

### スウェーデンAP基金の運用動向

スウェーデン公的年金制度のバッファーフンドであるAP基金(AP1、AP2、AP3、AP4)について、運用の規制緩和や目標利回りの引き下げ等、直近の状況を交えて解説します。

#### AP基金の年金制度上の位置づけ

スウェーデンの公的年金制度は、所得比例年金と最低保証年金で構成されています。後者は税財源によって賄われ、前者の保険料としては個人所得の18.5%が労使折半で拠出され、そのうち16%が賦課方式の年金、2.5%が積立方式の年金に配分されます。

少子高齢化によって賦課方式部分で支出超過となる場合のバッファーフンドとして、2001年からAP1~4、AP6が設置されており、それらが運用する年金資産は、スウェーデンの公的年金資産全体の約15%を占めています。賦課方式部分は2009年から支出超過となっているため、AP1~4は毎年制度への拠出を行い、今後20年程度は拠出が続く見込みです(AP6は資金の流出入がない。以後、AP基金とはAP1~4を指す)。

#### 基本目標・ポートフォリオ構成

AP基金は、同一の法律(AP法)に服し、4分の1ずつ保険料を受け入れ、ほぼ同額の資産(約4兆円)をそれぞれが運用しています。

AP法によって与えられている基本目標は主に以下の3つです。

- 受給者にとって最大限の利益をもたらすように資産を運用すること
- 責任ある投資と保有を通じ、模範的な方法で

資産を運用すること。上記の目標(受給者の利益最大化)を犠牲にすることなく、いかに持続可能な開発を促進するかを重視すること

- 運用全体におけるリスク・レベルを低く保ち、コントロールされたリスクの範囲で、長期的な高リターンを得られるよう、資産を運用すること

このような目標を受け、各基金は制度への将来の拠出が不足しないよう、ALM分析等によって目標利回りと戦略的ポートフォリオを策定し、1年~3年で見直しを行っています(AP2、AP4は毎年戦略的ポートフォリオを修正する)。

各基金のポートフォリオ構成は、資産クラスの設定も含めてそれぞれ異なりますが、概ね、国内株式が約10%、外国株式が約30%、国内債券が6~10%、外国債券が約20%、不動産・インフラ、プライベート・エクイティ等のオルタナティブ投資が約30%という構成になっています(2020年6月末時点。以後の情報は同時点を基準とする)。

#### ガバナンス体制

運用目標、ボードのメンバー構成や役割、運用の制約等に関してAP法が規定しています。各基金のトップを担うボードメンバーは、労使の代表者各2名を含め、スウェーデンの財務省が任命しますが、このボードと外部監査役の任命以

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。

外、AP基金は政府や政策の干渉を受けず、AP法にのみ従います。

目標利回りや資産構成、運用手法、ESGへの配慮等に関してはボードが方針・目標を設定して最終的な責任を負う形で、各基金が独自に定めています。ボードの下に置かれたCEOが日常業務の責任を持ち、60~70名いる職員がインハウス運用や外部委託ファンドの管理を行っています。委託運用資産が資産全体に占める割合は15~31%と各基金でまちまちです。

### 2019年の法改正

2019年1月、AP基金の運用を規制するAP法が改正され、運用ルールの緩和が行われました。現在、AP基金に課されている主な運用ルールは以下の通りです。

- 資産の少なくとも20%は、信用リスク・流動性リスクの低い債券で運用すること(30%から引き下げ)
- 未上場の資産への投資は、資産の40%以下であること(10%から引き上げ)
- 為替リスクへのエクスポージャーは、資産の40%以下であること
- スウェーデンの上場株式は、取引所の時価総額の2%以上保有してはならない
- 上場会社の議決権は、1社あたり10%を超えて保有してはならない
- 同一発行体(発行体グループ)への投資は資産の10%を超えてはならない
- コモディティを原資産とするオプション、先物やその他デリバティブへの投資は不可

未上場資産へ投資できる割合の上限が大きく引き上げられ、高格付けの債券で運用しなければならない割合の下限も引き下げられました。また、改正前は資産の10%以上を外部委託するという規制がありましたが、これは撤廃され、資産の100%を内部運用することができるようになり

ました。

さらに、2020年5月に追加で改正が行われ、未上場株式の議決権保有等が認められるようになり、さらにプライベート・エクイティ投資や未上場の不動産への投資を後押しする形です。

また、ESG投資に関して、改正前は倫理・環境面への配慮を行うよう求められていましたが、改正後は「模範的な」方法で資産を運用し、持続可能な開発を支援せよといった文言になりました。

### 最新の動向

改正後のAP法が施行されてから2年が過ぎようとしていますが、近年のAP基金にあった運用での変化をまとめます。

#### 1. 目標利回りの引き下げ

前頁にある通り、AP法では「受給者の利益を最大化する」「長期的に高リターンを得る」といった概念的な基本目標が定められているのみで、各基金が達成しなければならない数値的なリターン目標は政府から与えられていません。そこで、各々の基金がALM分析等により、将来拠出しなければならない金額に不足しないよう、運用資産の目標利回りを設定しています。

- AP1: 2020年から10年間で実質3.0%、40年間で実質4.0%(ともにコスト控除後)
  - 2019年、「10年間で実質4.0%(コスト控除後)」の目標から引き下げ
- AP2: 長期的に実質4.5%(コスト控除後)
- AP3: 長期的に実質3.5%
  - 2019年、2005年に設定した「長期的に実質4.0%」の目標から引き下げ
- AP4: 2018年から10年間で実質3.0%、40年間で4.0%。アクティブ運用によって5年間で平均1%のリターンを付加する
  - 2018年、2007年に設定した「10年間で実質4.5%」の目標から引き下げ

4基金の単純平均では、過去5年間で6.4%、

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。

過去10年間では8.4%のコスト控除後リターンを獲得していますが、AP基金の過半が目標利回りを引き下げています。その背景には、経済成長率の鈍化や低金利状態の長期化、株価が割高になっている等の理由から、現行の目標が今後達成できなくなると判断したことがあります。

## 2. オルタナティブ投資の金額増加

先の法改正では、プライベート・エクイティ等の未上場資産への投資について、ポートフォリオウェイト上限が大きく緩和されました。また、グローバルに金利低下が続いていることがあり、AP基金はオルタナティブ投資のウェイトを徐々に高める傾向にあります。

例えば、AP4はポートフォリオに「実物資産」として、主に北欧の不動産やインフラを組み入れています。長期的にこのウェイトを高めることを目標にしており、2016年は8.6%でしたが、2020年は13.1%になっています。

AP2はプライベート・エクイティファンド、不動産、森林・農地、中国国債・中国A株といった様々な戦略を組み合わせ投資しています。2019年には、スウェーデン債券のウェイトを引き下げ、PEと海外不動産のウェイトを引き上げました。オルタナティブ投資全体のウェイトは、2016年の24.0%から、31.9%まで増加しています。

## 3. 委託比率の低下

AP法で委託比率を10%以上に規制する部分が削除されたことから、同比率を下げる基金も見られます。AP2は約20%、AP3は約30%でこの5年間で大きな変化はありませんが、AP1は2019年の31%から足元で24%に下げています。AP4は、足元の動きはありませんが、2016年は23%であった委託比率は15%弱まで下がりました。

4基金に共通して、銘柄数の少ない国内株式は内部でファンダメンタル分析を使ったアクティブ運用、オルタナティブ投資は大部分が委託運用、

債券は内部でのアクティブ運用がメインになっている傾向です。委託運用と内部運用が混在する外国株式の部分で、委託部分を内部でのクオンツ運用やパッシブ運用に切り替えているため、AP1では委託比率が低下しています。内部で銘柄の基礎的な評価(ESGリスクやカーボン・フットプリントの計測を含む)を行い、運用に活用することで、コスト削減に繋げるといふ狙いだと考えられます。

## AP基金内の協力体制

AP基金は、基金間でリターンを競い合うメリットや、大規模な資金が資本市場に及ぼす影響の抑制等を目的に、資産を複数の基金に分割して、運用を行ってきました。しかし、競争を阻害しないと考えられる分野に関しては、基金で協力し、共通のガイドラインや委員会、システムを持つことでコストの削減や知識・経験の共有に努めています。例えば、以下のような分野での協働が継続されています。

- ESG投資・スチュワードシップ活動
- 不動産・インフラ投資
- 会計、報告、人事、調達関係、危機管理等

ESG投資・スチュワードシップ活動に関しては、2007年からAP基金共通の倫理委員会が置かれており、国際条約に違反した企業(主に外国の上場企業)へのエンゲージメントを行い、改善が見込めない場合は、各基金に除外勧告を行っています。また、主に外国株式を対象に議決権行使システムを設置し、重大な議案や保有額が大きい企業以外は、議決権行使ポリシーに従って自動的に投票ができるようになっています。

さらに、AP法改正によって「模範的な」投資が求められるようになったことを受け、法律の文言の解釈を一致させるため、「模範的」の定義づけ、従うべきコア・バリュー(価値観)、投資すべきでない資産、レポートの在り方について、共

このレポートは、年金基金運用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。年金基金運用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。

通のガイドラインを作成し、公表しています。

不動産・インフラ投資では、いくつかのAP基金が共同出資し、インフラファンドや不動産会社を設立あるいは所有するといった活動を行っています。2019年はAP1、3、4が再生可能エネルギー発電等、持続可能性に優れたインフラを投資対象とするファンドを設立しました。

会計や報告等の事務的な作業については、AP1～4、AP7で協カイニシアティブを締結し、毎年共同プロジェクトを実施しています。2019年は、システムベンダー採用のための評価や、ファンドマネジャーの報告様式の整理、スタッフの採用・研修等に関する協働プロジェクトがありました。

— 次号のお知らせ —

次号は

**12月7日(月)**

発行予定です。

#### 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1.43%(税込み)(20万円以下の場合、2,860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

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。