

保険・年金 フォーカス

海外年金基金レポート

第5回 = スウェーデン公的年金基金(AP-fonden) =

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

さて、このシリーズの最終回は、スウェーデンの AP-fonden です。AP-fonden とは Allmänna Pensionsfonden(公的年金基金)を短縮したものです。しばしば AP1 とか AP2 という名称を耳にすることがあると思いますが、スウェーデンの年金制度の特長の一つは、制度の中に複数の基金が設けられている点です。一時期は先進的な取り組みとして日本でも注目を集めました。最近事情が少し変わってきているようです。

1. 制度の位置付け

(1) 公的年金制度の仕組み

これまで見てきたカルパス等の年金基金の役割は、主に公的年金制度の二階部分に当たるものでしたが、今回の AP-fonden は、一階部分の積立金を運用する役割を担っています。しかも [スウェーデンの公的年金制度](#)¹は、他の国々と比べて複雑な仕組みになっています。そこで、まずはその仕組みを紹介したいと思います。

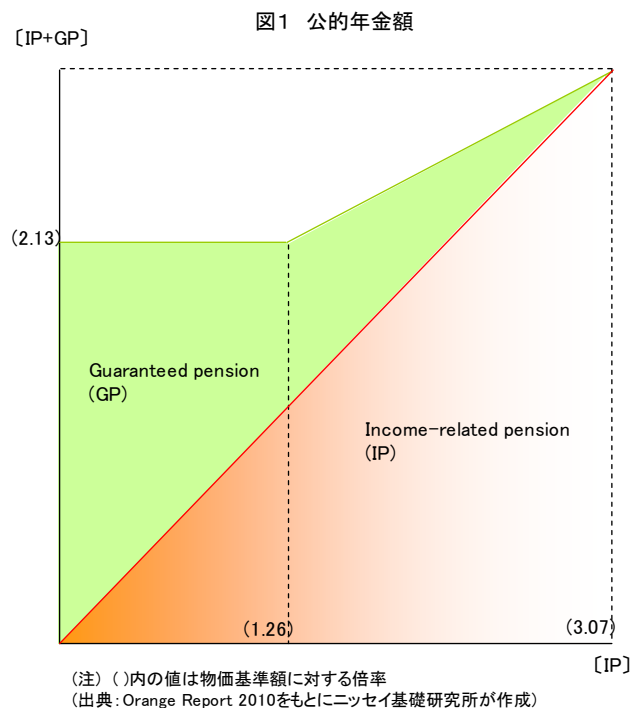
スウェーデンの公的年金制度を簡単に説明すれば、保険料を財源とする二種類の拠出型年金と、税金を財源とする保証年金を組み合わせた制度だと言えます。もともと同国の公的年金制度は、定額部分と所得比例部分からなる二階建て方式となっていました。しかし急速に進む国民の高齢化や経済の低迷という深刻な事態を前に、国を挙げて制度の改革に取り組んだ結果、2001年から現在の方式が本格的にスタートしました。この新しい制度の特長として挙げるべき点は、公的年金には珍しく所得比例の拠出型年金だと言えます。

そこで、まず拠出型年金の仕組みについて少し詳しく見てみましょう。この制度の中で基本となるのは、NDC(Notional Defined Contribution)と呼ばれるものです。NDC の特長は、負担した保険料と利息が個人の勘定に記録され、その勘定残高と年金支給開始時の平均余命によって実際に支給される年金の水準が決まるという点です。この制度の下では、平均余命を全うすれば負担した保険料が確実に戻ってきます。この制度がユニークなのは、その名称にも使われているように、個人の勘定があく

までも“Notional”なもの、すなわち概念上の仕組みだということです。

拠出型年金には NDC と別に FDC (Financial Defined Contribution) と呼ばれるものがあります。こちらは一般的に言うところの拠出型年金で、それぞれ個人が民間の投資ファンドの中から対象を 5 種類まで選び、自らの判断で運用することができます。現在、投資対象となるファンドは株式等約 800 本用意されています。このような仕組みを導入した狙いは、NDC と FDC を組み合わせることによって、年金資産の安定的な成長を図ることのようです。この NDC と FDC の保険料は合計で 18.5% ですので、ほぼ日本の厚生年金保険料と同じ水準と言えます。この 18.5% という料率は、将来とも一定に保たれ、そのうち 16% が NDC に、2.5% が FDC に充てられることになっています。

そしてこの拠出型年金の弱点を補う役割を果たすのが、GP (Guaranteed Pension) と呼ばれる保証年金です。既に述べた二つの拠出型年金を元に受け取る公的年金 (IP: Income related pension) の額が一定の水準を下回る場合に、この GP が支給されます。その際、一定の水準を決めるのに重要な役割を果たすのが、物価基準額 (Price related base amounts) という数値です。IP で受け取ることのできる年金額が物価基準額の 1.26 倍を下回る場合には、受け取る年金額の合計が物価基準額の 2.13 倍になるように GP が支給されます。さらに IP の年金額が物価基準額の 1.26 倍から 3.07 倍の間になる場合には、GP が一定の計算式に基づいて追加支給されます (図 1)。



(2) 自動調節機能

このように、スウェーデンの公的年金制度は非常によく設計された仕組みですが、そこには一つ弱点があります。それは NDC では個人の勘定残高がはっきりしている一方で、実際に現役世代の払い込んだ保険料が、賦課方式によって給付に回る点です。もし、人口動態や運用成果が大きく変化した場合、この仕組みを長期にわたって維持してゆくのは決して簡単ではありません。しかも保険料率は固定方式と決まっています。

そこで、将来の環境変化に対する備えとして導入されたのが、NDC のバランスシートによる管理と自動財政均衡メカニズムです。バランスシートの左側には将来の保険料収入と積立金の合計、そして右側には将来の年金給付額の合計 (年金債務) が並んでいます。このバランスシートを元に、自動財政均衡メカニズムが働きます。仮に、右側の年金債務が左側の合計額を上回った時には、このメカニズムが働いて個人勘定への利息や年金額の減額等の調整が行われます。この調整によって年金債務額が

減り、制度の安定性を保つ仕組みになっているわけです。実際リーマンショックの影響を受けて、2010年からこの自動財政均衡メカニズムが働くこととなりました。

2. 資産運用の特長

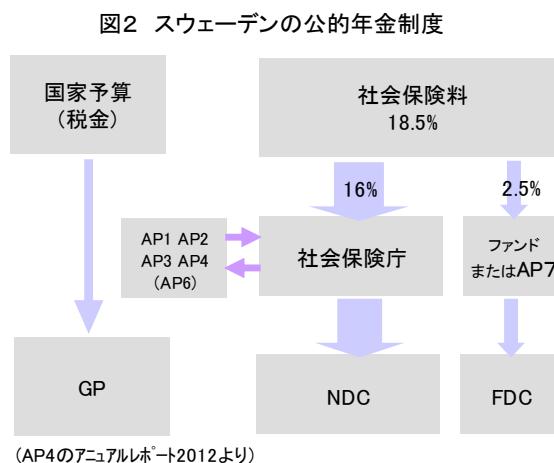
(1) AP1 から AP7 まで

このように複雑な仕組みの中で AP-fonden が果たす役割は何でしょうか。これまでに触れたように、NDC、FDC、GP と三つある年金のうち AP-fonden が関係するのは NDC です。FDC は各個人が選んだ投資ファンドでの運用、GP は税金によって賄われるのに対して、NDC では過去に蓄積した分と、各年度に加入者が負担する保険料と給付に回す資金の差額を加えた額が積立金としてあり、これが AP-fonden の運用対象額となります。この積立金が新しい制度全体のクッション役になるため、AP-fonden の運用する積立金はバッファーフアンドとも呼ばれます。

さて、冒頭で触れたようにスウェーデンの年金制度の特長は、その資金を運用する基金数の多さです。現在は AP1 から AP4、AP6 そして AP7 の計 6 基金が存在します。このような数に至ったのは、スウェーデンの年金制度の歴史と関係があります。

スウェーデンでは 1922 年に老齢年金制度が作られ、徐々に制度の充実が図られました。1960 年には基礎年金に加えて付加年金が導入され、同時に三つの基金(第一、第二、第三)が設置されました。その後 1974 年に第四、1988 年に第五、1996 年に第六と 1998 年に第七と増えました。そして現在の制度が導入される直前の 2000 年に、それぞれが AP1 から AP7 という名称が変わるとともに、機能の再編が行われました²。なお、第五基金は新制度移行時に廃止されていますので、現在は六つの AP-fonden が存在します。

この六つの AP-fonden のうち、AP6 は非継続となった年金制度の資金、AP7 は FDC の資金を管理します³。従って、残る AP1 から AP4 が拠出型年金(NDC)の積立金を運用するという点で重要な役割を担っていることとなります。これまでの内容を分かりやすくしたものが図 2 になります。



(2) AP-fonden の統合を巡る動き

AP1 から AP4 という四つの年金基金の運用内容はどのようになっているのでしょうか。図 3 は 2012 年末における各基金の資産構成等を比較したものです。資産構成については、なんとなく似通っている感じがします。一方運用成績についても、AP1 を除けばやはり似ているという印象が残ります。しかも、AP1 から AP4 を合わせてもその資産額は 14 兆円ですし、一つあたりの額は 4 兆円弱です。これまでシリーズで見てきた他の年金基金と比べると、その規模は小ぶりです。しかも今から 2040 年頃までの間は年金支給額が保険料収入を 10%程度上回る状態が続くと予想されています。この予想が正し

ければ、AP-fonden の資産の取り崩しが必要となります⁴。

図3-1 AP-fondenの資産構成(2012年末)

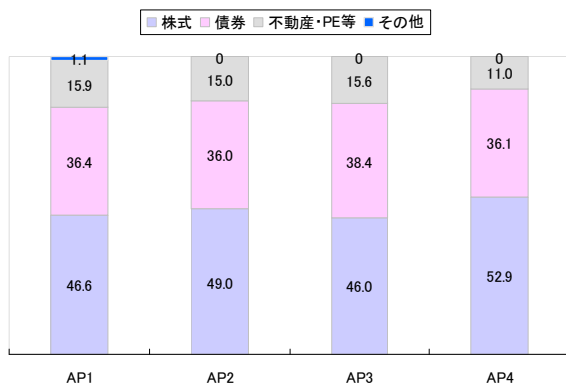


図3-2 AP-fondenの運用成績
(経費控除後) (%)

	2008	2009	2010	2011	2012
AP1	-50.0	34.6	20.5	-4.3	24.0
AP2	-24.0	20.6	11.2	-1.9	13.5
AP3	-19.8	16.3	9.0	-2.5	10.7
AP4	-21.0	21.5	10.9	-0.7	11.2

(AP1~AP4の7年実績レポート2012より)

実は、こうした AP-fonden の在り方に関する問題意識は、スウェーデン国内では以前からくすぶっています。例えば、2009 年には財務省諮問機関である ESO (Expert Group on Public Economics) が AP-fonden の統合を提言しています⁵。この提言によれば、四基金を統合することによって、10 億クローナ(約 150 億円)の経費節約が可能とのことでした。しかし、この提言は翌年の 2010 年 9 月に選挙を控えていたことから、政策として実現しませんでした。

さらに 2011 年には、政府が年金の運用について諮問を行い、2012 年 8 月に報告書⁶が提出されています。その中では AP-fonden の規模に関して次のような記述をしています。

『現状のような複数の AP-fonden を持つ構造は、運用体制、IT 投資、管理コストなどが四重に掛かる形となっている。もし、こうした重複機能を統合すれば、相当な額の経費節約になるとともに、専門人材など重要な資源の有効活用に繋がる』

これに対して、AP-fonden からはコメントが出されています。例えば、AP1 は数多くの諮問の指摘を受け入れる一方で、「複数の基金が運営することの是非は、他の問題(例えば基金の独立性の確保)と比べれば、さほど重要な問題ではない」との意見を 2012 年のアニュアルレポートの中で述べています。また、AP2 の論調はさらに激しく、CEO がアニュアルレポートの中で「このような欠陥だらけ(flawed)の報告書に振り回されるのは残念だ」とまで書いています。と言うことで、この件についてはまだ決着を見ていないようですが、それぞれの基金の組織規模や構成(図 4)を見ると、経営効率化のためには、AP-fonden の統合が必要だという声は今後も続きそうな気がします⁷。

図4 各AP-fondenの組織陣容
(2012年12月末現在) (人)

	AP1	AP2	AP3	AP4	合計
職員数	47	60	56	49	212
うち経営陣	6	7	5	5	23
理事会メンバー	9	9	9	9	36
合計	56	69	65	58	248

(AP1~AP4の7年実績レポート2012より)

(3) 運用方針にみる変化

先に四つの AP-fonden の資産構成が似通っていると書きましたが、その理由の一つに今の制度の在

り方を定めた年金法(The Swedish National Pension Act)の存在があります。AP1 から AP4 の投資は、次のようなルールに沿って行う必要があります。

- ・投資対象は、上場あるいは売買可能なものに限る
- ・資産の30%以上をリスクの低い債券に投資する
- ・為替リスクは資産の40%までとする
- ・上場会社の議決権は10%までとする
- ・スウェーデン企業の株式については、時価総額の2%以内とする
(但し、議決権を有しない場合は対象外)
- ・非上場資産への投資は、ファンド等を通じるものとし資産の5%を上限とする
(但し、不動産投資は5%規制の対象外)

(年金法より抜粋)

こうしたルールがあるため、図3で見たようにAP1 から AP4 の資産構成をみると国内外の上場株式が50%前後、同様に国内外の債券が40%弱、そして残る10~15%を不動産等が占めています。これまで見てきた他の国の年金基金で盛んに行われている未公開株式(PE)投資も3~5%の水準にとどまっています(図5)。

図5 AP-fondenのPE投資比率
(2012年12月末現在)

	PE比率
AP1	3.2%
AP2	3.9%
AP3	4.9%
AP4	3.2%

(AP1~AP4のアニュアルレポート2012より)

しかし、こうした制約の中でも新たな工夫を加えようという姿勢も窺えます。例えば、AP1ではNEW INVESTMENT と称して農業関連への投資を拡大しています。2012年末時点でオーストラリアに15、ニュージーランドに10の投資先を保有しています。オーストラリアは主に穀物・肉・羊毛・乳製品、ニュージーランドでは乳製品といった構成になっています。同様にAP2では森林・農地投資を展開しています。特に米国のTIAA-CREF(Teachers Insurance and Annuity Association of America-College Retirement Equities Fund)と共同で、オーストラリア、ブラジル、米国への投資を拡大しているようです。また、AP3はPEの比率を高め、AP4では北欧の中小企業に対する投資を積極化しています。

このように工夫を重ねる一方で、積極的な投資スタンスに伴う問題も出てきているようです。例えば、AP2の例として紹介したTIAA-CREFとの共同投資については、以下のようなメディアの批判も見られます。世界への投資を展開するに際して、注意すべき点かもしれません。

『AP2は2011年TIAA-CREFと共同で、Global-Agricultureを設立し、これまで米国などに180億円程度の投資を行ってきた。しかし、そうした投資の中にあるブラジルの投資先では、農薬の多用、劣悪な労働条件、自然環境の破壊等で問題になっている企業が関与しているものが多数ある。投資にあたってAP2が十分な事前調査を行った形跡は無い。』

(「Swed Watch」2013.4.16)

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、二つの視点でAP-fondenから何を学べるか考えてみます。一つは効

率的な運用、もう一つは成長戦略の手段という視点です。

まず、効率的な運用という点で、AP-fonden から学べる点は、これまでの整理からも明らかだと思います。現在の AP-fonden の組織が設計された当時と比べると、世界の年金基金の置かれた環境は大きく変化しました。2000 年頃には巨大とされていた各 AP-fonden も、今日のスケールで見ると小ぶりです。他方で、[カナダの CPPIB](#) や [ノルウェーの GPF](#) のように、数百人単位の専門家集団が出てきています。そうした組織が必要とされる背景には、資産規模の拡大の他に経済のグローバル化や多様な投資機会にキャッチアップしてゆく必要があったからだと言えます。2009 年、そして昨年提出された報告書もこの点を指摘している訳です。環境の変化に対応する組織の柔軟性が大切だということだと思います。

さて、次に成長戦略という視点についてです。これまでの本文中で触れる機会がありませんでしたが、日本でも有名なボルボ (VOLVO) 社が経営的に困難な時期には、当時の首相から AP-fonden が協力してボルボ社の株式を大量に保有できないかという打診もあったそうです。しかし先に触れたように、スウェーデンの年金法は国内企業の株式は 2% を上限と定めており、この打診は実現しませんでした。その後、ボルボ社は 1999 年に乗用車部門を米国のフォードモーター社に譲渡することになり、さらに 2010 年には中国のジーリー・ホールディングスグループに譲渡されました。また、サーブ (SAAB) 社の乗用車部門も同じように譲渡が繰り返され、2011 年には破産をしています。年金資金が経済成長に貢献するよう期待したいと思いますが、こうした事例から得る教訓もあるのではないのでしょうか。投資案件を見極める力が問われます。

さて、5 回続けて海外の代表的な公的年金基金を紹介しましたが、多少でも参考になったでしょうか。次回からは、これまでに紹介した年金基金を様々な角度から比較して、日本でも参考にできることがないかを考えてみたいと思います。

今回は 11 月下旬に掲載する予定です。

¹ 「欧米諸国の年金事情 第2回スウェーデン編」(「保険・年金フォーカス」2012.9.18, <http://www.nli-research.co.jp/report/focus/2012/focus120918.pdf>)

² AP-fonden の歴史の詳細については以下のレポートを参照されたい

(龍俊雄「スウェーデン公的年金のガバナンス」『資本市場クォーター』, 2007 Autumn, 野村資本市場研究所)

³ FDC では約 800 種類のファンドが用意されているが、そうしたファンドを選択しない場合には 2.5% の保険料は AP7 で管理・運用される

⁴ 2011 年 社会保険庁は 2038 年の時点で AP-fonden の資産が現在の価値に換算して 7,000 億クローネ(約 11 兆円)程度まで減少するとの予測を出した。翌年 2012 年に同じく 2038 年の時点で同 1 兆 6,000 億クローネ(26 兆円)まで増えるという予測に変更している。こうした予測は大きく振れる傾向がある

⁵ ESO は経営問題の他にも以下の理由から、AP-fonden の統合を提言しているとのこと(2012.7.27 「第7回社会保障審議会年金部会」資料)

①この 10 年の金融市場の発展により、四つの基金の運用資産の合計額が大きすぎることになった

②各基金が横並び行動をとったとみられ、四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。

③四つの基金の競争の結果、運用成績が改善したようには見られない

⁶ 「The AP funds in the pension system - more effective management of the pension reserve」(『SOU 2012:53』, 2012.8 月)

⁷ 2012 年 OECD がスウェーデンの年金制度について報告書を作成している。AP-fonden の統合については政府の判断に委ねるとしつつも、他に規模の大きな年金基金の活動状況を見る限り、規模の大きさが障害になるとは考えにくいと指摘している

(『Review of the Swedish National Pension Funds』, OECD)