

スウェーデンの積立金の運用について

I. スウェーデンの積立金運用

1. スウェーデンの公的年金制度

- ・ 所得比例年金と最低保障年金により構成されている。
- ・ 最低保障部分は国庫負担、所得比例部分は保険料財源となっている。
- ・ 保険料は、個人所得の18.5%が労使折半により拠出され、うち16%が賦課方式の概念上の確定拠出年金(NDC)、残り2.5%が積立方式の確定拠出型年金に入れられる。
- ・ 賦課方式部分は、人口動態や経済的ショックによる給付の変動のバッファとして積立金(バッファファンド)があり、AP基金が運用している。

2. AP基金の役割

- ・ 年金資産運用を通じて
 - ① 将来の年金債務をカバーすること
 - ② 年金制度に組み込まれた自動均衡機能*のインパクトを緩和することにある。
- ※ 自動均衡機能とは、賦課方式制度への保険料を所得の16%に固定しつつ、年金制度の長期的な支払い能力を維持できるよう、負債と資産の均衡を考慮して年金給付額(仮想勘定に付与する利率)を変動させるシステム。
- ・ スウェーデンでは、出生率の低下と高齢化により、保険料と年金給付の額に差が生じ始めたため、2009年から、AP基金の取り崩しが始まっている。2009年のスウェーデン年金局の資産では、今後40年間、この取り崩しが続くとしていられる。
- ・ 自動均衡の効果は2年遅れで給付に反映され、2008年には金融危機の影響でAP基金の運用成績が振るわなかったことにより、2009年には失業率が上がって保険料収入が減少すると同時に退職者が増加したことにより、2010年、2011年の年金給付について自動均衡機能による減額が行われた。

II. 運用組織

1. AP基金の概要

- ・ AP基金は政府機関であり、根拠法は国家年金保険基金法である。
- ・ AP基金は、AP1、AP2、AP3、AP4、AP6の5つあり、資産残高は、2011年12月末時点で、8,725億スウェーデンクローナ(約10.6兆円*)である。

※ 1スウェーデンクローナ=12.12円で換算している。

- ・ AP1～4は、同一の法制に服し、毎年保険料を4分の1ずつ受け入れて運用を行っている。AP6は歴史的経緯から残された基金であり、新規資金の流入はない。

※ 上記のほかに積立方式部分のための運用組織としてAP7がある。

2. AP基金の組織

- ・ 各APとも、統治主体は9名の理事からなる理事会であり、理事は政府が資産運用の専門性に基つき任命する。
- ・ 9名の理事には、従業員の利益を代表する2名、雇用主の利益を代表する2名が含まれる。
- ・ 職員数は、AP1が46名(2011年末)、AP2が58名(2011年末)、AP3が57名(2011年6月末)、AP4が52名(2011年末)、AP6が34名(2010年末)となっている。

3. AP基金の統合

- ・ 2009年11月に、スウェーデンの財務省傘下の研究所である「公共経済専門家調査グループ」(ESO)から、基金の統合等を提言する報告書が財務省に提出された。
- ・ 報告書は、
 - ① この10年の金融市場の発展により、4つの基金の運用資産の合計額が大きすぎることとはなくなった
 - ② 各基金が横並び行動をとったとみられ、4つの基金の資産構成割合に大きな違いがなくなり、リスク分散効果が得られなかった
 - ③ 4つの基金の競争の結果、運用成績が改善したようにはみられないなどの状況から、1つの基金に統合しない理由はないとしている。

Ⅲ. 積立金運用の運用目的

1. 国家年金保険基金法(AP基金法)

資産運用の目的について

「所得比例年金において、可能な限り高いリターンを得ること。ただし、投資における全体的なリスクの水準は低くあるべきである。また、リスクの水準は、長期的に高いリターンが見込まれる形で決定されるべきである。」

と定められている。

2. AP基金法の資産運用の目的の解釈

- ・ 上記文言の解釈に際しては、法案段階で述べられていた、AP基金の運用の目的が参照されている。

「AP基金は、所得比例年金制度を維持するための利益を最大化する形で、資産運用を行う。そのアセット・アロケーションは、年金システムの負債に関する分析を基に決定される必要がある。運営の目標は、投資リスクに比較して、長期的な投資リターンを最大化することにある。また、基金は適切なリスクの分散も行わなければならない。全体的なリスクは低水準にある必要がある。また、産業政策や他の経済的関心については勘案されないものとする。基金は、高い運用収益という最終目標と抵触しない範囲において、倫理及び環境面への判断も行う必要がある。」

3. 運用組織と運用目標を示す機関の関係

- ・ AP基金に対し、政府を含めた外部からの運用目標の提示は行われていない。
- ・ 各APは、AP基金法に定められている「低リスクの下での長期リターンの最大化」という任務に照らして、適切と考える運用目標を自ら設定している。

IV. AP基金の運用対象

1. 投資制約

AP基金が行うことができる投資については、AP基金法において、企業に対する支配や、過剰な外国為替へのエクスポージャーをとらないことへの配慮が定められている。

2. AP基金法が課している主な投資制約

投資対象	資本市場において、上場もしくは取引可能な投資商品に限定
アセット・アロケーション	運用資産の30%以上は、信用リスク及び流動性リスクの低い債券に投資すること
流動性の低い資産	未上場の資産への投資は、運用資産の10%以内にとどめる。未上場株式への投資は、ファンドもしくはベンチャーキャピタルを通じた投資に制限
株式保有	上場企業への投資について、各基金は議決権の10%以上を保有してはならない。未上場株式については、同制限は30%
株式市場全体へのプレゼンス	各基金はスウェーデン企業の株式保有について、取引所及び他の規制市場の時価総額の2%を上回ってはならない(AP基金が議決権を行使しないファンドについては対象外)

外部委託運用	少なくとも 10%の運用資産は、投資信託の購入もしくは運用一任の形で外部委託運用を行う
商品への投資	AP基金は、商品(コモディティ)投資を行ってはならない
為替リスク	市場価値で評価される運用資産のうち、最高 40%まで為替リスクをとることができる
エクスポージャーの制限	一発行体、もしくは相互依存関係にあるグループの発行体が発行する証券へのエクスポージャーは 10%を上回ってはならない

(出所) AP基金法及びAP3提供資料より野村証券フィデューシャリー・マネジメント部作成

V. 運用実績の評価

運用実績の評価の方法

- ・ 財務省が、毎年、AP基金からの年次報告書をベースに、資産運用に関する評価を行い議会に提出する。
- ・ 評価は、外部のコンサルタントにより行われ、費用はAP基金が負担している。
- ・ 評価では、純粋な運用リターンのみでなく、アクティブ運用の効率性(超過リスクに対する超過リターンの度合い)やコストの水準についても詳しく言及されている。

【2010 年度の評価】

- ・ ここ10年のAP基金のリターンは平均所得指数(Income Index)を上回っており、AP基金が年金制度にポジティブな評価をもたらしていることなどの評価がなされている。
- ・ 一方、AP基金が、コスト削減のために立ち上げたフォーラムの活動結果は限定的であり、管理コストを削減するため、積極的な活動を続けるべきこと、理事の報酬が政府のガイドラインに沿ったものになっているかを評価するための基準がない点など、ネガティブな評価もなされている。

VI. AP3の例

- ・ AP3は、AP1、2、4と同様、スウェーデンの公的年金のバッファーフアンドとしての役割を担っている。
- ・ 資産残高は、2011年12月末で2, 141億スウェーデンクローナ(約2. 6兆円※)である。

※ 1スウェーデンクローナ=12. 12円で換算している。

- ・ 本拠地はストックホルムで、職員数は57名(2011年6月末)である。

1. 運用目的

AP基金法に期待されているとおり、スウェーデンの公的年金のバッファーフアンドとして、低いリスク水準の下で、高い運用リターンを提供し、年金制度に最大限の利益をもたらすことである。AP3では、このリスクを負債との関係でとらえている。

2. 目標リターン

- ・ AP3では、目標リターンを実質4% (名目リターン5.9%) と設定している。
- ・ この数値は、長期的(30～40年)に年金制度財政の健全性を保ち、自動均衡システムにより給付額が減額されることを回避することを基準に、年金制度の資産と負債の予測に基づいて設定されている。

3. 平均所得指数とリターン目標の関係

- ・ スウェーデンの年金制度では、年金受給者の仮想勘定が平均所得指数に連動して上昇するため、AP3では、リターン実績を平均所得指数との関係という観点からも検討している。
- ・ 実質4%のリターン目標を達成できれば、AP3の基金は、平均所得指数を超えて成長できると考えている。

4. ポートフォリオの策定

AP3では、2010年からダイナミック・アセット・アロケーションモデルを本格導入した。このモデルは、実質4%の目標リターンを獲得するため、各年のリターンのギャップを小さくすることを目的としたモデルである。

【ポートフォリオ構築の手順】

① 意思決定のフレームワーク

マクロ経済分析 マクロ経済分析では、構造的ファクター(人口統計、生産性、負債レベル、貯蓄率)や、全体的な経済状況(景気サイクルや経済トレンド)を考慮している。景気サイクル分析においては、景気サイクルモデルを構築し、株式プレミアムが時を経るごとにどのような影響をもたらすかを観察している。

バリュエーション分析 すべての資産クラスを横断する経済分析を提供するものである。この分析プロセスにおいては、市場参加者のリスク選好と市場心理に重点を置いている。

② リスク・リターン推計

意思決定のフレームワークの分析に基づいて、各資産クラスのリスク・リターンを推計する。

③ポートフォリオの構築

リスク・リターンの推計に基づいて、1～3年の投資ホライズンで、年率4%

の実質リターンを得られるポートフォリオを構築する。

5. 運用実績

(1) 過去10年間の運用実績

- ・ 2002～2011年までの10年間の平均リターン実績は名目で3.8%、実質で1.9%であり、目標である実質年率4.0%には届いていない。
- ・ AP3設立以来のリターン実績は名目で3.4%であり、平均所得指数3.2%を上回っている。

(2) 運用実績の評価の方法

- ・ AP3では、リターンの実績を評価する際は、以下のインデックスを用いている。

株式 MSCI All Countries World Index

国債 Bank of America Merrill Lynch Global Index