

米国企業年金市場における GIC（利率保証契約）の現状

総合研究部 研究員 津田 真吾

＜要　旨＞

1. 通常 GIC と呼ばれる利率保証契約は、1970 年代より米国の生保会社によって開発・販売が行われてきた団体年金商品である。確定拠出型制度を中心に利用され、特に 1981 年に確定拠出型の一種である 401(k) プランが導入された後、同プランの普及と共に急速に拡大を遂げてきた。最近は生保会社の団体年金商品の新契約高のうち、約 7 割を GIC が占めている。因みに 1992 年の GIC 残高は約 1,700 億ドルに達している。
2. GIC とは、契約者である基金が生保会社に対して資金の預託を行い、一定期間を経た後に元本および予め定めた保証利息を受け取る運用商品である。債券と異なり、簿価による評価が認められること、また国債等と比べて相対的に高い保証金利を提供すること等により、特に従業員拠出を伴う 401(k) プランに支持された。同プランでは従業員本人が拠出金の投資対象を選択できるが、中でも GIC を受け皿とした利率保証口座が投資オプションとして人気を博したのである。
3. 90 年代に入り、一部の生保会社が GIC 運用の失敗により経営危機に陥り、それが既存の GIC の信用低下、そして販売の停滞という事態につながった。しかしその後、各生保会社が運用資産ポートフォリオの見直し、ALM を駆使した適切な保証利率の設定および各種リスクへの対応、そして分離勘定・シンセティック GIC といった新型商品の開発等に努めた結果、GIC は依然として代表的な団体年金商品の地位を保ち続けている。

目 次

はじめに

I. 米国企業年金制度の概要

1. 企業年金制度と生保会社

- (1) 保険型と信託型
- (2) 生保年金商品の概要
- (3) 現在の商品販売状況

2. 確定拠出型制度の拡大

- (1) 確定給付型と確定拠出型
- (2) 確定拠出型の各制度
- (3) 増加する確定拠出型制度
- (4) 401(k)プランの仕組み
- (5) 401(k)プランと GIC

II. GIC の仕組みと現状

1. GIC とは

- (1) GIC の定義
- (2) 市場規模
- (3) GIC の種類
- (4) GIC の購入者

2. GIC の構造

- (1) 契約上のポイント
- (2) 市場価格調整 (MVA) の適用
- (3) GIC に伴うリスク

3. GIC を巡る最近の動き

- (1) 分離勘定 GIC の増加
- (2) シンセティック GIC の登場
- (3) フルサービス GIC

終わりに

はじめに

GIC（利率保証契約）は、1970 年代より米国生保業界によって開発・販売してきた団体年金商品である。確定拠出型制度、特に 401(k) プランを中心に利用され、現在は生保会社が提供する団体年金商品の中心的存在となっている。

一方、最近わが国の生保業界においても、団体年金商品の見直しと共に、利率保証保険などの新商品の開発が迫られている。本稿は、米国の GIC をその参考として捉え、仕組みおよび現状について説明することを目的としている。

とは言え、米国の年金商品を知るには、まずその背景となる年金市場について理解する必要がある。例えば、米国では確定拠出型の年金基金が大きな位置を占めているなど、企業年金制度の形態がわが国と異なっており、当然年金商品の仕組みもそれに応じた形となっている。従って本稿では、企業年金制度の種類および 401(k) プランの現状、また生保会社が提供する商品全般の説明、等について述べた上で、GIC についての説明を行いたい。

なお、GIC を始めとする年金商品の分類および仕組みの解説、また統計数値の推定については、大手コンサルタントのミリマン＆ロバートソンの情報提供に基づいている。

I. 米国企業年金制度の概要

1. 企業年金制度と生保会社

(1) 保険型と信託型

米国の企業年金制度は保険型と信託型に大別される。即ち、ERISA 第 403 条においては、年金資産は、銀行信託部または弁護士や会計士等と結ぶ「信託契約」、あるいは委託者である基金スプ

ンサーが宣言して信託を設定する（つまり基金スponサー自身が信託受託者となる）「宣言信託」のいずれかの形態で保持されなければならない旨、義務づけられている。

但し、年金資産を生保会社との保険契約に基づいて管理する場合は、信託設定の義務が免除される。即ち ERISA403 条(a)項において年金資産の信託設定義務が定められているが、続く(b)項で保険契約に関する適用除外の規定が設けられている。

図表-1は保険型と信託型のシェアの推移を示したものである。歴史的にみて保険型と信託型のシェア比率はおおよそ1対3であるが、1980年代末から1990年代初頭にかけて、保険型のシェアが30%台を記録した。これは生保会社が提供するGICが大幅な伸びを見せたためである。1993年現在の比率は、保険型26%、信託型74%となっている。

図表-1 保険型と信託型のシェア推移
(単位:百万ドル)

年	1960	1970	1980	1990	1993
保険型	18,850 (32%)	41,175 (25)	166,850 (25)	695,700 (30)	825,375 (26)
信託型	40,900 (68%)	123,900 (75)	504,400 (75)	1,629,100 (70)	2,342,100 (74)

(資料) ACLI "LIFE INSURANCE FACT BOOK(1994)"より作成

(2) 生保年金商品の概要

次に、生保会社が保険型契約において提供する団体年金商品についての説明を行う。

メトロポリタン生命が最初の団体年金契約を締結した1920年代初頭から現在まで、時代の変遷と共に生保会社の提供する年金商品も、以下のように変化してきた。

① 1920~1940年代

a. 団体据置年金契約の開発・導入と普及

団体据置年金契約(group deferred annuity

contract)は、年金基金の積立ニーズを満たすことを目的として開発された商品であり、その第1号契約は1921年にメトロポリタン生命が獲得した。そしてこの契約は、1950年代に預託管理型(後述)の団体年金契約が発展するまでの間、生保会社の年金基金向けの主軸商品となった。現在では、小型の確定給付型制度向けを除き、新規契約はほとんど締結されていない。

② 1950~1960年代

a. 預託管理契約(DA)の普及

預託管理契約(deposit administration group annuity contract、通称DA)は、1920年代に開発・導入されたが、それが普及し始めたのは1950年代である。事業主が拠出する掛け金が、各加入者の退職まで1つのファンドで積み立てられる(非個人別積立)もので、退職時に年金購入を行う。団体据置年金契約に代わり、1970年代前半までは代表的な年金商品であった。

b. 分離勘定の導入と投資年度別方式の採用

預託管理契約の導入により、生保会社の年金契約は増大した。しかしこの時期に、戦後最大の株式ブームが起り、株式投資に注力した銀行信託部が、株式投資が量的に制限されていた生保会社のシェアを奪い始めた。その対抗措置として、生保会社は分離勘定の導入および投資年度別方式の採用を行った。

分離勘定については、株式投資の弾力化のため業界を挙げて要求した結果、1959年のアーカンサス州を皮切りとして、年金資産向けの分離勘定が各州で認可された。図表-2のように、1965年から10年間に、分離勘定資産の割合が全体の1%から18%へと飛躍的に伸びた。

一方、団体年金契約における投資収入の割当に関しては、1940年代までは全運用資産の利回りが一律に適用される全資産合同方式(portfolio

図表－2 団体年金契約の責任準備金の内訳
(単位：億ドル)

年	1965	1975	1985	1993
一般勘定	245	513	2,219	3,882
(%)	(99)	(82)	(75)	(65)
分離勘定	3	114	738	2,136
(%)	(1)	(18)	(25)	(35)
計	248	627	2,957	6,018
(%)	(100)	(100)	(100)	(100)

(資料) 各年の ACLI "LIFE INSURANCE FACT BOOK" より作成

method) を用いていた。しかし、1940 年代に低迷していた資産利回りが、1950 年代の金利上昇期を迎えて上がり始めたため、掛け金の預託年度の投資実績 (new money rate) を預託ファンドに反映できる投資年度別方式¹⁾ (investment year method) を導入した。これにより、上昇過程における実勢金利を反映した利回りの付与が可能となり、銀行信託部に対する競争力が強化された。

c. 即時参加保証契約 (IPG) の開発・普及

即時参加保証契約 (immediate participation guarantee contract、通称 IPG) は、預託管理型契約から発展した契約であり、その最初の契約は 1950 年に締結された。運用面を重視した最初の商品であり、預託管理契約と異なり、元本および利率保証ではなく、運用成果が直接ファンドに反映される。

即ち、事業主の拠出金は、一括して個々の事業主の勘定に払い込まれ、その中から一定割合がそれぞれ一般勘定および分離勘定に繰り入れられ運用される。そしてその各々の運用成果が事業主勘定に反映されるのである。また年金給付は同勘定より直接行われる。

1960 年代を通じて人気を博したが、1970 年代初頭の長期金利の上昇により、債券価格が下落し、IPG はダメージを受けた。以後、70 年代末から現在まで、新規契約は少ない。

¹⁾ 一般勘定資産の投資収益の割り当てに際し、年金掛け金にその投資年度に応じて実際の利回り（投資年度別利回り）を付与する方式。債券およびモーゲージ資産が対象。投資年度別利回りが全資産利回りよりも高くなっている場合に、年金掛け金の獲得において有効に作用する。

③ 1970 年代

a. 投資専用契約（分離勘定）の普及

投資専用契約 (investment only contract) とは、1970 年代に年金基金に対する純粋な運用の受け皿として開発された分離勘定契約の総称である。複数の契約者（基金）の資産を合同運用する合同分離勘定 (pooled separate account) および個々の基金の資産向けの単独分離勘定 (individual separate account) を指す。大規模な基金を中心に年金資産投資の多様化が進んだことに対応したもので、合同普通株勘定、合同債券勘定など各種が設けられている。現在、GIC と並ぶ主要商品である。

④ 1980 年代以降

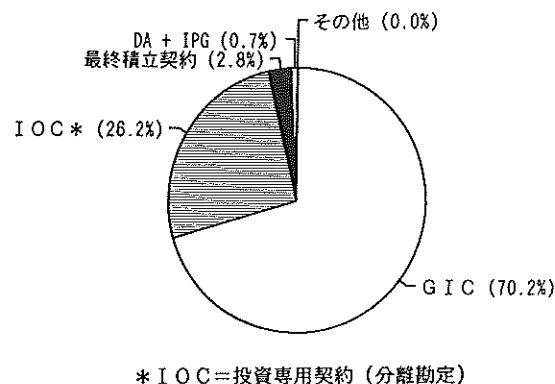
a. GIC の普及

1970 年代に導入された GIC は、1980 年代を通じ、生保会社が高利率を一定期間保証するという商品の特徴が年金基金のニーズに合致し、大幅な伸びを示した。確定拠出型の基金の支持が強く、中でも 401(k) プランの資産の約半分がこの契約に向けられている（後述）。

(3) 現在の商品販売状況

図表－3 のグラフは、1992 年における生保会社の年金商品の新契約高別内訳を示したものである。GIC が全体の 3 分の 2 以上を占め、投資専用契約を併せたいわゆる年金資産の運用型契約が、全体の 96% に達している。この他の契約、例えば DA や IPG などは、現在はほとんど販売されていない。

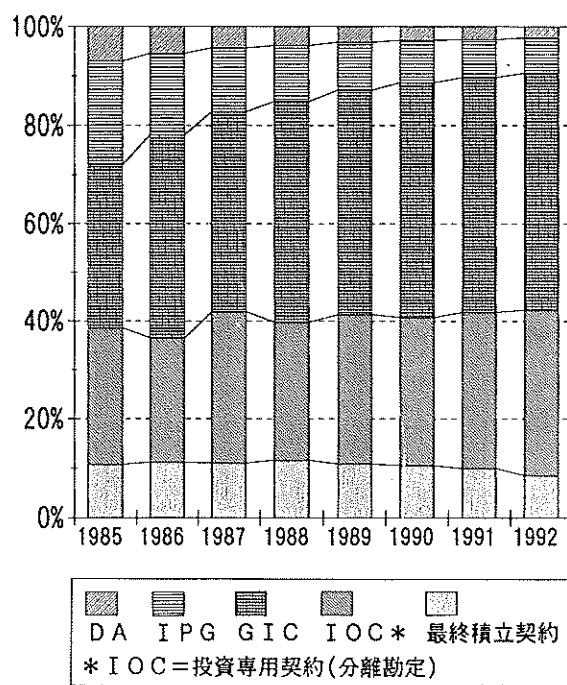
図表－3 企業年金商品の新契約高別内訳
(1992年)



(資料) ミリマン & ロバートソン

一方資産残高ベースで見ても、年々GICの割合が高まり、現在はGICが約2分の1を占めている（図表－4）。一方、DAやIPG、また団体据置年金などを併せてても10%にも満たない²¹⁾。

図表－4 団体年金商品の構成
各年度資産に占める割合



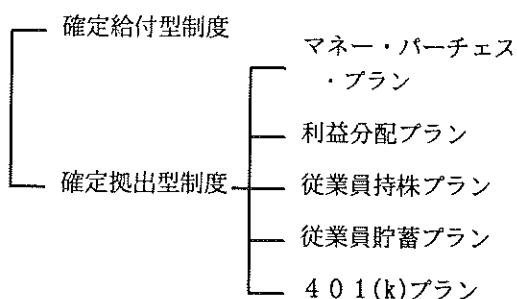
(資料) ミリマン & ロバートソン

2. 確定拠出型制度の拡大

(1) 確定給付型と確定拠出型

米国の企業年金制度は、図表－5のように確定給付型と確定拠出型とに大別される。確定給付型は年金給付額を予め定め、その給付額に見合う掛金を算定する方式、逆に確定拠出型は（従業員の給与や企業の収益等に対し）一定の掛け率を予め定め、企業または加入者（従業員）が加入者の個人勘定に拠出し積み立てられる方式である。年金の給付額は拠出金およびその運用収益により事後的に決定される。

図表－5 米国の企業年金制度



2つの制度を比較した場合、次のような違いが挙げられる。即ち、制度の加入者数は拮抗しているが、資産規模は確定給付型が全体の6割近くを占めている。逆にプラン数は確定拠出型が8割以上に達している。つまり一般的に言って、確定給付型のほうが大規模なものが多く、確定拠出型は小規模なものが多い。これは歴史的に見て、企業年金が大企業から普及し、またその当時は確定給付型が主流であったことによる。加えて、確定給付型の資産が大規模であるのは、歴史が古く、資産蓄積が進んでいるということにも因る。

(2) 確定拠出型の各制度

確定拠出型の中には種々の異なるプランが含まれ、また複数のプランをミックスして用いるケースも多々あり、実態は複雑である。以下、各プラ

²¹⁾ 団体据置年金の資産額は僅少である（1992年時点 0.1%。実額で約5億ドル）ため、グラフから除外した。

ンについて説明する。

①マネー・パーチェス・プラン (money purchase plan)

事業主が従業員の給与の一定比率を定期的に口座に積み立てるプラン。毎年据え置き年金を購入する方法と、退職時に掛金と運用収益で年金を購入する方法がある。従業員の拠出は認められない。

②利益分配プラン (profit sharing plan)

企業収益を基準に拠出金が決定されるプラン。企業利益の一部を従業員に分配するもので、任意もしくは予め定めて、給与や勤続年数等に応じ従業員の口座に積み立てる。従業員の拠出は認められない。

③従業員持株プラン (employee stock ownership plan、通称 ESOP)

企業の拠出金を原資として自社株を購入し、現金の代わりに従業員に分配するプラン。貯蓄目的に加え、従業員による経営への参加をも意図する。会社収益の分配として従業員が自社株を受けるものであり、意味合いとしては利益分配プランに類似している。従業員が税引前所得から給与控除方式で株式購入掛金を払い込むことも可能。

④従業員貯蓄プラン (thrift and savings plan)

従業員自らの選択で給与の一定率を拠出するプラン。これに対し事業主も奨励金の意味合いで、従業員の掛金と同額または一部（通常 25～50%）を上積み拠出を行う。退職時にその残高が支払われる。掛金は給与から天引きされるが、当該年度の課税所得から控除できない。

⑤401(k)プラン (Section 401(k) plan)

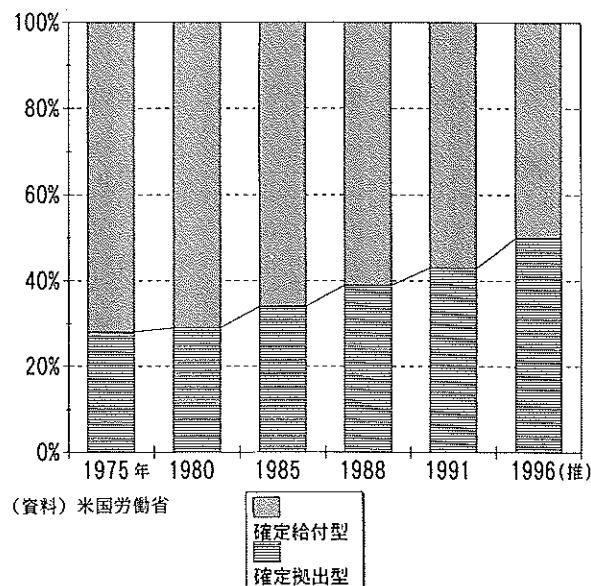
内国歳入法第 401 条(k)項に基づくプランで、1981 年に発足した。利益分配プラン、従業員持

株プラン、ERISA 制定以前に設立されたマネー・パーチェス・プランの各プランの中で、同項の要件を満たすプランを指す。つまり、利益分配プラン等、本来事業主の拠出のみの制度に対し、従業員拠出を認めたものである。仕組みおよび特徴については後述する。

(3) 増加する確定拠出型制度

米国企業年金制度における最近の動向として、確定給付型制度の伸び悩みと、確定拠出型制度の急速な拡大が挙げられる。労働省の統計によれば、企業年金全体に占める確定拠出型の割合は、資産ベースで 1980 年の 29% から 1991 年には 43% にまで拡大している。また同省は昨年、96 年中に資産額で確定拠出型が確定給付型に追いつく、との見通しを発表した。因みにプラン数の割合においても、1980 年の 70% から 84% (1990 年) に増加している。

図表－6 米国企業年金の資産内訳推移



そして確定拠出型の拡大に最も貢献したのが 401 (k) プランの導入である。

(4) 401(k)プランの仕組み

①プランの概要

401(k)プランは、従業員が在職中に、退職後の生活に備えて積立を行い、退職時まで積立金とその運用益が非課税となる節税商品である。従業員は毎月給与の一定割合を積み立て、掛金額は課税対象から除外される。年間の掛金額には上限があるがかなり高額であり、寛大な所得控除が認められていると言えよう。

積立金の引き出しについては、制限が加えられている。非課税で引き出せるのは59歳6ヶ月に達し退職するか、死亡・高度障害に陥った場合に限られており、それ以外の引き出しには10%のペナルティーの税金が課せられる。但し転職時には、積立金の残高を非課税で転職先の企業年金制度や個人退職勘定（IRA）へ移管することが可能である。

なお給付の際には、通常一時払いと年金払いの選択が可能だが、実際上は一時払いのほうが多いとされており、実質的には税制優遇の貯蓄制度として利用されている面がある。

また、同プランの利用により課税所得の減少を図ることができるが、繰入限度額が大きいため、特に高所得の役員および従業員ほどこのメリットは大きくなる。そのため各基金において、役員・高給従業員と、一般従業員のプランへの繰入率を比較し、役員等の過度の繰入を制限するADPテストが行われる。

②拠出形態

401(k)プランは、利益分配プラン等、本来事業主の拠出のみの確定拠出型制度に対し、従業員拠出を認めたものである。従業員が任意に拠出額を決定できる給与控除型の貯蓄プランであり、一定限度までは課税控除を受けられる。即ち、事業主が従業員の給与の一定割合を拠出するのに加え、従業員の掛金を事業主が控除（天引き）して制度への払い込みを行い、控除額は所得税課税の対象

から除外される。また、従業員加入を促進するため、事業主が従業員に対し、一定割合の掛金を助成（マッチング拠出）することも可能である。

なおこれらの合計の限度額は、年間報酬額の25%か3万ドルのいずれか少ない額と定められている。

③投資口座の選択

401(k)プランにおいては、通常加入者に対し、図表-7のように数種類の投資口座のオプションが設けられ、加入者はその選択が可能である。

図表-7 加入者の投資口座選択のイメージ

投資口座	事業主拠出分	従業員拠出分
利率保証口座	50%	50%
国内株式口座	25%	30%
短期金融口座	—	10%
債券口座	15%	10%
株式インデックス口座	10%	—

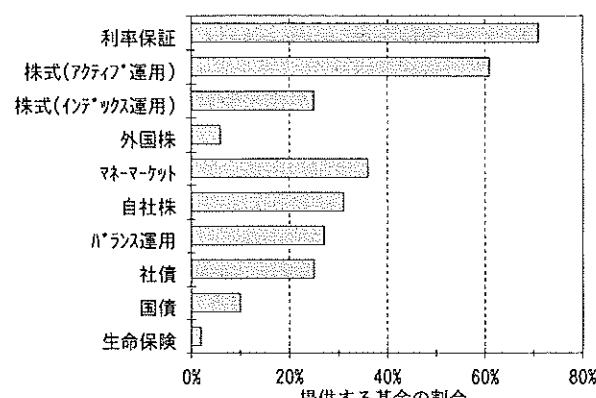
この他にもブルーチップ株式（優良株）口座や成長株口座、そして最近では各種ミューチュアル・ファンドも投資先に組み入れられており、加入者の選択の幅は一段と広がっている。

基金のスポンサーは、401(k)プランの登場により、積立資産の投資配分の役割を加入者に任せることが可能となったが、その代わりに、加入者が様々なリスク・リターンの組み合わせを選択できるように、株式口座（ハイリスク・ハイリターン）や短期金融口座（ローリスク・ローリターン）など各種の投資オプションを提供する必要に迫られた。因みに現在では、スポンサーは3つ以上の異なる投資オプションを加入者に提供しなければいけない旨、ERISAにおいて定められている。

図表-8は基金のスポンサーが従業員拠出に対しどのような投資オプションを提供しているかを示したものである。調査対象となった516基金の

中で、71%が利率保証口座を提供している。

図表-8 従業員に提供する投資オプション



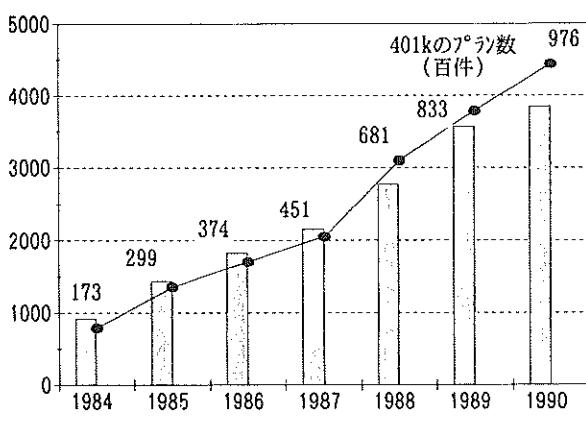
(資料) Foster Higgins

④ 401(k)プランの現状

確定給付型制度は本来的な年金制度と言われるが、企業が既存の年金制度を変更するのは手間・コストがかかることから、特に大企業の間では、確定給付型制度を補完する、第二・第三の制度として401(k)プランが広く採用されている。

401(k)プランは制度導入後急速に普及し、米国労働省の統計によると、1984年の920億ドルから1990年には3,849億ドルと、同プランの資産残高は7年間で4倍以上に増えた。またプランの件数も、1984年の17万件から90年には98万件へと上昇している。

図表-9 401(K)プラン資産残高の推移
単位：億ドル



(資料) 米国労働省

(5) 401(k)プランとGIC

図表-8の通り、投資元本に加え高利回りも保証する利率保証口座が、401(k)プランの中でニーズの高い投資オプションとなっている。そして生保会社が提供するGICが、この投資口座の受け皿の役割を果たしている。

図表-10は全米の401(k)プランの資産構成を示したものであり、全プランの資産の約50%が、GICに投資されていることが分かる。またこの結果、確定拠出型制度全体の資産構成を見ても、GICが4割近くを占めている。

図表-10 401(K)プランの資産構成
(1991年)

投資対象	401(k) プラン	(参) 確定拠出型	(参) 確定給付型
国内株	38.4%	42.4%	48.9%
外国株	0.7%	1.1%	6.6%
債券	3.3%	10.5%	28.8%
G I C	50.0%	36.6%	1.2%
不動産	0.2%	0.4%	5.9%
現預金	5.1%	6.9%	5.2%
その他	2.3%	2.1%	3.4%

(資料) Greenwich Associates

これに対し、確定給付型制度においては、1970年代後半および1980年代初頭に、GICを購入した時期があったが、1980年代前半に金利が10%台半ばから大幅に低下して1桁となり、株式の利回りに対する優位性が薄れて以来GIC市場から撤退、以後GICへの関心は総じて低い。現在の確定給付型制度の資産の中で、GICはわずか1%を占めるに過ぎない。一方債券は30%近くを占めており、確定給付型制度における確定利付投資の役割は、GICではなく債券が果たしていると言える。因みにGIC資産を保有する上位基金の顔ぶれを見ても、ほとんどのGIC資産が確定拠出型制度に属している。

以上より、米国におけるGICは、確定給付型ではなく確定拠出型、特に401(k)プランに支え

られて成長してきた、と言えよう。

II. GIC の仕組みと現状

1. GIC とは

(1) GIC の定義

GIC は、生保会社が年金基金からファンドの投資運用を一定期間（通常は 2～10 年）、元本および一定利率を保証して受託し、満期時に元利金を支払う契約である。利払いが毎年行われるケースもある。因みに保証利率の水準は、米国債の利回りプラスアルファである（図表-11）。また特定の事由以外の期限前解約については、生保会社は支払計算において市場価格調整（market value adjustment、MVA）を行うことが多い。

図表-11 最近の GIC レート

	1年満期	3年満期	5年満期
最高レート	5.90%	7.00%	7.33%
最低レート	5.79%	6.62%	6.93%
平均レート	5.85%	6.81%	7.14%
上位25%レンジ	5.90-5.90%	7.00-6.94%	7.33-7.26%
対国債スアレット*	+0.03	0.26	+0.37

（注）経費控除後（ブローカー・コミッション無し）、一時払い型 200 万～500 万ドル、年利払いの GIC につき、東部時間午前 10 時 30 分までの提示レートを集計。

（資料）Wall Street Journal Jun 26, 1996

GIC を提供する生保会社は、米国債を上回る保証利回りに自社の取り分である利鞘を乗せた利回りを実現しなければならない³⁾。そのためモーゲージ担保証券や私募債を中心とした長期債により運用が行われる。1980 年代後半には、各社が高利回り提示による GIC 受託競争に走り、その保証利回り実現のために過度のジャンク債および不動産関連投資を行い経営危機を招いた生保会社も見受けられた。

* GIC 契約にかかる費用は、別途基金から徴収するよりも、保証利回りに反映される場合が多い。

これらの生保会社の GIC を保有していた契約者の中には、一時的に元利金支払いの凍結等を被る者も現れ、GIC の安全性に対する懸念が高まった。その結果、生保会社はリスク管理の向上を迫られると共に、契約者側も、GIC の提示利回りに加えその発行体の信用度も購入時の検討対象となつたのである。

登場以来 20 余年を経た現在、年金基金の様々なニーズに対応した結果として、多種多様な GIC が市場に登場している。無配当の一括払込・一括満期という基本形の他に、払込に一定のオープン期間を設けた GIC、有配当の GIC、また分離勘定を利用した GIC なども現れている。

日本語では利率保証契約と訳されることが多い GIC は、Guaranteed Interest(または Investment) Contract の略称で、「契約期間にわたる元本および予め定められた利率の完全な保証」を行う商品を意味している。この結果、通常時価で評価される株や債券などと異なり、GIC は簿価により評価され、財務報告書に記載される。

また、その商品性、そして基金と生保会社との私的な直接交渉により契約が成立するために、「債券（私募債）」との類似を指摘されるが、GIC は生保会社の団体年金保険契約の範疇に入る保険契約であることが、司法の判断においても認められている。GIC はあくまでも保険契約の一種であり、GIC の購入者は保険契約者として扱われる。それ故、生保会社が破綻した場合には、保険契約者である GIC の購入者の優先順位は、一般債権者（私募債の購入者等）よりも高位となる。

(2) 市場規模

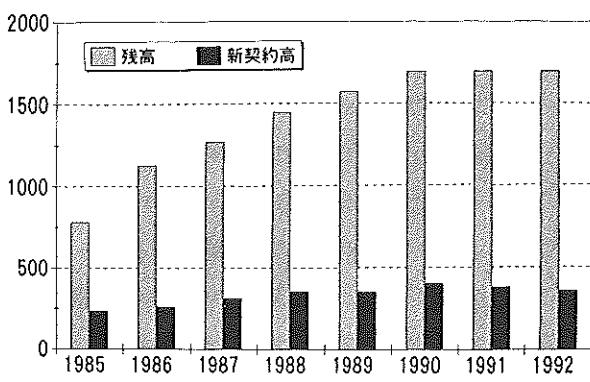
GIC が登場したのは 1970 年代初頭であるが、大手生保では 1973 年のエクイタブル生命が最初とされている。1970 年代前半の金利上昇に対応するために開発された商品であり、1970 年代後半から 1980 年代前半にかけての高金利の追い風

を受けて、生保会社の受託シェア拡大に貢献した。特に確定拠出型制度の増大と共に、同制度にマッチしたGICの残高は順調に増加した。

しかし、1980年代に一貫して伸び続けていたGICの残高は、1990年代に入り頭打ちとなる。複数の生保会社が1980年代末にGIC運用に失敗し、GIC戦略の見直しを余儀なくされたことが主な原因と考えられる。エクイタブル生命のGIC市場からの撤退はその代表的なケースと言えよう。しかし伸びにかけりが見えたとはいっても、依然生保会社にとって、GICが年金市場における中心商品であることに変わりはない。

生命保険マーケティング調査協会（通称LIMRA）の統計（ミリマン＆ロバートソン修正）によると、1992年のGICの新契約高は約360億ドル、また同年末のGIC資産残高は約1,700億ドルであった⁴⁾。新契約高は1990年に最高を記録して以来、漸減している。

図表-12 GIC 資産の推移
(単位: 億ドル)



(資料) LIMRA, ミリマン & ロバートソン

(3) GIC の種類

① GIC の基本的分類

GICの分類には、掛け金の払込方法、配当の有無等によって様々な切り口が考えられる。

- 一時払・一括満期型 または 分割払・部分解約対応型
- 有配当 または 無配当
- 一般勘定 または 分離勘定

一般的に「伝統的GIC」と呼ばれるものは、無配当で一般勘定において運用されるGICを指しており、GICの大部分がこのタイプである。一時払・一括満期のものと分割払・部分解約対応のものとがある。

また、GIC自体の分類とは別の切り口で、運用だけを提供するGICと(investment only GIC)、運用の他に加入者記録管理など基金が必要とする全てのサービスを提供するGIC(full-service GIC)とに分けることができる。本稿ではGICと言えば前者を意味し、後者については別に「フルサービスGIC」と呼ぶこととする⁵⁾。以下、「伝統的GIC」を始めとする各種GICは、フルサービス以外のGICの分類である。フルサービスGICについては後述する。

この他に、無配当のGIC(一般勘定)や分離勘定GICというタイプもある。各種GICについての簡単な説明を行う。

a. 伝統的GIC(一時払い型)(Bullet Traditional GIC)

もっとも代表的なGIC商品。一定期間、保証利率を付与し、預託金を契約時に一括して払い込む形を取る。保証利率は契約時の市場金利を参考に決定され、また保証期間は通常2~10年で、現在は3年のものが人気が高いとされている。元本にかかる利息は、契約時の利率で再投資され、

⁴⁾ GICの統計については、省庁等の公的機関や米国生保協会(ACLI)が正式な数値を発表していないため、民間のアンケート調査によるものが中心となっている。そのため出所毎にかなり数値にばらつきが見られる。

⁵⁾ 加入者の運用オプションとして利率保証口座を提供するフルサービス契約を指す(ミリマン&ロバートソンによる定義)。

満期時に一括して償還する方法と、定期的にその支払いが行われる方法がある。1970年代後半の高金利時代にGICが人気を博した時期には、このタイプが主流を占めていた。

ほとんどの一時払い契約が、満期前の引き出しについては市場価格調整を行うことを条件としているが、基金に籍を置く職員の死亡、障害、退職または解雇については簿価での引き出しを認める場合が多い。

b. 伝統的 GIC（ウィンドー型）(Window Traditional GIC)

預託金を一括して払い込むのではなく、一定期間に分割して払い込むもの。払込期間終了後は、通常1～4年の保証期間が設定されている。払込時だけでなく、解約についても一部中途解約が認められるケースがある。保証利率に関しては、契約時の利率がそのまま全期間用いられるケースや、払込期間中の市場金利の平均を算出し、その後の保証期間の利率とするケースなど、様々である。利率保証に加えて払込・解約面での融通性を提供することから、このタイプは401(k)プランにより利用されている⁶⁾。

一時払い型と同様、期限前支払オプションを伴う契約における簿価での引き出しは、死亡、障害、退職等について認められ、その他の理由による引き出しの場合は市場価格調整が行われる。

c. 有配当型 GIC(Participating GIC)

契約時に保証利率を設定するが、一定期間後に利回りが保証利率を上回っている場合にはその差を配当として支払うもの。保証利率は隨時（通常1年毎）投資結果を反映して見直される。GIC取引に占める割合は小さい。

d. 分離勘定 GIC(Separate Account GIC)

1990年前後に登場した、比較的新しい商品。伝統的GICと異なり、分離勘定において預託・運用が行われる。その他に以下の特徴を持っている。

- 通常、満期日が決められていない。
- 保証利率が定期的（通常毎年）に見直される。利率は前期の分離勘定の投資実績を勘案し生保会社が決定する。

即ち、再設定された利率は、次回の再設定までの期間のみ有効である。前回の投資結果が保証利率を下回った場合、生保会社はその損失を埋め合わせるために、（市場競争力を考慮した上で）新しい利率を下げることにより調整を行う。但し、元本については保証（つまり最低保証利率は0%以上）する。

なお最近、デリバティブを応用した新型のGIC関連商品（通称シンセティックGIC）が注目を集めている。分離勘定GICおよびシンセティックGICの仕組みについては後述する。

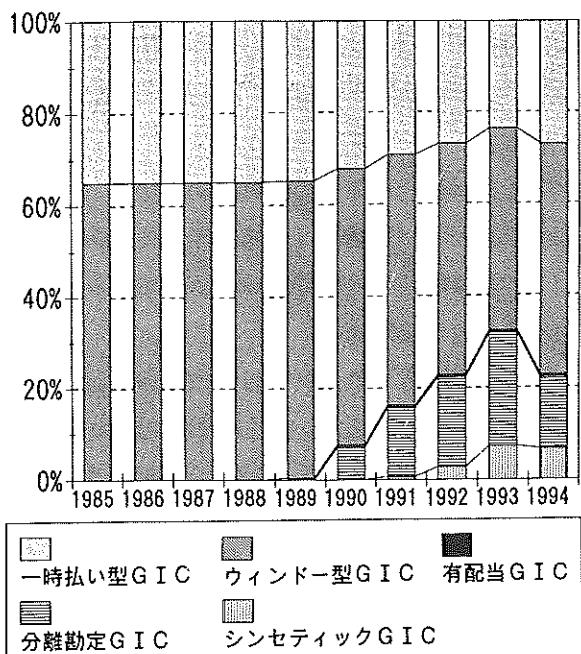
図表-13は伝統的GICを始めとする各種GICの毎年の新契約高内訳を示したものである。分離勘定GICやシンセティックGICなどの新型のGICは、1990年代に入って登場した。93年まで順調に成長し、同年にはGIC全体の30%を占めるに到ったが、翌94年にはややそのシェアを落としている。有配当のGICは、1980年代末に登場したが、人気のない状況が続いている。

図からも分かる通り、一貫してウィンドー型GICが主流となっている。これは既に説明した通り、拠出および払戻において柔軟性のあるウィンドー型が確定拠出型制度の基金のニーズにマッチしているためである。

因みに資産残高ベースで見た各種GICの内訳

⁶⁾ ウィンドー型GICでは払込に一定のオープン期間を設けており、従業員拠出分が毎月の給与から天引きで積み立てられる401(k)プランの構造に適している。

図表-13 GIC 商品の推移
各年度売上に占める割合



(資料) ミリマン & ロバートソン

(1994年) は、一時払い型 27%、ウィンドー型 51%、有配当型 1%、分離勘定型 17%、シンセティック型 4% となっている。一時払い型とウィンドー型とを併せた伝統的 GIC が全体の 8 割近くを占めている。

(4) GIC の購入者

① GIC の契約プロセス

GIC は主として確定拠出型制度、特に 401(k) プランにより活用されている。典型的な基金の購入プロセスは以下の通り。

- 基金のスポンサーは生保会社に対して、将来の預託金（新規の予想積立金または現在の口座保有分の満期金額）についてのレート提示の要求を行う。
- その際、スポンサーは預託金額および期間の他に、制度の概要、つまり他の投資オプションの種類、預託金の引き出し規定、キャッシュフローの履歴情報等を生保会社に提供する。
- 上記の情報を基に生保会社は各種リスクの分

析を行い、また予め仕込んである GIC 用の資産（私募債等）を確認し、当該基金に対するレートの提示を行う。

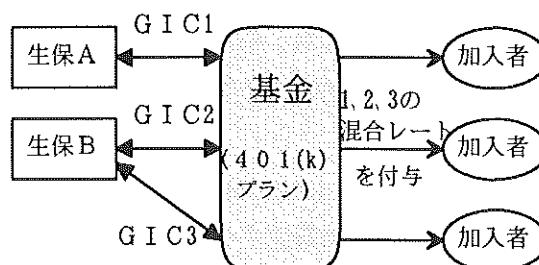
- 通常、基金スポンサーは競合する数社のレートの提示を受け、提示利率や発行体の信用度等、各種条件を考慮し選択を行う。

② GIC の組み合わせ

基金のスポンサーは通常複数の（異なる生保会社が発行する）GIC を購入し、最適な GIC の組み合わせを図っている。例えば、基金の定める預託金の引き出し規定に対応するため、各種のウィンドー型 GIC を加える一方、中途引き出しは不可能だが保証金利の高い一時払い型 GIC もポートフォリオに組み込むといった行動を取る。但し、GIC の選択および GIC の組み合わせの管理は、スポンサーの代わりに高度な手法を持つ GIC ファンドマネージャーが行うケースが多く見られる。

そして最終的に、加入者が利率保証口座において保証される金利は、複数の GIC を単一化した混合レート（blended rate）となる。また種々の満期・条件の GIC の上に成り立っているため、定期的に（通常は毎年）見直される。

図表-14 GIC の組み合わせ



2. GIC の構造

(1) 契約上のポイント

① 手数料支払方法の確認

手数料は保証利率に反映されるケースが多いが、別途基金から支払を受ける場合もある。請求から

一定期間支払がない場合は、預託金より遅延利息と共に差し引く旨、定めているものもある。

②保証利率に関する規定

伝統的 GICにおいては、契約書上で契約期間と共にその間の保証利率が明記されており、利率変更の規定は存在しない。これに対し分離勘定 GICなど、一定期間毎に利率を見直す契約の場合は、その具体的な再設定の方法が定められている。

③預託金額に関する規定

一時払い型の場合、預託金額が契約書に明記される。一方、追加的な払込を予定されるウインドー型では預託金額の最低限度額および最高限度額が定められており、この範囲でのオープン期間中の払込が認められる。

④中途払戻に関する規定

満期時に、これまで積み立てられた預託金の100%を契約者に返還する規定については、GICの種類を問わず共通であるが、中途解約時の取り扱いは契約によって異なる。大別すると①預託金100%の払戻、②市場価格調整を加え、預託金に所定の調整（減算）を行う、のどちらかであるが、市場価格調整の適用事由や計算方法については、様々なパターンが存在する。

⑤ウインドー期間に関する規定

ウインドー型 GICの場合、ウインドー期間を契約書に明記しておく必要がある。また、預託金の最低限度額が定められているにもかかわらず、ウインドー期間中に同限度額に達しなかった場合は、基金はその損害（達していたと仮定した場合との差額）を支払うものとされている。

⑥年金購入オプションの提供

GIC は本来、発行者と契約者（基金）との運

用契約であるが、基金の加入者に対する年金購入のオプションを契約に含めるケースが多い。提供される年金の種類は、終身年金、確定年金（5、10、20年）、連生年金、等。通常、給付月額の最低限度が設けられている。

(2) 市場価格調整（MVA）の適用

市場価格調整の適用事由および計算方式は GIC の契約内容により様々である。

(適用事由の例)

- 中途払戻の場合は常に市場価格調整が適用される（但し基金の終了など、払戻事由により計算方法は異なる）。
- (a)基金加入者が退職、障害、死亡等により給付資格を得た場合に、支払のため契約者が要求する中途払戻、(b)基金加入者の意志による、競合しない投資オプション（株式投資等）への移管のため要求する中途払戻、の 2 つの場合を除き、市場価格調整が適用される。

(計算方式の例)

- $\{(\text{払戻要求時の市場利回り}) - (\text{契約時の市場利回り}) + \text{ペナルティーの金利} \} \times (\text{払戻日から満期日までの年数})$ の計算結果に払戻時の積立残高を乗じた額が、調整額となる。但し払戻額の上限は積立残高である。
- 払戻要求時の積立残高について、満期時における将来価値を求める（保証利率を使用）。その将来価値を払戻時まで割り引いた額が、払戻額となる。割引率は下の 3 つの中で最高のレートである。
 - (A) 国債利回り + 250 ベーシスポイント
 - (B) 国債利回り × 1.20
 - (C) 当契約の保証利率

両方の例とも、市場価格調整が適用されるケースでは、コスト面を考えると実際に中途払戻の要

求を行うのは難しい設定となっている。

(3) GIC に伴うリスク

① GIC の失敗による生保危機

1991年、エグゼクティブ生命、ミューチュアル・ベネフィット生命といった中堅生保会社が相次いで破綻し、各州監督官の管理下に入った。その主な原因は、GIC の高金利実現のために、過度の高リスク資産への投資を行い、保有資産の質が低下したためと見られている（前者はジャンク債投資、後者は不動産関連投資に傾斜）。

加えて、大手のエクイタブル生命が、同時期に GIC 事業で多額の損失を計上したことが知られている。同社についても上記 2 社と同様、GIC の高金利実現のためにモーゲージやジャンク債へ過度の投資を行ったことが原因である。因みに 1980 年代後半には、同社の責任準備金中の 4 割以上を GIC が占めていた。70 年代後期から 80 年代前期にかけて、GIC のリスク・コントロールが未熟であったため、GIC に傾斜していた生保会社の中には、上記の如く破綻する例も散見された。

その結果、エクイタブル生命のように GIC から撤退した生保会社もあるが、なお多くの生保会社が GIC を扱っている。現在も GIC に力を入れている生保会社は、慎重な投資および契約引受、リスク・コントロールの行き届いた商品デザイン、また適切な資産負債管理（ALM）を行うことにより、GIC のリスクをコントロール可能とみなしている。

GIC の主要リスクは、預託金固有のリスク、その投資対象となる資産（債券）固有のリスク、そしてその両者の関係から生じる。GIC の負債即ち預託金および投資資産のキャッシュフローを予測するため、ほとんどの生保会社は ALM を採用している。資産と負債が予測通りに推移し、資産の投資利回りが保証利回りを超えるれば、生保会社にとっての利鞘が確保され、利益が発生す

る。その逆に、資産および負債のフローが予測と異なったり、投資利回りと保証利回りの逆転が生じたりすると、生保会社に損害を与えることになる。

② リスクの種類

GIC においてはその構造が複雑なものが多く、下記の如く種々のリスクが存在する。これらのリスクを完全に避けることは不可能であるが、生保会社はリスクをコントロールまたは最小化する方法を模索してきた。

a. 資産デフォルトリスク

GIC の投資資産からの利払いが遅れる、または支払われない等、デフォルトを起こすリスク。対策として、投資資産の信用度についての慎重な分析・監視に努めている。

b. タイミング・リスク

保証利回りが最初に顧客に提示される時期から、顧客からの預託金が投資に回される時期までに金利が低下するリスク。また、契約上の保証金利にマッチする資産を入手する前に、預託金を低金利の短期資産に投資せざるを得ない場合も、リスク発生の可能性がある。対策としては、ヘッジを利用し、タイムラグによる金利変動の影響の排除など。

c. 再投資リスク

GIC 預託金が当初に投資された資産からの運用収益が、GIC 契約時に設定した利回りで再投資されないリスク。例えば金利低下局面において予想以上の期限前償還が発生し、その預託金が GIC の満期まで予定水準で再投資できないケースが考えられる。

d. 価格リスク

GIC 資産の市場価格が、顧客が簿価での払戻

を受ける時点の必要額を下回るリスク。

再投資リスクと共に、キャッシュフロー・ミスマッチリスクと言い換えられる。つまり、GICのキャッシュフローとその対象資産のキャッシュフローが完全に一致しない限り、リスクを完全に避けることは不可能である。

これらのリスクを最小化するために、GIC資産のポートフォリオ管理において「イミュナイゼーション」と呼ばれる方式が用いられている。イミュナイゼーションは、投資期間即ちGICの保証期間と、GICの投資対象である債券（ポートフォリオ）のデュレーション⁷⁾を合わせることにより行われる。これにより金利変動によるGIC資産（債券）への影響の最小化を図り、投資リスクを回避することが可能となる。

e. 預託金リスク

ウィンドー型GICへの実際の預託金額が想定金額から離れた場合に生じるリスク。例えば、市場金利の低下時に、相対的に魅力が高まったオープン期間中のウィンドー型GICへの預託金額が当初の想定金額を超えた場合、生保会社は想定金額に対する資産しか準備しておらず、従って保証利回りをカバーするのに十分な運用を行えない、というリスク（逆に市場金利の上昇時に、預託金額が想定金額を下回り、生保会社が余分な低金利資産を抱え込むケースもある）。

f. 引き出しリスク

実際の預託金からの引き出し額が想定金額から離れた場合に生じるリスク。例えば、金利上昇によって、GICよりも魅力が高まった他の投資オプションに移すための引き出し額が、想定金額よりも多くなれば、生保はその差額を捻出するため想定外の資産売却および流動化を行わなければな

らない。

上記の2つのリスクは、いずれも市場金利の変化によるGICの預託金への流入および預託金からの流出の過程で発生するリスクである。市場金利の水準と預託金の保証金利との比較により、契約者および従業員が逆選択を行うことに起因する。

両リスクとも、商品設計によりコントロールされる。預託金リスクについては、例えばウィンドー期間中に流入した預託金に関しては、保証利率をその流入時の市場金利の加重平均とする、あるいはウィンドー期間中の上限額および下限額を予め定め、期間終了時に預託金残高がその範囲から乖離した場合はペナルティーを取る等の対策を行っている。

一方、引き出しリスクについては、顧客の意志による他の投資オプションとの過度の移管を防ぐことがリスクの低減につながる。生保会社はこのリスクに関し、GICと競合する短期金融商品ファンド等の投資オプションへの移管を制限したり、または制度上加入者の投資オプションの変更回数を制限する⁸⁾よう勧めることにより、コントロールを図っている。

3. GICを巡る最近の動き

(1) 分離勘定GICの増加

①登場の背景

1991年のミューチュアル・ベネフィット生命およびエグゼクティブ生命の倒産は、従来型のGICの信用低下という事態を招いた。共にGICの高利率実現のためにハイリスク投資に傾斜した結果、資産内容の悪化を招き経営危機に陥った。そして州の保険監督庁が両社を引き継いだときにGICの契約者への支払いが一時凍結されたことから、GICの発行体の信用度に対する不安が基

⁷⁾ 債券の将来価値（元本+クーポン収入+再投資収益）が金利の変動に影響を受けない売却のタイミングを指す。即ちデュレーション時点における債券の将来価値は金利の上下にかかわらず一定である。

⁸⁾ 但しERISAにおいて、基金スポンサーは加入者が最低四半期に一度は投資内容を変更できるよう設定しなければならない旨定められている。

金スポンサーの間に広まった。従来、GICは一般勘定で運用されていたが、資産内容の悪化が直接GICの安全性に影響したのである。

分離勘定GICは、従来型GICの信用低下による一般勘定離れへの対策として開発された商品である。

②分離勘定GICの特徴

分離勘定GICの特徴については、以下の4点が挙げられる。

a. 商品安全性の向上

従来型GICでは、一般勘定で資産運用を行い、その資産の悪化が結果として発行体である生保会社の信用低下を招いたのに対し、分離勘定GICではGICの資産を発行体の資産（一般勘定）から分離し、発行体の信用状況から切り離している（この点については後述）。

b. 投資対象の選択強化

従来型GICでは、ジャンク債や不動産関連などハイリスク資産への投資が多用されていたが、分離勘定GICでは、信用度が高くかつ高金利のパススルー証券への投資が行われている。具体的な投資対象はファニーメイ（連邦住宅抵当金庫）債を始めとするモーゲージ担保証券の他、AAA／AAの高格付けの社債・私募債等。

c. 運用リスクの投資家への移転

従来型GICでは、原則として保証利率は設定時から満期時まで一定であったが、分離勘定GICでは、下記の要因を勘案して年毎など定期的に見直しを行う。

- GIC資産のポートフォリオの運用成果
- 個々の資産の格付け変化による資産価額の変動
- モーゲージ等の資産の期限前償還

これにより、生保会社は長期間に渡る高い利率

保証の提供を回避することができる（つまり投資家に対する運用リスクの移転が可能）。但し長期間の保証を行わない分、発行体の利鞘は従来型GICよりも薄くなる。

d. オープンエンドの継続型

一定期間が経過して保証利率の見直しを行う際、契約者が新利率を受け入れる限り契約は継続する。またその際に新規預託金を契約に加えることも可能である。従って基金側としては新契約にかかるコストを節減できる。

③保証レートの再設定

分離勘定GICの保証レートは、従来型GICのように長期間同一レートを用いるのではなく、年毎または四半期毎といった短期間で再設定が行われる。

通常は、再設定時の市場金利に、預託金の簿価と時価とを比較して調整を加えたものが用いられる。簿価が時価に比べて目減りしている場合には、その分市場金利よりも低いレートが次回の保証レートとなる。

なおマイナスの再設定レートはなく、市場の動向に関係なく元本は常に保証される。

④安全性に対する懸念

分離勘定GICではその資産が発行体の一般勘定から切り離されており、その点がこの商品の最大のセールスポイントとされている。しかし一方、発行体即ち生保会社が支払不能に陥ったとき、分離勘定GICの資産が本当に安全なのかという点は疑問の余地がある。一般に、分離勘定は債権者から隔離されていると考えられているが、実態は各州の保険監督官および裁判所の判断により分かれるのが実状のようである。そして現在の所、分離勘定GICに関する司法の判断は未だ下されていない。

(2) シンセティック GIC の登場

①シンセティック GIC とは

シンセティック GIC は、元来は銀行など生保以外の金融機関が生保会社の伝統的 GIC や分離勘定 GIC に対抗するために開発したものである。銀行は従来、生保会社の GIC に対抗するために、銀行投資契約（Bank Investment Contract、通称 BIC）⁹⁾を販売し、ますますの実績を収めていた¹⁰⁾が、BIC も信用性に対する懸念など GIC と同様の課題を抱えており、新たな保証性商品を開発する必要に迫られたのである。

シンセティック GIC とその他の GIC との最大の違いは、シンセティック GIC の運用資産の所有権が契約者にあり、運用資産は契約者名義のカストディ（保管銀行）アカウントにおいて保管される点である。GIC 資産の所有権が生保会社に移転しないため、契約者である基金は生保会社の経営危機によるデフォルトを心配する必要がないわけである。

シンセティック GIC においては、生保会社自身は GIC 資産の運用・管理を行わず（投資顧問会社等の資産マネージャーが行う）、簿価保証（book value wrapper）のみを提供する。簿価保証とは、契約者に対する即時簿価支払（Benefit Responsive）の保証を指すが、それは契約者に対しプット・オプションを売る¹¹⁾行為に例えられる。このプット・オプションにより、契約者はシンセティック GIC の資産を、簿価で生保会社に売却することができる。

実際のキャッシュフローにおいては、解約時に GIC 資産の市場価格が簿価を下回った場合、生保会社はその差額を基金に対して補填する。いずれにせよ、この契約における生保会社の役割は、契約者である基金が GIC 資産を現金化した際、市場価格の変動にかかわらず簿価での受け取りを

保証することである。例えば金利上昇時に、年金給付を行うため GIC 資産である債券を売却する場合、生保会社は市場価格調整分（下落した債券の市場価格と簿価の差額）の穴埋めを行う。

また簿価保証という提供サービスの性質上、提供する生保会社は AAA／AA といった、高格付けを取得している場合が多い。

②シンセティック GIC の仕組み

シンセティック GIC の種類により、GIC の仕組みは異なる。シンセティック GIC はバイ・アンド・ホールド型（パッシブ型）とマネージド型（アクティブ型）とに大別される。現在は後者がシンセティック GIC の中心となっている。

前者の仕組みは単純であり、基金が購入した一つの証券（高格付けのモーゲージ担保証券等）について、その満期まで即時簿価支払の保証を提供するものである。つまり満期以前の証券売却時に生じる売却損を、生保会社がカバーする契約であり、契約者（基金）と生保会社との 2 社間で締結される。

一方マネージド型のシンセティック GIC は、より複雑な仕組みであり、通常は以下の 2 つの契約から成り立っている。

○ 資産運用契約

契約者（基金スポンサー）と投資顧問会社等の資産マネージャーとの GIC 資産の運用契約。契約者が自ら運用を行うことも可能だが、通常は資産マネージャーを用いることが多い。

○ 簿価保証契約

契約者とシンセティック GIC の発行体である生保会社との簿価保証契約。簿価保証を行うにあたり、生保会社は GIC 資産の運用ガイドラインを契約者と交わし、資産マネージャーはこれに従い運用を行う。

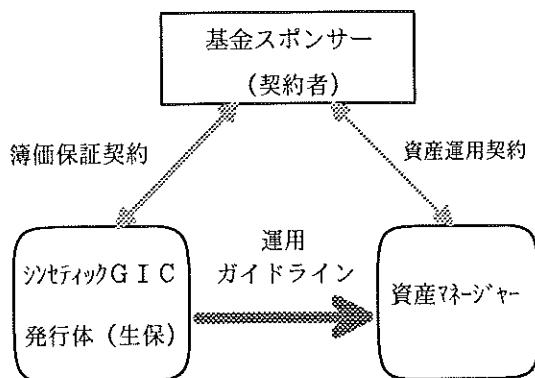
⁹⁾ GIC と同様満期までの利率が保証されるが、ペナルティー無しで自由に引き出し可能な点は GIC と異なっている。譲渡性預金（CD）に類似した商品。

¹⁰⁾ 1988 年の新契約高は GIC 約 300 億ドルに対し BIC 約 40 億ドル。

¹¹⁾ 但しこの場合はいわば偶発的（Contingent）オプションであり、プット行使の決定は簿価と市場価格との関係ではなく、死亡・退職による基金からの脱退等、「偶発的」な要因による。

つまり、シンセティック（合成）GIC という通称は、それまでの GIC では生保会社が担っていた元利保証および資産管理などの業務を各々異なる機関が担当し、それを合成して一つの契約を形成していることに由来すると思われる。

図表-15 シンセティック GIC の構造



シンセティック GIC の構造の中で、生保会社が関わるのは簿価保証の部分のみであり、生保会社から見たシンセティック GIC は完全なフィー・ビジネスである。GIC 資産の購入・売却には関係なく、基金からは簿価保証のための手数料を受け取る。

手数料の計算は、基金のプット行使の可能性と GIC 資産の市場リスクの両方を参考に行われる。契約者のプット行使の可能性が低い、つまり安定したキャッシュフローの履歴を持つ基金で、運用対象が比較的短いデュレーションの GIC 資産（ポートフォリオ）の場合と比較して、キャッシュフローが予測できない基金が契約者で、GIC 資産が長期のデュレーションを持つ場合は、2倍以上の手数料を課すこともあり得る。キャッシュフロー等のリスクの度合いにより、生保会社が契約締結を諦めるケースもある。また、高格付けの資産が運用対象になるとは言え、資産のデフォルト・リスクは従来型の GIC と異なり契約者が負うため、手数料はその分従来型より安くなる。

なお従来型の GIC では元本に加え一定利率の

保証も行われるが、シンセティック GIC においては元本の即時簿価支払のみを提供するケースが多い模様である。また利率保証を行う場合でも、分離勘定 GIC のように、1年など、一定期間毎に見直しを行うのが普通である。

シンセティック GIC の満期については、バイ・アンド・ホールド型では GIC 資産の証券の満期に併せて設定される。またマネージド型では5年を満期とするものが多いが、仮に5年であっても1年毎に更新の権利を契約者に与え、契約終了の申し出がない限り自動更新されるものや、特に満期を定めず、資産ポートフォリオのデュレーションを一定に保ち続けるエバーグリーン型と呼ばれるものもある。

③運用ガイドラインと運用手法

生保会社は通常、シンセティック GIC を引き受けるにあたり、一定の運用ガイドラインを作成し、これを GIC 資産のマネージャーが遵守することを契約成立の条件とする。これに沿った運用をしている限り、資産マネージャーは完全に独立している（但し月刊のレポートを生保会社に提出）が、違反が発覚した場合はシンセティック GIC 契約自体が終了する。

運用ガイドラインの項目は、具体的には、認められる運用対象の一覧と格付け、各運用対象の GIC ポートフォリオ中のウェイト上限、ポートフォリオ・デュレーションのガイドラインそしてパフォーマンスのベンチマークの指定等である。

資産マネージャーの目的は、このベンチマークのパフォーマンスを超えることである。例えば、自分の担当する GIC ポートフォリオについては、基本的にはある債券ポートフォリオ・インデックスの構成に合わせているが、モーゲージ担保証券の現在の価格が低すぎると判断すれば、同インデックスにおける同証券の現在のウェイトよりも増やすといった調整を繰り返していくわけである。

なお、対象となる資産も、従来型 GIC の資産

から変化している。従来型における中心であった不動産関連投資やジャンク債は分離勘定 GIC では姿を消し、高格付けの社債およびモーゲージ担保証券が運用対象となったが、シンセティック GIC においては、新しいタイプのモーゲージ担保証券である PAC 証券¹²⁾、またトリプル A の資産担保証券等が中心となっている。

図表-16 各種 GIC の比較

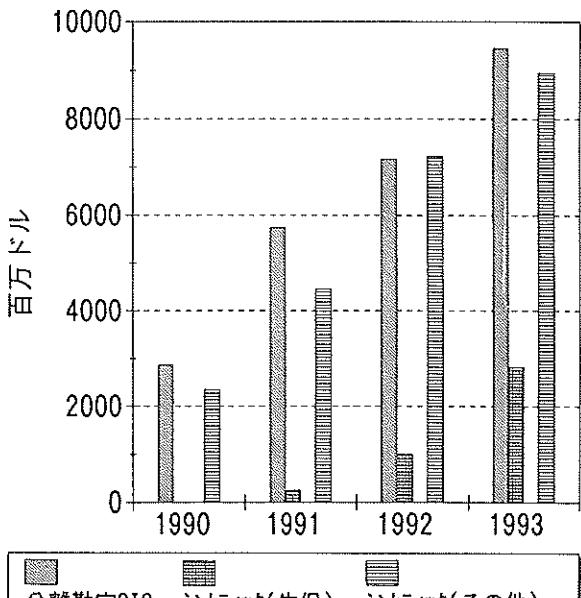
項目	従来型 GIC	分離勘定 GIC	シンセティック GIC
運用資産の保有者名義	発行体である生保会社	同左	契約者である基金
運用資産対象	不動産関連、モーゲージ、債券（ジャンク債含む）等	高格付の社債・私募債、モーゲージ担保証券等	左記のうち、特にPAC証券、トリプルAの資産担保証券
運用資産の保管先	生保会社の一般勘定	生保会社の分離勘定	投資家名義のカストディ勘定
保証利率	元利保証。利率は契約期間中、固定	元利保証。利率は一定期間毎に見直し	元本保証。利率保証は任意（一定期間見直し）
契約期間	固定	通常は不定（自動継続）	固定または不定（自動継続）

④シンセティック GIC の販売状況

図表-17 は分離勘定 GIC およびシンセティック GIC の販売状況の推移を示したものである。両者とも順調に成長していることが窺えるが、1993年時点では、生保会社が提供するシンセティック GIC は、新型 GIC の中では未だマイナーな存在であると言えよう。

生保会社がシンセティック GIC の販売でやや出遅れた原因は、ニューヨーク州保険庁がシンセティック GIC について、生命保険に当たらないのではないかという疑義を呈し、1994年にサーキュラー・レター第9号により生保会社が同 GIC を引き受けることを禁止した経緯がまず挙げられる。しかし翌1995年、同保険庁は方針を180度転換し、サーキュラー・レター第12号により生保会社のシンセティック GIC の取り扱いを許可

図表-17 新型 GIC の新契約高



(資料) ミリマン & ロバートソン

することとなった。これを受けてニューヨーク州所在の生保会社も徐々に販売を開始している模様である。

(3) フルサービス GIC

①フルサービス GIC の概要

運用に特化している投資顧問会社などに比べ、生保会社は運用から数理・給付管理まで総合的なサービスを提供できる特色を持っている。その特色を生かしたのがフルサービス GIC で、運用サービスのみならず、基金が必要とする全ての管理サービスを提供する。大部分の契約が確定拠出型制度向けであり、401(k)プラン向けの商品が中心である。主に小規模の基金で活用されている。

フルサービス GIC では、生保会社は加入者への投資オプションの他、制度設計サービス、加入者記録管理（レコードキーピング。個々の加入者の勘定残高を定期的に報告）等を提供する。投資オプションについては、通常、GIC と運用資産

¹²⁾ Planned Amortization Class bond。通常のモーゲージ担保証券と異なり、担保の期限前返済率が一定の範囲内であれば、その元本は、予め定められたスケジュールに従い償還される。従って通常の債券と同様、将来のキャッシュフローが確定している。

毎の分離勘定（合同運用）を組み合わせてアレンジする。例えば、投資オプションとして利率保証口座に加え、分離勘定の株式口座等を提供する形を取る。保証利率については、毎年または四半期毎に区切り、その期間に払い込まれた預託金には共通の利率を付与するパターンが多い。

②販売状況

1980年代後半以降、フルサービス GIC の残高は順調に増加しているが、小規模の基金を対象としているためか、まだそれ以外の GIC と比較すると少額である。因みに 1992 年のフルサービス GIC の残高は 225 億ドルである（それ以外の GIC の残高は 1,620 億ドル。共にミリマン＆ロバートソン調べ）。

終わりに

現在、GIC は生保年金商品の主体となっており、新契約高の約 7 割を占めている。その背景には、一言で言えば「年金契約から運用契約への変遷」という米国生保の商品戦略の変化があると言えよう。

即ち、戦前から銀行信託部と団体年金の受託競争を続けてきた生保会社は、伝統的な年金契約である団体据置年金契約から、戦後は DA そして IPG という資産運用を重視した商品にその中心を移していった。そして 1974 年の ERISA 制定以後、投資顧問業者が団体年金の運用受託分野で勢力を伸ばし始めてからは、生保会社は資産運用業務をより重視し、投資顧問子会社の設立等の戦略に加え、分離勘定そして GIC の導入と、いわゆる運用契約の開発・販売へ注力した。現在の生保年金商品は、ほぼ GIC と分離勘定であると言っても過言ではない。

この変遷の背景には、年金制度の仕組み自体の変化があろう。確定給付型制度から確定拠出型制

度への流れは、当然ながら生保商品にも大きな影響を及ぼしたが、特に 401(k) プランの登場は、結果的に、GIC および運用対象別の分離勘定の増大に大いに貢献した。

90 年代後半に入りても、依然 401(k) プランの勢いは衰えを見せていない。GIC は同プランの中心的な運用手段であり、加入者からの支持も強く、今後もその役割を担って行くだろうと思われる。

わが国においても、年金資産が増加する一方で投資のボラティリティが高まってきたことから、年金資産の運用に対する関心が高まり、投資メニューの多様化を求める動きも活発になってきた。

加えて、確定給付型制度の維持が将来的に不確定なコスト負担を派生しかねないと懸念を持つ産業界では、従来の確定給付型に加えて確定拠出型の年金制度の採用を真剣に検討し始めるなど年金制度自体も多様な展開を見せようとしている。

このことは、年金資産の運用が今後ますます制度の特性、成熟度合、資産規模等を踏まえながら最適のリスク・リターンを選択するという方向に進んでいくことを意味し、投資選択の幅にも一層の拡がりを見せていくことになるであろう。こうした年金市場の動向を考えると、確定拠出型に対応した商品として米国で発展を遂げてきた GIC が、新しい年金商品のスキームとして関心を集めしていくものと思われる。

ニーズに応じた多彩な投資メニューを提供していくことは受託機関の課題であるが、同時にリスクとリターンをどう調和させるかも重大である。特に、GIC のような商品の場合は、一定の保証性を保つつゝ、投資商品として魅力を持たせていく必要があることから、リスクとリターンの適切なマッチングがその鍵を握る。それだけに、ALM の手法および各種リスクへの対応、そして市場価格調整の設定等、本稿で紹介した GIC の仕組みは、今後の年金商品を考える際に示唆するところが多いと言えよう。

(参考文献)

古瀬正敏(1989)、「アメリカ生保会社の新経営戦略」、東洋経済新報社

中浜 隆(1993)、「アメリカの生命保険業」同文館

ダン M. マックギル／ドナルド S. グラブス,
Jr. (田村正雄監訳) (1988)、「企業年金の基礎」、
ぎょうせい

佐藤元彦、「GIC の商品構造と新たな展開」、
生命保険経営 1995 年 11 月号

大塚英明、「保護される『保険契約者』の範囲」
(文研叢書 14 「諸外国における生命保険会社の破綻事例にみる法的諸問題」(1996)の第 6 章)、生
命保険文化研究所

Kenneth L.Walker (1992), "Guaranteed
Investment Contract Second Edition", Business
One Irwin

Thomas J.Nash, "An Overview of 'Synthetic-
GICs'", Journal of Compensation and Benefits
1995

George W.Fenn,"Monograph Vol. No.14
(1994)-GIC Alternatives: Contract Structure,
Risk Sharing and Asset Composition", The
GIC Association

Best Week, "Synthetic GICs: Narrow-Margin
Products That Aren't Risk-Free for Insurers",
May 31, 1994