

保険・年金 フォーカス

海外年金基金レポート

第3回 = オランダ公務員年金(ABP) =

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

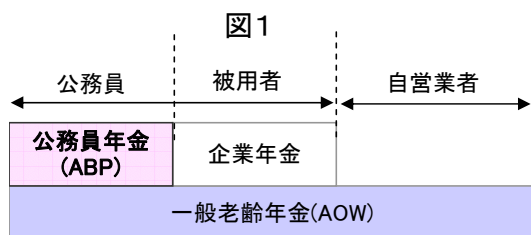
第3回目となる今回はオランダのABPです。ABPとはStichting Pensionfonds ABPの通称で、オランダの公務員を対象とした年金制度です。1922年に政府の組織として設立、その後1996年に民営化されて今日に至ります。受給者も含めた加入者約280万人、総資産約40兆円(2013年9月末、€2,930億)の、世界でも有数の年金基金です。

1. 制度の位置付け

(1) 公的年金制度としての役割

これまで見てきたカルパースやCPPIBと同様に、ABPが運用する年金資産はオランダの年金制度の二階部分に当たります。オランダにはAOW(一般老齢年金)という基礎年金の役割を果たす制度があり、平均で月額€1,200(単身)ほどの年金を支給しています。この財源は社会保険料でその料率は17.9%となっています。社会保険料率という意味では、日本の厚生年金の料率と似た水準です。

このAOWの上乗せ部分であるABPの年金額は平均で月額€1,500程度となっています。一階部分と二階部分を合わせると、月額€2,700ほどの年金がオランダの公務員に支給されている計算になります(図1)。なお、オランダにはABP以外にも多くの年金基金があり、制度の充実ぶりは世界でも有数で



出典:「年金と経済」(2012.4)より

す。一階部分のAOWと二階部分を合わせて退職時給与の70%程度を年金として支給できるような設計になっています。ちなみに、オランダ全体で二階部分の年金額の平均が月額€1,300程度とされていますので、ABP支給水準はほぼ平均並みと言えます。

(2) 制度のポイント

世界の主要な年金制度を紹介するときにABPは必ずと言って良いほど顔を出します。その注目度と言う意味では米国のカルパースと肩を並べる存在です。実はそのABPが抱えてきた問題もカルパースと同じく積立不足です。

オランダでは 2000 年代に入ってから年金を巡る会計制度の厳格化やリスク管理の強化が進んだことは[以前のレポート](#)²にも書いた通りです。2008 年のリーマンショック以降、ABP は二つのダメージを受けました。一つは資産価格の下落であり、もう一つは金利の大幅な低下です。オランダでは年金債務の計算には市場金利を原則として使うことになっているため、金利が低下すればするほど年金債務が膨らむことになります。

特に 2011 年以降、この金利低下によって受けたダメージは大きく、2013 年 6 月現在

でも ABP の積立水準は 97%³です。これは 2013 年末までに達成すべき水準(104.2%)を下回った状態で、もしこの 104.2%に達しなかった場合、ABP は今年の 0.5%引下げに続いて 2014 年に再び年金の支給水準を引下げの必要があります(図 2)。

また、ABP は 2023 年末を目標に積立水準を 123.3%まで引上げるという課題も背負っています。こちらは ABP の資産構成から計算される運用上のリスクを勘案して決まります。運用で大きなリスクを取る以上、十分なクッションを持たなければならないというものです。従って、もし債券中心の保守的な運用に転換できればこの目標比率も下がることになります。しかし、世界的に低金利が続いている状況の下では債券へのシフトを進めるわけには行かず、悩ましい状況が続いています。このように積立水準での目標を下回っている状態が続いていることから、ABP では支給水準の引下げに加えて年金額のインフレ連動停止やリカバリーサーチャージという名目で拠出額の引上げも行うなど、懸命の努力を続けています。その結果、拠出料率は 25%(労使計)台に達しています。

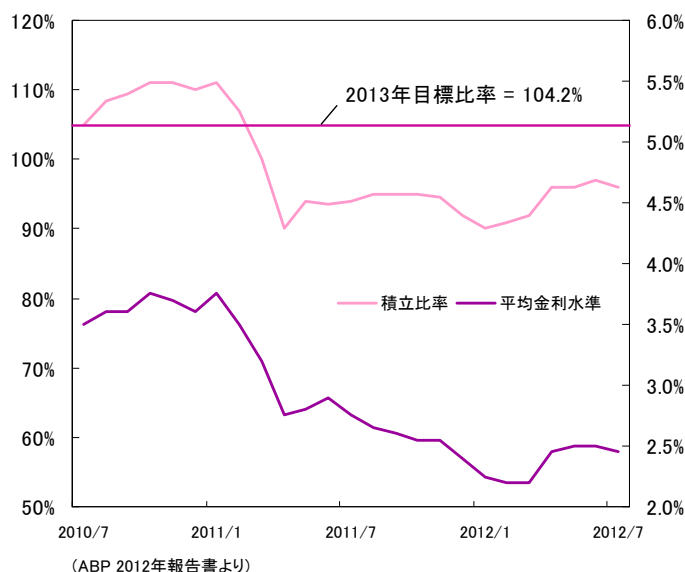
2. 資産運用の特長

(1) 資産構成と負債評価のミスマッチ

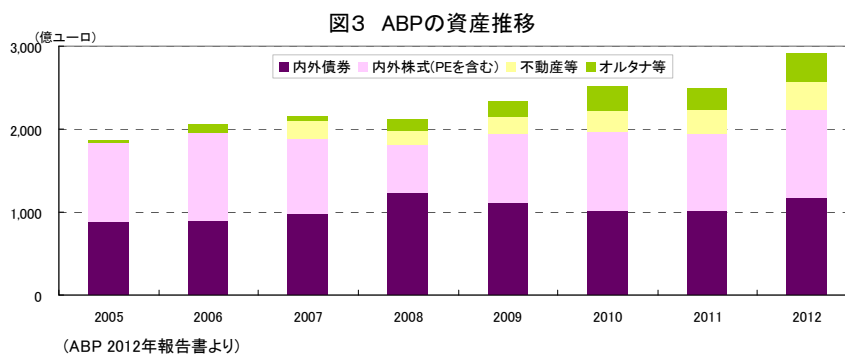
ABP にとって積立不足が悩みの種であることは既に述べた通りです。そのため、2012 年に異常とも言える水準にまで金利が低下した際には、オランダ中央銀行(DNB)が UFR(Ultimate Forward Rate)を導入して事態の改善を図りました⁴。これによって ABP の積立比率も 2.7%ほど改善されましたが、それでも積立不足の状態が続いている訳です。

ABP では拠出料率の水準を決めるにあたっては、資産運用で実質 3.25%(昇給率調整後)のパフォーマンスが出ることを前提として計算しています。そのため、昇給率を加えた名目上の利回りとしては 6~7%を目指すことになり、資産構成もそれに合わせて株式や不動産、オルタナティブといった価格変動幅の大きな資産の割合が高くなっています(図 3)。そこへ導入されたのが市中金利による年金債務評価というルールですから、景気の後退期には資産価格の下落、債務額の上昇というダブルパンチを食らう訳です。その意味で 2011 年から 2012 年にかけての時期は、ABP にとって最大のピンチであっ

図2 ABPの積立比率



たと言えます。



こうした事情はABPも当然認識しており、運用の基本方針の中に20年の金利(スワップ金利)が一定の水準になった時には、年金債務額の変動幅の50%をヘッジすることが明記されています。しかし現状でのヘッジ割合は25%に留まっています⁵。最近のような低金利状態で、この方針を実行に移すことは長い目で見ると得策ではないと判断しているようです。所定の期限までに積立比率の改善を図ることができるかどうか、資産価格と金利水準に一喜一憂する展開が続きます。

(2) 注目すべき新しい動き

このように資産運用面での課題を抱えるABPですが、こうした面以外でいくつかの注目すべき動きがあります。その中でESGへの取り組みと国内経済への貢献という二つの事例に触れたいと思います。

欧米の年金基金がいわゆるESG(Environmental Social and Corporate Governance Policy)に熱心に取り組んでいることは広く知られています。ABPはその中でもESGの原則を投資方針に反映させることについて最も熱心な年金基金です。現在ABPには9名のスタッフからなるESGチームというものがあります。このチームは、ABPが行う全ての投資案件に対してESGなどの考え方に照らして不適切な取引が無い、常時目を光らせています。ABPが発行しているResponsible Investment Report 2012年版によると、そのチェックの対象は運用資産全てにわたるということです。中でも資産全体の20%以上を占める流動性の低い資産に対する取り組み方針には参考になるものがあります。

例えば、不動産投資の場合にはABPが主要メンバーとして開発を進めたGRESB(The Global Real Estate Sustainability Benchmark)という基準が重要な役割を果たします。ABPが投資している不動産ファンドなどの運営会社には、このGRESBに沿った管理を行うと同時に毎年の評価で平均以上のレーティングを維持することが求められています。また、新規投資の対象となるには2年以上続けて平均以上のレーティングを得ていることが条件となります。日本にも日本政策投資銀行が中心になって開発したGreen Building認証があり、機関投資家による利用の拡大が期待されます。

さらに、最近の動きとして注目しておきたいのは、農地への投資に関する年金基金の考え方です。2011年にABPを含むオランダの3年金基金と英国のBT、スウェーデンのAP2など8年金基金がFarmland Principlesに署名しました。こうした年金基金は、農地への投資は環境や農業関係者との関係が深いことから他の資産以上にESGの視点が重要だ、という考え方に立っています。ABPでは既に欧州域内

と南米で農地投資の実績を持っていますが、こうした投資も Farmland Principles に照らして運営を行うとともに、引き続き投資を拡大する方針とのことです。

もう一つの事例は、国内の経済への貢献についてです。実は欧州通貨危機に見舞われた 2012 年にオランダでは熱い議論が交わされました。事の発端は、一部の人から「経済的な困難に直面している国内の中小企業や公共事業を救うために、オランダの年金はアクションを取るべき」という意見が出てきたことです。これに対して ABP はセミナーを開くなど、公の場で以下のように方針を説明してきました。

- ①年金資産は ABP ではなく一人一人の加入者の財産であり、いくら政府や社会の要請があったとしても、全ての要請に応えるべきではない
- ②ABP にとっては世界の様々な地域に分散投資を行うことがリスク管理上重要であり、一つの国に過度な集中投資は望ましくない
- ③しかし、他の同種の投資機会と比べて信用度や収益性の点で同等または優れる案件であれば、積極的に投資することができる
- ④インフレへの対応が重要な課題である ABP としては、オランダ国内にインフレヘッジ型の投資機会が増えることを期待している

こうした説明を行うのと同時に一方で、ABP はいくつかの具体的な行動に移っています。その一つはオランダで N33 と呼ばれる幹線道路整備プロジェクトです。N33 はオランダ北部の都市 Assen と Zuidbroek を結ぶ道路ですが、このプロジェクトに ABP は€8,000 万の融資を行いました。この案件には PGGM⁶ という別の年金基金もプロジェクト母体へ出資を決めており、当案件はオランダの年金による初のインフラ投資として位置付けられています。このプロジェクトには日本の大手銀行も参加しており、工事期間中の資金を提供しています。ABP は工事終了後の期間を対象に融資を行います。銀行は 2 年程度で資金を回収し、ABP が代わりに長期融資を行います。ABP にとっては、リスクの少ない案件から長期にわたりインフレ率を反映した金利を受け取ることがメリットです。

また別の例としては、最近になって設立が決まった National Mortgage Institute (NHI) を挙げることができます。この NHI 設立の狙いは、銀行の住宅貸付債権を買い上げることで銀行が新規の住宅貸付を行いやすくし、住宅市場の活性化を図ろうとするものです。その際に必要とする資金を年金基金が提供することになります。オランダでは国民の貯蓄の大半が年金に集中していることから、預金を通じた銀行の資金調達能力は弱いと言われてきました。今回の試みは、こうしたオランダ独特の資金の流れにバイパスを作ることを狙っており、そこで年金基金が大きな役割を果たすと期待されています。

3. 何を学ぶことができるか

カルパースや CPPIB のレポートと同じように、二つの視点で ABP から何を学ぶことができるか考えてみます。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 ABP から学べる点は何でしょうか。ABP の運用成果を見るとリーマンショックが襲った 2008 年には大幅なマイナスを記録したものの、2009 年以降は着実に結果を残してきました。また、ABP が長期的な達成目標としている昇給率を調整した後の実質利回りも確保しています。その意味では ABP の運用方針は一定の評価を与えることができると思います。ただその一方で、年金債務との関係ではカルパスと同様の課題を残しているのはこれまでに説明した通りです。

実は、ABP の年金債務の問題には評価の際に使う金利水準だけでなく、もう一つ別の要因があります。それは長寿化の進展です。オランダでは 2002 年前後から平均余命の伸びが著しく、これを反映して年金債務が膨らんでいます。このように年金の運用を考えるに当たっては、債務の状況を反映した ALM が重要になることを ABP は教えてくれます。

次に、成長連略の手段としての年金資産の役割です。この点については 2012 年の例から明らかなように、ABP 自身が当事者として答えを出すことを迫られていました。彼らが出した答えは、極めてオーソドックスです。他の案件と同様に一定の基準を満たせば投資の対象になり得る、というスタンスは参考になると思います。オランダでは N33 プロジェクトの成立により、今後 PPP(Public Private Partnership) という、行政と民間が協力して公共サービスを提供する仕組みが一段と加速するとされています。日本でもこうした例が早く生まれることを期待したいものです。

今回は、ノルウェーの GPFG という年金について考えてみます。

¹ 男性の場合€1,500、女性の場合€700、違いは勤務年数が主因

² 「欧米諸国の年金事情～隣の芝生は青いか～第8回＝オランダ編＝」(2013.3.18「ニッセイ基礎研究所 保険・年金フォーカス」)

³ 速報によれば、2013 年 9 月末の積立水準は 103.3%まで回復したとのこと。しかし、依然として 104.2%を下回っていることや、金融市場の不安定感が消えておらず、関係者は先行きを楽観視していないとのこと(2013.10.18「Investment & Pensions Europe」より引用)

⁴ 年金債務の計算には年限に応じた市場金利(中央銀行が発表する3ヵ月平均)を使用することになっているが 2012 年 9 月以降、20 年以上の年限には Ultimate Forward Rate=4.2%を使うことになった。

⁵ 「Annual Report 2012」によると、2012 年 12 月 31 日現在の負債のデュレーションは 17.3 年。これに対して株式を除いた資産のデュレーションが 2 年。この差を調整するために金利スワップを使って資産のデュレーションを 4.4 年に延ばしている。ヘッジ率 25%とはこの 4.4/17.3 の比率を指している

⁶ PGM は福祉介護分野の就業者を対象としたオランダ有数の年金基金。加入者数は 250 万人で資産は約 19 兆円の規模。インフラ投資には熱心でこの 9 月には天然ガスのパイプライン設備に €1 億の投資を実行したとの報道がある(2013.9.12「Investment & Pensions Europe」)