

### カナダの年金運用モデル

機関投資家の運用モデルとしてイエールモデルやノルウェーモデルが有名ですが、最近ではカナダモデルが運用事例として多く取り上げられています。本稿ではカナダの代表的な年金基金であるCPPIBの最近の取組みを中心に、カナダモデルについて解説します。

#### ICPMディスカッション・フォーラム

2018年10月22日から24日にかけてICPMディスカッション・フォーラムがチリのサンチアゴで開催されました。今回は南米で開催されたこともあり、チリの年金制度のデザインやラテンアメリカ投資など、南米に関連する話題を中心に、年金に関する様々な議論が行われました。

例えば南米のリアルアセット投資に関するセッションでは2つの投資事例が紹介されました。1つはOTPP(カナダ)で、AndesCanという現地運用子会社を作ってチリの水道事業などに投資して

います。もう1つはATP(デンマーク)で、こちらは信頼できるパートナーを通して南米投資を進めています。このように年金基金によって投資のアプローチには違いがみられました。

運用に関するその他のセッションでは、カナダの年金基金の間で広がっているレバレッジの活用や、昨年から運用を開始したカナダのIMCOの運用の紹介など、カナダの年金運用に関する事例が多く取り上げられました。カナダの大手公的年金の運用モデルは「カナダモデル」として存在感が高まっています。本稿ではこの「カナダモデル

図表 1 イエールモデルとノルウェーモデルの特徴

イエールモデル	ノルウェーモデル
<ul style="list-style-type: none"> <li>株式中心のポートフォリオ</li> <li>低流動性資産中心（ヘッジファンド、プライベート・エクイティ、リアルアセット等）</li> <li>絶対リターン型のアクティブ運用</li> <li>スウェンセン氏のような中心人物がいるスターモデル</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>流動性の高い市場運用が中心</li> <li>超長期の投資期間を活用したリスクプレミアムの獲得</li> <li>パッシブ運用中心でベンチマークに対するアクティブリスクを抑制</li> <li>明確なガバナンス構造と運用の透明性の確保</li> <li>責任ある機関投資家が果たすべき役割を重視</li> </ul>

(出所) Greycourt, “Yale Versus Norway” より野村證券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村證券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

ル」の特徴について紹介します。

### 機関投資家の運用モデル

これまで、機関投資家の先端的な運用モデルとしては米国の大学基金運用であるイエールモデルや、ノルウェーの公的年金(GPFG)運用のノルウェーモデルが有名でした。この2つの運用モデルの特徴をまとめたのが図表1です。ヘッジファンドをはじめとしたオルタナティブ投資を積極的に行う絶対リターン型のイエールモデルに対して、ノルウェーモデルは大規模な長期投資家であるというGPFGの比較優位性を活かし、パッシブ運用中心に低い運用コストでリスクプレミアムを獲得するという戦略をとっています。両者の運用スタイルは対極にあるため、イエール対ノルウェーという議論がされてきました。

この2つの運用モデルに対して、カナダモデルの特徴をまとめたのが図表2です。カナダモデルの代表的な年金基金としては、CPPIB(カナダ年金投資委員会)、OTPP(オンタリオ州教職員年金基金)、OMERS(オンタリオ州公務員年金基金)などがあります。ノルウェーモデルと比較すると政府から独立して運用の自由度が高いことから、積極的にアクティブ運用や低流動性資産への投資を行っているといえます。

### CPPIBの取組み

ここではカナダモデルの例として、カナダ最大の年金基金であるCPPIB(Canada Pension Plan Investment Board)を紹介します。

CPPIBはカナダ公的年金の報酬比例部分の積立金を運用しており、2018年3月末時点の運用資産は3,563億カナダドルです。常勤のスタッフ数は1,498名と大きな組織で、自家運用中心の運用を行っています。オフィスはメインのトロントの他に海外に7拠点をもちます。

ポートフォリオのリスク水準のターゲットは政府から独立した理事会が策定する「参照ポートフォリオ」によって定められます。参照ポートフォリオは2014年に大きな見直しが行われ、現在はグローバル株式85%、カナダ国債15%の2資産構成となっています。

参照ポートフォリオはあくまでリスク水準の目標であり、実際のポートフォリオは幅広い投資対象に分散投資されています。CPPIBはプライベート・エクイティや非上場不動産などの低流動性資産を積極的に増やしており、足元のプライベート市場の投資比率はポートフォリオ全体の50.0%に達しています。

一方で上場株式などパブリック市場への投資ではアクティブ運用を積極的に増やしています。アクティブ運用の残高は2010年の162億カナダド

図表2 カナダモデルの特徴

1. 独立したガバナンス：	政府から独立した運営、独立した理事会による執行の監督
2. 資産規模：	100億ドルを超える運用資産の規模
3. 自家運用：	プロフェッショナルによる自家運用を幅広く行う
4. 分散投資：	資産クラス・地域を分散し、様々なオルタナティブ投資も実施
5. 人材：	優秀な人材の獲得、成果報酬による人材の維持
6. 長期投資：	短期的な価格変動リスクを許容できる超長期投資家であること

(出所)Common Wealth and World Bank, “The evolution of the Canadian pension model”より野村證券  
フィデューシャリー・サービス研究センター作成

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村證券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

ルから2018年には977億カナダドルまで増えており、パブリック市場投資のアクティブ比率は約55%となっています。

CPPIBは1999年に運用を開始してから継続的に投資戦略の見直しを行っています。最近では理事会が2025年に向けたロードマップである「2025 strategic direction」を示しました。詳細は公表されていませんが、主要な項目は、

1. エマージング市場へのフォーカス、
  2. 新しいテクノロジーの導入やデータの強化、
  3. 機動的な対応力の向上、
- の3点です。特にエマージング市場への投資については、2025年までに投資比率をポートフォリオの1/3まで引き上げるという目標を示しています（エマージング国は既にグローバルGDPの47%を占めています）。

### カナダモデルの課題

カナダモデルの最近の状況をまとめたレポート「The evolution of the Canadian pension model」<sup>1</sup>では、カナダ年金が現在抱える運用面の課題として以下の3つを挙げています。

1. 伝統的資産の期待リターンの低下、低金利環境への対応
2. 運用の複雑化、資産規模拡大への対応
3. 次の金融危機に対する準備

これらはグローバルな課題ともいえるので、カナダの年金基金がこれらの課題に対してどのように取り組んでいるかを見ることは参考になります。

1つめの課題の対応としては、CPPIBのような低流動性資産・新興国投資へのシフトの他に、債券ポートフォリオの見直しや割引率の引き下げといった取り組みがみられます。2点目については、投資対象・地域の拡大により全ての分野でワールドクラスの高い専門性を身につけるのは

難しいと考え、パートナーシップの活用が広がっています。3点目については、下方リスクヘッジではなく、危機後により早く回復が見込める戦略を採用すること、政府などステークホルダーとのプロアクティブなコミュニケーションによる信頼の獲得や期待値のコントロールなどの取り組みがみられます。

カナダモデルの最大の特徴は、新しい運用プロセスやガバナンス、投資戦略を継続的に検討し、積極的に取り入れていることだと思います。今後もカナダモデルは先端的な年金事例として注目されていくと考えられます。

— 次号のお知らせ —

次号は

**12月25日(月)**

発行予定です。

<sup>1</sup>Common Wealth and World Bank, “The evolution of the Canadian pension model”, November 2017

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

## 野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.404%(税込み)(20万円以下の場合、2,808円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

## 野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第142号  
加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、野村資本市場研究所

発行:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2  
アーバンネット大手町ビル  
TEL: 03 (6703) 3991 FAX: 03 (6703) 3981  
Email: [nenkin@jp.nomura.com](mailto:nenkin@jp.nomura.com)

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。