

# 基礎研 レポート

## 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—

保険研究部門 主任研究員 松岡 博司  
(03)3512-1782 matsuoka@nli-research.co.jp

### 1—はじめに 低金利の長期化による日本化を危惧する米国生保業界

「日本に子会社を持って、こうした（低金利の）状況を、間近に直接的に見ていなければ、われわれが今日いる環境を信じることはできないだろう。」ロイターは2012年6月6日付けの記事の中で、マスチューチュアル、グランダル CEO の言葉を伝えている<sup>1</sup>。

米国の長期金利が生保会社経営陣の予想以上に低下し、しかも持続することが確定的となっている。グラフ1は米国のリサーチ・コンサルティング会社であるコニング社がレポート中で使用しているグラフである。1993年を起点とするわが国の長期金利の推移と、2005年を起点とする米国の長期金利の推移を重ね合わせると類似していることを示し、わが国における長期にわたる超低金利環境の持続状態が米国においても現出するのではないかとの懸念を示している。

**グラフ1 日米長期金利の動きの類似性から、米国の低金利が今後、日本と同様、  
長引くのではないかとの懸念が高まっている**  
(日本：1993年1月～、米国：2005年1月～)



(資料) コニング “Life Insurance Industry Investment Under Pressure in 2011”より

<sup>1</sup> Reuters, Wed Jun 6, 2012 “As US interest rates sink, insurers feel pressure” より  
<http://www.reuters.com/article/2012/06/06/insurance-rates-idUSL1E8H1A0520120606>

欧米で日本化 (Japanization) という言葉が使われるようになったのは 2010 年頃からであろうか。近時、欧米の生保業界においても、超低金利環境が持続する中で苦しんできた日本の生保の姿を、極東の 1 国の生保業界に特殊な状況とは見ずに、自分たちの将来の姿に重ね合わせる見方が現れてきた。

わが国では 90 年代以降、超低金利政策が採られ、生保業界はすでに販売した保険契約の予定利率 (保証利率) を資産運用利回りが上回れない逆ざやの状態に陥った。新たに販売する商品の予定利率は引き下げられたが、それにより販売価格が上昇したため、販売にブレーキがかかった。逆ざやを埋めようと無理な資産運用を行った会社もあり、1997 年から 2001 年にかけて中小生保 7 社が経営破綻した。

米国でも、いずれ近いうちに金利が反転すると楽観論をぶつ生保経営者は少なくなった。もしかしたら、日本のように、超低金利の状況が長い間、続くかもしれない。

本稿は、金融危機で大きく傷ついた後、金利低下が進行する中で、米国生保の資産運用がどのような変化を見せてきたかにつきレポートを行うものである。

なお米国生保の資産運用は、わが国生保と同様、一般勘定と複数の分離勘定 (変額年金、変額ユニバーサル保険といった変額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。わが国では特別勘定と呼ばれている) で行われている<sup>2</sup>。変額商品の販売が伸びたこともあって、米国生保の分離勘定資産は総資産の 3 割超を占める巨額なものとなっており、無視できない存在ではあるが、本稿では、生保会社の資産運用の特徴を如実に現す一般勘定における資産運用に絞ってレポートを進める。

また以下で使用するコニング社のデータは、一般勘定中の資産のうち、生保会社の投資意志が及ばない資産と関連会社への投資資産を除いた資産 (コニング社はこれを投資可能資産と呼んでいる) を対象とするデータで、一般勘定中の資産全てを対象とする ACLI (米国生保協会) のファクトブックの数値とはベースを異にするが、動向を尖鋭に表しているものとして、使用している。

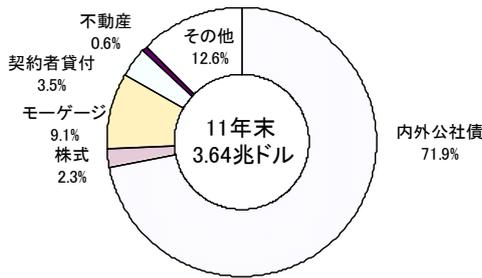
## 2—米国生保の一般勘定資産運用の概要

一般勘定では、一定の給付を保証する保険商品の資産が運用されている。そうした保険商品の特性に対応するため、一般勘定においては、安定性の強い資産運用が求められる。そのため、米国生保の一般勘定においてはほとんどが、金利収入を目的とする確定利付投資 (具体的には内外公社債、モーゲージ=不動産を担保とする貸付=抵当貸付) で運用が行われており、元本の値上がりをも目的とするエクイティ投資 (株式、不動産等) の割合は小さい (グラフ 2)。

リスクの高いモーゲージやジャンク債への投資が 1990 年代初頭のソルベンシー危機の原因となった経験、および、これを踏まえて 1993 年から導入された RBC (リスクベースドキャピタル) 比率規制 (わが国のソルベンシー・マージン比率規制に相当) で格付の高い公社債がリスク係数面で有利に扱われたこと等を主な理由に、米国生保の一般勘定では、趨勢的に、内外公社債 (特に格付の高い公社債) への投資比率が上昇し、モーゲージ、不動産、株式への投資比率が減少してきた (グラフ 3)。

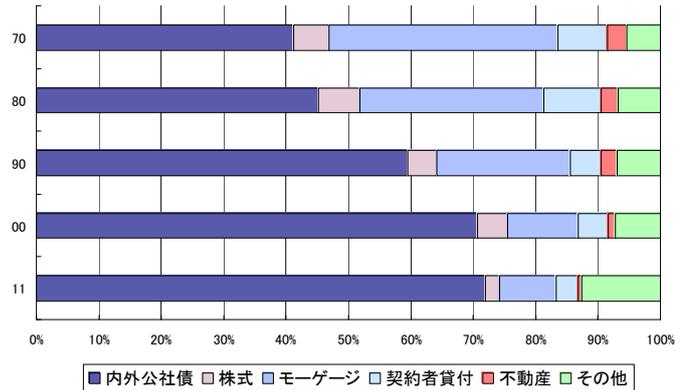
<sup>2</sup> 分離勘定では、一般勘定におけるとは異質の、株式中心の収益性を狙った運用が行われている。なお、分離勘定の運用規制は原則自由であり、分離勘定の運用リスクは生保会社が負わない (契約者の自己責任が原則)。

**グラフ2 米国生保一般勘定の資産構成  
公社債が中心**



(資料) 米国生保協会ファクトブック

**グラフ3 米国生保一般勘定の資産構成の変化  
公社債への投資比率が高まってきた**



(資料) 米国生保協会ファクトブック

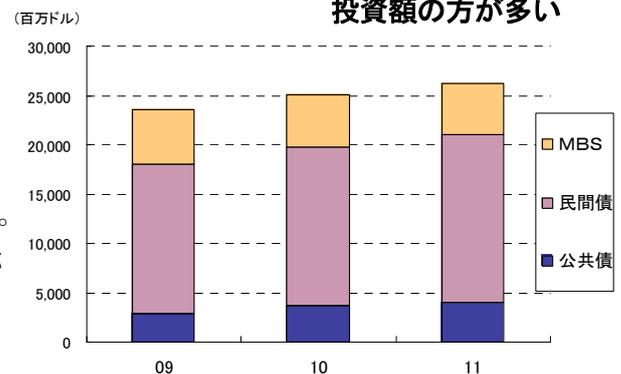
今少し付言すると、米国生保の公社債投資の特徴は以下の通りである。

米国市場における社債市場の充実を背景に、米国生保の公社債投資においては、国債・地方債等公共債への投資額よりも、民間債への投資額の方が多い。また証券化商品であるMBS（モーゲージバックトセキュリティーズ）<sup>3</sup>への投資額の方が公共債への投資額よりも多い（グラフ4）。

保有公社債の平均残存期間は9年～10年程度と長い。残存期間20年超という、たいへん期間の長い公社債が約20%を占める。

また、モーゲージは住宅や農地を担保とするものはほとんどない。商業用不動産を担保とするものが9割を占める。（資料）米国生保協会 ファクトブックより

**グラフ4 公社債残高の内訳  
公共債よりも民間債、MBS への  
投資額の方が多い**



### 3—運用成果の動向 —金融危機、低金利の影響

#### 1 | 一般勘定投資利回りの状況

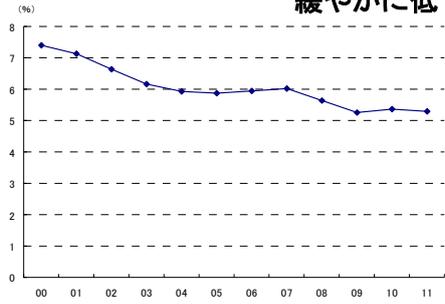
低金利が資産運用に与える影響として第一に考えられるのは運用利回りの低下である。

たしかに金利低下の影響を受け、米国生保の一般勘定の運用利回り（利息・配当金収入を主とする利回り）は、2007年以降、低下気味にある（グラフ5）。また資産種類別の利回りも少しずつ低下してきている（表1）。

しかし、それでも2011年の一般勘定計の運用利回りは5.29%と、日本の感覚で言えば、高い水準にとどまっている。これは長い投資スパンで運用する生保会社の場合、過去に購入した金利の高い資産がまだ多く、最近の低金利環境下での新規投資資産が与える影響が軽微にとどまっていることによる。

<sup>3</sup> ACLI（米国生保協会）のファクトブックの記載に従いMBSと総称している（詳しくは7ページを参照のこと）。

グラフ5 一般勘定運用利回り  
緩やかに低下



(資料) 米国生保協会 ファクトブックより

表1 資産別の運用利回りも緩やかに低下

(関連会社への投資は含まない) (%)

	07	08	09	10	11
公社債	5.97	5.73	5.50	5.40	5.22
モーゲージ	6.58	6.25	6.01	6.05	5.99
優先株式	6.52	6.25	2.01	6.68	6.38
普通株式	2.94	3.39	2.68	2.34	2.59
不動産	18.95	18.07	16.98	15.94	15.77
スケジュールBA投資	10.34	7.10	4.56	5.63	6.49
投資可能資産合計	6.16	5.77	5.38	5.51	5.41

(資料) コニング "Life Insurance Industry Investment

Under Pressure in 2011"より

## 2 | キャピタル損益

上で使用した利回りは、主に利息・配当金・賃料を中心とするインカムベースの利回りであるが、近年は、臨時損益と見られていた、評価損益、売却・為替損益、減損等のキャピタル損益が経営に与える影響も大きなものとなっている。

表2はコニング社がまとめた、各年の実現キャピタル損益と未実現キャピタル損益の増減を合わせたキャピタル損益の動向である。2008年の金融危機において米国生保業界は巨額のキャピタル損失を被ったが、2009年以降は金利低下が進展する中、保有資産の価格が値上がりし、キャピタル益が発生するようになってきている。

表2 実現キャピタル損益と未実現キャピタル損益の増減を加えたキャピタル損益は近年、好調

(関係会社への投資分を含まない)

(百万ドル)

	07	08	09	10	11
売却・満期時実現キャピタル損益	5,339	▲ 634	▲ 1,789	9,480	16,441
その他の減損	▲ 6,548	▲ 55,362	▲ 26,500	▲ 13,202	▲ 9,500
未実現キャピタル損益の増減	▲ 12,086	▲ 220,884	196,248	120,788	135,949
以上合計	▲ 13,295	▲ 276,881	167,959	117,066	142,889

(資料) コニング "Life Insurance Industry Investment Under Pressure in 2011"より

これを資産種類別に見たものが表3(資産種類別のキャピタル損益)と表4(先のインカムベースの投資収益にキャピタル損益を加味して算出された資産種類別の総合利回り)である。

近年の金利低下の中、長期公社債等では、2009年以降、キャピタル益が発生し総合利回りも高いものとなっている。

表3 08年にはキャピタルロスが発生したが、  
09年以降はキャピタルゲインが発生している

(関係会社への投資分を含まない) (百万ドル)

	07	08	09	10	11
現金・短期公社債	58	30	▲ 228	88	55
長期公社債	▲ 16,286	▲ 247,625	183,594	117,153	121,388
モーゲージ	568	▲ 1,381	▲ 1,591	▲ 1,244	▲ 209
確定利付き投資合計	▲ 15,659	▲ 248,976	181,775	115,996	121,234
優先株式	▲ 3,866	▲ 20,770	18,870	957	15
普通株式	3,892	▲ 3,437	89	1,125	1,423
不動産	2,122	▲ 950	▲ 3,073	377	1,100
スケジュールBA投資	4,093	▲ 7,526	▲ 1,542	2,412	2,281
エクイティ投資合計	6,241	▲ 32,683	14,344	4,870	4,819
デリバティブ	▲ 1,441	8,644	▲ 8,690	▲ 5,644	1,145
評価益	▲ 2,436	▲ 3,866	▲ 19,471	1,843	15,691
その他合計	▲ 3,877	4,778	▲ 28,161	▲ 3,801	16,836
合計	▲ 13,295	▲ 276,881	167,959	117,066	142,889

(資料) コニング "Life Insurance Industry Investment

Under Pressure in 2011"より

表4 実現キャピタルゲイン・ロスを加味した  
利回りも近年は好調

(関係会社への投資分を含まない) (%)

	07	08	09	10	11
公社債	5.17	▲ 4.71	14.99	10.32	9.69
モーゲージ	6.77	5.82	5.52	5.65	5.92
優先株式	0.24	▲ 23.98	42.75	17.63	6.39
普通株式	12.36	▲ 6.08	3.03	6.40	7.31
不動産	25.19	7.10	▲ 3.33	15.72	19.87
スケジュールBA投資	18.05	▲ 4.15	2.12	9.44	9.82
投資可能資産合計	5.59	▲ 3.76	12.47	9.66	9.94

(資料) コニング "Life Insurance Industry Investment

Under Pressure in 2011"より

キャピタル益の増加は自己資本の増加をもたらす。AM ベスト社のデータによれば、米国生保は2008年の金融危機時のキャピタル損失により90年代以降初の自己資本の減少を経験したが、2009年以降は再び自己資本が増加してきているということである。

### 3 | モーゲージの不良債権比率は増加していない

モーゲージにおいては、サブプライム危機、金融危機を経て、不良債権比率が若干高まったが、大きくは高まっていない（表5）。安全を重視した投資が行われていることが見受けられる。

**表5 モーゲージの不良化率（非正常債権占率）**  
さほど高まっていない (%)

	95	00	05	06	07	08	09	10	11
条件変更を実施	7.5	1.3	0.3	0.2	0.1	0.1	0.3	0.3	0.4
延滞中	0.7	0.1	0.1	0	0	0	0.1	0.3	0.2
担保を実行	1.2	0.2	0	0	0	0.1	0.1	0.2	0.1

(資料) 米国生保協会 ファクトブックより

## 4——一般勘定における金融危機後の低金利対応

以上のように、長期投資の生保会社の資産においては過去に購入した高利回りの資産が多いこともあって、金利の低下は、いまだ運用利回りに大きな影響を与えるには至っていない。一方で、金利の低下が、保有公社債等のキャピタル益を増加させるという効果をもたらしている。

しかし高金利時に買い入れた公社債等が満期を迎え、その資金を低利率の公社債等に再投資するという形で、長期的には低金利の影響が、運用利回り低下として現れてくることが予想される。

米国生保会社は、わが国生保業界において金利低下時の対応として見られたものと同様、低金利の長期化にそなえ、以下のような対応を行っている。

### 1 | 資産構成の変化

表6は、コニング社が、一般勘定中の資産のうち、生保会社の投資意志が及ばない資産と関連会社への投資資産を除いた資産（投資可能資産）に限定して、2007年以降の資産構成比の推移をまとめたものである。長期公社債が金融危機時の08年から6.2%増と大きく伸びている<sup>4</sup>。その他の資産に大きな構成比の変化はないが、エクイティ投資中で、スケジュールBAと呼ばれるその他投資資産が最大構成比を有していることが特徴的である（スケジュールBA資産については後述）。

**表6 一般勘定資産構成比の推移**  
長期公社債への投資比率が、さらに高まっている (%)

	07	08	09	10	11	対07年の増減	対08年の増減
現金・短期公社債	2.9	5.2	4.3	3.2	3.1	0.2	▲2.1
長期公社債	78.3	76.0	80.0	82.2	82.2	3.9	6.2
モーゲージ	11.5	11.7	11.1	10.5	10.6	▲0.9	▲1.1
確定利付き投資合計	92.7	93.0	95.4	95.9	95.9	3.2	2.9
優先株式	2.2	2.1	0.4	0.3	0.2	▲2.0	▲1.9
普通株式	1.6	0.9	0.9	1.0	1.0	▲0.6	0.1
不動産	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.0	0.0
スケジュールBA投資	2.4	2.2	2.2	2.3	2.4	0.0	0.2
エクイティ投資合計	6.7	5.8	3.9	4.1	4.1	▲2.6	▲1.7

(資料) コニング "Life Insurance Industry Investment Under Pressure in 2011"より

<sup>4</sup> 一方で優先株式が対08年1.9%減と減少しているが、これは公社債と株式の両方の特徴を持つハイブリッド証券のいくつかを優先株から公社債に認識変える規制見直しがあったためである。従ってその分、長期公社債の増加分は減らして見る必要がある。

米国生保の金利低下対応は、運用の中心である公社債投資をさらに積み増すという形で行われている。公社債に多くを依っていることは、たいへん特徴的である。

## 2 | 公社債投資における低金利進行への対応

その公社債投資においては、以下のような金利低下対応が図られている。

### (1) 保有公社債の安全度

生保会社の監督を担当する各州の保険監督長官の団体である NAIC(全米保険監督官会議)には証券評価室 (SVO) と呼ばれるセクションがあり、生保会社が保有する各公社債の安全度をクラス分けしている。このうち、クラス1とクラス2に分類されたものが投資適格債と呼ばれる。米国生保の保有公社債の9割が投資適格債である。

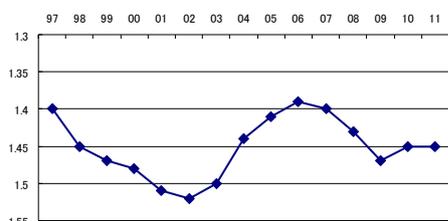
#### NAIC 格付の定義

クラス1・・・最高品質    クラス2・・・高品質    クラス3・・・中品質    クラス4・・・低品質  
 クラス5・・・より低品質    クラス6・・・デフォルト中ないしデフォルト間近

コニング社によれば、生保会社が保有する各公社債の NAIC 格付けを保有金額で加重平均した数値は、90年代後半から2002年にかけて、徐々に安全度の低い方向に移動した後、2000年代初頭の企業倒産の多発状況を契機に安全度を高める方向に転換したが、2006年以降は再度、安全度が低下しつつある(グラフ6)(グラフ7)。

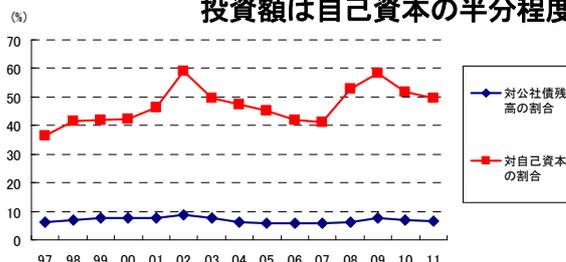
この背景には、景気の悪化とともに保有公社債の安全度が悪化したこととともに、新規投資において少しは信用リスクを冒しつつ利回りを取ろうというトレンドもあるものと思われる。

グラフ6 保有公社債の NAIC 格付の推移  
 平均値は対07年ではやや低下



(資料) コニング "Life Insurance Industry Investment Under Pressure in 2011" より

グラフ7 投資適格外債 (NAIC 格付 3~5) 投資の推移  
 投資額は自己資本の半分程度



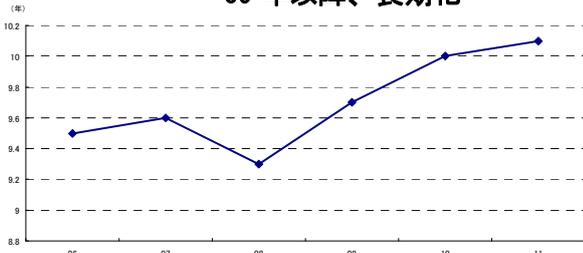
(資料) コニング "Life Insurance Industry Investment Under Pressure in 2011" より

### (2) 残存期間

金利が下がる前に、利率が高めの期間が長い公社債に投資しようという動きもある。グラフ8は、コニング社による保有公社債の平均残存期間データであるが、2008年以降、期間が長期化してきており、ここ2年は残存期間10年を越えてきている(2010年末10.0年、2011年末10.1年)。

残存期間別保有状況を見ても20年超の公社債の比率が増えてきている(グラフ9)。

グラフ8 公社債の平均残存期間  
09年以降、長期化



(資料) コニング “Life Insurance Industry Investment Under Pressure in 2011”より

グラフ9 残存期間の分布  
残存期間20年超の公社債の割合が増加



(資料) 米国生保協会ファクトブックより

### (3) MBS (証券化証券) への対応

また証券化商品である MBS への投資の活用も低金利対応としては重要である。表 7 は ACLI (米国生保協会) のファクトブックに MBS 保有としてまとめられている各証券形態の保有金額とそれぞれの証券形態が MBS 全体に占める構成比である。

証券の形態別に見ると、MBS 保有額の約 4 分の 1 がパススルー証券<sup>5</sup>、約 4 分の 3 が CMO<sup>6</sup>等である。また発行主体別の状況を見ると、MBS 保有額の約半分が、ジニーメイ (GNMA=Government National Mortgage Association、米国政府抵当金庫)、ファニーメイ (FNMA= Federal National Mortgage Association、米国連邦抵当金庫)、フレディーマック (FHLMC=Federal Home Loan Mortgage Corporation、連邦住宅貸付抵当金庫) 等の政府支援機関 (GSE : Government Sponsored Enterprise) が保証または発行する証券への投資、残り半分が民間の機関が発行する証券への投資である。

このうち GSE が保証・発行する証券は、格付が高く流通量も多いため、優良な投資先として生保会社が多く投資を行っていたが、07 年のサブプライム危機のおり、住宅価格の値下がりや保有債権の不良化によって GSE は実質破綻しているとして、GSE が保証・発行する証券の信用力が低下し、多額の投資を行っていた生保等への影響が取り沙汰されることとなったが、結局は政府による支援が行われ、GSE への信用不安は払拭された。

表 7 米国生保の保有 MBS の内訳  
保有額は減少

	07年		11年		07年から11年にかけての増減 (百万ドル)
	金額 (百万ドル)	構成比 (%)	金額 (百万ドル)	構成比 (%)	
パススルー証券	135,852	24.9	123,027	24.0	▲ 12,825
GNMA	9,452	1.7	18,271	3.6	▲ 8,819
FNMA、FHLMC	93,205	17.1	90,940	17.8	▲ 2,265
民間発行	33,195	6.1	13,816	2.7	▲ 19,379
CMO等	409,498	75.1	388,846	76.0	▲ 20,652
GNMA、FNMA、FHLMC、VA	143,691	26.3	131,558	25.7	▲ 12,133
民間発行 (MBSを担保とする証券)	53,268	9.8	6,647	1.3	▲ 46,621
その他の民間発行	212,539	39.0	250,641	49.0	▲ 38,102
MBS合計	545,349	100.0	511,872	100.0	▲ 33,477
民間発行合計	299,002	54.8	271,104	53.0	▲ 27,898

(資料) 米国生保協会 ファクトブックより

<sup>5</sup> パススルー証券は、同種複数のモーゲージ等の債権をプールし証券化したもので、ローンプールから生じるキャッシュフローをそのまま投資家に通過 (パス) させて支払う仕組みの証券をいう。モーゲージの期限前弁済のリスクは投資家が負う。  
<sup>6</sup> CMO (Collateralized Mortgage Obligation、不動産抵当証券担保債券) は、パススルー証券などを担保として、もとの証券やモーゲージ等とは異なる幾パターンものキャッシュフローを持つ別々の証券 (格付も別) として発行される証券。パススルー証券においては投資家が期限前償還のリスク等を負担するが、CMO ではそのリスクが緩和されている。

2000年代前半、金利低下傾向が続く中、米国生保会社は、NAICの格付を引き下げることなく、有利な利回りを追求できるMBSへの投資を増やしてきたが、サブプライム問題と金融危機の中、証券化商品の価格が低下し、MBS投資（特にCMOへの投資）が損失を発生させることとなってしまった。こうしたこともあって、2007年末には公社債残高の24.5%を占めていたMBS投資残高の比率は、2011年末には19.6%にまで縮小した（ACLIファクトブックによる）。

それでも米国生保にとってMBSが重要な金利獲得手段であることは変わらず、リスクマネジメントを強化しつつMBSへの投資が取り組まれている。

#### （４）外国公社債

さらに外国公社債が少しずつ増加してきているも低金利対応の一環であるかもしれない。外国の国債への投資は、2007年末には全公社債中の1.9%にすぎなかったが、2011年末には3.7%に増加した。これに関連会社への投資分を除いた外国社債投資も加わって外国公社債への投資が増えてきている。

### 3 | スケジュールBA資産

先に見たように、米国生保の運用資産中、エクイティ投資資産の中では、スケジュールBA資産と呼ばれる資産が最大の構成比を有している（表6）。また運用利回りも高い（表1）。

スケジュールBA資産は、監督官に提出する年次決算報告書において、他の資産項目にあたらぬ資産を報告する表であるスケジュールBAに記載される資産であるため、このように呼ばれる資産である。スケジュールBA資産の中には、オイル・ガス等への投資や利息支払い契約のようなものもあるが、中心はジョイントベンチャーへの出資という形で行われる運用である（表8）。ジョイントベンチャーの中で投資される資産は、生保が自身の勘定で直接運用する各資産に比べて、ハイリスクの資産といわれる。

**表8 スケジュールBA資産投資の内訳**  
中心はジョイントベンチャー (百万ドル)

	06	08	09	10	11
オイル・ガス	145	146	99	123	145
運送設備	331	296	278	267	595
確定利付きまたは変動投資商品(債券型)	3,302	4,514	5,939	4,495	4,106
確定利付きまたは変動投資商品(モーゲージ型)	1,645	1,802	2,752	3,686	4,746
確定利付きまたは変動投資商品(その他)	2,457	3,786	3,830	3,753	4,822
ジョイントベンチャー(確定利付き型)	5,821	7,117	9,271	10,096	8,634
ジョイントベンチャー(普通株型)	30,801	37,697	44,069	51,919	56,923
ジョイントベンチャー(不動産型)	10,879	17,284	16,155	17,617	21,113
ジョイントベンチャー(その他)	12,365	17,589	10,262	10,984	12,800
資本投資商品(Surplus証券)	3,956	4,310	4,229	5,685	6,000
資本投資商品(担保付きローン)	80	1,556	3,324	1,391	1,230
資本投資商品(キャピタルノート)	27	26	26	63	93
資本投資商品(低所得層ハウジングタックスクレジット)	3,607	3,738	3,679	4,240	4,929
その他ともスケジュールBA資産合計	79,540	103,223	105,578	105,578	112,305

(資料) コニング "Life Insurance Industry Investment Under Pressure in 2011" より

### 4 | 商業不動産

さらに直接的な不動産投資は少ないが、モーゲージ、MBSといった様々な形態での投資をまとめると、商業不動産への投資が増加基調にあるとの指摘もある。これも低金利が進行する局面で、利息収入を増やそうとする米国生保の対応の一環であろう。

以上、金融危機後の米国生保会社の一般勘定における資産運用の動向を、低金利という切り口で見してきた。現在のところ、高利率の保有資産のおかげで運用利回り面では低金利の影響が目立たず、一方でキャピタル益の増加がもたらされているが、今後、低金利が持続する場合には、その影響がボディブローのように効いてくることになるだろう。

なお、米国生保の資産運用には、低金利の他にも、①金融危機の原因と見られる諸問題に対する各種の規制を制定することを求めたドッド・フランク法の規定を受けた規制強化により、生保の資産運用対象やヘッジ手段としてさかんに投資・活用されていたストラクチャード証券(MBSの一部)やデリバティブに関して、主に業者側に対する規制強化が実施されたため、投資家側である生保にとっても活用コストが上がると見込まれる、②保険監督官の団体である NAIC（全米保険監督官会議）が金融危機の直前、欧州のソルベンシー II プロジェクトへの対応として 2008 年夏に開始したソルベンシー現代化イニシアティブの一環として、米国版ソルベンシー・マージン比率規制である RBC（リスクベースドキャピタル）比率規制の資産種類別リスク係数が厳しめに見直されると予想される（特に MBS において）、といった問題がある。現在でも、信用リスクのみを重視する安全第一の一律的な規制体系により、格付の高い公社債にしか投資できないという状況があるが、これがいっそう強化されると、極めて低い金利水準という環境下でも、投資先は低利回りの高格付債しかなく、少々信用リスクを取って利回りを狙うというような運用努力を行えないという苦境に陥る懸念があるとの見方もある。

また、本稿では、低金利の影響を資産運用面に限って見てきたが、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）につながり販売にブレーキがかかる、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ものであることを忘れてはならない。

欧米の生保業界では「日本化」という言葉は、相次いで経営破綻が発生した日本の事例を念頭においているというよりも、超低金利が定着する中、経営の自由度を奪われ、成長の取り込みに苦勞してきたわが国生保会社の状況を見てのものであるように思われる。米国生保の経営がこうした「日本化」の道筋をたどるかどうかは、いまだ予断を許さない状況にあり、今後の帰趨を見守る必要がある。また金利の低下は米国に限らず、欧州においても同様の状況が進行している。金利低下の影響が次第に及んでくると思われる資産運用面を含め、欧米における低金利状況下での生保経営の今後の動向を注視したい。