

2009年7月

Peter Sun
CFA, FSA, MAAA



変額年金業界： 最近の動向分析





Milliman, whose corporate offices are in Seattle, serves the full spectrum of business, financial, government, and union organizations. Founded in 1947 as Milliman & Robertson, the company has 49 offices in principal cities in the United States and worldwide. Milliman employs more than 2,100 people, including a professional staff of more than 1,100 qualified consultants and actuaries. The firm has consulting practices in employee benefits, healthcare, life insurance/financial services, and property and casualty insurance. Milliman's employee benefits practice is a member of Abelica Global, an international organization of independent consulting firms serving clients around the globe. For further information visit www.milliman.com.

目次

エグゼクティブ・サマリー	2
ヘッジのパフォーマンス	3
ヘッジ戦略	4
ベース・ミスマッチの管理	4
金利リスク管理	5
ミリマンの保証インデックス	6
社債への投資	7
商品	9
M&A	11
再保険およびストラクチャード・ソリューションの入手性	12
結論	13

エグゼクティブ・サマリー

ミリマンは2008年12月に、調査レポート「最近の金融危機下での生命保険会社のヘッジプログラムのパフォーマンス (Performance of Insurance Company Hedging Programs During the Recent Market Crisis)」を公表しました。その後も市場環境の大きな変化があり、市場参加者は様々な対策で対応してきました。

ミリマンは2008年12月に、調査レポート「最近の金融危機下での生命保険会社のヘッジプログラムのパフォーマンス (Performance of Insurance Company Hedging Programs During the Recent Market Crisis)」を公表しました。そのレポートは、変額年金業界で好評を博しております。その後も市場環境の大きな変化があり、市場参加者は様々な対策で対応してきました。本紙では、以下の分野における最近の市場の相互関係を分析します。

- ヘッジプログラムを実施している変額年金引受会社を対象に行ったミリマンの調査に基づく、2008年11月から2009年3月までの期間における、彼らが掲げた目標の達成度合いにおいて、ヘッジプログラムは約94%の有効性を示しました。
- 既存のヘッジプログラムに対して大幅な精緻化・拡張が検討され実施されています。こうした変更は、ヘッジ資産のベシス・ミスマッチ、金利ヘッジ戦略、ボラティリティーの前提条件、投資戦略をよりよく管理することで、変額年金引受会社の収益を向上させます。
- 金融危機の結果、豊富な商品機能を追い求める「拡張競争」は終焉しました。より高い手数料を伴う、より単純な商品設計が新商品トレンドになっています。
- 買収・合併 (M&A) 関連の動きが相次ぎましたが、成功した取引はありませんでした。このダイナミクスは、変化する運命にありました。金融危機は、力不足の参加者を市場から排除し、存続可能な商品と堅固なヘッジプログラムを持つ、より強力で大規模な変額年金引受会社を市場に残す役割を担いました。
- 再保険およびストラクチャード・デリバティブによるソリューションは、金融危機の結果、再び入手が難しくなっています。これにより、変額年金引受会社は自身のリスク管理戦略全体を再評価し、より自立したものに必要性に迫られています。

ヘッジのパフォーマンス

最近の資本市場の動きは、変額年金保証の負債を著しく増加させました。その主要因は、株式水準、金利、ボラティリティ、為替レートです。

2008年9月から10月の期間におけるミリマンの調査以降、資本市場は更に下落し、ボラティリティは高いままです。

資本市場の動きによるリスクを軽減するため、ほぼ全ての大手変額年金引受会社は、ヘッジプログラムを実施しています。様々なリスク・エクスポージャーに対して多くの形態のヘッジプログラムがありますが、最も一般的なものは以下の通りです。

- デルタ・ローのヘッジ、株式および金利の変動に対処する
- デルタ・ベガ・ローのヘッジ、株式、金利、インプライド・ボラティリティの変動に対処する

ミリマンの調査は、2008年11月から2009年3月までの全期間における会社の損益に着目しました。その結果、この期間にヘッジプログラムが対象とした資本市場の損失に対して、ヘッジは平均で約94%有効であったことがわかりました。2008年前半のペイオフと合わせ、ヘッジプログラムにより変額年金引受会社が連邦政府の救済を受けることなく済みました。

この調査は、保険会社が意図的にヘッジしたリスク要因のみを対象としています。本レポートの残りの部分で述べますが、保険会社は自社の市場リスク・エクスポージャーを完全にはヘッジしていなかったため、市場が下落するとヘッジされていないリスク・エクスポージャーが損失を生みます。保険会社の課題は、現在ヘッジしていないリスク分野を特定し、最終利益を守るためヘッジプログラムを拡張し続けることです。

経営陣は、よく、会社が被った損失全体のどの程度をヘッジプログラムで取り戻したかに注目します。この論点は二つの部分から成っています。まず、ヘッジプログラムは、その対象とした損失をカバーするのにどの程度有効であったか。二つ目は、ヘッジプログラムでカバーしていない損失はどの程度であったかです。ミリマンの調査は最初の論点に答えるもので、会社ごとに大きく異なる二つ目の論点には答えていません。

この二つの論点を十分に検討しないと、全く反対の結論に至りかねません。\$1,000の損失を被った会社を仮定し、そのうち\$400が自社のヘッジプログラムでカバーできるものとし、残りの\$600がヘッジされていないものとします。ヘッジプログラムが\$360のペイオフを生むとすると、そのヘッジプログラムは目標に対して90% (360/400) の有効性を達成したと言えます。課題は、ヘッジしていない\$600に対して、どのようにヘッジプログラムの成功を拡大し、全体的な財務結果を改善できるかということです。

これら二つの論点を区別しないと、\$1,000のうち\$360を取り戻したに過ぎず、まだ\$640もの損失があるため、このヘッジプログラムが特に有効なわけではないと議論しかねません。さらに、ヘッジプログラムの取り止めを決めて、会社が現在持っている保護の仕組みさえ取り除いてしまうかもしれません。

幸いにも、ほぼ全ての大手の変額年金引受会社が今ではヘッジ有効性評価の分かれ目を認識し始めており、既存のヘッジプログラムの拡張や精緻化につながっています。

資本市場の動きによるリスクを軽減するため、ほぼ全ての大手変額年金引受会社は、ヘッジプログラムを実施しています。

経営陣は、よく、会社が被った損失全体のどの程度をヘッジプログラムで取り戻したかに注目します。この論点は二つの部分から成っています。まず、ヘッジプログラムは、その対象とした損失をカバーするのにどの程度有効であったか。二つ目は、ヘッジプログラムでカバーしていない損失はどの程度であったかです。ミリマンの調査は最初の論点に答えるもので、会社ごとに大きく異なる二つ目の論点には答えていません。

ヘッジ戦略

ヘッジプログラムは、その目的を達成する点ではかなり有効ですが、ヘッジしていないエクスポージャーに対しては無防備です。最近の金融市場危機は多面的であり、変額年金引受会社がヘッジを行っていなかった領域があり、損失に見舞われました。

金融危機は、多くの変額年金引受会社にとっては絶好の学習機会となりました。これを機会に、危機発生後はヘッジプログラムをより強固にしています。

金融危機は、多くの変額年金引受会社にとっては絶好の学習機会となりました。これを機会に、危機発生後はヘッジプログラムをより強固にしています。最も目立つ改良分野は、以下の管理です。

- ベーシス・ミスマッチ
- 金利リスク
- 評価ボラティリティーの前提条件
- ヘッジ資産の種類

これら領域における精緻化は、それまでヘッジしていなかった重要分野に対するヘッジプログラムを更に強固にしました。巧みな金利リスクおよびヘッジ運用資産管理を武器に、堅固なヘッジプログラムを有する用意周到な変額年金引受会社は、従来のリスクニュートラル評価のフレームワークが予測した以上の利益を受け取る立場にもありました。

ベーシス・ミスマッチの管理

ベーシス・リスクは、多くの変額年金引受会社にとって 2008 年の重大な問題であり、2009 年においても主要課題であり続けました。変額年金契約の運用ファンドの大部分は、何らかのアクティブ・ファンドの要素を持っています。しかしながら、変額年金引受会社は、リスクをヘッジするために広く受け入れられたインデックスを使う必要があります。ファンドの実際のパフォーマンスが期待されたインデックスの動きから乖離した場合、これがベーシス・ミスマッチをもたらします。複数の大手保険会社が、2008 年にベーシス・ミスマッチのために 1 億ドル近くの損失を出しています。

過去においては、条件付最適化を伴う線形回帰、動的分析、信頼性加重リターン、定性的評価など、流動性のあるヘッジ可能なインデックスに対してミューチュアル・ファンドのパフォーマンスをマップするためには複数のアプローチが利用可能でした。こうしたアプローチは、本質的に過去のリターン情報に基づいているため、変額年金引受会社が所与のファンドに関する保証エクスポージャーを適切にヘッジするためには不完全かもしれません。統計的ツールは、これら回顧的手法にはうまく機能します。しかし、ファンド・マネージャーは、投資スタイルを変更したり、特定のセクターに集中させたり、ポジションの賭けに出ることがあり、そのいずれも過去のリターンの統計的分析からは特定することが困難です。既存のファンド・マッピング・アプローチの限界は、期待インデックスの動きと実際のファンドリターンに相違をもたらします。

2008 年から 2009 年初頭にかけての期間は、このミスマッチの興味深い例を見せています。多くのアクティブ・マネージャーにとっては、2008 年はパフォーマンスの悪い年でした。ファンド・マネージャーは、自身のベンチマークからはるかに離れたポジションを積み上げました。様々なセクターにわたるパフォーマンスは大きく異なり、市場環境は、業界とポジションの賭けの影響を増幅させました。高い市場ボラティリティーは、高いベーシス・ボラティリティーにもつながりました。イン・ザ・マネーとなった変額年金の保証は、多額の負債デルタを生み、ベーシス・ミスマッチによる損益計算書への影響を悪化させました。

変額年金商品のベーシス・リスク管理の現在のフレームワークは、不十分です。ヘッジの検討とは関係なくファンドが選択され、ヘッジ可能なインデックスへのファンド・マッピングには過去のリターン・データを使用する回顧的なものです。また、ファンド・マネージャーは、皮肉なことにその重要なビジネスの源泉である変額年金市場のニーズを認識していません。

保有ベースのアプローチでは、現在のベーシス・リスク管理のフレームワークに関連するほぼ全ての問題を解決することができます。このアプローチは、ミューチュアル・ファンドの保有する構成要素を分析しようとするもので、当該構成要素の情報を各保険契約者に適用するものです。全般的リスクは、契約ブロックごとに統合され、総保有分を取引可能なヘッジ資産にマッピングすることにより特定の推奨取引に変換します。

ミューチュアル・ファンド会社は、四半期ごとにその保有内容を N-Q 様式で証券取引委員会 (SEC) に届け出るよう法により義務付けられています。多くのミューチュアル・ファンドは、商業データ提供者に対してはより頻繁にアップデートを提供します。変額年金市場で自社のファンドが受け入れられるより大きな機会を得るためにも、そのデータを提供することがファンド会社の最良利益にもなります。これは、変額年金引受会社とファンド・マネージャー相互に有益な仕組みです。

保有ベースのアプローチはファンドの構成に関する直接的情報を使用するため、合計ベースの統計により曖昧となっていたかもしれない重要なリスクの規模を特定することができます。スタイルの移行、信用エクスポージャー、暗示的または明示的通貨エクスポージャー、ポジションの賭けなどのリスクは、早い段階で特定できます。これにより、変額年金引受会社がより正確にヘッジし、リスクを見積もり、特定のファンドの適合性を評価し、ファンド・マネージャーの決断に対して迅速に対応する能力を引き上げます。

本質的に、伝統的なファンド・マッピングのアプローチは、時代遅れでブラックボックスのアプローチです。保有ベースのアプローチは、変額年金商品にあるファンドの構成要素を理解することで将来を見据えたアプローチです。この新たなアプローチは、リスク管理プロセスにより多くの見識を提供することができます。

金利リスク管理

金利エクスポージャーは、変額年金保証のまた別の重要な側面です。特に終身保証の導入により、保証期間が非常に長くなったことから、金利リスクのエクスポージャーは更に増加しました。2008 年年初から 2009 年第 1 四半期末までに、3 か月物米国公債金利は 3.4% からほぼゼロに近い水準まで下落しました。これにより変額年金保証の負債の公正価値は、著しく増加しました。

自社の金利エクスポージャーをヘッジしないことを選択した変額年金引受会社は、金利の下落により驚くべき損失が発生しました。一方、ロー・ヘッジを実施していた変額年金引受会社は、金利の動きに対して十分に保護されていました。

現在の低金利環境を考えると、早くからロー・ヘッジを実施していた多くの会社は、興味深い決断、すなわち、ロー・ヘッジのポジションを解消しました。この決断の理由は、現在の金利環境が既にほぼゼロ金利環境になっていることです。名目金利がゼロ未満になることはないため、ロー・ヘッジ戦略は本質的にその最大利益を実現しました。これは、デルタ・ヘッジとは異なります。株式市場は近年急落したにもかかわらずまだ大きく下落しうるので。

ロー・ヘッジを実施していた会社でポジション解消を選んだ会社にとって、ロー・ヘッジを復活させる基準を設けるのが一般的です。典型的な基準は、「10 年物の国債金利が 4% を超えたらロー・ヘッジのポジションを再開させる」といったものです。金利が現在の水準からその基準まで上昇したことによる保証負債の減少は、こうした戦略を取る変額年金引受会社の利益として計上されるでしょう。

ロー・ヘッジに関して市場の混乱から他にもよい教訓があります。主要金利のロー・ヘッジを精緻化することが、特によく実施されます。

変額年金引受会社の大多数は、ヘッジプログラムにおけるリスクフリーレートとしてスワップ金利を使用します。スワップ金利のパラレルシフトから計算されたローの合計は、負債評価上のスワップカーブのねじれの影響をとらえることができません。早い段階から多くの会社は、ロー合計に依存することによるこの欠点を認識していました。これを埋め合わせるため、会社は主要金利バケットのローも計算しています。例えば、主要金利バケットは、1-3 年、4-6 年、7-9 年、10-12 年、13 年以上などの各 3 年満期にショックを与えて計算します。金利感応度は、1 つか 2 つのバケットに集中していることがよくあり、それらバケットにあるスワップや金利先物のみが取引されます。

このアプローチは、平穏な市場においてはかなりうまく機能します。しかし、2008 年以降経験した市場の混乱は、平穏とは程遠いものです。この期間の金利は劇的に変動しました。全般的な顕著な下落に加えて、スワップカーブの形状も劇的に変化しました。このため、伝統的なロー・ヘッジのアプローチは、この期間に顕著な漏損を発生させました。このリスクを織り込むため、会社は主要金利ロー・ヘッジ戦略を精緻化するための対策をとりました。

自社の金利エクスポージャーをヘッジしないことを選択した変額年金引受会社は、金利の下落により驚くべき損失が発生しました。一方、ロー・ヘッジを実施していた変額年金引受会社は、金利の動きに対して十分に保護されていました。

典型的な主要金利ロー・ヘッジの精緻化は、以下のように機能します。会社は、1-3年、4-6年、7-9年、10-12年、13年以上の各満期に主要金利バケットを有します。10-12年のバケットの感応度が最大であると結論付けられました。かつては、ロー合計に対して10年スワップ金利のみが設定されました。精緻化された主要金利ロー・ヘッジ戦略では、10-12年のバケットをさらに10年、11年、12年の主要金利ローに分解し、別々にヘッジしました。その上、主要金利ロー・ヘッジは、他のバケットに対しても設定されました。こうした精緻化により、ある会社は金利ヘッジのエラーを80%以上削減できました。

ミリマンの保証インデックス

U.S. GAAP 会計の対象となる生命保険会社は、現在、保証の流動性の欠如を反映させない手法を用いて変額年金保証を評価しています。また、一般に用いられる手法は、保険会社のリスク調整後の保証に関する保険金支払いのための期待コストを反映しません。ミリマンは、財務会計基準審議会ステートメント 157 (Financial Accounting Standards Board Statement 157, FAS 157) における変額年金保証評価のための改善手法として、ミリマン保証インデックス (Milliman Guarantee Index, MGI) を評価ボラティリティーとして用いた手法を取り入れました。この手法は、ポジション・ペーパー FAS 157-3 にある最近公表されたガイダンスに従うものです。

ミリマンは、財務会計基準審議会ステートメント 157 (Financial Accounting Standards Board Statement 157, FAS 157) における変額年金保証評価のための改善手法として、ミリマン保証インデックス (Milliman Guarantee Index, MGI) を評価ボラティリティーとして用いた手法を取り入れました。

今日では、変額年金引受会社は、一般的に保証を評価する際のボラティリティー・パラメーターについて店頭 (OTC) オプション市場からのデータを使用しています。しかし、OTC オプション市場と変額年金保証とは本質的にずれがあります。OTC オプション市場は、売りを迫られがちなヘッジファンドや投資銀行によって独占されています。例えば、主要なブローカーが提供するレバレッジを用いたヘッジファンドは、オプションベースの投資戦略を管理します。時価の下落は、オプション・ポジションを強制的に解消するきっかけになります。投資銀行とヘッジファンドの業界を合わせると、売りのエクスポージャーは、一般に不安定なオプション価格の動きのサイクルを引き起こします。こうした流動化要因により、特に厳しいオプション価格の急上昇が2008年9月と10月に観察されました。

変額年金保証には、流動性はありません。変額年金保証にキャッシュバリューがないことを鑑みるに、生命保険会社は売りは迫られません。OTC オプションの価格には、相当な流動性プレミアムが組み込まれています。このプレミアムを変額年金保証に反映することは、生命保険会社の財務状況をゆがめ、一般の投資家をミスリードする恐れがあります。

さらに、OTC オプション価格の利用は、別の理由により変額年金保証の評価の基準として構造的に不適切です。変額年金保証は、一般に20年から30年のオプションです。OTC オプション市場は、通常1年から5年の市場です。そうした長期の満期に対して OTC ボラティリティーを補外するための基準がありません。

FAS 157-3 は、市場が活発でない場合の金融商品に対する評価に対処して、変額年金保証の公正価値評価のための新たなアプローチを正当化させるように思われます。20年から30年といった満期の範囲において、OTC オプション市場における取引はなく、変額年金保証の流動性の特性が OTC オプション市場の特性に適合しないことを鑑みるに、生命保険会社は、FAS 157-3 のガイダンスを変額年金保証評価に適用することを正当化させられています。

特に、ポジション・ペーパーでは、「金融資産の公正価値を決定する際に、観察可能なインプットが入手できない場合、将来のキャッシュフロー予測における報告主体自身的前提条件や適切にリスク調整した割引率を使用することが認められる…適用する評価手法に関わらず、不履行および流動性リスクに対して市場参加者が考慮する適切なリスク調整を織り込まなくてはならない。」

MGI は、変額年金保証の保険金請求をまかなう生命保険会社の最終コストの不確実性を反映したリスク調整がなされた変額年金保証の評価に必要なボラティリティー・パラメーターを月次で提供します。

月次 MGI を構築するために、以下のインデックスに対する 1 年から 30 年のボラティリティーの期間構造を生成する分析プロセスにより市場データを反映します。

- S&P 500
- Russell 2000
- NASDAQ 100
- EAFE
- Lehman Aggregate

更に、このインデックスは、元になるデータから策定した相関行列も含まれます。

このインデックスの土台は、過去のデータにキャリブレートした GARCH(1,1) モデルです。更に、ミリマンは、MGI 利用者の月次調査を実施してそのヘッジ取引に関する価格および取引量を把握しています。インデックスの結果には、GARCH(1,1) 確率論的ボラティリティー・キャリブレーション・プロセスに使用される市場データと、調査で得た取引データを反映しています。

FAS 157-3 ガイダンスでは、対応する流動的な資産市場のない非流動的な金融商品の財務報告にこうしたリスク調整後の期間構造が適切であるとしています。構築された期間構造は、現在のボラティリティーの水準、ボラティリティーのボラティリティー、平均回帰率、長期目標ボラティリティーから得られます。

また別の MGI の主な利点として、全ての変額年金引受会社の財務結果を比較できるプラットフォームを提供していることが挙げられます。図 1 で示す通り、異なる引受会社の商品を MGI のプラットフォームの同じ基準で比較することができます。

図 1 アナリスト&投資家レポート (サンプル)

生命保険会社	変額年金商品	保証コスト	MGI 期待 ヘッジコスト
ABC 生命	リタイアメント GMWB	0.65%	0.04%
DEF 生命	インディペンデンス GMAB	0.55%	0.40%
XYZ 生命	アドバンテージ GMWB	0.70%	0.95%

変額年金業界は、MGI を暖かく歓迎しました。2008 年末に導入されて以降、変額年金引受会社大手 6 社が、自社の変額年金保証の料率設定および評価目的で MGI を利用しています。今後更に多くの会社がそれに続くと思われます。

社債への投資

ほぼ全ての大手変額年金会社では、何らかのダイナミック・ヘッジの形態を実施しています。理論的には、ダイナミック・ヘッジはリスクフリーレートでの借り入れと運用を必要とします。これは、キャッシュが常にヘッジポジションのリバランスのために利用可能であるために必要な要件です。しかしながら現在の金融環境では、何社かの会社に魅力的な代替案を提供しています。

金融危機が襲う前から効果的なヘッジプログラムを実施している多くの会社では、株式市場の下落、金利の低下、また、インプライド・ボラティリティーの上昇の結果、ヘッジからの多額のペイオフがありました。会社によっては、20 億ドルから 40 億ドルものペイオフを受け取ったところもあります。一方、高格付の社債に対する信用スプレッドが大幅に増加しています。A 格付の社債は現在、国債利回りに対して 300 から 400 ベーシス・ポイントをプラスした利回りになっています。

多額のペイオフを受けた会社は、リスクフリー資産で今も資金を運用できるかもしれません。しかし、会社によっては、比較的少額だと考えられるリスクを取って、高格付の社債に投資することでリターンを増加させようとしています。このアプローチは、現在の資本市場の状況に特有の機会の利点を 3 つの点で利用するものです。まず、変額年金の保証は、最近の市場の悪化により大幅にイン・ザ・マネーになっているため、短期間ではアット・

ほぼ全ての大手変額年金会社では、何らかのダイナミック・ヘッジの形態を実施しています。

ザ・マネーまで回復しそうにありません。つまり、ヘッジのペイオフの一部を即座に必要としないため、長期運用が可能であるということです。次に、歴史的に見ても市場の社債に対する信用スプレッドは拡大しています。3つ目に、市場の回復に伴い、社債の信用スプレッドが当然縮小していくので会社に利益をもたらします。

このアプローチは、適正な状況にある変額年金引受会社に大きな貯えをもたらすことができます。これにより、20億ドルから30億ドルの負債を有する会社は、エクスポージャーをほとんど増やすことなく1億5千万ドルも節約できます。

商品

変額年金商品の進展は、2008年最終四半期までは変額年金引受会社間の「拡張競争」として特徴付けられていました。変額年金引受会社は手厚い給付金設計を次々と提供していました。年間ロールアップ7%といった給付設計も出現しました。また、会社によっては「10年で2倍」や「15年で3倍」という類の給付設計も提供していました。これらは、年間ロールアップで約7.2%と7.6%に相当します。

この「拡張競争」は、2008年第4四半期以降、突然の停止を余儀なくされました。それどころか、大半の変額年金引受会社はその商品設計上の給付額の縮小と手数料の引き上げに余念がありません。ミリマンが行ったSECへの商品届出の調査によると、2009年5月16日までに33社が変額年金商品の内容を改定しています。そのうち29社は、手数料の引き上げを行い、19社は商品設計上の給付額の縮小を行いました。また、資産配分の制限をした会社も10社あります。図2は、こうした会社の施策の詳細を示しています。

この「拡張競争」は、2008年第4四半期以降、突然の停止を余儀なくされました。それどころか、大半の変額年金引受会社はその商品設計上の給付額の縮小と手数料の引き上げに余念がありません。

図 2

変更区分	商品数	会社数
販売停止または制限	42	18
手数料の引き上げ	62	29
商品設計上の給付水準の引下げ	44	19
資産配分の変更・制限	16	10
合計	125	33

図3に示すように、多くの会社が市場の状況に呼応して複数の施策を計画しています。

図 3

(上記4つの区分のうち) 変更数	商品数	会社数
1	90	15
2	31	15
3	4	3
合計	125	33

高いボラティリティーと低金利環境によるヘッジコストの増加を鑑みるに、変額年金引受会社がそれに対応して給付金水準の引下げや手数料の引き上げなどの対応を取ることは合理的に想像できます。しかしながら、まずは「拡張競争」につながったプライシングモデルを厳しく見直すことが恐らくより重要なことです。

資本市場の大混乱はこのところ国民の注目を捉えています。保険契約者の行動リスクも常に変額年金商品プライシングおよびヘッジ・プロセスの一部です。現在市場にある変額年金商品の大多数に対するプライシングモデルは、契約期間中ある水準の解約を想定しています。ところが、想定した解約が実現しない場合、その商品は深刻なまでに過小に料率設定されていることになります。

例として、80 ベースポイント (bps) のヘッジコストで、10年にわたり年間8%の解約率を見込んでいた典型的な最低保証積立給付金 (GMAB) 商品の場合、解約を見込まないとヘッジコストは180 bps を超えるでしょう。

さらに、保険契約者の解約行動は、変額年金引受会社がコントロールできる類のものでもなければ、分散によって低減できるものでもありません。変額年金引受会社は、そのプライシングモデルの元になる前提条件を再検証し、その前提条件が現実的に実現するかどうか、また、それが実現しなかった場合どうなるかを自問する必要があります。

変額年金保証は、保険契約者にアップサイドの可能性も認める保証の下限として当初は導入されました。この価値観は、保険契約者にとっても変額年金引受会社にとっても理にかなっています。しかしながら、競争が変額年金引受会社にますます手厚い給付金を提供するよう、もはや下限ではなく実際の期待給付金まで押し上げました。現在の商品動向が変額年金保証の本来の基本に立ち戻ろうとしていることは、心強いかがりです。

現在の商品動向が変額年金保証の本来の基本に立ち戻ろうとしていることは、心強いかがりです。

M&A

この6ヶ月、変額年金業界ではM&A関連の動きが相次ぎました。会社によっては、そのM&A取引について公言していますが、さらに多くの活動が秘密裡に行われています。

残念ながら、これまでのところ成功した取引はありません。現在の変額年金市場は、存在しない買い手に向かって叫んでいる売り手の長いリストがあるだけです。変額年金市場から撤退する著名な会社の発表を鑑みるに、このことは特に明らかです。

変額年金引受会社は、「変額年金はまだ成長可能商品か」という重要な疑問を問うています。この6ヶ月間の変額年金販売量の減少および変額年金保証関連問題を鑑みるに、これはもっともな懸念です。

退職後貯蓄は、団塊の世代が定年に近づいているため、米国では依然として伸び続けるニーズがあります。保証付き変額年金は、退職後所得の保証を手にするための貴重な手段であり続けるでしょう。

最低保証のあるアップサイドの可能性という他の運用商品にない抗しがたい利点を保険契約者に提供した変額年金販売の伸展は、この10年は実に軌道に乗っていました。この保証を裏付けるためにはヘッジプログラムが必要です。

ヘッジにより最低保証を提供するビジネスモデルは、今もなお有効です。何社かが直面した問題は、基本的にビジネスモデルから逸脱したためのものです。最低保証自体はよいのですが、最低保証を超えるアップサイドの可能性がほとんどないほど手厚い保証を意味するわけではありません。ヘッジプログラムは、対象としたリスクから防衛するにはうまく機能しますが、ヘッジしていないリスクに対しては役立ちません。

現在のM&Aの動向は、変額年金引受会社の更なる統合につながると思います。適切な商品と適切なヘッジプログラムを持つ会社は、今回の金融危機以降より強力かつ大型の変額年金引受会社として浮上してくるでしょう。商品でもヘッジでも失敗した会社は、変額年金市場から撤退することになるでしょう。

変額年金引受会社は、「変額年金はまだ成長可能商品か」という重要な疑問を問うています。この6ヶ月間の変額年金販売量の減少および変額年金保証関連問題を鑑みるに、これはもっともな懸念です。

再保険およびストラクチャード・ソリューションの入手性

再保険および投資銀行のストラクチャード・デリバティブは、多くの変額年金引受会社のリスク管理戦略の一部となっています。これらはうまく機能する場合がありますが、金融危機により多くの再保険会社や投資銀行がこの市場から撤退しました。

再保険があれば、変額年金引受会社は固定的な年間手数料と引き換えに契約の一部の保険金を回収することができます。これは、変額年金の保証リスクを完全に移転させる上にコストも時にかなり魅力的なため、変額年金引受会社にとって魅力的です。

しかし、再保険は、常に利用可能というわけではありません。かつて、2003年までは多くの変額年金引受会社が変額年金保証リスク管理を再保険に頼っていました。2003年には、先の不況により全ての大手再保険会社の変額年金再保険市場から撤退し、複数の変額年金引受会社に大きな問題を引き起こしました。その後数年間は、変額年金引受会社は単純に再保険が使えなかったのです。2007年には、再保険会社が徐々に市場に再参入してきました。そして再保険会社の価格もかなり競争力のあるものでした。しかしながら、最近の金融危機の結果、最も知られている Swiss Re の事例など、またしても多くの再保険会社が市場から撤退し始めました。市場に残っている変額年金の再保険会社が提示する価格は、一般に変額年金元受会社にとって魅力的なものではありません。

同様のストーリーは、投資銀行のストラクチャード・ソリューションにも起こりました。多くの場合、変額年金引受会社に対する具体的なビジネスに直接関係なく、多くの銀行が市場から撤退、または銀行本部の全体的リスク許容度の引き締めの結果法外な高値を提示しています。

再保険やストラクチャード・デリバティブは、変額年金引受会社が直面するリスク管理問題に対峙する有効な手段となり得ます。一方で、再保険やストラクチャード・デリバティブに関連した入手可能性の問題は、いかなる変額年金引受会社のリスク管理戦略においてもその土台にはなり得ないことを意味します。

再保険やストラクチャード・デリバティブは、変額年金引受会社が直面するリスク管理問題に対峙する有効な手段となり得ます。一方で、再保険やストラクチャード・デリバティブに関連した入手可能性の問題は、いかなる変額年金引受会社のリスク管理戦略においてもその土台にはなり得ないことを意味します。変額年金引受会社にとって、自社でヘッジ機能を持つことは欠かせません。再保険やストラクチャード・デリバティブの戦略と併せてダイナミック・ヘッジのインフラを構築する変額年金引受会社は、ほとんど全てを再保険やストラクチャード・デリバティブに頼っている会社よりも、はるかに備えが行き届いています。再保険やストラクチャード・デリバティブが利用できなくなったり魅力的でなくなったりした場合に、既存のダイナミック・ヘッジのインフラにウエイトをかけることの方が最初から作るよりもはるかに容易です。再保険やストラクチャード・デリバティブが魅力的な場合には、変額年金引受会社は社内ヘッジプログラムを元に戻してこうした機会による恩恵を得ることができます。

結論

ヘッジプログラムは、対象としたリスクから身を守るためにはとても有効です。既存のヘッジプログラムの精緻化および拡張は、変額年金業界の将来の活力のためにも必要です。最近の金融危機は厳しいもので、間違いなく変額年金市場から力のないプレーヤーを排除するでしょう。しかし、変額年金商品の経済的本質は依然として健全です。変額年金商品設計の基本に忠実で堅固なヘッジプログラムを持つ変額年金引受会社は、この金融危機により更に大きく強固になって浮上してくると思います。



1301 Fifth Avenue, Suite 3800
Seattle, WA 98101
(206) 624-7940

www.milliman.com