

2017年1月 今月のトピック

『変額保険のメリットとは？』

アナリスト 和田 年弘

2017年1月20日作成

今回は、投信と並んで金融機関の窓口販売の主要商品となっているものの、内容がわかりにくいとされる「変額保険」についてご紹介します。

『ポイント』

- 弊社が2016年中に運用内容の詳細に接することができた商品の大部分が、外貨での一括払込み保険料の100%を満期返戻金として外貨で元本保証し、さらに運用益がプラスとなった場合に上乗せされるタイプでした。
- 払込み保険料のほとんどを元本確保のための安定運用とし、残りのわずか数%~十数%で全体の運用を担うことになるため、運用部分ではレバレッジをかけて高いリスクを取る構造になっています。また、運用対象は、新興国を含む内外株式・債券で、一部には内外REITやコモディティもあり、リスクは高めです。
- 払込みも満期返戻金も外貨であること、運用部分のリスクはかなり高いこと、運用に関わるコストが不透明（通常の投信に比較してかなり高い）なこと等から、外貨で運用したい、ハイリスク・ハイリターンを狙いたい、相続対策という保険商品のメリットも欲しい、といった顧客にフィットした商品と言えるでしょう。

■運用面から見た変額保険いろいろ

変額保険は生命保険としての側面と投資商品としての側面を併せ持っていますが、そのために商品性が複雑になり、投資家から見てわかりにくい構造となっています。また、パフォーマンスやコストの開示が必ずしも十分ではないこと、特に募集期間終了後の情報が得にくいこと、全体像をタイムリーに把握できるデータが開示されていないこと等から、他の商品との比較や変額保険相互間の比較が困難です。このレポートでは、弊社が2016年中に運用内容の詳細に接することができた約10シリーズ(20件強)の商品を分析対象としました。

表1. 今回分析対象とした変額年金の種類

払込保険料の元本保証(注1)	通貨	積極運用部分の投資対象	積極運用部分の運用手法	積極運用部分のレバレッジ	積極運用部分における価格急落時の下値限定プロセス
保証なし	円	内外債券、内外株式。 商品によって、内外REIT、新興国債券・株式、為替、コモディティ、ヘッジファンド等を組み入れる場合がある。	各資産の基本組み入れ比率は原則として固定。運用会社が1年ごとに定量・定性両面から変更の要否を判断。	なし	なし
保証あり	円		経済指標や市場データを予め決められたルールに則って処理し、その結果に基づいて各資産の組み入れ比率が自動的に変更される。	あり (上限は300% ~800%)	約半数の商品について、市場リスクが高まった時点で、投資対象の変更やボラティリティの調整といった、下値リスク限定のためのプロセスが組み込まれている。
	米ドル		経済指標や市場データを重視するが、最終的な各資産の組み入れ比率の決定は運用会社が定性判断で行う。		
	豪ドル				

注1: 満期時解約返戻金が払込保険料の100%となることの保証。死亡保険金はすべての商品で保証されている。

払込保険料の元本保証がない商品は1件だけだったため分類はできませんでしたが、過去に販売された変額保険にはこのタイプが多かったようです。

分析対象のほとんどは元本保証がある米ドル建または豪ドル建でした。円建だと金利が極めて低いため運用部分に充当できる資金が少額になること、販売側が米ドルや豪ドルの外貨預金満期金の受け皿としての商品開発を優先したこと等が背景にあると考えられます。

■個別商品比較(1)

最近の販売の主流となっていると思われる外貨建て払込保険料の保証を行うタイプの運用手法について、4商品を抽出して比較しました。細かい部分で差異はあるものの、どれも似通った構造となっています。

表2.積極運用部分の比較

商品名(注2)	運用期間	運用方針	リスク目処	レバレッジ上限	実質的な投資対象	組み入れ比率変更の運用判断プロセス	市場リスク上昇時の対応
変額年金保険A	10年	20%程度のボラティリティで最大のリターンを目指す。	20%	500%	内外株式、内外債券、新興国株式、新興国債券、国内REIT、米国REIT、コモディティ、ヘッジファンド	運用会社の定性判断が中心。	なし
変額終身保険B	15年 または 20年	ルール通りに計算された参照指数に連動を目指す。	24-45%	300%	内外株式、内外債券、金、為替	定量データで自動的に判断。	市場リスクの高低により、投資対象変更の仕組みあり。
変額年金保険C	10年 または 15年	ルール通りに計算された参照指数に連動を目指す。	30%	500%	世界の株式、債券、為替、商品	定量データで自動的に判断。	なし
変額年金保険D	10年 または 20年	ルール通りに計算された参照指数に連動を目指す。	20-45%	300-500%	株式ポート: 日米欧株式 分散ポート: 内外株式、内外債券	定量データで自動的に判断。	市場リスクの高低により、株式ポートと分散ポートとを切替。

注2: いずれの商品も、米ドル建コースと豪ドル建コースが用意されている。ここでは、すべて米ドル建コースの条件を抽出している。

■個別商品比較(2)

運用期間

払い込まれた保険料の大部分は元本確保のための安定運用に充当され、残りが運用収益獲得のための積極運用に充当されます。安定運用は、一般的に、払込み時の当該通貨建割引債券に投資したと同等の成果となります。従って、金利の低い通貨では払込保険料に占める安定運用の割合が高く積極運用部分の割合が低いため、それをカバーするために運用期間が長くなる傾向にあります。

運用方針

積極運用部分は、指数連動債券や指数への連動を目指す投資信託に投資されます。これらの債券や投資信託は、それぞれが連動を目指す指数と同等のリターンを得るため、スワップやオプション等のデリバティブ契約を外部(通常、グローバルに展開している信用力の高い証券会社)と締結します。積極運用部分が連動を目指す指数は、一般的な指数(TOPIXやS&P500指数等)ではなく、内外株式・債券といった実質的な投資対象のパフォーマンスを合成した特殊な指数(カスタム指数)になります。

リスク目処

積極運用部分で高いリターンを追求することから、高いリスクをとる必要があります。通常、リスクは常時管理され、目処値からの乖離が大きくならないようにレバレッジを調整します。

レバレッジ上限

積極運用部分では、高いリターンを狙って高いリスクをとるため、レバレッジをかけます。この欄の数字は、これ以上のレバレッジをかけてはならない、という上限値です。市場動向にもよりますが、通常、この上限値の1/3~2/3程度で推移することが多いようです。

■個別商品比較(3)

実質的な投資対象

どの資産を組み入れるかは、商品によって異なります。通常、この欄で示した投資対象の指数の先物を組み入れ対象とする場合がほとんどです。

組み入れ比率変更の運用判断プロセス

どの資産をどれだけ組み入れ、どのタイミングで組み入れ比率の変更を行うか、が運用のキーポイントとなります。これは、一般的なバランスファンドにおけるアセットアロケーション戦略と同じですが、変額保険では運用期間が長期にわたることから、より安定的かつ明示的な判断プロセスとするため、定量データの変動によって自動的に組み入れ比率の変更を行うケースが多いようです。

ただし、このプロセスでは運用者の判断が入らないため、商品組成時に想定していなかった種類のリスクが発生した場合に対応できない可能性があることから、あえて運用者による定性判断を重視する商品もあります。

市場リスク上昇時の対応

市場リスクの変動によって各資産の組入れ比率を変更するのは共通した手法ですが、一部の商品では下値リスク抑制のために、一定以上の変動が発生した場合、リスクを下げたポートフォリオに変更する、セーフガード的なルールを有するものもあります。

こういったルールは、運用成績の極端な悪化を防ぐメリットがある一方で、悪化したパフォーマンスを固定してしまうというデメリットがあります。運用の初期の段階で運用資産が急減した状態で固定してしまうと、残りの運用期間では事実上ほとんど運用が出来なくなる可能性もあります。10年～20年といった長い運用期間を考えると、こういったルールは一長一短と言えるでしょう。

■リスクとリターン

変額保険の運用部分という商品の性格上、実際の運用結果のフォローが難しいため、運用実績の比較は出来ません。代替として、表2. で抽出した4商品について、各商品の組成時に行われたシミュレーションによるリスクとリターンを比較してみました。参考までに、一般的にリスクが高いと考えられる資産の直近5年間のリスクとリターンも掲載しています。レバレッジがかけられているため、リスクが大きいのは当然ですが、リターンは必ずしも高いとは言えないようです。

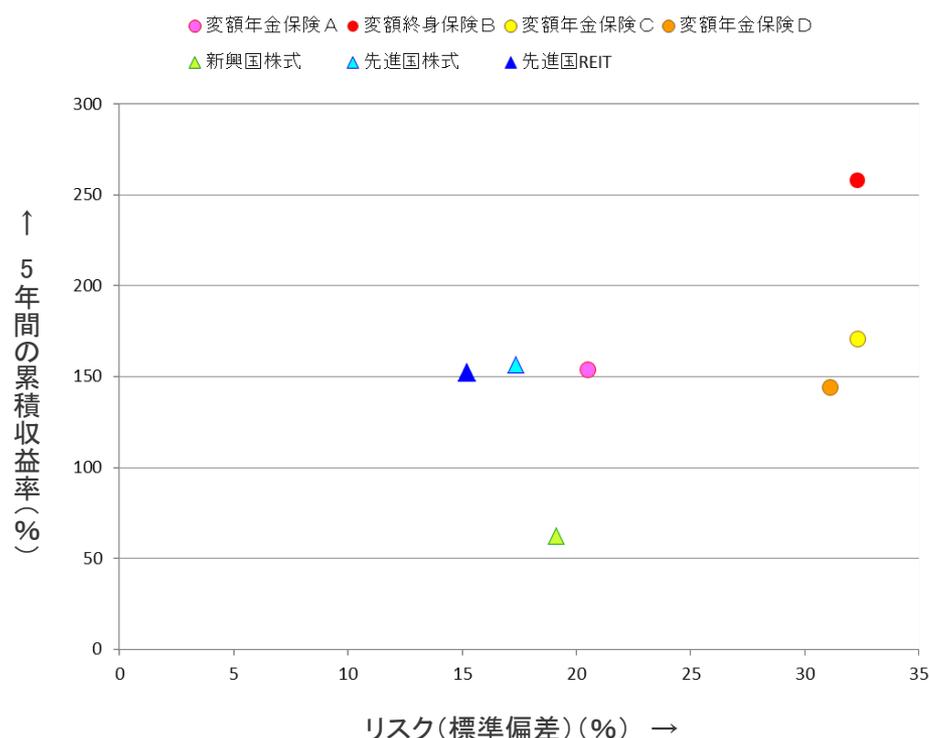
表3 積極運用部分と高リスク資産の直近5年の累積収益率と標準偏差(リスク)

商品名	リスク目処	レバレッジ上限	直近5年累積収益(注:4)	直近5年標準偏差(リスク)(注:4)
変額年金保険A	20%	500%	153.89%	20.50%
変額終身保険B	24-45%	300%	258.00%	32.30%
変額年金保険C	30%	500%	171.20%	32.30%
変額年金保険D	20-45%	300-500%	144.18%	31.10%
新興国株式(注:3)	—	—	62.24%	19.09%
先進国株式(注:3)	—	—	156.80%	17.35%
先進国REIT(注:3)	—	—	151.92%	15.22%

注3: 各市場を代表するインデックスを使用。

注4: 変額保険は各商品組成時点でのシミュレーション5年間分、各市場を代表するインデックスは直近5年間、の月次データに基づいて計算。それぞれに計算対象期間が異なるため、本来であれば同一の図表に載せるべきではないが、リスクとリターンのおおまかな関係をイメージするために敢えて表3. および図1.に記載した。

図1: 積極的運用部分と代表的な高リスク資産のリスクとリターン



■ 変額保険のコスト

変額保険のコストは主に、保険関係費用と運用関係費用に大別されます。保険関係費用は保険商品としての費用であり、運用関係費用は投資信託の運用関係費用(信託報酬)に相当する部分です。

下表のとおり、保険関係費用は明示されているものの、運用関係費用は非開示のものが多くなっています。投信を主要投資対象とする場合は運用関係費用が開示されていますが、実際にはその投資信託が連動対象とするカスタム指数の組成・管理に関する費用(下表における参照指数コスト)が別途引き落とされており、実質的な顧客が支払うコストがいくらなのかわかるケースはほとんどありません。

変額保険はあくまで保険の一種であり、そのコストを投信と単純に比較する事は出来ませんが、積極運用タイプのバランス型投信の運用管理費用の平均が1%台であることを考えると、割高感は否めません。

表.4 変額年金のコスト(いずれも税抜き)

保険商品名	保険関係費用	運用関係費用	参照指数コスト	合計
変額年金保険A	1.85%	0.31%	1.36%(注6)	3.52%以上
変額終身保険B	1.85%	0.20%	4.20%(注6)	6.25%以上
変額年金保険C	2.25%	—(注5)	—(注5)	2.25%以上
変額年金保険D	1.85%	0.20%	3.41%	5.46%

注5: 非開示

注6: これ以外にも開示されていないコストが発生する可能性が高い。

変額年金保険Dを組成した生命保険会社は、コストの開示に積極的に取り組んでいます。全体の中ではまだ一部の動きですが、最終投資家の利益のために業界全体として積極的に開示をすすめていくことが望まれます。

■メリットとデメリット

最後に、変額保険（外貨建て、払込み保険料の全額を保証しつつ、積極運用部分での投資収益を上乗せするタイプ）のメリット、デメリットについてまとめてみました。

外貨で運用したい、多少のコストがかかってもいいから面倒なくハイリスク・ハイリターンの運用を行いたい、相続対策を行いつつ運用も行いたい、といったニーズを有する顧客には魅力的な商品となるでしょう。

その場合でも、10年～20年といった長い運用期間を踏まえた上でのリスクとリターンの予測とその条件について、十分な説明が望まれます。

メリット

- 外貨預金が満期を迎え、まとまった外貨資金がある等、外貨で運用を行いたい場合の選択肢が広がる。
- 分散投資に伴う組み入れ比率の調整や、レバレッジの変更といった手間が一切からない。
- 生命保険の基礎控除、受取人の指定等、投信等の一般的な運用商品に比較して、相続対策としても有効。

デメリット

- 一般的にコストが高く、また、コストの総額がわからない商品が多い。
- 積極運用部分では、レバレッジが大きく、ハイリスク・ハイリターン運用となる。
- コスト、運用内容とも開示が十分とは言えず、他商品との比較が困難。
- 円貨をベースとして投資する場合は長期にわたって為替変動リスクを負うことになる（特約を付けることで為替リスクを回避できる商品もある）。

- 本レポートに関する著作権、知的財産権等一切の権利は三菱アセット・ブレインズ株式会社(以下、MAB)に帰属し、許可なく複製、転載、引用することを禁じます。
- 本レポートは、MABが信頼できると判断した情報源から入手した本レポート作成基準日現在における情報をもとに作成しておりますが、当該情報の正確性を保証するものではありません。
- MABは、本レポートの利用に関連して発生した一切の損害について何らの責任も負いません。
- 本レポート中のグラフ・数値等は、あくまでも本レポート作成基準日までの過去の実績を示すものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 本レポートは、情報提供を目的としたものであり、投資信託の勧誘のために作成されたものではありません。

【照会先】

三菱アセット・ブレインズ株式会社

アナリストグループ

標(しめぎ)・佐藤・竹内・大野

03-6721-1039

analyst@mab.co.jp

〒107-0062

東京都港区南青山1丁目1番1号 新青山ビル西館8階

TEL:03-6721-1010 FAX:03-6721-1020

URL: <http://www.mab.jp/>

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第1085号

加入協会名 一般社団法人 日本投資顧問業協会