

急成長後の米国変額年金市場

1990年代、老後貯蓄市場の拡大と好調な株式市場を背景に、米国では変額年金市場が急拡大した。商品や販売チャネルの多様化により、変額年金は貯蓄商品として消費者の間に急速に浸透していった一方で、引受保険会社や販売業者による過当競争による歪みが、昨今の株式市場の低迷とともに表面化している。米国の経験は、導入段階にあるわが国の変額年金市場の今後の発展にとって大いに参考となるであろう。

1. 退職貯蓄ブームを背景とした90年代の急成長

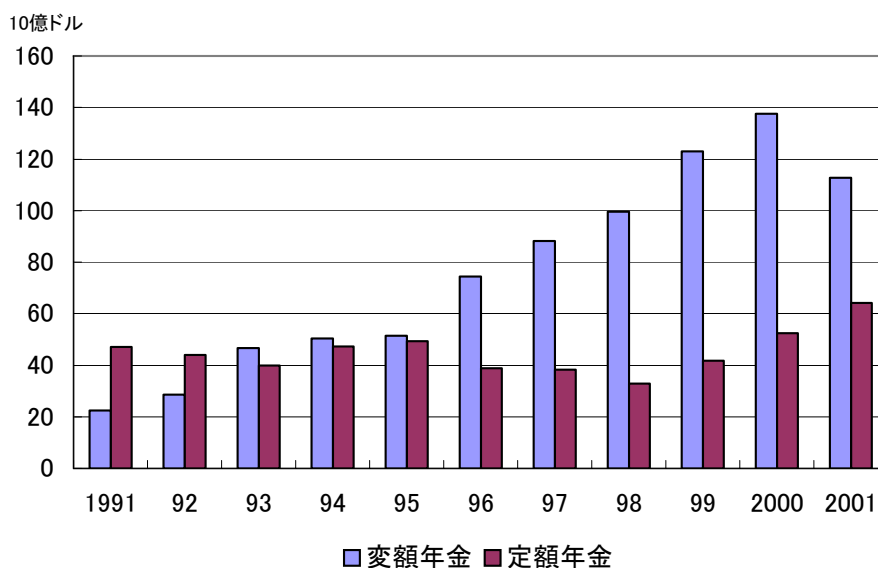
米国では、ベビーブーマー世代が退職へ向けた貯蓄を考える年齢に差し掛かってきたことや、401(k)やIRAといった貯蓄をサポートする制度的な手当もあって、老後貯蓄に対する社会的な関心が急速に高まっている。金融サービス分野では、銀行、証券、保険、投資信託といった業態に関係なく、こうしたニーズに応えるための商品開発やサービスの拡充が重要な戦略の一つとなっている。

生命保険会社は、従来から年金商品の提供により、老後貯蓄のニーズに対応してきた。生命保険事業における年金ビジネスのウェイトは80-90年代を通して急速に高まり、保険料収入と責任準備金残高でみた場合、2000年度では56%、68%にまで達している。特に、1990年代は、好調な株式市場や消費者のカスタマイズ嗜好の高まりを背景に、株式市場のパフォーマンスに利回りが連動する商品や、契約者がミューチュアル・ファンドを利用して年金資金を配分できる変額年金など、多種多様な商品の投入が進んだ。現在では、伝統的な定額年金に代わって変額年金が生命保険会社の主要な年金商品となっている(図表1)。

変額年金は、運用収益に対する課税が繰り延べられる、加入者の死亡時の受け取り金が保険金扱いとなるといった課税優遇があるため¹、制度的な退職貯蓄の枠を使い切った人々にとってそれを補完する商品として広く受け入れられている。また、一定の手数料を支払うことによって、死亡保険金、最低受取年金額といった保険独特の形で投資リスクが保障されるという特徴から、制度的な退職貯蓄自体の投資対象としても広く利用されている(図表2)。

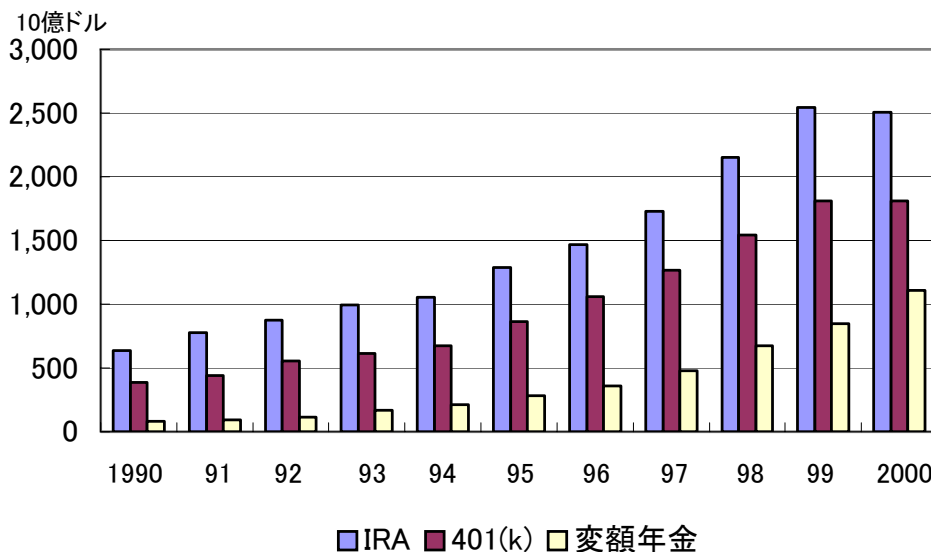
¹ 変額年金の商品の仕組みについては、井上武「米国の変額年金とミューチュアル・ファンド」『資本市場クォーターリー』1998年秋号参照。

図表 1 変額年金と定額年金の販売額の推移



(出所) VARDS, LIMRA, Cerulli Associates 資料より野村総合研究所作成

図表 2 IRA、401(k)、変額年金の資産残高の推移

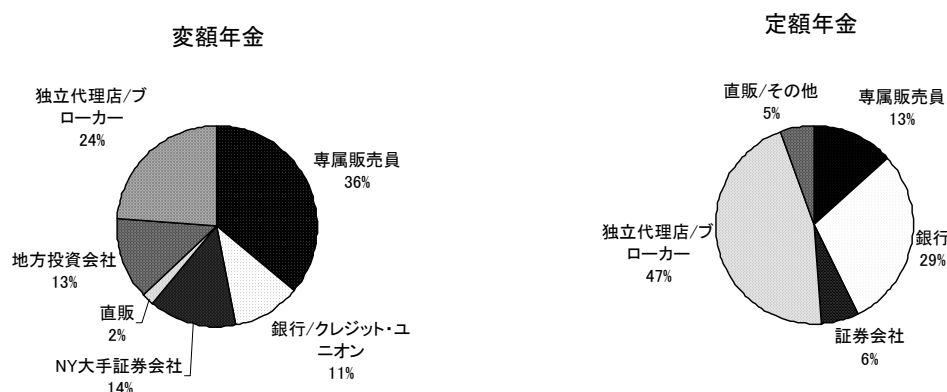


(出所) ICI および ACLI の資料より野村総合研究所作成

さらに最近では、生保各社は、証券会社や銀行といった他業態のチャネルを利用した販売も強化している。変額年金の販売には証券外務員としての資格が必要であることもあって証券会社のチャネルを利用した販売シェアは3割近くに達しており、一方、銀行のシェアは約1割となっている。一方で、定額年金は元本保証という商品の性格から銀行チャネルによる販売になじむこともあり、銀行による販売シェアが3割、証券チャネルによる販

売が1割弱となっている（図表3）。

図表3 年金商品のチャネル別販売シェア



（出所）VARDS,LIMRA International, Windsor, Conn.資料より野村総合研究所作成

2. 商品の多様化

1) 多様化する保障オプション

このように年金市場が急拡大するにつれて保険会社間の競争は激化し、各社とも、顧客獲得のために商品開発にしのぎを削っている。特に、競争の激しい変額タイプでは、毎月何本もの新商品が市場に投入されている。10数年前には数えるほどしかなかった変額年金の商品数は現在では600を超している。

変額年金の商品開発は大きく二つの部分に分けられる。一つは、契約者が投資できる投資対象を充実させることである。例えば、提供するサブアカウントの種類を増加させたり、モーニングスター社などの投資信託評価会社が提供するランキングで上位に入るような人気のある投資信託（ミューチュアル・ファンド）²をサブアカウントの一つとして加えたりするなどである。

もう一つは、各種保障機能の充実である。生命保険会社の提供する年金商品には、契約者が死亡したときに遺族に支払われる死亡保険金額の保証や、将来受け取る年金額の保証などがついている。これは投資信託など他の投資商品と年金商品を差別化する大きな特徴の一つである。近年、この保障部分での商品開発競争が活発化し、これまで無かった多種

² 厳密には、特定のミューチュアル・ファンドに投資する特別勘定がユニット・トラストとして新しく設定され登録される。

多様な保障が生み出されている。

変額年金は、契約者が選ぶサブアカウントの運用実績次第で契約者の積立金の価値が増減するのが特徴である。したがって、例えば昨今のように株式市場が大きく低迷した場合、サブアカウントで株式投資信託に多くの資金を配分していた契約者の積立金の評価額は大きく減少し、場合によっては支払った掛け金の総額を大きく下回るような状況となっている。

死亡保障は最低保障保険金 (Guaranteed Minimum Death Benefit) と呼ばれ、運用実績に関係なく一定の死亡保険金を遺族に保障するというものである。最もベーシックなものは支払い掛け金の総額を保証するというものであるが、最近では様々な保証形態がオプションとして提供されるようになってきている。最近、わが国の変額年金でも提供されるようになってきているラatchet (ratchet) と呼ばれるものもその一つである。

これは毎年、一定の日に積立金の価値を評価し、前年の積立金の評価額と比べて高いほうの価値を最低死亡保険金として保障するというものである。この方式はリセットまたはロックインとも呼ばれ、パフォーマンスが良ければその分だけ最低死亡保障が引き上げられ、以後、パフォーマンスが悪くなったとしても一旦引き上げられた保障金額が下がることはないという仕組みである。この他にも、年間の最大の評価額を保証するもの (high water mark)、一定の利回りで最低死亡保障金額が増加していくもの (credit) などがある。また、最近では、積立金の評価額が契約当初の積立金額を上回っている場合、つまり、評価益がある場合に、その一定割合をさらにボーナスとして死亡保険金に追加するというものもある³。

将来の年金支払い原資 (積立金) の保障は最低保障年金額 (Guaranteed Minimum Income Benefit) と呼ばれ、年金支払い開始時の積立金の価値を保証することで、将来受け取る年金の最低金額を保証するというものである。現在主流となっているのは、年金支払い開始前までの期間の中で最も高い積立金の価値、もしくは、当初の年金掛け金を年間6%の利回りで計算した額のどちらか高い額を保証するというものである。

契約者はこれらの保障の対価として手数料を生命保険会社に支払わなければならない。この手数料は、保険関連費用 (Mortality & Expense Risk Charge) と呼ばれ、生命保険会社が、毎年、保障の内容に応じて契約者から徴収する。さらに、保険会社は運用リスクをヘッジする必要があるため、保障が有効となるまでに一定の期間を置いているケースや、オプションだけを途中で解約することを制限しているケースもある。最低保証年金額については、死亡保障と比べて相当規模の運用リスクを保険会社が負うこととなるため、通常は、保証が無効となる解約期間 (10年程度) を設定している。図表4は米国変額年金販売残高第2

³ Earning Protection Benefit と呼ばれる。例えば、40%のEPBが付加されている契約で、契約時の積立金100が死亡時の評価で200に増加していた場合、死亡保険金は、 $200 + (100 \times 40\%) = 240$ となる。通常、計算のベースとなる評価益部分には上限 (一般的には、契約時積立金の200%) が設定されている。

位のハートフォード社⁴の代表的な商品「ディレクター」の手数料表である。契約者は生命保険会社に対して保険関連費用を支払い、さらに、投資しているファンド（投資信託）に対して、別途、運用管理費用を支払わなければならない。また、保険会社はこの保険関連費用から当初の販売に必要な費用、例えば販売代理店に支払う手数料なども支払っているため、契約が早期に解約された場合、費用が回収できない恐れがある。このため、一定の期間、早期解約手数料を課している。

図表 4 目論見書に記載されているの手数料の例

手数料		備考
販売時手数料	ゼロ	
早期解約手数料(対支払保険料、%)		
1年目	7%	
2年目	6%	
3年目	6%	
4年目	5%	
5年目	4%	
6年目	3%	
7年目	2%	
8年目	0%	
年間維持費	30ドル	残高5万ドル未満の契約に対して課金
保険関連費用(対積立金評価額、%)	1.25%	標準死亡保障として、支払い保険料と同額、もしくは契約期間中の積立金の最大価値を保障
追加工数料(オプション)		
最低年金保証(Principal First Charge)	0.35%	契約時の年金積立金額を年金原資として保障
遡増最低死亡保障(Optional Death Benefit Charge)	0.15%	死亡保険金額が年率5%で増加(累積で契約時死亡保障額の2倍まで)
追加死亡保障(Earnings Protection Benefit Charge)	0.20%	積立金評価額の40%をさらに保障額に追加
ファンド運営費用	0.43~1%	ファンド運営費(management fees)とその他管理費用(other expenses)の合計

(出所) Hartford Life Insurance 社"The Director® Variable Annuity"の目論見書(2002年8月5日)より
野村総合研究所作成

2) インデックス型定額年金の成長

伝統的な定額年金の分野でも、投資魅力を高めるための新商品の開発が進んでいる。特に、近年、注目されているのが株式インデックス型定額年金(Equity-Indexed Annuities)である。この商品は、積立金の運用利回りが株式のインデックス、例えば S&P500 に一定の割合で機械的に連動する一方で、元本もしくはその大部分および積立金の最低利回りが保証されている商品である⁵。利回りが一定のフォーミュラにより計算される利率変動型の定額年金とでもいえよう。定額年金であるため、契約者の掛け金は、変額年金のように分離勘定(separate account)では運用されず、一般勘定の中で他の保険商品の資産とともに運用される。

⁴ 変額年金販売残高では全米第2位。第1位は全米の教職員組合専門に年金を提供する TIAA-CREF。

⁵ 典型的なインデックス型年金では、掛け金元本の90%及び年率3%の利回りを保証している。

米国では90年代の株式市場の高いパフォーマンスとその後の低迷によって、個人投資家の多くは「株式投資の高いリターンは魅力だが、下落リスクも怖い」と感じており、保険会社は、株式投資のリターンを享受できつつ、なおかつ元本の安全性が確保されている理想的な商品という謳い文句で、インデックス型定額年金の販売を積極化させている。

ベースとなるインデックスの利回りの計算については、変額年金の死亡保障額の計算と似たような方式が用いられている。毎年、一定の日（契約応当日）のインデックスの価格を前年と比較する方式（ラチェット）、年間の最高価格と年始の価格を比較する方式、一年以上の期間でインデックスの価格を比較する方式などである。さらに、通常はインデックスに対してどれくらい利回りが連動するかという連動率（participation rate）も設定されている。連動率は、保証の内容によって90%であったり70%であったり様々である。また、計算される利回りに上限が設けられているケースもある。細かな点では、平均利回りを利用するか、単利で計算するか、複利で計算するかといった違いもある。こうして計算された利回りから、管理費用等が差し引かれて最終的な利回りが決定されるという仕組みとなっている。この他にも、一定期間契約を保持しないと利回りが低下、もしくはゼロとなるといった条件なども付加されている。

このように、対象となるインデックスや実際に付与される利回りの計算方法が非常に複雑であり、投資家が商品性を正しく理解して購入しているのかといった懸念の声もあがっている。保険監督機関やNASD（全米証券業協会）⁶のホームページ⁷でも、こうした声を反映して、投資家に対して正しい理解を促すための商品解説を行っている。

3. 株式市場の低迷による問題の発生

1) 顕在化する保険会社の引受リスク

金融サービス業全体で退職貯蓄資金の取り込みの競争が激しくなる中、保険会社はこのような他の貯蓄商品との間で最も差別化が可能な保障部分を強化することによって年金商品の販売を伸ばしてきた。また、本来、年金商品は保障部分が小さく、生命保険会社の取り扱う商品の中でも収益性が低いといわれていたが、保障部分を厚くし手数料を引き上げることで収益性を確保してきたという側面もある。米国の変額年金調査統計サービス（VARDS®）によれば、現在、600の変額年金のうち596が何らかの死亡保障を付加しており、122が最低年金支払額を保証しているという⁸。ところが、ITバブルの崩壊に端を発

⁶ インデックス型定額年金は文字通り定額年金であり、変額年金のようにSECへの登録は必要ではなく、また、その販売もSEC及びNASDの監督下に無い。しかし、実態的には変額年金と同じ登録販売員が販売しているケースも多く、NASDも注意を払っているものと思われる。

⁷ http://www.state.il.us/ins/Life_Annuities/equityindex.htm、http://www.nasdr.com/02_products_01.htm

⁸ National Underwriter, 2002/8/5

する株式市場の低迷によって、この保障部分が生命保険会社に債務として発生し、収益の大きな圧迫要因となってきた。

変額年金が急拡大した 1990 年代は、米国株式市場が好調であった時期でもあり、このような時期と各種保障の充実との時期が重なってしまったことにより、相当規模のリスクを保険会社が結果的に抱え込んでしまったのである。これまで見てきたように、年金に付随する保障は保険の通常の死亡保障という要素だけでなく、投資リスクの保障という側面を大きく持っている。株式市場の下落によって、投資リスクを十分にヘッジできていなかった会社による追加費用の計上(準備金、引当金の計上)が最近相次いでいる状況にあり、2002 年の生命保険会社の決算はこのために過去 5 年で最悪となるという予想もある。格付機関は、変額年金ビジネスに大きく依存する保険会社の格付を引き下げの方向で見直しており、ニューヨーク州では適切なヘッジ手当てがなされているかを確認するために保険監督当局の検査が実施された⁹。

生命保険会社が十分なリスク・ヘッジができなかった理由としては、①90 年代の右肩上がりの株価が投資リスクの判断を甘くした可能性、②新規参入などによる販売競争の激化による手数料競争(価格競争)、③ヘッジが困難であったことなどが考えられる。

図表 5 は、変額年金の情報を提供するウェブサイトで紹介されている死亡保障の充実している変額年金上位 5 つについて、その手数料体系を比較したものである。表のオプション A は、通常、標準の保険関連費用(1.25~1.5%程度)に含まれている保障内容なので全ての商品において手数料はゼロであるが、その他の保障オプションについて、かなり積極的なプライシングを提供している状況が把握できるであろう。

図表 5 変額年金の死亡保障と手数料の比較

	オールメリカ	スカンディヤ	ING	ケンパー	サンライフ・カナダ
オプションA 標準死亡保障	支払い保険料(解約手数料控除)	支払い保険料(解約手数料控除)	支払い保険料(解約手数料控除)	支払い保険料(解約手数料控除)	支払い保険料(解約手数料控除)
オプションB	毎年の契約応当日の価値のうち一番高い額	毎年の契約応当日の価値のうち一番高い額もしくは年5%の保証増加額	毎年の契約応当日の価値のうち一番高い額	毎年の契約応当日の価値のうち一番高い額	毎年の契約応当日の価値のうち一番高い額
オプションC	年5%(日々複利)の保証利回り	毎年の契約応当日の価値のうち一番高い額もしくは年7.2%の保証増加額	年7%(日々複利)の保証利回り	年7%(日々複利)の保証利回り	年5%(日々複利)の保証利回り
オプションD	A、B、Cのいずれか高い額を保証		最大7つの死亡保障オプション中で一番高い額を保証	A、B、Cのいずれか高い額を保証	A、B、Cのいずれか高い額プラス40%を保証
フィー	オプションA:ゼロ オプションB:ゼロ オプションC:ゼロ オプションD:0.25%	オプションA:ゼロ オプションB:0.30% オプションC:0.50%	オプションA:ゼロ オプションB:0.15% オプションC:0.35% オプションD:0.45%	オプションA:ゼロ オプションB:0.15% オプションC:0.30% オプションD:0.35%	オプションA:ゼロ オプションB-D 1つ:0.15% 2つ:0.25% 3つ:0.40%
年齢制限	80歳の誕生日以降の契約応当日で保証額を確定	80歳の誕生日以降の契約応当日で保証額を確定	80歳の誕生日以降の契約応当日で保証額を確定	90歳の誕生日以降の契約応当日で保証額を確定	80歳の誕生日以降の契約応当日で保証額を確定

(出所) 4MyRetirementPlan.com より野村総合研究所作成

⁹ National Underwriter, 2002/8/5

③については、一般勘定と異なり変額年金の資産配分が契約者によって決定され、保険会社のコントロールが及ばない点がヘッジを困難なものとしたということが考えられる。図表6は生命保険会社のポートフォリオを一般勘定と特別勘定に分けてみたものであるが、90年代、株式市場の好況とともに特別勘定による株式投資は急速に拡大している。リスクが他人によってカバーされるのであれば、契約者が高いリスクを取って高リターンを狙うのは至極合理的な行動ともいえよう。

図表6 米国生命保険会社の資産ポートフォリオ

	一般勘定資産		特別勘定資産	
	1990	2000	1990	2000
債券	59.4%	70.4%	32.3%	13.6%
株式	4.7%	4.9%	43.5%	79.1%
モーゲージ	21.3%	11.2%	2.3%	0.5%
不動産	2.5%	1.2%	7.2%	1.1%
契約者貸付	5.0%	4.9%	0.0%	0.1%
現金	0.4%	0.2%	0.3%	0.1%
その他	6.6%	7.2%	14.5%	5.5%
資産残高(10億ドル)	1,248	2,058	160	1,127

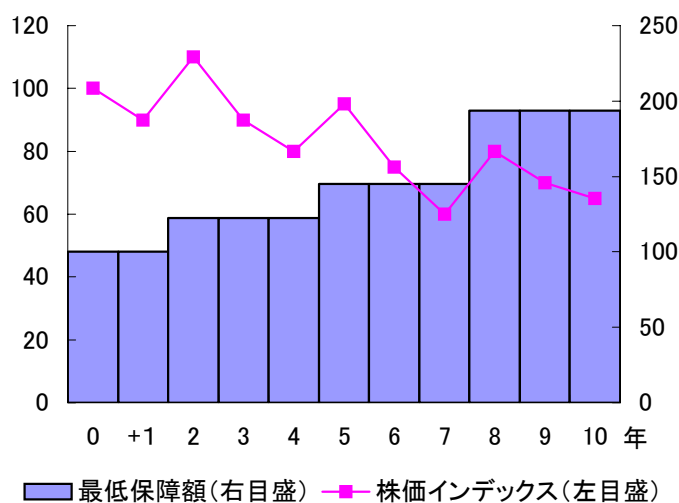
(出所) ACLI

また、インデックス型定額年金は変額年金と違って、契約者が投資を選択することができないため保険会社にとってリスク・ヘッジはより簡単と思われるが、利回りがインデックスの騰落率に連動する一方で下落についてはラチェットで回避されているような仕組みの商品では、インデックスの価格が上下した場合に、保証価値がどんどんと切り上がっていくということが生じうる(図表7)。

このような複雑なリスクをヘッジするために生命保険会社は先物やオプション、SWAPといった金融デリバティブを駆使する一方で、リスク全てを丸投げする方法、具体的には他の保険会社に再保険をかけるという方法も利用されてきた。しかし、株式市場が不安定となりリスクが増大するに連れて、この種の再保険の引受から撤退する再保険会社が相次ぎ、現在では再保険を手当てすることが非常に困難な状況となっている。95年から98年にかけて積極的に再保険を引き受けた後、このビジネスから撤退したシグナは、最近の株価の下落によるリスクの高まりにより、そのポジションを再ヘッジするために多額の損失の計上を強いられたという報道もある¹⁰。

¹⁰ The Wall Street Journal, 2002/9/6、<http://www.prnewswire.com/micro/CIH>

図表7 株価とインデックス型定額年金のラチェット保障額の関係(例)



(注) 当初の株価インデックス及び最低保障額を 100 とし、その後、インデックス価格が乱高下した場合を想定。連動率は 100% とする。

(出所) 野村総合研究所

本来、変額年金の基本的な商品コンセプトは、契約者が自由に投資の中身を選択できる代わりに、投資に失敗したときには自己責任として保険金や年金の額が減少するというものであった。また、契約者の資産は完全に保険会社の資産から分離されており、保険会社のビジネス・リスクからも完全に遮断されているというのが特徴であった。ところが、各種保障が拡充されるに連れて、変額年金の契約者は保険会社の支払能力やヘッジ能力に依存するリスクを多く取るようになってきているのである。

今後株価の低迷が継続した場合には、保障に関して積極的な価格設定を行っていた会社やシグナと同様に再保険を引き受けている再保険会社において、こうしたリスクが顕在化し、より大きな問題となるという指摘もある¹¹。こうした中で、一部の保険会社においては、リスクに応じたフィー体系を構築する動きもある。例えば、保険関連費用をサブアカウント毎に徴収する形態とし、リスクの高い株式投資信託からはより高いフィーを徴収するなどである。

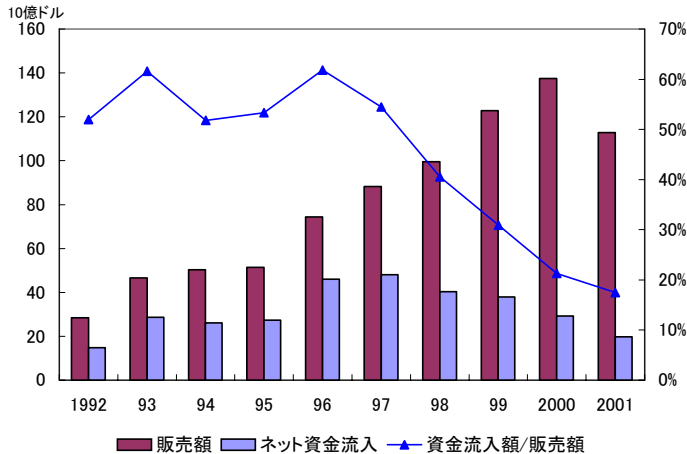
2) 乗り換え販売の問題

もう一つ変額年金に関連して問題となっているのが、販売員による契約者に対する過剰な回転売買の推奨である。図表 8 は変額年金のグロスの販売額とネットの資金流入額を見たものである。長期貯蓄を目的とする商品性とは裏腹に、販売額に占める新規資金の割合は低下を続け、90 年代の中頃までの約半分に対して、近年ではわずか 2 割が新規の資金流

¹¹ The Wall Street Journal, 2002/9/6

入で残りの8割が乗り換えによる販売となっている。

図表 8 変額年金への純資金流入の状況



(出所) VARDS, Financial Research Corp, Cerulli Associates 資料より野村総合研究所作成

変額年金の販売業者は通常、販売に際して保険会社から手数料（コミッション）を得ている。手数料は商品によってまちまちだが、3~5%というのが一般的な水準である。保険専門雑誌などでは、6%~8%という販売手数料の高さを売り物にして保険会社が自社の商品を宣伝する広告もみられる。変額年金の販売業者は NASD への登録が必要で、乗り換え販売等についても厳しい監督がなされているが、中には手数料確保を目的として顧客に回転売買を促す者もある。

変額年金は販売手数料を契約者から直接徴収しない代わりに、早期の解約に際しては解約手数料を徴収している。保険会社は、販売業者へ支払う手数料や書類の作成・処理など販売に関わる費用を毎年顧客から徴収する保険関連費用から支払っており、会計上も、販売時にかかった費用を毎年少しずつ支払うように処理している。したがって、販売費用を回収できずに損失が発生することを避けるために、保険会社は早期解約に対して解約手数料を徴収している。解約手数料を課す期間は7年程度で、1年目7%から毎年1%ずつ低下していくというのが一般的である。解約手数料のことを緊急的な繰延販売手数料(contingent deferred sales charge)と呼んでいる会社もある。

この解約手数料の存在により、短期間で何度も乗換えを行った場合、契約者の資産は大きく目減りすることとなり、さらには、新契約扱いとなることで解約手数料が課される期間が新たに初年度から開始することになってしまう。保障の内容を変更したり投資できる投資対象（投資信託）のラインナップを変更した新商品の度重なる投入や、最近ポピュラーとなっている、新規加入者に対して10%、20%といった高利回りを1年目だけ保証するボーナス・クレジットという販売手法¹²が乗り換えを促す要因となっている。

¹² 多くの場合、権利発生までに期間（10年間など）を設定しており、途中で解約するとこのボーナスを受

また、変額年金はキャピタル・ゲイン課税を年金の受け取りまで繰り延べることができるというメリットがあるが、米国では他社の商品への乗り換えの場合にもこのメリットが継続できるよう税制の手当てがなされており¹³、乗り換えをさらに助長する要因にもなっているという指摘もある。

SEC や NASD は、販売業者に対して行き過ぎた乗り換えの勧誘を行わないように指導しており、投資家に適切な情報を開示せずにより乗り換えを奨めた販売員やその管理者に対して SEC による提訴や行政処分も実施されている¹⁴。また、NASD は契約者に対しても、ホームページで警告を促すなどの対応を取っている¹⁵。

4. 日本における変額年金市場の萌芽

1999 年 4 月に外資系の ING 生命が初めて変額年金の販売を開始して以来、生命保険各社の変額年金商品の投入が相次いでいる。これまで生命保険会社は年金商品としては定額年金を提供してきたが、近年は低金利と共に利回り面での魅力が低下したこともあり、年金商品の販売をあまり積極化させてこなかった。一方で、わが国でも高齢化の進展や相次ぐ年金基金の破綻などにより、個人の老後に備えた貯蓄への関心は確実に高まってきている。年金商品と投資商品の性格を組み合わせた変額年金は、保険会社がこうしたニーズに応えられる商品としてわが国でも注目されつつある。

現在までのところ、米国で実績のある外資系保険会社が積極的な販売活動を行っており、2000 年から日本で変額年金の販売を開始したハートフォード生命の 2002 年 3 月末までの累計保険料収入は 900 億円、スカンディア生命は同 380 億円に達している。既存の保障を中心とする保険マーケットは既に飽和の状況にあり競争も激しいため、外資系企業は新規かつ成長する市場として年金マーケットに注目しているのである。

変額年金の販売チャネルについては、その投資商品としての性格上、既存の営業職員による保険販売チャネルとは別にするケースも多い。1999 年 4 月より証券会社による保険商品の販売が解禁されたこともあり、投資商品の販売経験が豊富な証券会社が代理店として利用されるケースも多くなっている。証券会社を利用して販売する商品では、変額年金の投資対象として既存の投資信託¹⁶を採用しているものも多い。

け取る権利が無くなるような仕組みとなっている。

¹³ 関連する税法からセクション 1035 転換と呼ばれている。

¹⁴ 最近のケースとしては、販売員に対するものとして *In re Raymond A. Parkins, Jr., Securities Act of 1933 Release No. 8055, January 18, 2002*、Litigation Release No. LR 17591, SEC v. Gregory P. Waldon, June 27, 2002、また、マネージャーの販売員に対する監督責任を問うものとして *In re Donna N. Morehead, Securities Exchange Act of 1934 Release No. 46121* がある。

¹⁵ www.nasdr.com/alert_02-01.htm

¹⁶ 変額年金の特別勘定向けに設定される私募投信。中には運用方針などを実際に公募で売られている投資信託に合わせたミラー・ファンドと呼ばれるものもある。

また、2002年10月からは銀行窓口で販売できる保険商品の範囲が拡大され、年金商品の販売も解禁されている。各社新商品を相次いで投入しており、マーケットが急速に拡大することが予想される。既に銀行による保険販売が定着している米国においても、銀行の取り扱う保険商品の中では年金商品がその中核となっている。米国では主に定額年金の販売が中心であるが、わが国では低金利下で、利回り面で魅力的な定額年金を提供できないこともあり、変額年金を銀行チャネルを利用した年金商品の中心商品として位置付け、各社積極的な展開を図っている（図表9）。

ただし、わが国では変額年金自体が生命保険会社にとって新しい商品であるため、まだ商品として未整備な部分も多い。ディスクロージャーについては、保険会社の商品としては珍しく手数料を明確に開示しており、2002年10月からは投資対象となる特別勘定の情報の拡充も図られている。一方で、特別勘定が保険会社の経営リスクから完全に切り離されていない¹⁷、一部の商品では変額年金が採用しているファンドや運用機関に偏りがある、販売員の資格試験が証券商品を利用した長期貯蓄という変額年金の商品特性に必ずしも十分に対応しきれていないといった課題もある。また、日本でも保障部分の多様化が進展するきざしがみられるが、米国のように保険会社にとって保障リスクをヘッジするために必要なデリバティブ市場や再保険市場が、わが国ではまだ十分に発達していないという問題もある。

とはいえ、変額年金は、投資信託などの証券投資と保険会社の提供する保障機能を結びつけた画期的な商品とも言え、個人の間には投資信託を利用した証券投資を普及させる大きな役割を果たす可能性を秘めている商品である。先に発展した米国市場で生じている問題点を参考として、引受保険会社、販売業者の努力により、個人の貯蓄手段として変額年金が大きく発展していくことを期待したい。

¹⁷ 現在の法律では、生命保険会社が破綻した際には、特別勘定についても契約者が損失負担を強いられる。

図表9 変額年金を販売している主な生保

会社名	商品数	特別勘定種類	販売提携
アイエヌジー生命	12	5～18	証券4、銀行8
アクサ生命	1	7	証券1
アリコジャパン	3	10～14	証券2、銀行9
クレディスイス生命	2	2～4	銀行1
ジブラルタ生命	1	1～3	
スカンディア生命	3	8～25	証券2、その他1
住友生命	2	1～8	証券3、銀行93、信金216
ソニー生命	1	6	
第一生命	6	2～12	証券3、銀行60
大同生命	1	1～2	
チューリッヒ生命	1	8	
T&Dフィナンシャル生命	8	5～9	証券2、銀行7、信金1
日本生命	17	4～9	証券2、銀行86、信金94
ハートフォード生命	28	3～14	証券5、銀行18、その他4
富国生命	2	6～10	銀行1、信金約300
ピーシーエー生命	1	3	
マニユライフ生命	1	4	その他1
三井生命	1	1	証券5、銀行14、信金5
三井住友海上シティ生命	5	5～9	証券1、銀行11、信金1
明治生命	6	5～8	証券1、銀行53、信金3
安田生命	2	6～10	銀行55、信金123

(注) 商品数については、内容が同様だが名前が異なるものがカウントされているケースもある。なお、特別勘定の種類、販売提携会社の数は10月3日時点で、ホームページ等で把握可能なもののみ記載。

(出所) 各社ホームページ等より野村総合研究所作成

(井上 武)