

米国の変額年金とミューチュアル・ファンド

米国の生命保険業界は、終身保険や定期保険といった、死亡保障を中心とした商品の成長が鈍化する中で、年金商品への依存度が高まってきている。年金商品の中でも、特に近年は、ミューチュアル・ファンドをサブアカウントとして組み込んだ変額年金（Variable Annuity）の成長性が著しく、98年第2四半期の販売額は過去最高の270.6億ドルに達している。

1. 年金商品の成長に支えられる保険業界

1) 年金商品のウェートの高まり

現在、米国の生命保険業界の成長を支えているのは、年金商品であるといっても過言ではない。商品別の保険料収入の推移を業界全体について見ると、生命保険と健康保険¹からの保険料収入が、1980年から1996年にかけて約2.5倍に増加したのに対して、年金商品からの保険料収入は約7.9倍と他に比べて著しく増加している²。この間、年金商品の保険料全体に占めるシェアは、24.2%から49.8%に上昇し、生命保険のシェアは44.1%から29.5%に低下している（図1）。また、S&P社のレポート³によれば、業界全体の97年の個人年金からの保険料収入は940億ドルに達し、初めて個人保険からの収入を上回った。

次に、フローの収入ではなく、保有している資産の商品別の構成を見るために、責任準備金（保険料の支払いのために積み立てている準備金）の中身を見てみる。1980年から1996年にかけて、生命保険の資産（責任準備金）が2.8倍に増加したのに対して、団体年金の資産は4.7倍、個人年金においては20.9倍に増加している⁴。96年末時点のシェアを見ると、生命保険資産が28.1%なのに対して、団体年金資産が33.4%、個人年金資産が33.5%となっており、年金資産が約7割を占める状況となっている。

¹ 米国における、公的な医療システムは、老人を対象とするもの（メディケア）や低所得者層を対象としたもの（メディケイド）など、最小限のものとなっている。したがって、通常、企業は、従業員福祉の一環として、保険会社や医療サービスを提供する会社と契約を行うなどにより、従業員の医療ニーズに対応している。

² 生命保険の保険料収入は408億ドルから1,046億ドルに、健康保険は293億ドルから732億ドルに、年金は224億ドルから1,762億ドルに増加している。

³ Kevin T. Ahern and Neil Strauss, *Standard & Poor's Annuity Sector Review*

⁴ 生命保険の責任準備金は1,978億ドルから5,528億ドルに、団体年金は1,404億ドルから6,570億ドルに、個人年金は315億ドルから6,583億ドルに増加している。

このように生命保険業界の年金商品への依存度が高まった背景には、二つの要因がある。一つは、生命保険商品の成長性の鈍化である。成長性の鈍化は、保険市場の成熟化と、保険商品の貯蓄商品としての相対的な魅力の低下によってもたらされている。

米国生命保険協会（ACLI）と生命保険マーケティング調査協会（LIMRA）の調査によれば、保険に一つでも加入している世帯が全世帯に占める割合は1976年で83%であり、既婚家庭では88%に達していた。近年では、むしろ加入率は低下傾向にある（92年で世帯全体については加入率は78%に低下、既婚家庭については85%に低下）。

1970年代以降、消費者団体の要求等もあり生命保険商品の情報開示が進んだ。伝統的な終身保険については、定期部分のコストと貯蓄部分の利回りが開示されるようになった。当時は、高インフレ、高金利、特に、金利については短期金利が長期金利を上回る逆イールドの状況にあったこともあり、利回り開示によって、貯蓄対象として生命保険商品の相対的な魅力が低下した。生保版のディスプレイインターメディアーションが進んだのもこの時期である。

その後、生命保険各社は、貯蓄部分について市場金利を反映させる商品や株式などで運用し実績配当を行う商品を導入するなど商品面での工夫を行っているものの、加入率が高いなど市場の成熟の影響もあり、成長は緩やかなものとなっている。また、ダブル・インカム世帯の増加により、世帯主に収入を依存する状態が少なくなり、世帯主の必要保障額が低下していることも影響として論じられている⁵。

二つ目は、退職後の生活資金の確保（年金資産）に対するニーズの高まりである。平均余命の長期化と、老後の社会保障に対する不安により、消費者はこれまでの「死ぬことに対する備え」だけでなく、「長生きすることへの備え」を意識するようになってきている。こうした、消費者心理の変化とベビーブーマーが貯蓄世代に移行してきていることが重なって、保険会社の提供する年金商品だけでなくミューチュアル・ファンドなどの他の金融商品を含めて「老後資産の貯蓄」を提供する商品の近年の成長が著しいものとなっている。

⁵ 世帯収入の保障という観点から考えれば、夫婦のうち片方が死亡した場合には、収入を1人に依存する状態となるため、残った1人の保障の増額が必要となる。

図1 米国保険会社の保険料収入の内訳

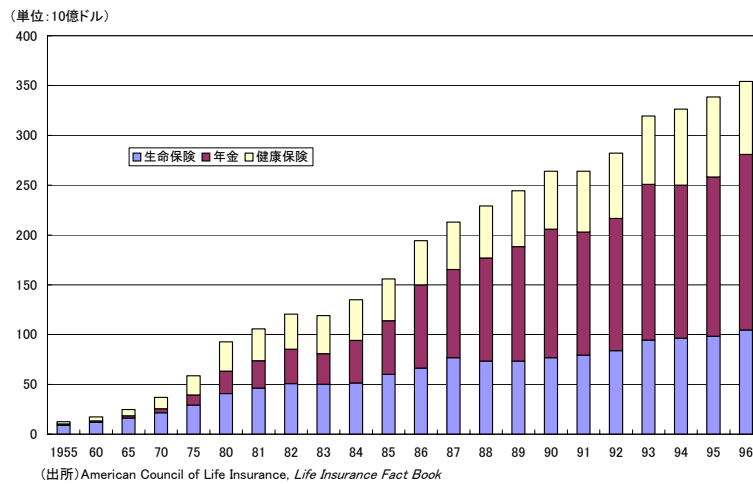
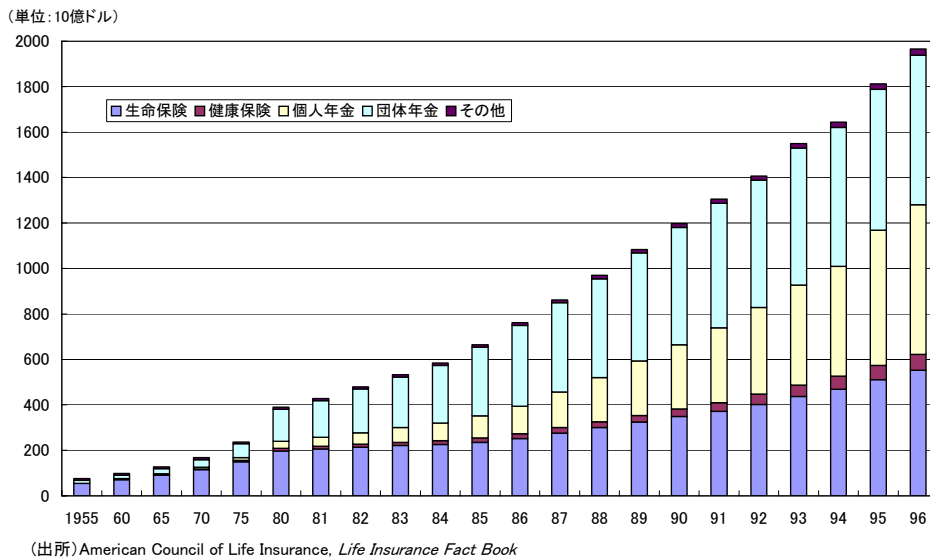


図2 米国保険会社の責任準備金の内訳



2) 変額年金の成長

生命保険会社の提供する年金商品の中でも、近年、特に成長が著しいものが変額年金である。変額年金とは払い込んだ掛金の運用実績に応じて、将来受け取る年金額が変化する商品である（商品の詳細については後述）。これに対して、払い込んだ掛け金に対して一定の利回りを保証する商品を確定年金という。

米国の株式市場の好調を反映して、ミューチュアル・ファンドに資金が流れているのと同様に、変額年金への資金流入は確定年金と比べて顕著となっている（図3、表1）。98

年第2四半期の個人変額年金の販売額は、前年同期比で27%の増加、四半期ベースでは過去最高の270.6億ドルに達した。個人年金への資金流入のうち、約8割が変額年金への資金流入という状況である。

401(k)やIRAといった税制優遇のついた退職年金勘定の普及により、最近では個人の貯蓄に関する関心、特に税金に対する関心は飛躍的に高まっている。こうした中で、株式市場への投資から得られる利回りを税制優遇の下、さらには、一定の死亡保障及び生存保障の下で得られる商品として、変額年金が再評価されていることが成長の理由としてあげられよう。

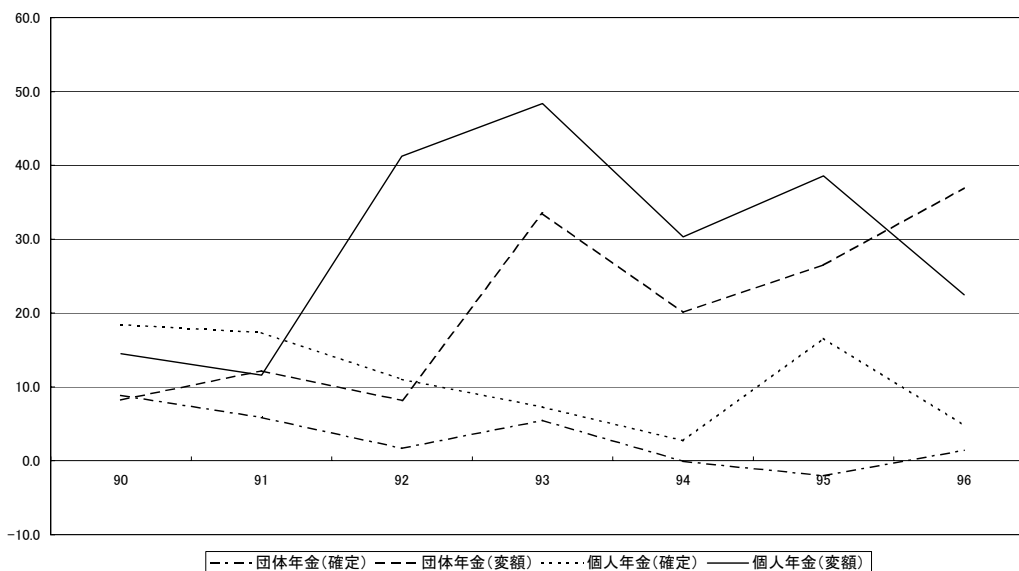
表1 種類別年金責任準備金残高増加額

(単位:10億ドル)

	団体年金 (確定)	団体年金 (変額)	個人年金 (確定)	個人年金 (変額)
85	45.6	2.8	15.1	4.8
86	49.0	3.7	18.3	5.9
87	35.5	1.2	28.5	6.5
88	38.1	3.3	31.9	5.8
89	35.7	4.3	37.2	8.6
90	39.3	2.6	36.5	6.1
91	28.3	4.1	40.7	5.5
92	8.5	3.1	30.4	22.0
93	28.3	13.7	22.3	36.4
94	-0.4	11.0	8.9	33.8
95	-11.1	17.4	55.8	56.1
96	7.7	30.7	18.9	45.3

(出所) American Council of Life Insurance

図3 種類別年金責任準備金残高の伸び率



(出所) American Council of Life Insurance, Life Insurance Fact Book

2. 変額年金の商品性

1) 多様なサブアカウントによる実績運用

わが国の保険会社においても、個人年金商品は販売されているが、ほとんどが確定年金であり、米国のような変額年金を販売している会社はない⁶。変額年金の特徴は、インフレによる年金受取額の実質価値の目減りを防ぐという点にあり、運用実績に応じて将来の年金受取額が変動する仕組みとなっている⁷。

また、掛金の運用については、契約者の運用方針が反映される仕組みとなっている。契約者から払い込まれた掛金は、生命保険会社の一般勘定から分離され、運用子会社や他の資産運用会社が運用する特別勘定やミューチュアル・ファンドに投資される。この特別勘定やミューチュアル・ファンドは、運用対象や方法によりいくつかのサブアカウントに分かれており、人気の高い変額年金の中には、有名なミューチュアル・ファンド運用会社の商品を投資対象として揃え、20以上にも及ぶサブアカウントを提供しているものもある（表2）。契約者は自らの判断により掛金をどのタイプのファンドにどれくらいの割合（金額）を投資するかを決定し、選択した特別勘定もしくはミューチュアル・ファンドのユニット（シェア）をその時々々の時価によって購入して行くという仕組みとなっている。また、ノーロードのミューチュアル・ファンド・ファミリーのようにサブアカウント間の預け換えも手数料なしで可能となっている（図4）。

年金受取開始時には、これまで購入してきたユニットの総数をもとに、将来に渡って毎年受け取ることができるユニット数が確定される。例えば、毎年、グロース・ファンド100ユニット、ボンド・ファンド200ユニットを受け取れるといったように決定し、年金受取額は受取時点のユニットの時価により変動することとなる⁸。

⁶ 日本生命は、97年1月より、5年ごとに積立金の運用利率（予定利率）を見直す利率変動型の個人年金を販売している。この商品は変額年金の一種ともいえる。

⁷ 変額年金の仕組みのうち受取の部分を保険金、満期返戻金としたものが変額保険である。

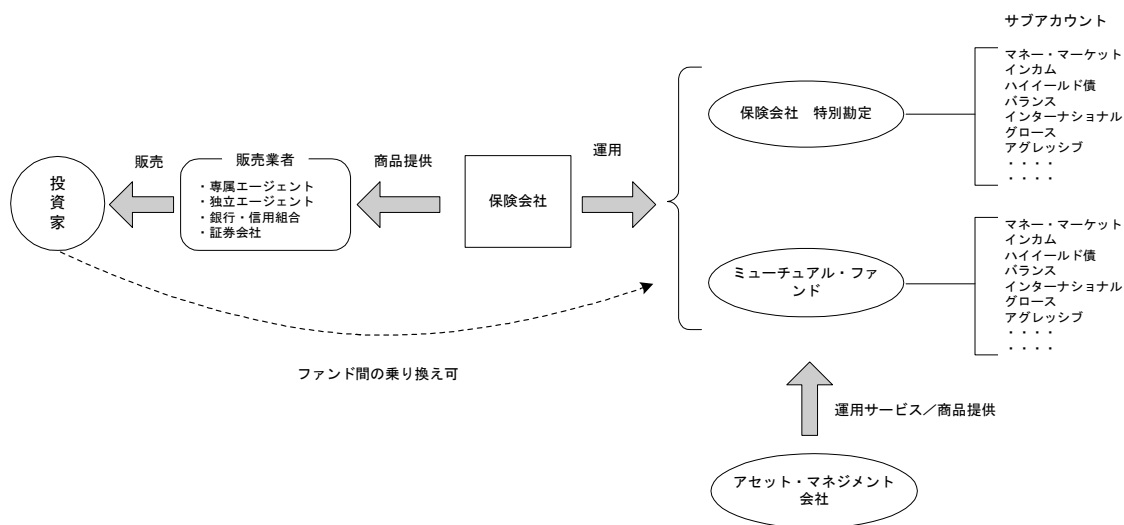
⁸ 年金受取開始時点でユニット全てを時価換算し、確定年金商品に全て移すことで、将来に渡って受け取る年金額を確定することも可能。

表2 98年上半期販売額上位25商品

		(単位:百万ドル、%)					
98年上半期	97年	会社名	商品名	98年上半期販売額	97年販売額	比率(%)	サブアカウント
1	1	TIAA-CREF	TIAA and CREF Retirement and Suppl. Ret.	3,931	6,766	58.1	9
2	2	Hartford	The Director	2,995	5,019	59.7	13
3	3	VALIC	Portfolio Director	2,567	4,580	56.1	16
4	4	Hartford	Putnam Hartford Capital Manager	1,876	4,074	46.0	20
5	8	Anchor	POLARIS/POLARIS II	1,547	2,198	70.4	26
6	10	Pruco	Discovery Select	1,481	1,776	83.4	19
7	6	MetLife	PREFERENCE PLUS Account	1,430	2,423	59.0	11
8	7	Equitable	EQUI-VEST	1,251	2,236	55.9	23
9	125	Nationwide	The BEST OF AMERICA America's Future	1,116	85	1315.5	39
10	12	Lincoln National	Multi Fund	956	1,762	54.2	14
11	9	MFS/Sun Life	MFS Regatta Gold	922	2,058	44.8	15
12	11	IDS	Flexible Portfolio Annuity	844	1,772	47.7	14
13	16	Northbrook	Dean Witter Variable Annuity II	802	1,475	54.4	13
14	18	Lincoln National	American Legacy II	781	1,408	55.5	9
15	13	Manulife Financial	Venture Combination Fixed and Variable Annuity	774	1,727	44.8	34
16	19	Aetna	Aetna Plus (Account C)	772	1,404	55.0	27
17	14	American Skandia	American Skandia Advisors Plan II (A.S.A.P. II)	750	1,661	45.2	17
18	35	Equitable	Equitable Accumulator	719	647	111.2	33
19	5	Nationwide	The BEST OF AMERICA America's Vision Annuity	696	2,759	25.2	41
20	26	New York Life	New York LifeStages Variable Annuity	671	915	73.3	26
21	15	Allianz	Franklin Valuemark III	627	1,505	41.7	25
22	24	Fidelity	Fidelity Retirement Reserves	618	951	65.0	28
23	25	Lutheran Brotherhood	Individual Flexible Premium Deferred Variable	603	941	64.1	7
24	20	Nationwide	The BEST OF AMERICA IV	575	1,257	45.7	41
25	21	Merrill Lynch	Merrill Lynch Funds Retirement Plus	559	1,139	49.1	21
業界合計				50,095	87,766	57.1	

(出所) VARDS、Morningstar

図4 変額年金の仕組み



(出所) 野村総合研究所

以上のように変額年金は投資商品として特徴を持つことから、保険商品として各州保険法の規制・監督を受けるだけでなく、投資商品としての規制・監督も受ける。各サブアカウントは1933年証券法及び1940年投資会社法上の登録が必要であり、また、サブアカウントの運用者も1940年投資会社法及び投資顧問法上の登録が必要である。変額年金の販売会社は、ブローカーとして1934年証券取引所法の登録が必要で、販売員は、NASDの証券外務員免許（シリーズ6もしくはシリーズ7）が必要となる。

2) 年金商品としての特徴

このように、変額年金は、投資商品としての性格をもつ一方で、当然ながら年金商品としての性格も持ち合わせている。一つは、死亡時までの所得の保障である。変額年金では受給開始当初に確定した額（ユニット数）を受給者が生存する限り年金として支払うことを保障している。

二つ目は、死亡時の保障である。変額年金の受給者が年金給付前に死亡した場合は、それまで支払った掛金の総額（解約控除はある）か、もしくは総投資ユニットの時価評価額のいずれか大きい額が保障される。つまり、死亡時には遺族に対して、最低でも掛金総額が保障される。また、商品によっては、総投資ユニットの時価評価額について、受給者が死亡した年の年間の最高評価額を保障するものもある。

三つ目は、税制優遇である。年金の積立金の運用益については、引き出さずに再投資に回される限り課税が繰り延べられる。また、変額年金においては、サブアカウント間の預け換えの際にキャピタル・ゲインが生じることとなるが、これについても同様に課税が繰り延べられる。一方で、早期引出についてはペナルティ税が課される。具体的には、59歳6ヶ月前の引出については、掛金拠出総額を超える部分について、通常の所得税に加えて10%のペナルティ税が課される。

3. 変額年金とミューチュアル・ファンド業界

1) 変額年金とミューチュアル・ファンドはどちらが有利？

このように変額年金の投資対象としてミューチュアル・ファンドを選択することが可能となっているため、米国ではしばしば、個人投資家にとって変額年金と直接ミューチュアル・ファンドに投資するのとどちらが有利かという問いがなされる。下表は変額年金とミューチュアル・ファンドの主な相違点をまとめたものである。変額年金は、税制面や保険・年金としての保障の面でミューチュアル・ファンドよりも有利である一方で、早期の解約に対しては税制及び手数料の両面でペナルティが課され、また、年間の手数料も高くなっている。

表3 ミューチュアル・ファンドと変額年金の相違点

	ミューチュアル・ファンド	変額年金
運用収益に対する課税	分配額に対して毎年課税	引出時まで繰り延べ
乗り換え時の課税	キャピタル・ゲイン課税	引出時まで繰り延べ
死亡時までの所得保障	なし	有り（変額する）
死亡時の保証	なし	掛金総額まで保証
死亡時の課税	相続時の課税となるため重い	保険金受取時の課税となるため軽い
早期引出に対するペナルティ	なし	①59歳6ヶ月前の引出に対しては、掛金総額超過額に対して、通常所得税に加えて10%のペナルティ課税が上乘せされる ②拠出から5～7年の間、保険会社から解約手数料（数%）を徴収される
年間手数料 うち運用手数料 うち M&E Fee（保険関連手数料）	低い（平均 1.368%） 高い（平均 1.368%） なし	高い（平均 1.967%） 低い（平均 0.820%） 有り（平均 1.147%）

（出所）野村総合研究所、平均手数料については Lipper Analytical Service Inc.

Lipper Analytical Service Inc.の分析によると、ミューチュアル・ファンドと変額年金を、運用対象/方法といったファンド（ユニット）の種類により分類して、算出した加重平均運用手数料は、それぞれ1.368%と0.820%となり、変額年金の方が0.548%低くなる。ミューチュアル・ファンドの方が運用手数料が高いのは、トランスファー・エージェントのフィーがあるためである。変額年金の場合は、トランスファー・エージェントの役割（口座管理、証券のデリバリーなど）は保険会社自らが行っているため、この部分のフィーは運用手数料ではなく、保険関連手数料に反映されている。保障の機能の提供やその他にかかる手数料（Mortality & Expence Fee という）を含めたトータルの手数料で見ると、変額年金の平均手数料は1.967%となり、ミューチュアル・ファンドよりも0.599%高くなる。運用利回りや投資家の所得税率の違いなどの影響もあるが、この手数料の差を変額年金が税制優遇の効果により埋め合わせるには、十年以上の期間が必要となる。

したがって、変額年金への投資がより魅力的となる対象者は、①長生きのリスクをカバーしたい人（生存中の所得保障を期待）、②遺族に資産運用リスクを負わせたくない人（遺族が掛金総額を受け取れるという保証を期待）、③長期の投資を考えている人（税制優遇を期待）といえよう。①や②の特徴から、変額年金が通常のミューチュアル・ファンドの投資家とは異なったニーズを持つ投資家を引きつける可能性をもっている。

2) 変額年金とミューチュアル・ファンド業界の融合

変額年金市場の急激な成長に際して、生命保険業界は、現在、大きく二つの問題に直面している。一つは資産運用能力の問題であり、もう一つは販売チャネルの問題である。

これまで伝統的な保険商品を中心に扱ってきた保険会社にとっては、資産運用型商品の

提供に必要な運用能力、特に株式や海外投資などの運用能力が十分でないところが多い。また、最近では、顧客がブランドネームや投資オプションの多様性を重視する傾向にある。

こうした中、コスト効率を高めるために、生命保険会社が資産運用会社からミューチュアル・ファンドの提供を受ける、特別勘定の運用サービスを受けるといった形の提携が増加している。また、大手の保険会社が、資産運用会社そのものを買収するといった動きも活発化している。表4は変額年金資産を運用している会社上位15社のランキングであるが、大多数がミューチュアル・ファンド等を運用している有名な資産運用会社によって占められているのがわかる。

表4 変額年金資産運用会社の運用残高別ランキング

(単位:百万ドル、%)

98年6月末	97年末	運用会社名	98年6月末	97年末	98年6月末シェア	増減額	増減率
1	1	TIAA-CREF Investment Management, Inc.	234,150	212,209	32.02	21,941	10.3
2	2	Fidelity Management & Research Co.	36,606	31,110	5.01	5,495	17.7
3	3	Putnam Management Co.	29,902	25,111	4.09	4,791	19.1
4	4	Wellington Management Co.	28,578	23,054	3.91	5,525	24.0
5	5	American Express/IDS	24,447	22,374	3.34	2,073	9.3
6	6	Alliance Capital Management, L.P.	22,538	18,158	3.08	4,380	24.1
7	7	Capital Research and Management Co.	18,280	17,124	2.50	1,156	6.8
8	9	Massachusetts Financial Services	14,575	11,320	1.99	3,255	28.8
9	8	The Prudential Investment Corp.	13,629	12,365	1.86	1,265	10.2
10	13	Janus Capital Corporation	12,282	8,683	1.68	3,599	41.5
11	14	Aeltus Investment Management, Inc.	10,347	8,622	1.41	1,724	20.0
12	10	The Equitable Life Assur, Society of the U.S.	10,065	10,199	1.38	-134	-1.3
13	12	VALIC	9,993	9,283	1.37	711	7.7
14	16	T. Rowe Price Associates, Inc.	9,722	7,831	1.33	1,891	24.2
15	11	Lincoln Investment Management	9,603	9,712	1.31	-109	-1.1

(出所)VARDS

一方で、ミューチュアル・ファンド業界の販売ルートとしての変額年金の重要性も高まってきている。10年前には、変額年金を通じたミューチュアル・ファンドの販売は、全体の販売額のわずか3%でしかなかったのが、現在では10%を超えるにまで拡大している(表5)。こうした状況を勘案すると、前節で述べたように、変額年金にはミューチュアル・ファンドとは異なった投資家のニーズに応える部分もあることから、変額年金とミューチュアル・ファンドは、代替的な関係というよりも、むしろ補完的な関係にあるといえるのではなかろうか。

販売については、生命保険会社が変額年金を販売するための効率的な販売チャンネルを保有していないという問題が生じている。変額年金は、伝統的商品と比べて付加保険料⁹が小さいため、コストの高い既存の専属エージェンシーや独立エージェンシーを通して販売するには収益性の面で問題が生じている。また、エージェンシー側でも、伝統的生命保険商品よりも手数料収入が少ない変額年金を取り扱うことには消極的である。

こうした中、資産運用商品の販売スキルもあり、フィー・ベースでの収入を重視している証券会社を利用した販売が最近では活発化してきている。また、ミューチュアル・

⁹ 保険料の内、保険会社が事業の運営費用として利用できる部分。

ファンドの販売など資産運用商品の販売を積極化させている銀行を利用した販売も行われている。97年では、販売額の約4割が証券会社や銀行を通して販売されており、2000年までにはこの比率は5割を超すであろうと予測されている(表6)。このように、変額年金については、資産運用面だけでなく、販売面においても、既存の資産運用商品との融合が進んでいるといえよう。

表5 変額年金のチャネル別販売シェア

:年間販売額 (単位:%、10億ドル)				:資産残高 (単位:%、10億ドル)			
	1987	1992	1997		1987	1992	1997
販売員(自社)	25.0	17.8	22.7	販売員(自社)	27.2	19.6	18.4
販売員(自社以外)	43.6	41.0	33.0	販売員(自社以外)	45.9	43.0	33.8
直接販売	28.5	35.7	34.2	直接販売	23.7	32.2	34.5
変額年金	2.9	5.4	10.1	変額年金	2.8	5.1	13.3
販売額合計	172	332	818	資産合計	454	1,055	3,431

(出所)Investment Company Institute

表6 変額保険のチャネル別販売シェア

	(単位:%)	
	1997年	2000年までの予測
独立エージェンシー	18	18
専属エージェンシー	39	25
銀行・信用組合	11	14
直接販売	2	5
地方証券会社	17	23
大手証券会社	13	15

(出所)VARDS

4. 終わりに

現在、わが国には、米国のような変額年金商品は存在しない。一方で、97年度から団体年金の分野(特別勘定第一特約)においては、サブアカウントを設ける商品改定が実施されており、現在では業界全体で90のファンドが設定されている(表7)。また、外資系生保や小規模生保では、サブアカウントを選択できる変額保険を取り扱っているところもある(表8)。サブアカウントの運用に、ノウハウと実績のある投資顧問会社を利用するところも出てきている¹⁰。

今後、わが国においては、金融ビッグバンの進展により、投資信託など、投資家の自己責任による資産形成を促す商品の成長が期待されている。また、将来的な企業年金や公的

¹⁰ 96年からわが国で営業を開始した北欧系の生命保険会社スカンディア生命保険では、サブアカウントの運用にあたって、世界株式型についてはキャピタル・インターナショナル、日本株式型、金融市場型については野村アセット・マネジメント投信を利用している。スカンディア生命保険は米国では変額商品を中心に取扱い成功を納めている会社で、97年及び98年上半期の米国変額年金収入ランキングでは第6位となっている。

年金制度の行き詰まりが懸念され、自助努力による老後の資産形成に対するニーズが今後高まることが予想される。商品開発やその他の問題もあるが¹¹、今後の消費者ニーズに対応する商品の一つとして、資産運用業界と生命保険業界の融合商品として、本格的な変額年金商品をわが国に導入することも考えられよう。

表7 生保各社の投資対象別口団体年金

会社名	サブアカウント種類	合計
日本	国内株式(2種類)、債券、転換社債、短期資金、海外株式(2種類)、海外債券	8種類
第一	国内株式(2種類)、債券、転換社債、短期資金、海外株式、海外債券	7種類
住友	国内株式(3種類)、債券(2種類)、転換社債、短期資金、海外株式(4種類)、海外債	12種類
明治	国内株式(2種類)、債券、転換社債、短期資金、海外株式(2種類)、海外債券	8種類
朝日	国内株式(2種類)、債券、転換社債、短期資金、海外株式、海外債券	7種類
三井	国内株式(2種類)、債券、転換社債、短期資金、海外株式、海外債券	7種類
安田	国内株式(2種類)、債券、転換社債、短期資金、海外株式(2種類)、海外債券	8種類
太陽	国内株式、債券	2種類
大同	国内株式、債券、転換社債、短期資金、海外株式、海外債券	6種類
協栄	国内株式	1種類
千代田	国内株式、債券、転換社債、短期資金、海外株式(2種類)、海外債券(2種類)	8種類
富国	国内株式(2種類)、債券、転換社債、短期資金、海外株式、海外債券	7種類
東邦	国内株式、短期資金、海外株式、海外債券	4種類
第百	国内株式、転換社債、短期資金、海外株式、海外債券	5種類
	合計	90種類

表8 サブアカウントを有する変額保険

会社名	商品名	サブアカウント種類
アリコ	変額保険	総合型、金融市場型
ソニー	バリアフルライフ	株式型、債券型、総合型
INAひまわり	変額保険	国際型、株式型、総合型
ブルデンシャル	変額保険	株式型、債券型、総合型
ニコス	リバティ	日本株式型、米国株式型、金融市場型
スカンディア	アセットチョイス	世界株式型、日本株式型、金融市場型

(注)スカンディア生命は98年11月よりサブアカウント種類の増設を予定。

(井上 武)

¹¹ 特別勘定については、資産について保険会社の資産から法的に完全に分離されないという問題がある。米国では完全に分離されているため、変額年金の販売の現場では、生命保険会社のリスクから完全に分離されているということがセールス・トークとしても利用されている。この点は今後のわが国の変額保険・年金市場の発展を考える上で重要な論点となろう。