

# 保険・年金 フォーカス

## 海外年金基金レポート

### 第4回 = ノルウェー政府年金基金-グローバル(GPFG) =

取締役 金融研究部 部長 前田 俊之  
(03)3512-1885 tmaeda@nli-research.co.jp

ノルウェーは人口が約 500 万人という規模ですが、北海油田からの石油・天然ガスに恵まれ、福祉国家として知られています。その石油・天然ガスの収益の一部がノルウェー政府年金基金として積み立てられています。その資金額は 2013 年 6 月末時点で 4 兆 3,970 億クローネ(約 72 兆円)となっています。これは将来、石油・天然ガスが枯渇した時に備えるという長期の目的を持つ資金ですので、その運用にも独得のスタイルが貫かれています。しかし最近になって、そのスタイルにも少し変化の兆しがあります。

#### 1. 制度の位置付け

##### (1) 公的年金制度としての役割

これまでに見てきた制度は、まず国が運営する一階部分があり、その上に乗る二階部分という位置付けでした。しかし将来に備えるという目的からも明らかなように、この GPFG の位置付けは異なります。そのため GPFG を年金基金としてではなく、ソブリン・ウェールズ・ファンドとして捉えた方がよいという意見もあります。運用の委託主は財務省ですが、実際の運用を担当するのはノルウェー中央銀行(Norges Bank)の投資部門(Norges Bank Investment Management=NBIM)です。

一方、GPFG と似たような名称を冠しているのがノルウェー政府年金基金-ノルウェー(GPFN)です。こちらはノルウェー政府が運営する公的年金の一階部分にあたる資産を預かるものです。公的年金は社会保険料を財源とする賦課方式で運営されているのですが、財政を安定させる目的で小規模の積立金(2012 年末で 1,451 億クローネ=約 2 兆円)を GPFN で保有しています。こちらの運用は Folketrygdfondet という別の政府関係機関が行っています。運用の委託主は、GPFG の場合と同様に財務省となります。

##### (2) 注目される政治の動き

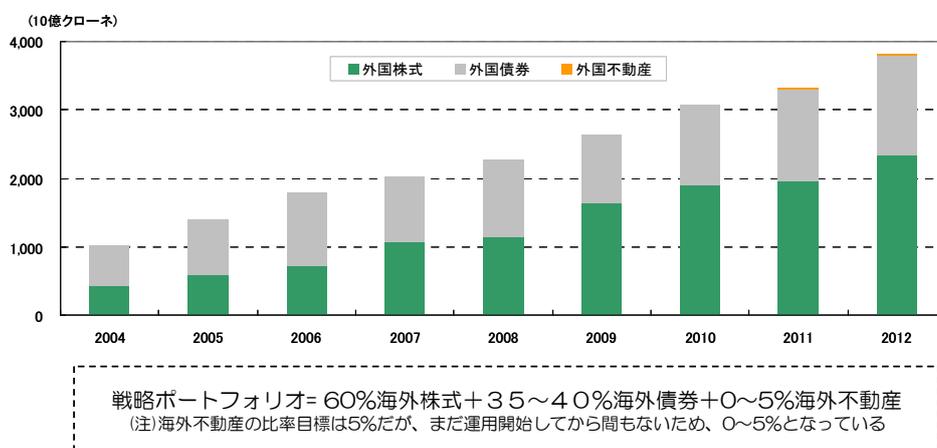
ノルウェーではこの 9 月に総選挙が行われ、8 年ぶりに政権が交代しました。これまでの労働党に代り、保守党と進歩党の中道右派連立政権がスタートしています。保守党は従来から GPFG の運営形態の見直しを主張してきていることから、今後の動向が注目されます。同党は伝統的に市場メカニズム

を重視する考え方をとっており、ソルベルグ首相(保守党)はこれまでもファンドを分割することで競争が生まれるはずだという見解を述べています。加えて、保守党が連立を組む相手となった進歩党は、石油収入を国内の基盤整備に活用すべきとの立場をとっていることから、GPFG 資金の使途についても注文をつける可能性があります。GPFG の運用方針については財務省が決め、その財務省からの委託に基づいてNBIM が運用するという方式になっています。従って、今回の政権交代は今後の GPFG の運用方針に大きな影響があります。

## 2. 資産運用の特長

### (1) 流動性の高い海外資産中心の運用

冒頭に書いた通り、GPFG は石油資源からの収入を蓄える受皿です。そしてその運用の最大の目的は石油資源から得た収入が持つ国際的な価値(International Purchasing Power)の最大化であると定めています。そうした狙いを反映するのが財務省の定める戦略ポートフォリオの構成です。これを見れば明らかのように、この GPFG の投資対象は全て海外資産となっています。



この戦略ポートフォリオの有効性については色々な意見があります。例えば、他のソブリンファンド等と比較して収益率が低いなど、しばしば批判の対象になりました。そこで外部の専門家によるパフォーマンスの分析等が行われました。代表的な分析の中に 2009 年 12 月に公開されたものがあります<sup>1</sup>。その指摘内容は以下の通りです。

1. GPFG はこれまでリサーチ重視(アクティブ)の運用を行ってきたが、過去のパフォーマンスを分析する限り、市場ベンチマーク通りのパッシブ運用と大きな差異は認められない。
2. 一方で GPFG はその規模や資金の性格から、流動性リスクや価格変動リスクをこれまで以上にとることによって、リターンの向上を図ることができる
3. 運用の基本となるポートフォリオはこうした収益源となるリスクを取り込むように設計する必要がある。

こうした指摘を受けて、参照ポートフォリオ(Operational Reference Portfolio)と呼ばれるものが作られました。これは財務省が設定した戦略ポートフォリオとは別のもので、運用を委託された NBIM が決めることになっています。その狙いは GPFG の持つ有利性、すなわち資産規模と長期性を効果的に運用に生かすという点にあります。実際のポートフォリオはこの参照ポートフォリオに近づいてゆくこととなります。一方、委託者である財務省は自分が設定した戦略ポートフォリオと実際のポートフ

オリオの乖離状態をチェックすることによって、NBIM に対するリスク管理を行います。

## (2) 最近の動き

このような運営方法の見直しを受けて、GPFG のポートフォリオにいくつかの顕著な動きがあります。まず、目を引くのは 2012 年からの具体的な投資対象の拡大です。株式においては従来の地域分散の割合を変更し、アジアやアフリカ等の新興国への投資割合を高めることとしました。また債券においては、国債への投資比率を各国の経済規模(従来は発行規模)に応じたものに変更し、こちらについても新興国への投資割合を増やすこととしました。

2011 年から本格化した不動産投資についても、積極的な様子が窺えます。これまでは欧州域内での投資でしたが、今後は米国のオフィスビル等への投資を拡大するようです。さらに最近になってフランスの保険会社アクサグループの不動産会社(Axa Real Estate)と共同事業で、不動産貸付を開始するとの発表を行いました。対象は英・仏・独の商業用不動産に関連する貸付で、当面の規模は 6 億ユーロ(約 800 億円)とのことです。不動産投資の資産規模は僅かなものですが、GPFG が進める新しい投資政策が関心を集めています。

こうした動きと関連して運用の外部委託先の数にも変化があります。株式の外部委託先はピーク時に約 4,000 億クロネ(約 6 兆円)ほどありましたが、2012 年末には約 1,400 億クロネ(約 2 兆円)にまで減少しています。総資産比で見ると、ピーク時の約 20%から約 4%まで減少しています。債券では 2012 年末の残高が 20 億クロネ(約 300 億円)と総資産の 0.05%程度に減少しています。どうやら自力での運用を目指しているようです。

GPFG は議決権による企業への影響力行使に熱心に取り組んでいることでも有名です。内部の規程には投資先選定基準<sup>2</sup>がありますが、さらに委託主である財務省にも倫理委員会が設置され、複数の視点で常時投資先に対する調査が行われています<sup>3</sup>。2012 年の例では森林破壊の著しいマレーシア及びインドネシアのヤシ油関連企業の多数を投資対象から外したり、水資源汚染源と見られる中国及びインド企業への働きかけを行っているとの報告がなされています。こうした動きは GPFG 単独ではなく、他の年金基金(例えばオランダの [ABP](#) や PGGM)と共同して進められている点にも注目する必要があります。また、英国エコノミスト誌が指摘しているように、ケイレポートで注目されたジョン・ケイ氏を GPFG のコーポレートガバナンス委員会の委員に任命したことは、欧州における年金基金間の連携が高まることを予想させます。この GPFG の資産残高は、今から 4 年後の 2017 年末には 6 兆 5,000 億クロネ(約 106 兆円)に達するとの予測<sup>4</sup>もあり、年金基金のこうした動きの与える影響の度合いは今後さらに高まると考えておくべきでしょう。

## 3. 何を学ぶことができるか

これまでのレポートと同様に GPFG から何を学ぶことができるか考えてみます。

まず、効率的な運用についてです。参照ポートフォリオが導入される契機となった 2009 年のレポー

トの中には、先に触れた内容の他にも様々な分析結果が記されています。その中に我々にとっても参考になる内容がありますので、いくつか紹介しておきます。

まず株などの市場でアクティブ運用することの意味についてです。この分析によれば、多くの機会  
でアクティブ運用は付加価値を生むことができることを確認しています。その一方で、年金基金やソ  
ブリンファンドといった機関投資家は、そうした機会を収益につなげることができていないとも述べて  
います。内部にせよ外部にせよ、常に市場に勝ち続けるアクティブ運用能力を持った人材や組織を  
を見つけることは難しいという指摘です。このことを認識した上で、GPFG の強みを生かした運用をせよ  
という結論を出したという訳です。これまで見てきた年金基金に共通の結論です。

次に成長戦略の手段としての年金資産の役割についてですが、この点について GPFG の動きから参  
考になるものは見つかりませんでした。同じような結論であったカナダの [CPPIB](#) の場合、法律と運用  
目標がガイドラインとして機能していた訳ですが、これまでのところ GPFG の場合は海外投資を大前提  
としているため、こうした問題に直面することはありませんでした。しかし9月の政権交代の影響に  
よって、この海外投資の大前提が変わる可能性も皆無ではありません。その意味ではノルウェーにお  
ける政治と年金資産の関係を見ておく必要があります。

さて、今回はこのシリーズの最終回として、スウェーデンの AP-fonden について考えてみます。

---

<sup>1</sup> 「Evaluation of Active Management of the Norwegian Government Pension Fund-Global」(2009.12), Andrew Ang (Columbia Business School), William N. Goetzman (Yale School of Management), Stephen M. Schaefer (London Business School)

<sup>2</sup> 投資先選定に係る倫理規程 (a)非人道的武器生産に係る企業、(b)児童労働など人権侵害を制度的に行う企業、(c)戦争、紛争時の個人の権利を侵害する企業、(d)深刻な環境破壊を行う企業、(e)悪質な増収賄に係る企業、(f)その他基本的倫理概念に反する企業、(g)タバコを製造する企業

<sup>3</sup> 「ノルウェー政府年金基金-グローバルの概要」(2013.3)より引用

<sup>4</sup> 「The Management of the Government Pensionfund in 2012」(2013), Ministry of Finance, Norway