

円建保険負債の 金利リスクヘッジ

日本におけるデリバティブの活用状況と オフショアヘッジ実務の最新動向

Daisuke Seki, FIAJ, CFA
Reggie Xu, CFA, FRM, FSA, MAAA



エグゼクティブサマリー

日本の生命保険会社にとって、金利リスクの管理は、保険負債が長期であること、また当該負債を国内市場で入手可能な長期資産にマッチングすることが容易でないことから、長年にわたり重要な課題であり続けています。

本稿では、日本の生命保険会社41社が公表しているデリバティブ・ポジションをレビューし、実務上、金利デリバティブがどのように利用されているかについて考察しました。分析の結果、金利スワップ（IRS）が、想定元本および利用頻度の両面において、最も主要なヘッジ手段であり続けていることが確認されました。債券フォワード、債券先物、スワップションなどその他の手段は、通常、特定のヘッジ目的、会計上の制約・要請、市況を考慮し、必要に応じて利用されています。

今回のレビューで、日本の会計基準（JGAAP）がヘッジ戦略に重要な影響を与えていることも明らかになりました。保険負債は一般にロックイン前提を用いて評価される一方で、デリバティブはヘッジ会計が適用されない限り時価評価されます。そのため保険会社は、経済的なヘッジ効果と、会計上生じ得るボラティリティおよび実務上の複雑性との間で慎重にバランスを取る必要があります。直近の開示資料からは、金利上昇環境で保有債券ポートフォリオの損失を実現させずにデュレーション・エクスポージャーを低減することを目的として、変動受・固定払金利スワップの利用が増加していることが示唆されます。

また本稿では、円建の長期保険負債の管理に関する実務上の考慮事項として、流動性管理、担保要件、ベースリスク、実務運営インフラについても論じます。近年、一部の保険会社が経済価値ベースのフレームワークの下で金利リスクを管理する上で、より柔軟な対応策を模索している中、オフショア再保険ソリューションの重要性が高まっています。

日本の金利環境が変化し続ける中で、保険会社は、長期金利エクスポージャーをより効果的に管理するため、より広範なヘッジ手段、組織構造、リスク管理フレームワークを検討することが必要となるかもしれません。

日本における金利リスク管理

日本の生命保険会社にとって、過去数十年間、金利リスク管理は常に重要な経営課題であり続けています。

日本の生命保険負債の多くは、国内市場で提供される保障性商品および貯蓄性商品の保険期間が長期にわたることから、長期負債となっています。負債の実効デュレーションは、優に20～30年を超えてくることがあります。このため、保険会社の経済価値バランスシートは、金利変動に対する感応度が非常に高くなっています。

業界全体としては、足元の資産・負債のデュレーション・ギャップはかなり縮小してきていますが、単にデュレーションを一致させることが金利リスク管理ではありません。特に超長期の負債キャッシュフローは、国内市場で入手可能な資産ではマッチングできなかつたり、流動性が乏しいという問題があります。また負債の金利感応度は、金利水準や契約者行動の変化に応じて時間とともに変化します。このように金利の変動は、保険会社の経済価値バランスシートおよびその感応度特性に引き続き大きな影響を与える要因となっています。

デュレーション・ポジションに加え、保険会社は資産と負債のコンベクシティの違いも管理する必要があります。長期にわたった低金利環境では、負債のコンベクシティが裏付け資産ポートフォリオのコンベクシティを上回っており、金利がさらに低下すると負債デュレーションがさらに急速に延びることが懸念されていました。

一方、直近の急速な金利上昇下で、保険会社は別の課題に直面しています。急激に金利が上昇したことにより、負債のガンマを通じて負債デュレーションがかなり短期化しました。ガンマは長期負債に内在するものですが、金利変化に対してより敏感に契約者行動が変化する商品では、ガンマがより大きくなり得ます。市場金利が上昇すると、保険を解約してより高利回りの代替商品に再投資するインセンティブが高まります。この金利に対して契約者が動的に行動するというメカニズムはディスインターミディエーション（大量中途解約）と呼ばれ、解約により将来の負債キャッシュフローが減少することで、負債デュレーションを短縮する効果があります。日本市場ではまだ大規模なディスインターミディエーションは観測されていないもの

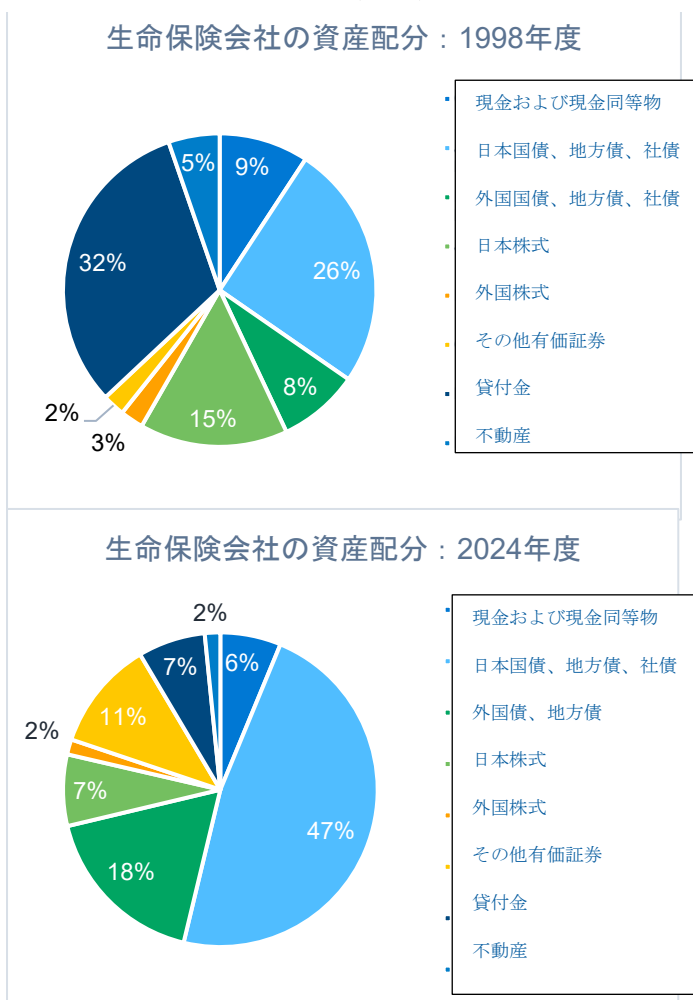
の、多くの保険会社は解約率の前提条件にこうした動的契約者行動をモデル化しています。

このように、負債の金利感応度は、金利環境および契約者行動の前提条件に大きな影響を受けます。したがって、金利が上昇する場合であれ低下する場合であれ、大幅な金利変動は資産・負債のミスマッチを拡大し、金利リスク管理に追加的な課題を生じさせる可能性があります。

日本における資産配分と ALM の進化

かつて日本の生命保険会社は 1990 年代の金融危機まで、株式および不動産に大きく投資していました。

図 1：日本における生命保険会社の資産構成の変化



出典：生命保険協会のデータ。業界のバランスシートにおける現金・現金同等物、有価証券、貸付金、固定利付資産の構成比に基づく。

注：現金同等物にはコールローンおよびレボを含む。

1998 年度末時点では、債券（日本および外国の国債、地方債、社債を含む）の比率はわずか 34% であり、株式および不動産はそれぞれ 18% および 5% を占めていました。日本の生命

保険会社は、株価および不動産価格の急落、ならびに金利低下という課題に直面していました（例えば、無担保コール翌日物金利は 1991 年には約 6~8% 程度でしたが、1995 年には 1% 未満まで低下しました）。こうした市場変化の影響で、1997 年から 2001 年にかけて 7 社の生命保険会社が破綻しました。

この危機以降、日本の生命保険会社は徐々に投資戦略を固定利付資産へとシフトし、資産負債管理（ALM）実務を強化してきました。この流れは、日本の長期にわたる低金利環境によって一層加速しました。日本の 10 年国債利回りは、1999 年 2 月から 2025 年 12 月まで 2% 未満で推移する一方、既契約負債にはそれ以上の水準の予定利率を保証する終身保険が多く含まれていたこともあり、保険会社が長期負債を国内で入手可能な資産によってマッチングすることは常に困難な状況にありました。

危機以来、日本の規制当局は、生命保険会社に対し ALM の向上を求めてきました。生命保険負債の評価を市場価値ベースで行う経済価値ベースのソルベンシー規制（ESR）と呼ばれる新規制の導入を目指して、そのフィールドテストが 2010 年に開始されました。その後 2014 年、2016 年、2018 年、それ以降は毎年フィールドテストが実施され、2026 年 3 月期より ESR が正式に導入されました。この間、生命保険会社は債券投資を増加させ、株式および不動産エクスポージャーを減少させてきました。2024 年度末時点では、債券比率は 65% に上昇し、株式および不動産はそれぞれ 9% および 2% に低下しました。

同時にデリバティブは、日本の生命保険会社にとって金利リスク管理の一般的な手段となりました。特に金利スワップの利用は大きく拡大し、2024 年度末時点で、固定受変動払金利スワップの想定元本は 18 兆円、固定払変動受金利スワップの想定元本は 8 兆円に達しています。

このような資産構成の変化およびデリバティブの広範な活用を背景とし、直近の金利上昇も手伝って、現在の日本の保険会社の資産デュレーションは負債デュレーションとほぼ一致しています。2024 年の ESR フィールドテストにおける経済価値ベースの純資産の金利感応度はほぼゼロで、市場金利 +50 ベーシスポイント（bps）パラレルシフトの感応度では 0%、-50bps の感応度では -1% でした。ただし、+50bps ストレスでは、大量解約リスクの増加に伴う必要資本の増加により ESR は低下する結果となりました。

日本の生命保険会社の 2024 年度のデリバティブ活用状況

一般的に利用されるデリバティブの種類

日本の生命保険会社が実務上どのように金利リスクを管理しているかをよりよく理解するため、本稿では、本邦生命保険会社 41 社すべての 2024 年度末開示情報に基づきデリバティブ・ポジションをレビューしました。本分析では、保険会社の財務諸表およびリスク開示情報に記載されたデリバティブの種類と想定

元本を確認し、最も一般的に利用されている金融商品について考察します。

日本で最も一般的に利用されている金利関連デリバティブは、図2に示すとおり金利スワップでした。開示情報を調査した生命保険会社41社のうち、14社が2024年度末時点で金利スワップのポジションを有していました（このうち11社は責任準備金額で上位15社に入っており、金利スワップの利用は大手プレーヤーに集中しています）。一部の会社は、2024年度末時点で債券先物（7社）や債券フォワード（4社）など、その他のデリバティブも活用しています。

金利スワップション（5社）、債券オプション（3社）、金利オプション（1社）など、オプションを保有している会社も見られました。

図2：日本の生命保険会社による金利デリバティブの活用状況

	デリバティブ想定元本 (単位：兆円)		
	2023年度	2024年度	前年比
金利スワップ	21.0	26.3	+25%
債券先物	1.1	1.1	-1%
債券フォワード	0.6	0.6	0%
金利スワップション	3.1	2.6	-16%
債券オプション	0.5	0.2	-56%
金利オプション	0.1	0.2	+82%
トータルリターン・スワップ	0.4	0.2	-42%

	各デリバティブの利用会社数		
	2023年度	2024年度	前年比
金利スワップ	17	14	-3
債券先物	6	7	+1
債券フォワード	5	4	-1
金利スワップション	6	5	-1
債券オプション	4	3	-1
金利オプション	2	1	-1
トータルリターン・スワップ	2	2	0

出典：各社の開示資料

ALMの観点から金利スワップが最も多く活用されており、2024年度末時点で金利スワップの想定元本総額は26兆円を超えていました。これに続くのは金利スワップションで、想定元本総額は2.6兆円となっています。

これを踏まえ、本稿では重要性の観点から金利スワップを中心に分析を行いました。

金利スワップポジション：ロングとショート

かつては資産デュレーションが負債デュレーションより短かったため、歴史的にはほとんどの金利スワップポジションが資産デュレーションを延長する目的で用いられ、大半の金利スワップは固定受・変動払金利スワップでした。しかし近年では、金利上昇環境を背景に、逆方向のポジションである変動受・固定払金利スワップも一般的に利用されています。

図3：日本の生命保険会社の2024年度末金利スワップポジション

	(単位：兆円)		
	2023年度	2024年度	前年比
固定受・変動払	16.1	18.4	+15%
うち1年超	15.5	16.8	+8%
変動受・固定払	5.0	7.9	+60%
うち1年超	4.4	6.9	+55%

出典：各社の開示資料

最初のセクションに記したとおり、日本の生命保険会社の金利リスクポジションは近年一層バランスが取れてきており、場合によっては全体のポジションがすでにロング、すなわち資産の金利感応度が負債の金利感応度を上回ることもあります。このような会社がオーバーヘッジ状態を縮小しようとする場合、債券の売却や変動受・固定払金利スワップの購入など、複数の選択肢があります。日本の生命保険会社が保有する長期債券の多くは、金利上昇により大きな含み損を抱えているため、債券売却はJGAAP上のキャピタルロスが発生させ、利益を減少させるため、会計上の観点でより柔軟性があるのは変動受・固定払金利スワップの利用です。これが、変動受・固定払金利スワップポジションが2023年度から2024年度にかけて60%増加した理由の一因と考えられます。過去最高水準にある株式を売却して実現益を計上し、債券売却によって発生する実現損を相殺しているとみられる保険会社も何社も見られます。

また、複数の会社が固定受・変動払金利スワップポジションを解消していますが、これも金利上昇環境に対応するためと推察されます。これにより、金利スワップ利用社数は2023年度の17社から2024年度の14社へと減少しました。

JGAAP における会計処理の選択

前セクションで述べたデリバティブ利用のパターンは、経済価値ベースのヘッジ目的に加えて、会計上の影響も考慮して決定されます。JGAAP では、デリバティブは一般に時価評価され、その時価変動は損益計算書に反映されます。

ただし、一定の条件および制約を満たした場合、ヘッジ会計を適用することにより、時価変動の損益を繰り延べることができます。ヘッジ会計適用条件は複雑であり、本稿ではその詳細を記述しませんが、日本でデリバティブを利用している生命保険会社の大多数は何らかのヘッジ会計処理を適用しています。

日本では、2024 年度末時点において、金利スワップ、債券先物、債券フォワードのポジションにのみヘッジ会計が適用されています。

図 4：デリバティブへのヘッジ会計の利用

	デリバティブの想定元本 (単位：兆円)		
	ヘッジ会計適用	ヘッジ会計非適用	合計
金利スワップ	9.79	16.55	26.34
債券先物	0.12	0.99	1.11
債券フォワード	0.62	0.00	0.62

	ヘッジ会計適用・非適用の会社数		
	ヘッジ会計適用	ヘッジ会計非適用	合計 (重複分を除く)
金利スワップ	11	9	14
債券先物	1	7	7
債券フォワード	4	1	4

出典：各社の開示資料

注：両ポジション（ヘッジ会計適用と非適用）がある会社があるため、それぞれの会社数の和は合計欄とは一致しません。

金利スワップポジションにおけるヘッジ会計の適用状況は様々です。金利スワップポジションの 37% はヘッジ会計の対象ですが、残るポジションは対象外です。債券先物ポジションでヘッジ会計を適用しているのは 11% のみです（債券先物を利用する 7 社のうち 6 社は債券先物に対してヘッジ会計をまったく適用せず、1 社のみ両ポジションを有しています）。ヘッジ会計が適用されているポジションは外貨建債券に対するヘッジであり、円建債券先物はすべてヘッジ会計非適用です。一方、債券フォワードポジションはほぼすべて（99.8%）がヘッジ会計を適用しており、ロングおよびショート両ポジションを有する 1 社を除き、すべてロングポジションです。

日本の生命保険会社が金利スワップに適用するヘッジ会計には、時価ヘッジ会計と繰延ヘッジ会計の 2 種類があります。ヘッジ会計を適用しているケースを見ると、固定受・変動払金利スワップには主に繰延ヘッジ会計が利用されている一方、変動受・固定払金利スワップには時価ヘッジ会計のみが利用されて

います。注目すべき点として、固定受・変動払金利スワップに繰延ヘッジ会計を適用する 10 社のうち 9 社が、保険負債をヘッジ対象としています。固定受・変動払金利スワップに時価ヘッジ会計を適用する 4 社は、すべて貸付金をヘッジ対象としています。変動受・固定払金利スワップに時価ヘッジ会計を適用する 4 社は、国債、その他有価証券、借入金、貸付金など、様々な目的に利用しています。

図 5：金利スワップに適用されるヘッジ会計の違い

	ヘッジ会計 (時価ヘッジ会計)	ヘッジ会計 (繰延ヘッジ会計)	ヘッジ会計 非適用	合計
固定受け・変動払い	0.01	8.74	9.66	18.41

	ヘッジ会計 (時価ヘッジ会計)	ヘッジ会計 (繰延ヘッジ会計)	ヘッジ会計 非適用	合計
固定受け・変動払い	4	10	8	14
変動受け・固定払い	4	0	6	8

出典：各社の開示資料

注：複数の会計処理を用いたポジションを有する会社があるため、会社数の合計は合計欄と一致しません。

2024 年度中のデリバティブ利用の変化

図 3 に示したとおり、日本における金利スワップポジション全体は 2024 年度中に大きく増加しており、特に変動受け・固定払いのポジションでその傾向が顕著です。これは、金利上昇に伴うポジション調整ニーズによるものと考えられます。前述のとおり、JGAAP 上の制約により、JGAAP 上の損失を実現して債券を売却する代わりに、金利スワップを用いて資産デュレーションを低下させるインセンティブが働く可能性があるためです。こうしたポジションの大半がヘッジ会計非適用であることから、この傾向は、一部の日本の保険会社が積極的にダイナミック・ヘッジを行っている可能性を示唆しています。

図 2 に示したもう一つの注目すべき変化は、スワップシオン利用の減少であり、想定元本は 16% 減少しました。その他の種類のデリバティブの利用は引き続き限定的です。

日本における主な制約

これまで論じたように、日本の保険会社によるデリバティブの利用は増加していますが、普遍的にデリバティブの利用が業界全体に広く浸透しているわけではありません。日本で免許を有する生命保険会社 41 社のうち 24 社は、金利または債券のデリバティブを利用していないと開示しています。

こうした利用の広がりが限定的である理由の一つとして、特に中小規模の保険会社にとっての実務上の課題が考えられます。デリバティブの利用には、取引先銀行との契約業務、当該取引先との担保管理およびモニタリング、バックオフィスの決済業務が伴います。当社の分析では、大手生命保険会社ほどデリバティブを利用する傾向があり、2024 年度末においては、上位 15 社のうち 11 社が金利スワップを利用している一方、残る 26 社のうち金利スワップを利用しているのは 3 社にとどまりました。

もう一つの理由として、JGAAP における会計制度が影響している可能性があります。JGAAP では、保険負債はロックイン金利で評価されるため、金利変動の影響を受けません。一方、デリバティブはヘッジ会計が適用されない限り時価評価されません。ヘッジ会計を適用することで、この会計上のミスマッチはある程度緩和できますが、その適用には一定の条件や実務対応が求められます。このため、保険会社はデリバティブの時価変動が損益計算書にもたらす損益のボラティリティを懸念し、デリバティブの幅広い活用に慎重になる可能性があります。

これに対し、資産と負債の双方を時価ベースで評価することが会計ルール上求められる法域では、大幅なあるいは複雑な金利変動に対応できる多様なヘッジ戦略を採用することが可能です。

同時に、様々な保険負債のオフショア再保険会社への出再、またはキャプティブ等の関連会社の設立（検討）を行う日本の保険会社が増えています。例えばバミューダ法人で日本の保険ブロックを引き受けた場合、日本国内で JGAAP の制約を受ける場合と比較して、円金利リスクを管理するためのヘッジ戦略をより柔軟に実施できる可能性があります。

円建保険負債のヘッジに関する実務上の考慮事項

ヘッジ手段

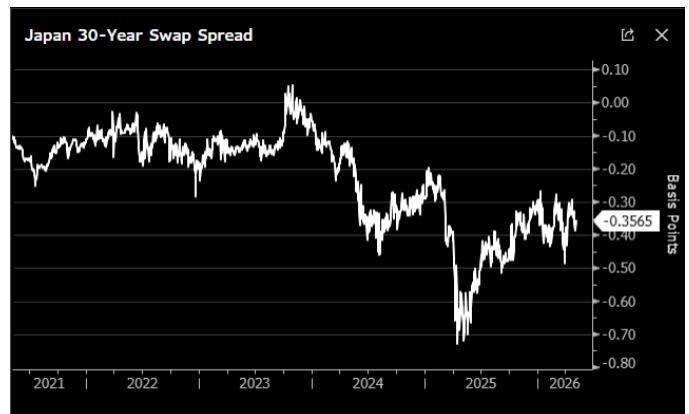
金利スワップは、流動性が高く、幅広い年限に対応でき、現物債券ポートフォリオを売買することなくデュレーション・エクスポージャーを効率的に調整できることから、日本の保険会社にとって金利リスク管理の主要な手段であり続けています。固定受・変動払および変動受・固定払の双方の取引が、保険会社

1. 日本の 30 年スワップの спреッドとは、30 年物の円金利スワップの固定金利と、対応する 30 年物の日本国債利回りとの差を指します。この спреッドには、生命保険会社や年金基金による長期のヘッ

の ALM ポジションや様々なバランスシート管理の観点から活発に利用されています。実務上、スワップは大規模かつ長期のエクスポージャーを管理する上で、多くの場合、最も利用しやすい手段といえます。

債券フォワードも一部の保険会社が利用しており、特に長期および超長期の金利エクスポージャー管理に用いられています。スワップと比較すると、債券フォワードは現物日本国債ポジションにより直接的に連動しヘッジエクスポージャーを提供できるため、ある程度ベースリスクを低減できる可能性があります。また、スワップスプレッドがマイナスの局面では、スワップではなく長期債券フォワードを利用する方が、金利スワップに比較して、相対的にプラスのキャリー機会を生む可能性があります。ただし、債券フォワードの利用には、JGAAP におけるヘッジ会計処理や有効性要件を含め、追加的な実務上および会計上の考慮が必要となる可能性があります。

図 6：日本の 30 年スワップスプレッド¹



出典：Bloomberg

図 6 は、近年円金利カーブの長期ゾーンでスワップスプレッドが継続的にマイナスとなっていることを示しています。このような市場環境下では、長期債券フォワードによるヘッジ戦略は、スワップと比較して有利なキャリー特性を提供する可能性があります。ただし、保険会社は依然として JGAAP における実務上の複雑性やヘッジ会計処理を考慮する必要があります。

債券先物も一部の保険会社が利用しており、主に上場商品としての流動性の高さや実務上の簡便性から、短期的または戦術的なデュレーション調整に用いられています。

線形なヘッジ手段に加えて、一部の保険会社は、コンバクシティブおよびストレス金利シナリオ下における非線形の負債感応度を管理するため、金利スワップションも利用しています。スワップションの利用は、全体としてはスワップに比べて限定的であるものの、オプションを用いたヘッジ戦略は、市場変動が大きい局面において、負債デュレーションや契約者行動の大きな

ジ需要、ディーラーのバランスシート余力、担保および資金調達動向、ならびに円金利市場の超長期ゾーンにおける需給要因などが反映されます。

変化に対して、より柔軟な対応を可能にするものと期待されます。

ヘッジ戦略上の留意点

実務上、保険会社はデュレーション・エクスポージャーだけでなく、イールドカーブ上の各年限に対する感応度も管理することが一般的です。円建の長期保険負債については、特に超長期の現物資産の入手可能性および流動性が限られていることから、長期および超長期ゾーンにおけるキー・レート・デュレーション・ポジションの管理が重要と考えられます。

保険会社によっては、会計、ガバナンス、または実務上の制約から、比較的静的なヘッジ手法を好む可能性がある一方、負債感応度や市場環境の変化に応じてヘッジポジションをより機動的に調整する手法を採用する会社も見られます。

また、保険会社は、負債の割引手法、資産運用利回り、ならびに TONA（東京翌日物平均金利）スワップレートや日本国債利回りなどデリバティブの参照金利の差異から生じるベースリスクといった点にも留意する必要があると考えられます。

流動性、担保、および実務上の留意点

ヘッジ活動は、経済的リスク管理上の便益をもたらす一方、流動性や担保管理に関する課題を伴う場合があります。現行のヘッジポジションが経済的な負債感応度を相殺している場合でも、ストレス市場環境下では、時価変動による証拠金や担保の差し入れが必要となる可能性があります。

そのため、保険会社は十分な流動性バッファを維持するとともに、担保の追加拠出に関するストレステストをより広範なリスク管理フレームワークに組み込む必要があると考えられます。保険会社によっては、ヘッジ手法の設計、担保活用の最適化、清算集中デリバティブと相対デリバティブの使い分けを通じて、流動性負担の軽減を図っている場合も見られます。さらに、ストレス市場環境下での潜在的な追加担保の差し入れリスクを考慮し、レポ取引枠、コミット型の資金調達枠、または流動性の高い資産ポートフォリオへのアクセスなど、緊急時の流動性供給源を確保している場合もあります。

大規模なヘッジ活動においては、時価評価インフラ、担保管理プロセス、ヘッジ有効性モニタリング、モデルガバナンス、カウンターパーティリスク管理などの実務運営上の対応も重要です。ヘッジ規模が時間とともに拡大するにつれ、資産運用、リスク管理、数理、会計、オペレーションの各部門間の効果的な連携もますます重要になります。

オフショア再保険ソリューション

オフショア再保険ストラクチャーは、資本管理およびヘッジの両面から、円建の長期保険負債の管理に追加的な柔軟性をもた

らす可能性があります。会計制度およびソルベンシー規制がともに経済価値ベースで行われるオフショア拠点で管理することにより、JGAAP 会計と比較して、資産、負債、デリバティブをより一貫して経済価値ベースで管理できる可能性があります。

JGAAP では、保険負債は一般にロックイン前提を用いて評価される一方、デリバティブは通常、ヘッジ会計が適用されない限り時価評価されます。この会計ミスマッチは、大規模またはより動的なヘッジ・プログラムを実施する際に、損益ボラティリティや実務上の制約をもたらす可能性があります。これに対し、オフショア・ストラクチャーは、長期保険負債に対して、デュレーションのリバランス、キー・レート・デュレーション管理、コンベクシティ・ヘッジ、その他の様々なデリバティブ活用場面において、より柔軟な手段を提供する可能性があります。

またオフショア・プラットフォームを活用することで、複数の契約ブロックの担保、流動性、カウンターパーティー・エクスポージャー、ヘッジ・オペレーションを一元的に管理できる可能性があります。

一方で、オフショア・ストラクチャーには、クロスボーダー取引に対する規制、担保および流動性管理、ガバナンス要件、会計処理、実務インフラなど、追加的な課題も伴います。

結論

公衆開示資料の分析から、日本の生命保険会社は近年デリバティブの利用を大きく拡大しており、デュレーション・エクスポージャーの管理には金利スワップが引き続き主要手段として利用されていることが確認されました。債券先物、債券フォワード、スワップシフトなどその他のデリバティブの利用は限定的であり、特定のヘッジ目的や会計上の制約を考慮してより選択的に利用されています。

本考察から、既存の会計や実務上の制約を踏まえ、ヘッジ手段および戦略を慎重に選択することの重要性が示唆されます。実務上、保険会社は金利エクスポージャーを効果的に管理するため、資産配分やデリバティブによるヘッジ、バランスシート管理を含め、複数のアプローチを組み合わせる必要があると考えられます。

国内でのヘッジ戦略に加えて、オフショア再保険ストラクチャーは、ヘッジ・プログラムの実施および円金利エクスポージャーの管理に追加的な柔軟性をもたらす可能性があります。絶えず市場環境が変化し続ける中、保険会社は金利リスク管理の枠組みを設計するにあたり、より幅広いヘッジ手段および組織構造を検討することが有益となる可能性があります。

図 7: 日本円金利ヘッジ手段早見表

年限ゾーン	取引商品	年限レンジ	リスクファクター	信用区分	取引所または OTC	1 日平均売買想定元本	推定片道売買コスト	想定取引規模	コメント
短期	3 か月 TONA 先物	1 か月～12 か月	翌日物キャッシュ金利	取引所	OSE / TFX	2.2 兆円	0.01 - 0.02bp	2,500 億円 (2,500 枚)	豪ドル 30 日物キャッシュレート先物の日本円版。日銀政策見通しの取引に最適
	TIBOR / CD	1 か月～6 か月	マネーマーケット	AA-	ブローカー	1～2 兆円	<0.5bp	100～500 億円	海外の銀行手形に相当。流動性は残るが、TONA への移行が進行
	フォワード・レート・アグリーメント (FRA)	1 か月～2 年	TONA / TIBOR	相対先	OTC (RFQ)	中程度	0.5 - 1.0bp	200～500 億円	当初証拠金なく将来の借入コストを固定化可能。XVA 導入後は利用減少
	JPY レボ (GC/SC)	1 日～1 年	レボ金利	CCP (JSCC)	OTC	10～20 兆円	<0.1bp	1,000～3,000 億円	流動性の「中核」を成す市場。JGB の空売りや資金繰り管理に不可欠
中期	3 年国債先物	約 3 年	3 年国債利回り	取引所	OSE (JPX)	0.5 兆円	0.2 - 0.4bp	500 枚 (500 億円)	イールドカーブのスティープ化に伴い、流動性は改善
	5 年国債先物	約 5 年	5 年国債利回り	取引所	OSE (JPX)	0.3 兆円	0.4 - 0.6bp	300 枚 (300 億円)	2025 年に流動性が回復。スワップスプレッド・リスクなく中期デュレーション獲得
	変動利付債 (FRN)	1 年～5 年	TONA + スプレッド	発行体	OTC	中程度	1.0 - 2.0bps	50～100 億円	生命保険会社によく用いられる。純粋なヘッジ手段というより投資の側面が強い商品
	通貨スワップ (XCCY)	1 年～10 年	USD/JPY ベーシス	銀行 (相対) / CCP	OTC	高い	1.0 - 2.5bps	100～500 億円	米ドル建債務のヘッジに重要。「ベアシス」と為替リスクにボラティリティが影響される
中長期	OIS / IRS スワップ	1 年～40 年	TONA / TIBOR	銀行 (相対) / CCP	OTC	10 兆円超	<0.5bp (短期) / 1bp (長期)	500～1,000 億円	TONA が 70%、TIBOR が 30% の構成。JSCC で非常に高い流動性
長期	10 年国債先物	約 10 年	10 年国債利回り	取引所	OSE (JPX)	15 兆円	0.1 - 0.2bp	1,000 枚 (1,000 億円)	グローバルなベンチマークで、円金利マクロ商品として最も流動性が高い
	20 年国債先物	約 20 年	20 年国債利回り	取引所	OSE (JPX)	0.2 兆円	0.5 - 1.0bp	100 枚 (100 億円)	超長期デュレーションの取得に不可欠。流動性は断続的になりやすい
	物価連動国債 (JGBi)	約 10 年	実質利回り / CPI	政府	OTC / 取引所	0.2～0.3 兆円	1.0 - 2.0bps	20～50 億円	CPI 上昇に対するヘッジ手段。「サナエノミクス」によるリフレの可能性の高まりを受けて流動性が拡大
	コンスタント・マチュリティ・スワップ (CMS)	7 年超	TONA スワップ金利	相対先	OTC (RFQ)	低い	3.0 - 5.0bps	50～100 億円	セカンダリ市場はない。仕組債やコンバクシティ・ヘッジに利用
	国債フォワード	1 年～40 年	TONA スワップ金利	OTC	OTC	中程度	1.0-2.0bps	50 億円	10 年ゾーンが最も活発なフォワード領域。10 年現物ポジションの「事前調達」に用いられる。特定の現物債の価格を固定化可能
超長期	30 年国債フォワード	1 か月～5 年	30 年利回り	OTC	OTC	0.1 兆円	2.0-3.0bps	20～50 億円	負債連動投資 (LDI) に不可欠。「サナエノミクス」に対する感応度が高い
	40 年国債フォワード	1 か月～5 年	40 年利回り	OTC	OTC	500 億円	4.0-5.0bps	10～20 億円	イールドカーブの「最後のフロンティア」。超長期デュレーションのマッチングに利用

Milliman Financial Risk Management

Milliman Financial Risk Management (Milliman FRM) は、退職貯蓄業界向けの金融リスク管理におけるグローバルリーダーです。

Milliman FRM は、2026 年 3 月 31 日現在、世界全体で約 2,612 億米ドルの資産に対して、投資助言、ヘッジ、コンサルティングサービスを提供しています。

1998 年に設立された Milliman FRM は、シカゴ、ロンドン、シドニーの世界 3 拠点からこれらのサービスを提供しています。

Milliman FRM は、Milliman, Inc. の子会社です。

免責事項

本書に記載または言及されている情報、商品、サービスは、情報提供のみを目的とするものです。本資料は、いかなる有価証券、有価証券関連商品、サービス、投資戦略について、購入もしくは売却の推奨、申込み、勧誘、広告を意図するものではなく、また、予測、調査、投資助言として依拠されることを意図するものでもありません。

本書に記載または言及されている商品またはサービスは、本書の受領者にとって適切または妥当でない場合があります。本書に記載または言及されている商品およびサービスの多くは重大なリスクを伴っており、受領者自身が、当該リスクをすべて十分に理解し、かつ当該判断または取引が自身にとって適切であることを独自に判断しない限り、いかなる意思決定も、いかなる取引も行うべきではありません。投資にはリスクが伴います。本書に含まれる商品またはサービスに関するいかなるリスクの記載も、すべてのリスクの開示または関連するリスクの完全な説明とみなすべきではありません。外国証券への投資は、為替変動、経済情勢、および政府・会計基準の相違を含む、より大きなリスクがあります。

本書の受領者は、本書に含まれるいかなる資料についても、投資、ヘッジ、取引、法務、規制、税務、会計その他の助言として解釈すべきではありません。受領者は、自らの投資、ヘッジ、取引、法務、規制、税務、会計その他のアドバイザーに相談することなく、本書のいかなる情報に基づいても行動すべきではありません。本書に記載された情報は、信頼できると当社が判断する情報源から取得したものです。Milliman Financial Risk Management LLC（以下「Milliman FRM」）ならびにその親会社、子会社および関連会社は、その完全性または正確性についていかなる保証も行いません。第三者から取得した事実情報の誤りについては、いかなる責任も負いません。

本書の資料は、執筆時点における著者の見解を示すものであり、変更される場合があります。また、Milliman FRM またはその親会社、子会社もしくは関連会社の見解を代表するものではありません。Milliman FRM は、本書の情報を保証または認証するものではなく、当該情報の正確性および完全性を保証するものでもありません。当該情報の利用は任意であり、その正確性および完全性について独立した検証を行わない限り、これらに依拠すべきではありません。Milliman FRM の明示的な同意なく、本資料を複製することはできません。Milliman Financial Risk Management LLC は、米国証券取引委員会（SEC）に登録された投資顧問会社であり、Milliman, Inc.の子会社です。

Solutions for a world at risk™

ミリマンは、深い専門知識、精緻なアクチュアリー分析、そして先進テクノロジーを活用し、リスクに満ちた世界に対応するソリューションを提供しています。私たちは、公共および民間のお客様が、異常気象や市場の変動、経済的不安、医療費の上昇といった緊急かつ複雑な課題に対応し、そのビジネス、財務、また社会的目標を達成する支援をしています。ミリマンのソリューションは、保険、金融サービス、ヘルスケア、ライフサイエンス、従業員福利厚生分野に及びます。1947年の創業以来、ミリマンは世界の主要都市に拠点を置く独立系コンサルティングファームとして活動しています。

milliman.com

CONTACT

Daisuke Seki
Daisuke.Seki@milliman.com

Reggie Xu
Reggie.Xu@milliman.com

