

# 保険・年金 フォーカス

## アメリカでの新たな年金の普及

### 第4の年金は、変額年金にとって代わるか？

保険研究部 主席研究員 篠原 拓也  
(03)3512-1823 tshino@nli-research.co.jp

#### 1—はじめに

アメリカでは、近年、個人年金の販売に大きな変化が生じている。2022年以降の金利上昇を背景に、定額年金の販売量は急増した。反面、変額年金の販売は減少している。

そのような中で、2010年に登場した新たな年金であるRILA(Registered Index-Linked Annuity, 登録指数連動型年金)が、年々販売量を伸ばしている。伝統的年金としての定額年金、指数連動型年金、変額年金に対して、RILAは、第4の年金と呼ばれるまでに存在感を高めつつある。

本稿では、この新たな年金を中心に、アメリカの個人年金について見ていくこととしたい。その動向は、日本の貯蓄性商品市場でも参考になることが期待される。

#### 2—アメリカにおける年金販売

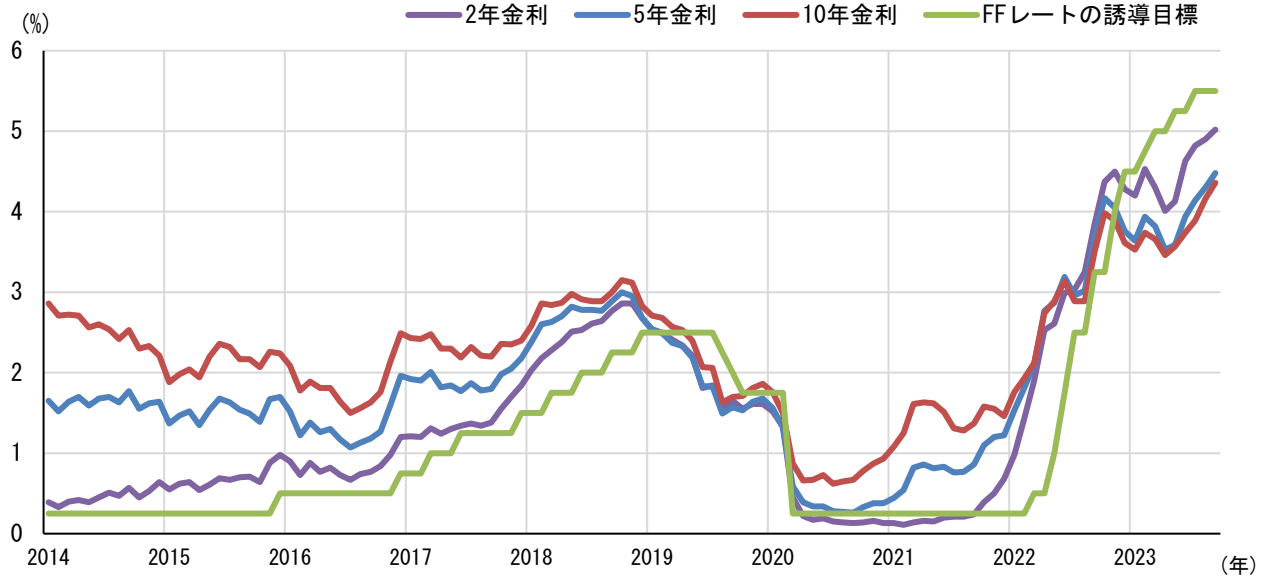
まずは、最近10年間のアメリカでの金利の推移と個人年金市場の動向について、簡単に見ていくこととしたい。

##### 1 | アメリカでは2022年に金利が上昇

一般に、アメリカの金利推移をみる際、代表的なものは財務省証券金利やフェデラルファンドレート(FFレート)とされる。フェデラルファンドは、連邦準備銀行に預金を持つ金融機関の間で資金融通を行う市場で、無担保コール市場だ。そこで形成される金利がFFレートとなる。アメリカの金融政策の方針を決める連邦公開市場委員会(FOMC)は、政策金利として、FFレートの誘導目標を示している。

最近の2年・5年・10年の財務省証券金利と、FFレートの誘導目標の推移をみると、2022年に急ピッチで上昇してきたことがわかる。その背景には、インフレ対策があった。2023年に入り、インフレの勢いがやや弱まったこともあり、政策金利の引上げペースも緩んでいる。現在は、物価の落ち着きとともに、政策金利引上げの打ち止めが見通される局面となっている。

図表1. アメリカの金利推移（月平均）



※ 「投資環境データ」（野村総合研究所）等をもとに、筆者作成

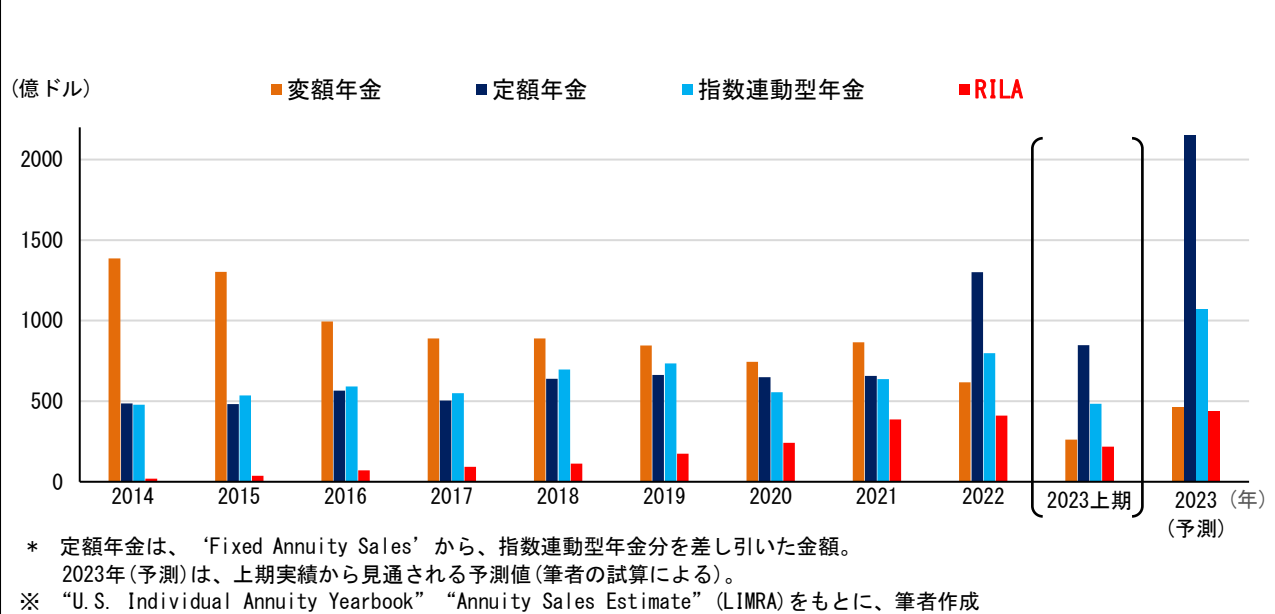
## 2 | RILA は変額年金にとって代わるか？

アメリカでは、変額年金の販売が2000年代に拡大した。しかし、2010年代以降は減少傾向にある。2022年以降は販売量がさらに減少した。

一方、定額年金の販売はほぼ横ばいで推移していたが、2022年には急増した。2023年も前年を上回る勢いで販売が進んでいる。それとともに、指数連動型年金の販売も伸びている。

2022年以降、RILAの販売も増加傾向にある。アメリカでは、変額年金からRILAへ販売がシフトしつつあると言え、2023年には両者の販売量は拮抗するものと予測される。将来的には、貯蓄性の変額商品として、RILAは変額年金にとって代わる可能性があるものと見られる。

図表2. アメリカの年金販売量の動向



\* 定額年金は、「Fixed Annuity Sales」から、指数連動型年金分を差し引いた金額。

2023年(予測)は、上期実績から見通される予測値(筆者の試算による)。

※ 「U. S. Individual Annuity Yearbook」 「Annuity Sales Estimate」 (LIMRA) をもとに、筆者作成

### 3—RILA の特性

アメリカでは、2010年にRILAが登場した。RILAを取り扱う保険会社の数は、2013年時点では4社に過ぎなかったが、その後徐々に増えて、2023年には17社となっている。タイプの異なる、複数のRILAを販売している保険会社もある。本章では、RILAとはどのようなものか、見ていこう。

#### 1 | 第4の年金の呼び方は定まっていない

実は、第4の年金RILAには、保険会社によって、いくつかの呼び方がある。RILAの他に、「構造化年金(Structured Annuity)」、「指数連動型変額年金(Indexed Variable Annuity)」、「バッファ年金(Buffer Annuity)」といった呼び方である。いずれも、同じ年金商品を意味している。本稿では、LIMRAの統計等で一般的に用いられている、RILAと呼ぶことにする<sup>1</sup>。

#### 2 | RILA のリスク・リターンは指数連動型年金と変額年金の間にある

伝統的年金に対して、RILAは、リスク・リターン特性でどのような位置にあるのか？それを簡単にまとめたのが、つぎの表だ。契約者のリターンが何に基づくか、という点では、指数連動型年金と同様、あらかじめ定められた株価等の指数に基づくことが一般的だ。ただし、指数が上昇した時に契約者が受け取るリターンは、変額年金のようなフルリターンではないが、指数連動型年金よりも大きくなりうる。逆に、指数が下落したときのリスクとして、指数連動型年金のような元本保証はないため元本割れとなることもあるが、変額年金のようにすべてのリスクを契約者が負うわけではない。

RILAは、顧客のリスクを限定的な水準にとどめながら、リターンを増加させる、ミドルリスク・ミドルリターンの商品と位置づけられる。

図表3. 各年金商品のリスク・リターンまとめ

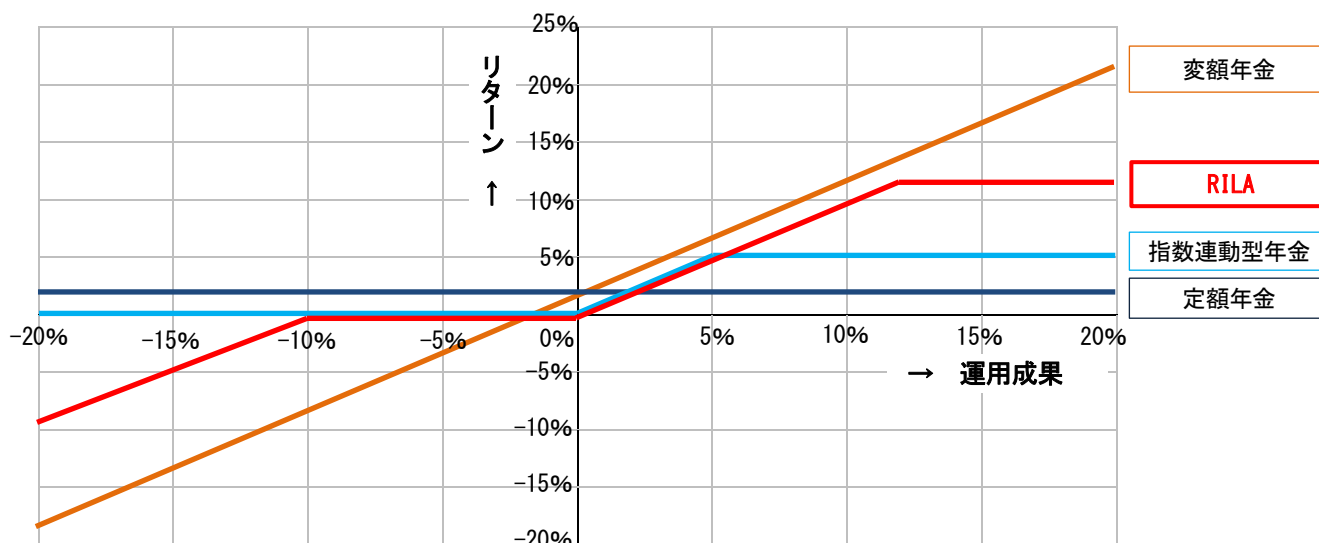
	定額年金	指数連動型年金	RILA	変額年金
運用成果の指標	保証された金利	株価等の指数	株価等の指数	専用ファンドの運用成績
運用好調時	固定のリターン (+配当)	限定的なリターンにとどまる	一定のリターンを確保できる	フルリターンを確保できる
運用不調時	固定のリターン (リスクなし)	元本が保証される (元本割れリスクなし)	部分的なリスク (元本割れリスクあり)	フルリスクを負う

※ “Intro to Structured Annuities” Andrew Phillips (2019 SOA Annual Meeting, Session 175)等を参考に、筆者作成

3種類の伝統的年金と、RILAの指数などの運用成果と、契約者が受け取るリターンの関係を図示すると、つぎのとおりとなる。(以降、この図を「運用ーリターン図」と呼ぶ。)

<sup>1</sup> 「[構造化年金のアメリカでの普及ー第4の年金は、どういう特徴を持っているのか?](#)」篠原拓也(基礎研レター, 2020年6月9日)では、タイトルにもある通り、「構造化年金」としているが、本稿では、名称として、RILAを用いることとする。

図表 4. 各年金の運用－リターン図



※ “Intro to Structured Annuities” Andrew Phillips (2019 SOA Annual Meeting, Session 175) を参考に筆者作成

変額年金(オレンジ)は、単純な右肩上がり、運用成果が上がるにつれて、契約者のリターンが増える。定額年金(藍色)は、単純な横線で、運用成果によらず、契約者は一定の利率(図では2%)を受け取る。指数連動型年金(水色)は、運用成果がマイナスでもリターンが元本保証される一方、リターンに上限(図では5%)が設けられていて、運用成果が上限を超えてもその上限までしかリターンを受け取れない。

そして、RILA(赤色)は、指数連動型年金の元本保証と上限に変更を加えたものとなる。RILAが、変額年金と指数連動型年金の間のリスク・リターン特性をもつことがわかる。

#### 4—RILAの細部設定

図表4でみたとおり、RILAは従来の年金に比べて、複雑な運用－リターン図を持っている。実は、図表4に示したものは、RILAの代表的な例に過ぎない。商品開発においては、さまざまな細部設定を行って、バリエーションを持たせることができる。簡単に、その内容を見ていこう。

##### 1 | 運用成果を判定するまでの期間は、1年や2～3年、6年とするなど商品によりさまざま

RILAの運用は、一定期間ごとに運用成果を顧客価格に反映して、これを繰り返していく形式をとる。そこで、運用期間を何年にするか、という問題が出てくる。各社の商品を見ると、運用期間1年のタイプを用意しているものが多い。そのうえで、2年、3年、6年などの期間で運用するタイプを提供している保険会社もある。

##### 2 | 指数は株価指数を用いるものが中心

資産運用の指数として、代表的な株価指数であるS&P 500や、小型株指数のRussell 2000を用いることが一般的となっている<sup>2</sup>。このほかに、一部の保険会社の商品では、金地金や不動産をベースとした上場投資信託の価格指数を用いるものもみられる<sup>3</sup>。

##### 3 | 運用不調時の契約者保護として、バッファ方式とフロア方式がある

<sup>2</sup> S&P 500に連動する商品は、多くの保険会社で採用されている。

<sup>3</sup> SPDR Gold Shares ETFや、iShares U.S. Real Estate ETFに連動する商品を提供している保険会社もある。

RILAは、運用が不調な場合には、ある程度、そのしわ寄せが契約者に行く仕組みとなっている。契約者保護の方法として、大きくバッファ方式と、フロア方式がある。

#### (1) バッファ方式

運用成果がマイナスの場合でも、それが一定範囲にとどまる場合は、元本を保証する。一定範囲を超えるマイナスの場合は、一定範囲だけ会社が保証し、超過分は契約者が負担する。

たとえば、10%バッファに対して、運用成果が-8%の場合は、元本保証されるため契約者負担はない。一方、運用成果が-18%の場合は、10%を超過した8%分が契約者負担となり、-8%の利回り(資産は92%に目減り)となる。

#### (2) フロア方式

運用が不調の場合でも契約者の負担が際限なく大きくならないよう、契約者の価格に反映する運用成果の下限を設けるもの。運用成果が下限を下回る場合、契約者のマイナスは、下限までにとどめる。

たとえば、10%フロアに対して、運用成果が-8%の場合は、フロアに達していないのですべて契約者負担となり、-8%の利回り(資産は92%に目減り)となる。運用成果が-18%の場合は、フロアに達しているため、契約者負担は-10%分だけとなり、-10%の利回り(資産は90%に目減り)で済む。

バッファ方式の場合は、10%~30%の範囲内でバッファ水準が設定されることが多い。フロア方式の場合は、10%の範囲内で水準が設けられることが一般的。2010年のRILA登場時はバッファ方式のみであったが、2013年よりフロア方式の導入が始まり、近年は、両方式の導入が拮抗している。

### 4 | 運用好調時に契約者に付与する利回りは、キャップ方式が多い

運用成果がプラスの場合、契約者価格への反映方式として、キャップ方式、組入割合方式、運用トリガー方式が考えられる。現在販売されているRILAでは、主に、キャップ方式が採用されている。

#### (1) キャップ方式

フロア方式の反対で、契約者が受け取るリターンに上限を設定するもの。たとえば、10%キャップに対して、運用成果が8%の場合は、キャップに達していないのですべて契約者のリターンとなり、8%の利回りとなる。運用成果が18%の場合は、キャップに達しているため、契約者のリターンは10%分だけとなり、10%の利回りとなる。

#### (2) 組入割合方式

運用成果の一定割合を契約者のリターンとするもの。運用が好調なほど、契約者のリターンが増える。たとえば、90%の組入割合に対して、運用成果が8%の場合、契約者リターンは7.2%(=8%×90%)となり、7.2%の利回りとなる。

#### (3) 運用トリガー方式

運用がプラスもしくはゼロである場合、その多寡によらず、契約者は一定率の利回り(パフォーマンス利率)を得るというもの。たとえば、パフォーマンス利率8%の場合、運用成果が10%の場合でも、1%の場合でも、契約者のリターンは8%となり、8%の利回りとなる。

### 5 | 手数料をゼロとして、運用成果が契約者のリターンにダイレクトに反映する仕組みの商品が多い

RILAは、保険商品である以上、契約管理や販売管理等の諸費用がかかる。保険会社によっては、その費用を手数料として、契約者リターンから差し引くケースもあるが、大半の会社では手数料をゼロとしている。これは、手数料をゼロとすることで、運用成果と契約者リターンの関係を単純化して、顧客のわかりやすさを高めることを狙ったものとみられる。

なお表向きは手数料をゼロとしていても、保険会社はバッファやフロア、キャップ等の設定において、諸費用を織り込んでいるものと考えられる。たとえば、過去の運用実績からバッファを15%と設定できる場合でも、あえて10%と設定して、差の5%分を諸費用の負担に充てるといった方法である。

## 5—RILAへの保証特約の付加

変額年金では、運用で損失が生じて資産(アカウント・バリュー)が減ってしまった場合でも、終身に渡り、引き出しを保証する終身引出額保証特約(Guaranteed Lifetime Withdrawal Benefit, GLWB)が付加される場合がある。2018年より、このGLWBをRILAに付加して、RILAの販売促進を図る動きが出ている。

### 1 | GLWBの保証内容は高度化する傾向

GLWBはアカウント・バリューの増減に応じて、引出可能額が変化する“アカウント・バリュー給付型”が基本となる。近年は、アカウント・バリューが減少した場合にも、引出可能額が減らない“ステップアップ型”や、引出可能額が切り上がる“ロールアップ型”のGLWBも出現している。一般に、保証の内容が充実すると、保証コストが上昇して、特約の料金(フィー)に反映されることとなる。

### 2 | 保険会社はGLWBに関するリスクを負う

保険会社側からすると、保証内容の充実は、さまざまなリスクが高まることにつながる。例えば、保証に係るキャッシュフローを複製するヘッジ等の金融商品が市場で枯渇するリスク。引出給付の設定に伴う負債デュレーションの長期化により、資産と負債でデュレーションのミスマッチが生じるリスク。契約者の解約行動が想定と異なることによる動的解約リスク、などが考えられる。

このため、確率的モデリングを行うなど、複数のシナリオでのシミュレーション計算をして、その結果をもとに、これらのリスクを定量化して、リスク管理を強化することなどが行われている。

## 6—おわりに(私見)

アメリカではRILAが、2010年の発売以来初めてとなる大きな金利上昇局面を迎えた。図表2で見たとおり、これまでのところ、金利上昇の影響は、変額年金から定額年金へのシフトという形で表れている。RILAの販売が急増する動きにはつながっていない。

ただ、RILAは取り扱い保険会社数が増えつつある。GLWBのような変額年金向けの保証特約をRILAに付加することにより、RILAの販売促進を図る動きも出ている。今後、一層、貯蓄性商品としての認知度が高まれば、保険会社にとっての収益・リスクが高まることも考えられる。

今後、RILAに対する市場動向や保険会社の動きが注目される。日本でも、同様の貯蓄性商品の開発について、検討が始まる可能性がある。引き続き、RILAを巡る動きをウォッチしていくこととしたい。

(参考文献)

「投資環境データ」(野村総合研究所)

“U.S. Individual Annuity Yearbook” (LIMRA)

“Annuity Sales Estimate” (LIMRA)

“Intro to Structured Annuities” Andrew Phillips(2019 SOA Annual Meeting, Session 175)

“RILA and VA GMxB U.S. Statutory Reporting Offsets: Implications to Pricing and In-force Management” Nicholas Carbo, Carson Cook, and David Elliott (Product Matters!, SOA, February 2023)

“RILA GLWB Designs and Market Risk Analysis” Matt Heaphy, Nicholas Carbo, and David Elliott (Product Matters!, SOA, June 2023)

(筆者の過去の稿)

「構造化年金のアメリカでの普及－第4の年金は、どういう特徴を持っているのか?」篠原拓也(基礎研レター, 2020年6月9日)

<https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=64693?site=nli>