ずしも一定の保険金給付を保証するような安全な資産運用を求められてはならず、かつ、法令では一般勘定に課されている運用規制に縛られることなく資産運用することが可能となっている⁵。

こうしたことを背景にして、分離勘定における資産構成は以下の通りとなっている。

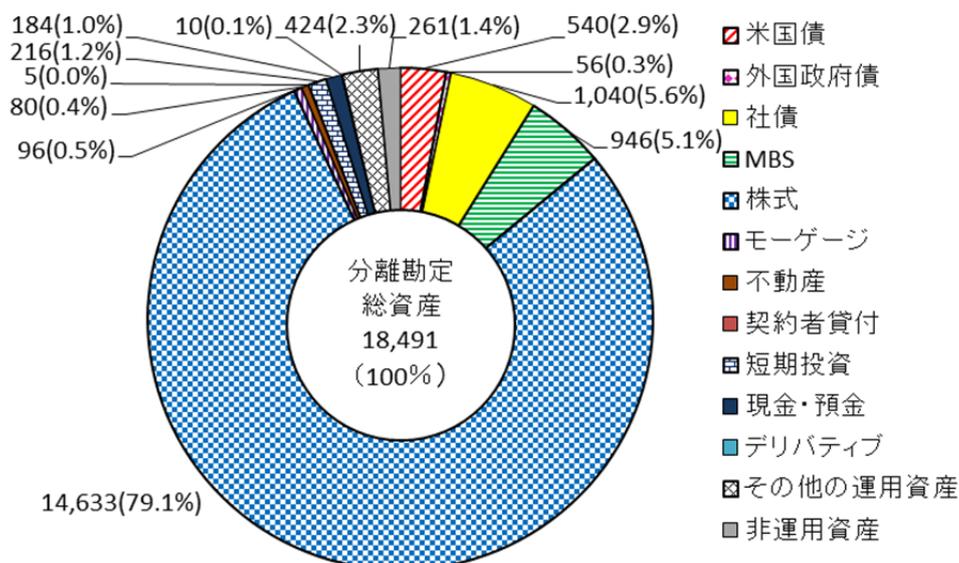
2011年末時点における分離勘定の総資産は、約1.8兆ドルとなっている。図表8の分離勘定の資産構成をみると、このうち株式は約1.5兆ドルと、分離勘定の構成比は79.1%となっている⁶。それに対し、社債が約0.1兆円（構成比：5.6%）、米国債が約0.1兆ドル（同：2.9%）、MBSが約0.1兆ドル（同：5.1%）と、「長期債」で約0.3兆ドル（同：14.0%）と一般勘定の資産構成と対照的であるといえよう。

⁴ 保険契約者は保険料の支払時期と金額を自由に決定することができ、かつキャッシュ・バリューが分離勘定で運用され、投資パフォーマンスが直接反映される保険。この場合、保険契約者は生保が設定した投資対象を自由に選択ができるものとされている。また、最低死亡保険金額は生保によって保証されるが、満期保険金や解約返戻金は基本保険金や払込保険料を下回る場合がある（但し、変額年金保険よりも反映の度合いは小さい）。

⁵ “State laws allow assets in separate accounts to be invested without regard to the restrictions usually placed on the general account.”（2012年版米国生保協会ファクトブック 7ページ）

⁶ 「アメリカの生命保険業」（中浜隆著 同文館出版 1993年）によると、米国生保の分離勘定に占める普通株の割合は、1965年では87.5%、1969年では75.8%と、分離勘定の導入当初から同勘定の大部分が普通株に投資されていることを示している。

図表 8 米国生保の分離勘定の資産構成 (2011 年末時点)



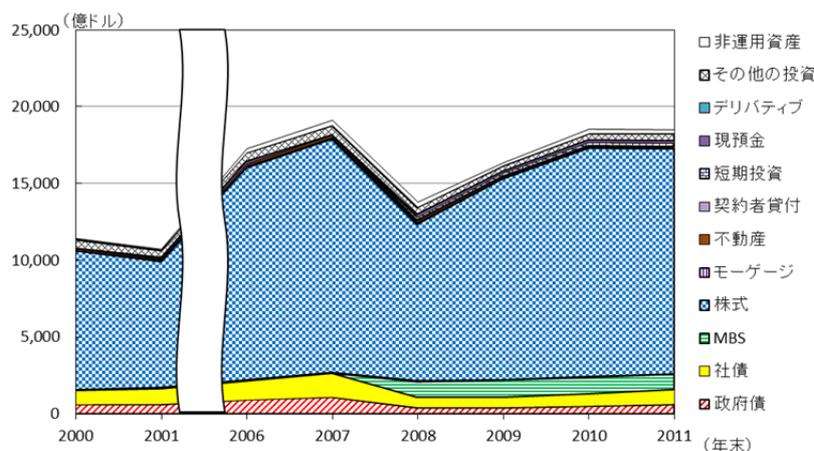
(注) 単位：億ドル、カッコ内%は構成比
(出所) 米国生命保険協会より大和総研作成

② 分離勘定の資産構成の推移

分離勘定は 2011 年末時点で約 1.8 兆ドルと米国生保の総資産の 33.7%を占めている。2000 年末時点では約 1.1 兆ドルであったのが、2011 年末時点では約 1.8 兆ドルに成長している。リーマン・ショック直後の 2008 年末では一旦総資産額は減少したものの、総じて増加基調にある。しかし、2011 年末時点においては、リーマン・ショック直前の 2007 年末時点の総資産の約 1.9 兆ドルまでには回復していない (図表 9)。

なお、2000 年末から 2011 年末までにかけての分離勘定の株式の構成比は、70%を維持している。リーマン・ショック直後の 2008 年末時点では 73.9%に一旦低下したものの、他の年末時点ではほぼ 8 割の近傍で推移している。

図表 9 米国生保の分離勘定の資産構成額の推移



(注) 2002 年から 2005 年にかけての計数は入手不可能。MBS については、2007 年以前は N. A. (Not Available) となっている。

(出所) 米国生命保険協会より大和総研作成

③ 分離勘定の成長の経緯とその背景

分離勘定が成長してきた経緯についてみてみたい。

分離勘定は 1959 年にコネティカット州とニュージャージー州で初めて導入された。その後、ニューヨーク州で 1962 年に認可され、1971 年までにはすべての州で認可されている。なお、分離勘定導入当初は、ほとんどの州での立法的な措置は、定額年金保険を対象としたものであった。しかし、1965 年にニューヨーク州では団体変額年金保険が、1968 年には個人変額年金保険に分離勘定の設定が認可された。また、1990 年代においては、米国株式市場が好調であったことを背景に、変額年金は個人投資家に急速に浸透し、分離勘定の資産額も拡大していった。

米国においては、変額年金保険等の商品性が多様化しており、変額年金保険等の販売チャンネルが、証券会社やファイナンシャルプランナー中心となっている。証券会社やファイナンシャルプランナーなどが、年齢や収入等による将来シミュレーションに基づくアドバイスを行い、個人投資家等が変額年金保険に加入する傾向があるといわれている⁷。

変額年金保険が成長した背景として、以下の 3 つがあげられる。第一に、株式相場の上昇を反映して高い運用パフォーマンスが得られたことである。第二に、運用益が保険金給付時まで課税繰り延べされること等の税制上のメリットが、1982 年と 1984 年に相次いで講じられたことである⁸。第三に、終身年金や死亡保障といった保険としての機能を具備していることである。こうした背景に伴い、変額年金保険の成長ひいては分離勘定の資産額の増大につながったものとみられる。

—— かつて米国においては、変額年金保険は生命保険なのか証券なのかという議論が存在していた。最終的には変額年金保険は証券取引関係法規の監督に服する旨の判決が下されることとなり、証券類似商品として位置づけられ、保険法とともに証券関連諸法の規制が適用されることとなった⁹。

3. 米国生保の資産運用に影響をもたらしつつある内外の規制強化の潮流

これまで、米国生保における資産運用について、一般勘定と分離勘定に分けて定量的にみてきた。本章では、前者、すなわち法令上において運用規制が存在する一般勘定における資産運用を取り巻く米国内外の規制強化の潮流について取り上げる。これらが、米国生保の一般勘定の資産運用について制約をもたらすものと考えられる。

⁷ 経済法令研究会「変額個人年金—その仕組みと実務」（経済法令研究会＜2002 年＞）

⁸ 矢田公一「最近の生命保険商品の動向と課税上の取り扱いに関する一考察」（税大ジャーナル＜2012 年 10 月＞）

⁹ 小松原章「米国の証券ブローカーに対する受託者責任導入を目指す SEC」（ニッセイ基礎研究所 2013 年 6 月 12 日）では、変額年金を販売する者は、保険募集人として州の保険規制に服すると同時に、証券ブローカー（またはその登録代理人）として連邦証券規制（自主規制機関の規制を含む）にも服さなければならないと述べられている。

(1) ORSA の適用に伴う一般勘定の資産運用への影響

米国生保のソルベンシー規制については、1993年から実施しているRBC(Risk Based Capital)規制と呼ばれるものが存在する。米国は、欧州で検討されているソルベンシーⅡ¹⁰を睨みつつ、最終的に、当局はソルベンシーⅡを採用せずに、RBC規制を改正することを明確にしている¹¹。そして、米国は、ORSA (Own Risk and Solvency Assessment: リスクとソルベンシーの自己評価)要件を2015年から適用することを目標に、2012年にNAIC (National Association of Insurance Commissioners: 全米保険監督官協会)が策定したORSAガイダンスマニュアルを基に米国各州が法制化を行う予定となっている。

ORSAガイダンスマニュアルは、以下の3つの項目を定めている。

第一に、保険会社のリスク管理体制に関するもの。保険会社が直面するあらゆる重大リスクを管理するためのコーポレートガバナンスを記載し、リスク許容度、リスク限度だけでなく、それらに対する関する考え方を記述することを要求している。第二に、通常時およびストレス条件下におけるリスクエクスポージャーの定量的測定を行うことが求められている。第三に、グループのリスクベース自己資本及びソルベンシー予測評価と、3～5年の事業計画に基づく将来予測を実施することが求められている。

上記の3つの項目やORSAにおける、“Own Risk Assessment”、すなわち、リスクの自己評価を踏まえると、ORSAの主眼は、ソルベンシーⅡにおける、資産サイドだけでなく、保険債務(主に責任準備金)を中心とした全ての負債を含めた経済価値を重視することに通じるものと考えられる¹²。

こうしたことに鑑みると、米国生保にORSAが適用された場合、米国生保の一般勘定にもたらされると想定される影響は以下の3点があげられる。

第一に、負債にも時価評価が適用されることに伴い、責任準備金がほとんどを占める負債の時価評価額が増大し、純資産が減少することが考えられる。その結果、ソルベンシー比率(健全性)の低下がもたらされる可能性がある。第二に、一般勘定における資産と負債の平均残存年数の「ミスマッチ」を解消すべく、超長期債などの公社債への国内債券運用を更に高めることが想定される¹³。その反面、株式での運用割合を更に低めることになろう。第三に、第二点目

¹⁰ 当初2012年11月からの導入を目指して欧州各国で話し合われてきたが、欧州のソブリン危機などのあらゆる事情を勘案し、現時点では2014年1月に導入時期を延期することについて議論されている。なお、ソルベンシー規制の内容については菅谷幸一「[ソルベンシー規制と保険会計を巡る動向](#)」(2010年11月8日)を参考にされたい。

¹¹ [“THE U. S. NATIONAL STATE-BASED SYSTEM OF INSURANCE FINANCIAL REGULATION and the SOLVENCY MODERNIZATION INITIATIVE”](#) (March 16, 2012 NAIC White Paper)

¹² 荻原邦夫「生保会社の健全性規制の動向(1)」(ニッセイ基礎研究所 2012年6月25日)においても、ORSAにおけるリスクの自己評価は、つまるところソルベンシーⅡにおける経済価値的評価につながると指摘している。

¹³ [“Fixed income strategies of insurance companies and pension funds: new report from the Committee on the Global Financial System”](#) (BIS the Committee on the Global Financial System <12 July 2011>)においても同様のことが指摘されている。

でふれた国内債券運用が限界点に行き着いた場合、負債の平均残存期間とマッチした国内債券運用が難しくなるに伴い、定額保証の生命保険の商品開発がより困難になり、一般勘定の資産が伸び悩む可能性も考えられよう。

(2) G-SIIs に対する規制

新たな国際金融規制が生保の資産運用（特に一般勘定）に影響を及ぼす可能性がある。具体的には、FSB（金融安定理事会）が、世界経済への影響力が大きい巨大な保険会社（Global Systemically Important Insurers <G-SIIs>）を対象に新しい規制を設けることとしている¹⁴。G-SIIs に指定された保険会社に対しては、各国政府の一般的な基準に上乗せする形で資本を積むよう求められることとなっている。FSB は 2013 年 7 月に対象となる保険会社の当初案を公表した。具体的には、FSB は 9 社をリストアップしており、このうち米国に本拠を置く保険会社は 3 社掲載されている¹⁵。

同規制により G-SIIs に指定された米国の保険会社は従来よりも資産運用に制約を受けることとなる。加えて、G-SIIs に指定されていない米国の生保についても、同規制が健全性の目安の一つとなり、今後の資産運用の新たな制約になる一つの要因として考えられよう。

4. 終わりに

米国生保は日本の生保と異なり、変額年金保険等の普及を背景にして、2011 年末時点で分離勘定の資産が米国生保の総資産において 33.7%を占めるようになった。特に、分離勘定においては、株式が資産の約 8 割を占めている。米国においては、主要生保は総じて 1960 年代前半に分離勘定を設定し、1990 年代には変額年金保険が急速に発達し、今日に至っている。

他方、一般勘定については、2011 年末時点における一般勘定の総資産に占める株式の比率はわずか 2.3%であるのに対し、長期債は 71.9%となっている。このことから、米国生保が、定額保険に関する資産については、安全性に重きを置いていることがうかがえよう。

なお、一般勘定では、米国内外の規制強化の潮流を受けると考えられる。このことにより、長期債への投資が高まるとともに、負債の平均残存年数が資産の平均残存年数よりも長く、こうした「資産・負債のミスマッチ」を解消すべく、米国生保は一般勘定における資産運用については、日本の生保と同じく¹⁶、長期債への投資を高めることが考えられる。

以上

¹⁴ [“Meeting of the Financial Stability Board in Basel on 24 June”](#) (FSB 2013 年 6 月 25 日)

¹⁵ [“FSB identifies an initial list of global systemically important insurers \(G-SIIs\)”](#) [“Global systemically important insurers \(G-SIIs\) and the policy measures that will apply to them”](#) (FSB 2013 年 7 月 18 日)

¹⁶ 日本の生保の資産運用については、[島津洋隆「生命保険会社の資産運用の現状と課題 — 国際的な規制強化の潮流と『量的・質的金融緩和』が生保にもたらしつつある影響 —」](#) (2013 年 7 月 13 日) を参考にされた。