

オーストラリア・ニュージーランドの
年金等に関する調査研究

令和5年度 研究報告書

令和6（2024）年3月

公益財団法人 年金シニアプラン総合研究機構

〒108-0074 東京都港区高輪1丁目3番13号 NBF 高輪ビル

TEL: 03-5793-9411

FAX: 03-5793-9413

URL: <http://www.nensoken.or.jp>

目次

はじめに	1
第1章 豪・NZの年金制度等の概要	
1 公的年金制度	2
1.1 税を財源とする公的年金制度	2
1.2 受給資格要件	4
1.3 ミーンズテスト	4
1.4 公的年金給付額	5
2 高齢化と年金給付水準	8
2.1 人口推移と高齢化	8
2.2 退職年齢と高齢者の雇用	9
2.3 年金支給水準	11
2.4 高齢者の所得源泉	14
3 年金財政	15
4 職域年金・個人年金	18
4.1 概要	18
4.2 デフォルト・ファンド	22
4.3 資産運用	24
5 ソブリン・ウェルス・ファンド (SWF)	25
5.1 概要	25
5.2 政府拠出金	27
5.3 資産運用	29
第2章 キーウィセーバー	
1 概要	31
2 自動加入 (auto-enrollment)	34
3 拠出率と政府補助	36
4 資金の引き出し	38
5 キーウィセーバーの運用機関	40
6 デフォルト・ファンド	41
7 Value-for-Money	43
8 平均投資残高	45
9 キーウィセーバーの資産運用	48

第3章 スーパーアニュエーション

1 概要	52
1.1 強制加入対象.....	55
1.2 雇用主強制拠出率.....	55
1.3 引き出し条件.....	56
2 デフォルト商品改革と MySuper.....	58
3 パフォーマンス・テスト.....	60
4 YourSuper comparison ツール.....	64
5 スーパーアニュエーションの統合	65
6 スーパーアニュエーションの資産運用.....	66

第4章 NZ スーパーアニュエーション・ファンド

1 概要	72
2 設立の経緯と目的	73
3 政府拠出フォーミュラ	75
3.1 政府拠出額の推移.....	76
3.2 プロジェクションの変化.....	77
4 NZSF の資産運用.....	81
4.1 参照ポートフォリオ	83
4.2 参照ポートフォリオへの価値の追加	84
4.3 アセットアロケーション.....	88

第5章 フューチャー・ファンド

1 概要	89
2 設立の経緯と目的	91
2.1 政府拠出	93
2.2 資金の引き出し	94
2.3 組織構造とガバナンス	95
2.4 公的セクター職域年金の未積立債務	96
3 Future Fund の資産運用.....	97
3.1 絶対リターン指向.....	97
3.2 アセットアロケーション.....	98
3.3 Equivalent Equity Exposure (EEE)	102
3.4 投資信条 (Investment beliefs) と比較優位性.....	103
3.5 パラダイム・シフト	104

参考文献	107
参考ホームページ	108

調査研究体制

研究員 樺山 和也 主任研究員

アドバイザー 板谷 英彦 専務理事
 仲津留 隆 審議役

はじめに

本報告書では、オーストラリアとニュージーランドの公的年金制度、職域年金等の退職貯蓄制度、高齢化の進展に伴う将来の年金支出増に備えて設立されたソブリン・ウェルス・ファンド（SWF）等について概要を調査しまとめている。

オーストラリアとニュージーランドの公的年金制度は、ともに居住年数を資格要件とし、社会保険料の徴収を行わない税を財源とする賦課方式（PAYG）の公的年金制度である。ただし、オーストラリアの Age Pension は、所得テストと資産テストの双方を持つミーンズテスト付の制度であるのに対し、ニュージーランドの New Zealand Superannuation は、ミーンズテストを実施しないユニバーサル年金となっている。

両国とも今後高齢化の進展が見込まれているが、オーストラリアではミーンズテストの結果として公的年金の満額受給者の割合が低下していくこと等から、老齢年金支出が政府財政に与える影響は軽微とみられている。対 GDP 比での公的年金支出の増加が見込まれているニュージーランドでは、将来の納税者の負担を軽減し、世代間の納税負担の平準化を図ることを目的としたソブリン・ウェルス・ファンドであるニュージーランド・スーパーアニュエーション・ファンド（NZSF）が設立されている。

強制加入（雇用主強制拠出）の職域年金制度であるスーパーアニュエーションを持つオーストラリアでは、退職貯蓄残高は 2.0 兆米ドルと、対 GDP 比 150%近い残高となっており、従来強制加入の対象外となっていた給与・賃金月額 450 オーストラリアドル（A\$）未満の被用者等も 2022 年 7 月からは強制加入の対象と変更されている。また、スーパーアニュエーションの組入ファンドに対しては、規制当局による「パフォーマンス・テスト」が開始されている。

大多数の豪スーパーアニュエーションは確定拠出型（DC）年金であるが、既に大半が新規加入停止とはなっているが公的セクター職員向けには確定給付型（DB）年金が多く存在し、未積立退職給付債務の金額は大きく、将来の給付増が政府財政の圧迫要因となることを緩和するために、ソブリン・ウェルス・ファンドであるフューチャーファンドが設立されている。

ニュージーランドでは国民の貯蓄率は低く、過去の税制改革で税制優遇措置が撤廃されていることもあり職域年金の加入率も低かったが、2007 年から自動加入（脱退可）の退職貯蓄制度であるキーウィセーバーが開始されている。

尚、海外の年金制度は、それぞれの国の経済・社会構造や歴史的な経緯を背負っているものであるため、他国の制度を参考とするには様々な留意が必要と考えられることを再度強調しておきたい。

第1章 豪・NZの年金制度等の概要

1 公的年金制度

1.1 税を財源とする公的年金制度

オーストラリアとニュージーランドの公的年金制度は、ともに居住年数を資格要件とし、社会保険料の徴収を行わない税を財源とする賦課方式（PAYG）の公的年金制度となっている。また、税財源は目的税ではなく一般財源からのものとなっている。

ただし、オーストラリアの Age Pension は、所得テストと資産テストの双方を持つミーンズテスト付の制度であるのに対し、ニュージーランドの New Zealand Superannuation は、ミーンズテストを実施しない¹ユニバーサル年金となっている。

オーストラリアとニュージーランドの公的年金は、高齢者の生活保障を目的としたものと位置付けられ、生活水準の維持は職域年金や退職貯蓄等に委ねられているとされている。

[図表 1-1] 公的年金制度の概要

	オーストラリア	ニュージーランド
制度名称	Age Pension	New Zealand Superannuation
支給開始年齢	67歳（2023年7月～）	65歳
資格要件	10年以上居住 （継続した5年以上の居住要）	・20歳以降10年以上かつ50歳以降5年以上居住 ・2024年7月以降、生年別に20歳以降の居住年数要件を10年から20年（1977年7月生まれ以降）へと段階的に延長
所得テスト	有	無
資産テスト	有	無
財源	税財源	税財源

出所：各種資料から年金シニアプラン総合研究機構作成

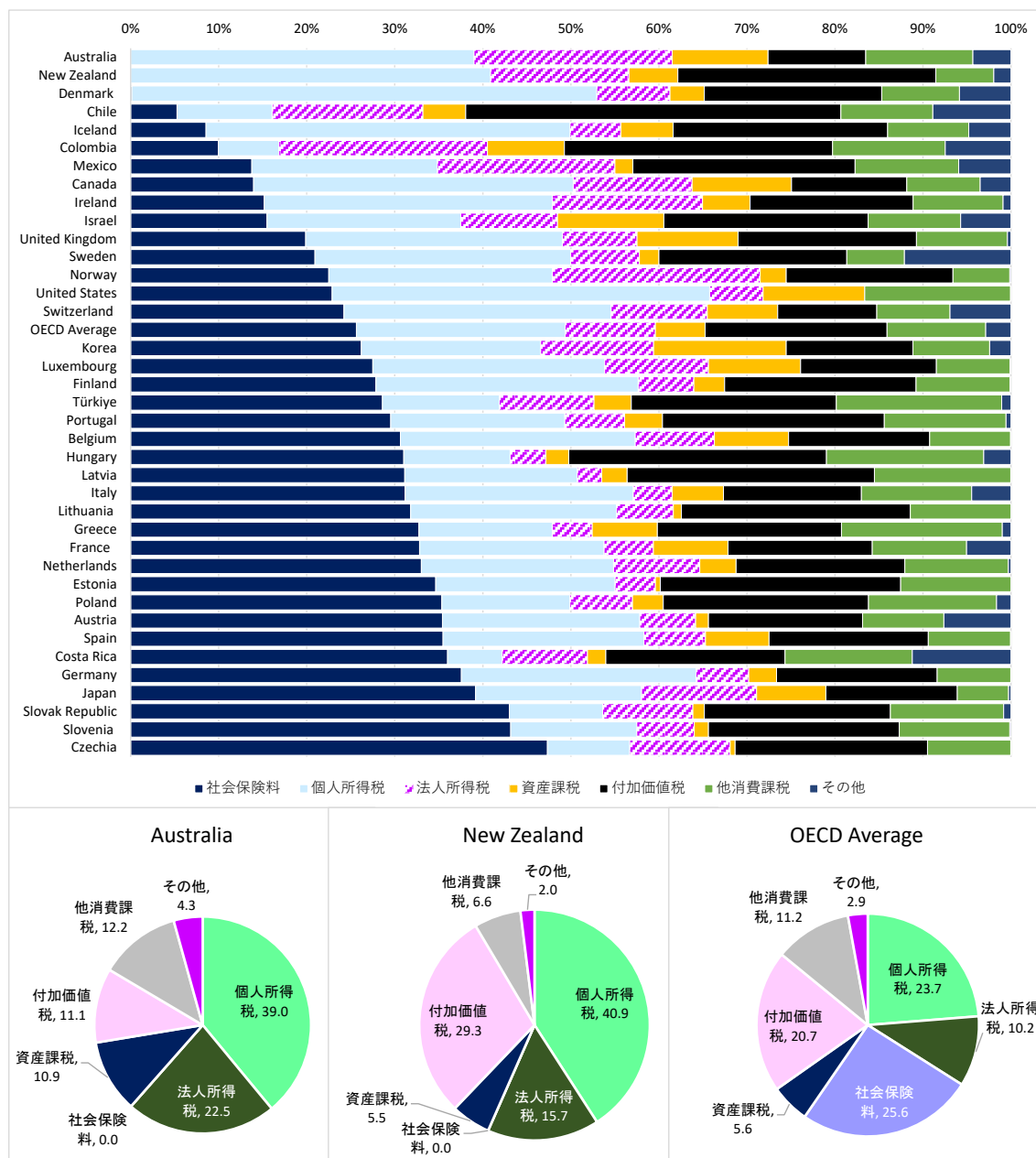
OECD のレポート²によれば、OECD 加盟国の中で社会保険料の拠出期間等を条件とせず、居住年数の要件を満たせば老齢年金が支給される公的年金制度を持つ国は14ヶ国となっている。

¹ 公的年金は課税扱いであり、受給者の Tax Code により手取り額は異なるものとなる

² OECD(2023a)、“Pension at a Glance 2023”

ただし、多くの国では税を財源とする老齢年金は、公的年金制度の一部であり、社会保険料 (Social security contributions) の徴求は行われていることが通常であるが、オーストラリアとニュージーランドは OECD のデータ³上、社会保険料の税収等に占める構成比が 0.0%⁴ (OECD 平均は 25.6%) である例外的な 2 ヶ国となっている。

[図表 1-2] OECD 諸国の税・社会保険料構成比



出所：OECD Revenue Statistics から年金シニアプラン総合研究機構作成

³ OECD(2023b)、“Revenue Statistics 2023”

⁴ デンマークは 0.1%となっている

1.2 受給資格要件

老齢年金の支給開始年齢は、オーストラリアについては 65 歳から 67 歳への支給開始年齢の引き上げの移行期間が 2023 年 7 月に終了し 67 歳、ニュージーランドは 65 歳となっている。

居住年数の資格要件は、オーストラリアは 10 年以上（継続した 5 年以上の居住が必要）とされている。

ニュージーランドは 20 歳以降に 10 年以上居住かつ 50 歳以降に 5 年以上が条件となっていたが、2024 年から生年別に 20 歳以降の居住年数は 10 年から 20 年へと段階的に引き上げられ、1977 年 7 月生まれ以降は 20 年へと変更（50 歳以降に 5 年以上の条件は変更なし）されている。

居住年数を公的年金資格要件とする国の中には、デンマークやアイスランドのように最低所要居住年数は 3 年と短い、満額支給には 40 年を要するという国もみられるが、オーストラリアとニュージーランドでは、最低居住年数と満額支給所要居住年数との区分は存在しない。

また、ニュージーランドと同様に、資格要件を一定年齢以上からの居住年数としている国は他にも多くみられている。扶養家族として家族に連れられて居住していた年数はカウントしないという趣旨のようである。

1.3 ミーンズテスト

基礎年金にミーンズテストを採用している国は相応にあるものの、多くの国では所得テストのみが行われているが、オーストラリアでは、所得テストと資産テストの双方が実施⁵されている。尚、ニュージーランドでは老齢年金にはミーンズテストは付されていないが、社会保障給付の多くはミーンズテスト付である。

所得テストは、単身者の場合、2 週間あたりの所得が 204 オーストラリアドル (A\$) を超えると 1A\$あたり 0.5A\$老齢年金の支給額が削減され、2 週間あたりの所得が A\$2,397.40 を超えると老齢年金の支給は停止される。

カップルの場合には、2 週間あたりの合算所得が A\$360 を超えると 1A\$あたり 0.5A\$老齢年金の支給額は削減され、2 週間あたりの合算所得が A\$3,666.80⁶を超えると老齢年金の支給は停止される。

尚、高齢者の就労意欲の阻害要因とならないように、2 週間当たり A\$300 までの勤労所得は“Work Bonus”として所得テストの計算からは控除されている。

資産テストは、自宅の保有者であるか否かで限度額に差異が設けられている。

⁵ 所得テストと資産テストは別個に実施され、支給額が減額される場合には低い方の金額が適用される

⁶ カップルではあるが健康上の問題で離れて居住している場合は A\$4,746.80 が上限となる

単身者で自宅保有者の場合は、満額年金受給の資産限度額は A\$301,750、部分年金受給の資産限度額は A\$667,500、単身者で自宅非保有者の場合は、満額年金受給の資産限度額は A\$543,750、部分年金受給の資産限度額は A\$909,500 となっている。

カップルで自宅保有者の場合は、満額年金受給の合算の資産限度額は A\$451,500、部分年金受給の資産限度額は A\$1,003,000、カップルで自宅非保有者の場合は、満額年金受給の資産限度額は A\$693,500、部分年金受給の資産限度額は A\$1,245,000 となっている。

資産テストの対象には、自宅と 2 ヘクタールまでの土地を除く不動産、自動車、ボート、家具、宝石、事業資産、各種金融資産等が含まれる。

金融資産にはスーパーアニュエーションの残高も含まれるため、スーパーアニュエーションへの積立残高が大きいと資産テストによる老齢年金の減額・不支給の要因となる可能性を持つ。

自宅住居を資産テストの対象外としているのは、自宅の保有の有無が賃料負担の有無等から高齢者の貧困率の差異となっていること等によるものであるが、一方でスーパーアニュエーションの残高は資産テストの対象となるため、スーパーアニュエーションを一時金で受け取り住宅ローンの返済に充当することが一般化しており、スーパーアニュエーションからの年金受け取り比率を低下させているとの指摘もみられている。

1.4 公的年金給付額

1.4.1 オーストラリア Age Pension

オーストラリアの老齢年金 (Age Pension) の基本支給額⁷ (ミーンズテスト前の最大支給額) は、単身者が 2 週間に 1,002.50 オーストラリア・ドル (A\$)、カップルではそれぞれに 755.70A\$、合算では 1,511.40A\$となっている。ただし、カップルが疾病のため離れて居住している場合には単身者と同等の金額が支給される。

尚、所得テストが強化された 2009 年 9 月 19 日以前から部分年金を受給していた受給者に対しては移行レートの適用がある。

[図表 1-3] オーストラリア Age Pension の 2 週間あたり支給額

Per fortnight	Single	Couple each	Couple combined	Couple apart due to ill health
Maximum basic rate	\$1,002.50	\$755.70	\$1,511.40	\$1,002.50
Maximum Pension Supplement	\$80.10	\$60.40	\$120.80	\$80.10
Energy Supplement	\$14.10	\$10.60	\$21.20	\$14.10
Total	\$1,096.70	\$826.70	\$1,653.40	\$1,096.70

出所：Services Australia

⁷ 2023 年 9 月 20 日から 2024 年 3 月 19 日までの適用レート。

基本支給額に加え補足年金（Pension Supplement）とエネルギー補給金（Energy Supplement）が支払われる。

補足年金は、薬代や通信費、上下水道の費用等を支援するために支払われており、エネルギー補給金は 2013 年に当初はクリーンエネルギー補給金の名称で導入されている。

基本支給額は毎年 3 月と 9 月に、消費者物価指数(CPI)と年金受給者生計費指数(PBCLI)および男性の平均週給（MTAWE）に基づいて改定されている。

基本支給額の改定では基本的には CPI と PBCLI 上昇率の高い方が採用されており、算出されたカップル合算の金額が男性の平均週給（MTAWE）の 41.76%に満たない場合にはその水準にまで補正され、単身者はその 66.3%の水準に調整されている。

補足年金については、消費者物価指数（CPI）に連動している。

1.4.2 New Zealand Superannuation

ニュージーランドの New Zealand Superannuation の税引前支給額⁸は、単身者が 2 週間に 1,157.34 ニュージーランド・ドル（NZ\$）、カップルではそれぞれに 879.58NZ\$となっている。

公的年金の受給額は課税扱いであり、受給者の Tax Code により手取り額は異なるものとなる。

カップル向けの給付額は標準時間週当たり賃金（男女合算）の 66%から 72.5%⁹であることが根拠法（New Zealand Superannuation and Retirement Income Act 2001）に定められており、単身者はカップルの 65%の水準とされている。

[図表 1-4] New Zealand Superannuation の Tax Code 別 2 週間毎の支給額

	Gross	M	S (17.5%)	SH (30%)	ST (33%)	SA (39%)
Single (living alone or with a dependent child)	NZ\$ 1,157.34	NZ\$ 992.74	NZ\$ 955.04	NZ\$ 810.54	NZ\$ 775.92	NZ\$ 706.50
Single (living with someone who is not a partner)	NZ\$ 1,064.86	NZ\$ 916.36	NZ\$ 878.66	NZ\$ 745.66	NZ\$ 713.74	NZ\$ 649.90
Couple - Both you and your partner meet the criteria for NZ Super (each)	NZ\$ 879.58	NZ\$ 763.64	NZ\$ 725.94	NZ\$ 616.18	NZ\$ 589.84	NZ\$ 537.16
Couple -Only one of you meets the criteria for NZ Super	NZ\$ 879.58	NZ\$ 763.64	NZ\$ 725.94	NZ\$ 616.18	NZ\$ 589.84	NZ\$ 537.16

出所：Work and Income

尚、カップルの場合でどちらか 1 名が受給要件を満たしている場合には、合算で割り増し年金を受給することも可能であるが、その場合はミーンズテストも合算での評価となる。

⁸ 2023 年 4 月から 2024 年 3 月

⁹ 65%～72.5%から引き上げられている

[図表 1-5] 税財源の公的年金制度の比較

	オーストラリア	ニュージーランド	カナダ	デンマーク
制度名	Age Pension	New Zealand Superannuation	Old Age Security (OAS)	folkepension (Grundbeløb, Pensionstillæg)
受給資格要件	10年以上居住（継続した5年以上の居住を含むことが必要）	・ 20歳以降10年以上居住かつ50歳以降5年以上居住 ・ 2024年7月以降、生年別に20歳以降の居住年数要件を10年から20年（1977年7月生まれ以降）へと段階的に延長（50歳以降5年以上居住は変更なし）	・ 18歳以降10年以上居住	・ デンマークまたはEU国籍：15歳から公的退職年齢までの間に3年以上の居住 ・ その他の外国人：10年以上かつ退職前5年以上の居住 ・ 満額支給には40年以上の居住が必要
支給開始年齢	67歳（2023年7月以降）	65歳	65歳	67歳（60歳時の平均余命の変化に連動） 1 January 1963 - 31 December 1966生まれ：68歳 1 January 1967 or later：69歳に引き上げ見込み
所得テスト	（単身者）2週あたり204豪ドル以上1豪ドルにつき0.5豪ドルの減額、2,397.40豪ドル以上不支給 （カップル）2週あたり360豪ドル以上1豪ドルにつき0.5豪ドルの減額、3666.80豪ドル以上不支給	なし	前年度年収が81,761加ドル以上の場合、超過分の15%相当額を減額	・ 基礎給付への所得テストは2023年から廃止 ・ 加算年金は単身者の場合年収91,300DKK以上で減額、392,100DKK以上で不支給 ・ カップルの場合年収182,900DKK以上で減額、480,100DKK以上で不支給
資産テスト	（単身者）住宅保有者は301,750豪ドル以上で減額、667,500豪ドル以上不支給。住宅非保有者は543,750豪ドル以上で減額、909,500豪ドル以上不支給。 （カップル）住宅保有者は451,500豪ドル以上で減額、1,003,000豪ドル以上不支給。住宅非保有者は693,500豪ドル以上で減額、1,245,000豪ドル以上不支給。 ※主たる居住用住居と2ヘクタールまでの土地は資産としてカウントしない	なし	なし	なし
満額支給額	（単身者）2週あたり1,002.50豪ドル、年金補助80.10豪ドル、エネルギー補助14.10豪ドル、合計最大支給額1,096.70豪ドル。 （カップル）2週あたり1,511.40豪ドル、年金補助120.80豪ドル、エネルギー補助21.20豪ドル、合計最大支給額1,653.40豪ドル。	<Tax CodeがMの場合> （単身者）2週あたり992.74NZドル。 （カップル）2週あたり1,527.28NZドル。	・ 65-74歳：月額707.68加ドル。 ・ 75歳以上：月額778.45加ドル。	（単身者）基礎給付6,694DKK、加算年金7,745DKK、合計14,439DKK。 （カップル）基礎給付13,388DKK、加算年金7,926DKK、合計21,314DKK。
財源	税方式	税方式	税方式	税方式

出所：各種資料から年金シニアプラン総合研究機構作成

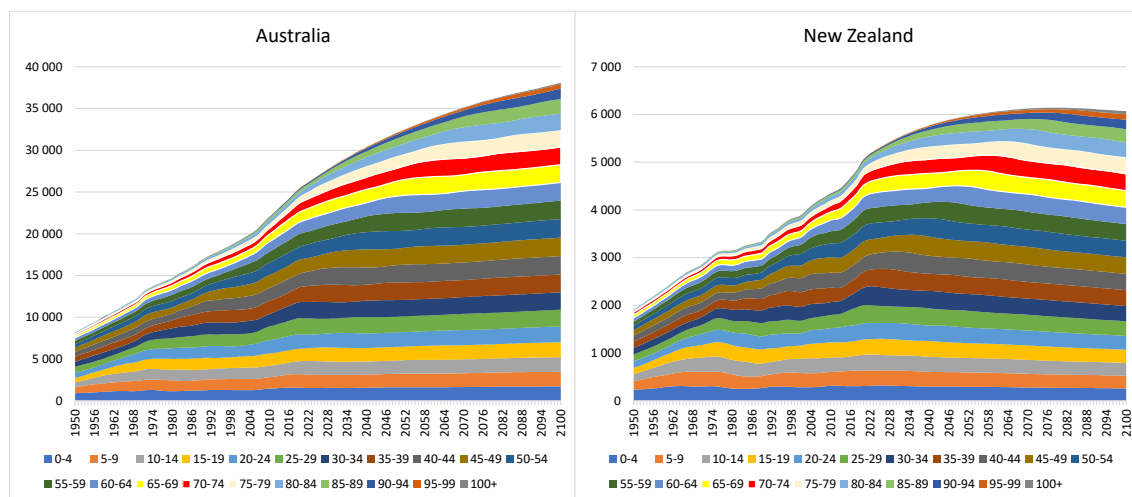
2 高齢化と年金給付水準

2.1 人口推移と高齢化

国連の人口予測¹⁰では、オーストラリアの人口は2021年1月の2,579万人から今後も増加を続け、2100年には3,800万人に達すると見込まれている。

ニュージーランドの人口は2021年1月の509万人から今後もしばらくは増加を続け、2070年代後半に614万人強でピークを付け、その後は小幅ながら減少へと転じ、2100年には607万人になると見込まれている。

[図表 1-6] 人口推移予測



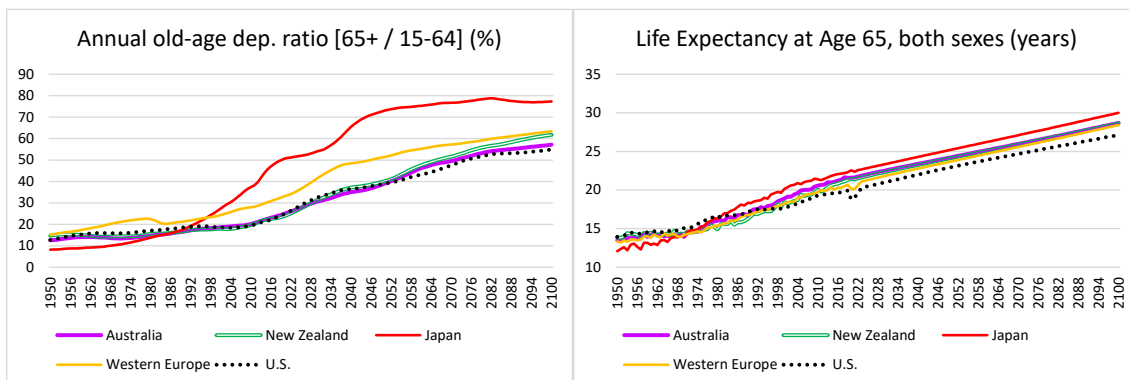
出所：国連 World Population Prospects 2022 から年金シニアプラン総合研究機構作成

オーストラリアとニュージーランドはともに当面は人口増加が続いていく見通しではあるが、人口構成の高齢化は着実に進んでいくことが予測されている。

老年従属人口指数（65歳以上の人口÷15～64歳人口）で見ると、オーストラリアは1990年の16.6%から2021年に25.5%に、ニュージーランドは1990年の16.8%から2021年に24.4%へとそれぞれ上昇、2021年の数値は日本（51.0%）や西欧（33.5%）との比較では低いものの今後も上昇は続き、2100年にはオーストラリアが57.1%、ニュージーランドが61.8%となり、米国の54.9%を上回り、特に2070年代以降は人口減少に転ずるとみられているニュージーランドは、西欧の63.5%（2100年）へと近づいていく動きが見込まれる状況となっている。

¹⁰ United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division (2022). World Population Prospects 2022, Online Edition.

[図表 1-7] 老年従属人口指数と 65 歳時平均余命の推移



出所：国連 World Population Prospects 2022 から年金シニアプラン総合研究機構作成

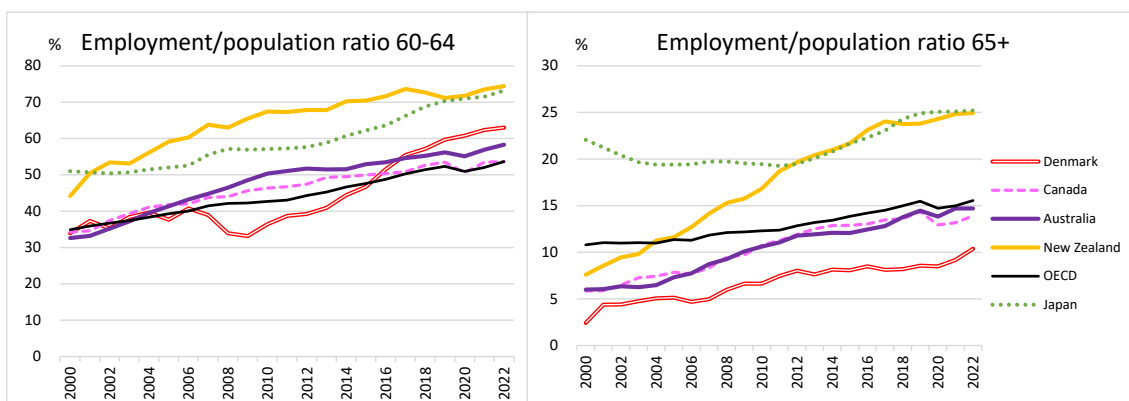
2.2 退職年齢と高齢者の雇用

公的年金の支給開始年齢は、オーストラリアでは 65 歳から 67 歳への支給開始年齢の引き上げの移行期間が 2023 年 7 月に完了し、ニュージーランドは 65 歳となっている。

OECD のデータでは、2020 年の実効退職年齢は、オーストラリアは男性が 64.1 歳、女性が 63.3 歳で公的年金の支給開始年齢（2020 年時点では 66 歳）を下回っているが、ニュージーランドでは男性が 68.2 歳、女性が 65.8 歳で、いずれも公的年金の支給開始年齢を上回っている。

高齢者の雇用率は、2000 年以降オーストラリア、ニュージーランドともに上昇しているが、特にニュージーランドでは 60-64 歳が 44.2%から 74.4%へと、65 歳以上が 7.6%から 24.9%へと顕著な上昇を示している。

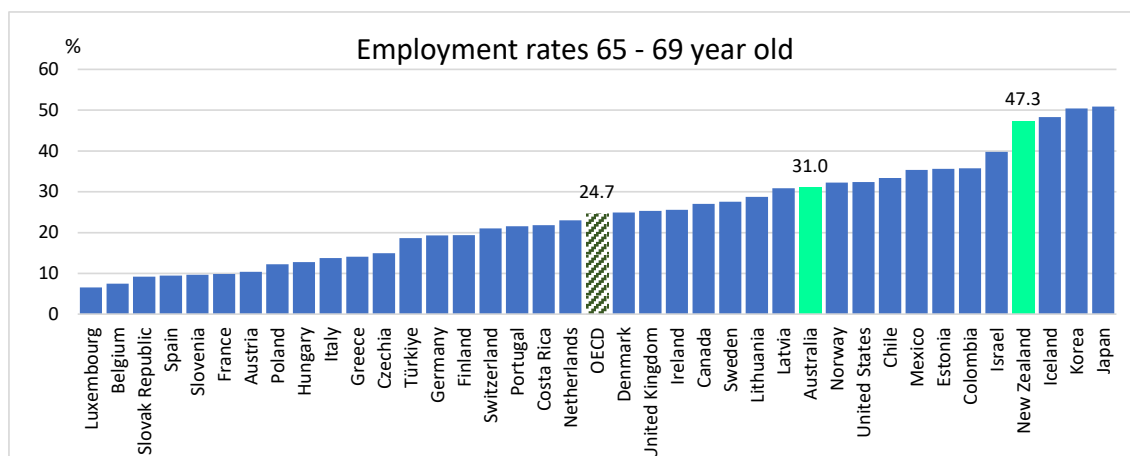
[図表 1-8] 高齢者の雇用率推移



出所：OECD から年金シニアプラン総合研究機構作成

OECD のデータでは、ニュージーランドの 55～64 歳の雇用率は 78.5%でアイスランドに次ぐ第 2 位、65～69 歳では 47.3%で第 4 位となっている。ニュージーランドの公的年金はミーンズテストを持たないため、年金受給者の労働意欲の阻害要因とならないことも一因とされている。また、ニュージーランドでは、高齢者の雇用率の大幅上昇が将来の GDP 予測を引き上げる要因となっているとの分析がみられている。

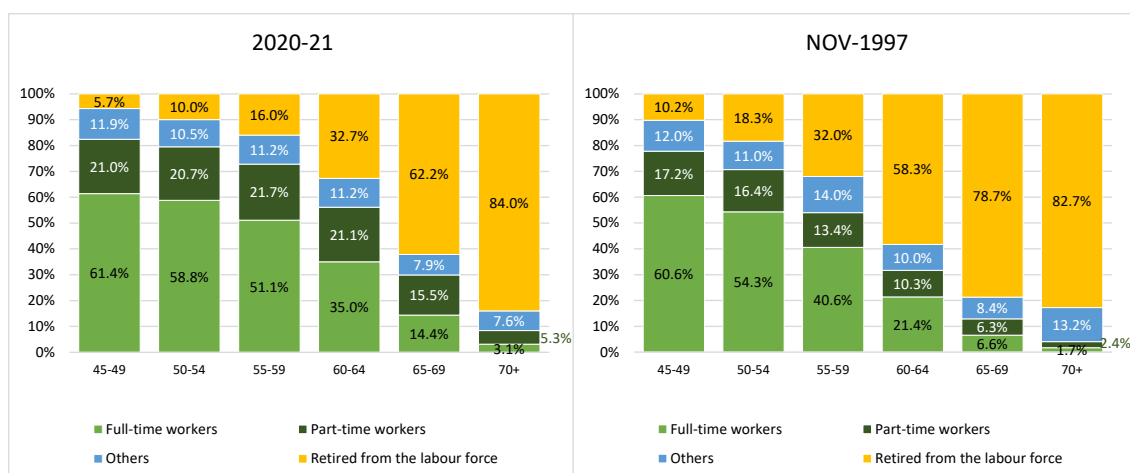
[図表 1-9] 65-69 歳の雇用率の比較



出所：OECD から年金シニアプラン総合研究機構作成

オーストラリアにおける高齢者の雇用率の上昇率は、ニュージーランドほどではないが、着実な上昇がみられている。オーストラリアでは、高齢者の就労意欲の阻害要因とならないように、2 週間当たり A\$300 までの勤労所得は“Work Bonus”として所得テストの計算からは控除されている。

[図表 1-10] オーストラリアの年齢階層別雇用状況の変化



出所：Australian Bureau of Statistics

2.3 年金支給水準

オーストラリアでは、カップル合算の金額が男性の平均週給 (MTAWE) の 41.76%以上、単身者はその 66.3%の水準とされている。

ニュージーランドでは、カップル向けの給付額は標準時間週当たり賃金 (男女合算) の 66%から 72.5%の範囲内、単身者はカップルの 65%の水準とされている。

OECD のデータでは、居住年数を資格要件とする公的年金の支給水準を各国の平均賃金と比較すると、オーストラリアが 28.2%、ニュージーランドは 39.7%となっており、ニュージーランドは高めの水準、オーストラリアも相応にやや高い水準となっている。

ただし、多くの国では税を財源とする居住ベースの老齢年金は、公的年金制度の一部であることが多いが、オーストラリアとニュージーランドの公的年金は一層構造となっている。

[図表 1-11] 居住ベース公的年金の支給水準¹¹と受給者比率¹²

Residence-based Basic			Residence-based Targeted		
国名	支給水準	受給者比率	国名	支給水準	受給者比率
ニュージーランド	39.7%	103%	オーストラリア	28.2%	58%
オランダ	29.1%	101%	スウェーデン	23.7%	47%
ギリシャ	23.1%	-	フィンランド	20.5%	32%
メキシコ	16.5%	99%	チリ	20.2%	76%
イスラエル	10.2%	95%	韓国	7.4%	71%
アイスランド	26.4%	75%	アイスランド	6.7%	-
デンマーク	16.8%	84%	デンマーク	19.2%	72%
ノルウェー	16.5%	102%	ノルウェー	31.1%	19%
カナダ	9.8%	98%	カナダ	14.6%	31%

出所：OECD(2023a)から年金シニアプラン総合研究機構作成

ニュージーランドはミーンズテストを持たないことから 65 歳以上の人口対比でみた受給者比率は 103%で、受給資格を持つ海外居住者も存在することから 100%を超えている。一方、所得テストと資産テストを持つオーストラリアの 65 歳以上の人口対比でみた受給者比率は 58%となっている。

OECD の算出する税効果を勘案したネットでの所得代替率は、所得中央値では、オーストラリアは男性が 33.7%、女性が 30.9%、ニュージーランドでは男女の差異はなく 43.5%となっており、OECD 平均の男性 61.4%、女性 60.6%を大きく下回っている。

ただし、両国の公的年金は、所得水準には連動しない居住ベースでの定額 (フラットレート) の基礎年金であるため、所得水準が中央値の半分の低所得者の所得代替率は、オーストラリアは男性が 72.2%、女性が 69.7%、ニュージーランド¹³では男女の差異はなく 65.0%となっており、OECD 平均の男性 73.2%、女性 72.6%に近い水準となっている。

¹¹ Benefit value in 2022 (% of gross AW earnings)

¹² Recipients in 2022 (% of population aged 65 and over)

¹³ ニュージーランドは最低賃金の水準を勘案し平均賃金の 64%の水準でのデータとなっている

[図表 1-12] OECD のネット所得代替率

	Individual earnings, multiple of mean for men (women where different)								
	Pension age	0.5	1.0	2.0		Pension age	0.5	1.0	2.0
Australia	67	72.2 (69.7)	33.7 (30.9)	37.9 (34.7)	Mexico	65	75.4	62.4	54.4 (49.9)
Austria	65	85.5	87.4	65.9	Netherlands	70	94.6	93.2	87.5
Belgium	67	84.3	60.9	45.1	New Zealand	65	65.0	43.5	23.7
Canada	65	54.5	44.2	24.7	Norway	67	75.4	54.8	36.8
Chile	65	60.1 (57.5)	45.7 (43)	36.1 (34.7)	Poland	65 (60)	37.9 (37.4)	40.3 (31.5)	39.1 (32.5)
Colombia	62 (57)	103.5	73.1	71.5 (70.6)	Portugal	68	97.0	98.8	96.1
Costa Rica	65 (63)	69.1 (66.3)	67.8 (65)	65.7 (63)	Slovak Republic	69	81.0	72.5	67.2
Czechia	65	89.7	58.9	41.5	Slovenia	62	87.8	63.4	59.6
Denmark	74	117.5	77.3	62.5	Spain	65	86.4	86.5	57.6
Estonia	71	53.6	34.4	21.9	Sweden	70	66.5	65.3	82.9
Finland	69	64.9	65.1	66.1	Switzerland	65	56.5	45.3	24.1
France	65	67.7	71.9	61.8	Türkiye	65 (63)	82.8 (79.5)	95.4 (91.6)	104.2 (100.1)
Germany	67	59.2	55.3	43.2	United Kingdom	67	74.9	54.4	39.0
Greece	66	102.6	90.0	82.7	United States	67	60.6	50.5	38.9
Hungary	65 (62)	82.5 (77.4)	78.8 (73.7)	77.0 (71.8)	OECD	66.3 (65.8)	73.2 (72.6)	61.4 (60.6)	52.8 (52.0)
Iceland	67	74.7	52.1	51.3					
Ireland	66	60.5	36.1	21.6	Argentina	65 (60)	126.1 (119.6)	90.1 (86.9)	72.2 (70.5)
Israel	67 (65)	56.9 (53.3)	47.3 (43.9)	27.3 (25.4)	Brazil	65 (62)	95.7 (101.1)	96.9 (102)	94.1 (99.6)
Italy	71	77.8	82.6	87.5	China	60 (55)	112.6 (90.7)	88.3 (70.1)	77.1 (60.9)
Japan	65	49.5	38.8	31.8	India	58	44.2 (42.9)	44.2 (42.9)	26.0 (24.1)
Korea	65	50.9	35.8	23.0	Indonesia	65	55.8 (51.7)	55.8 (51.7)	55.5 (51.4)
Latvia	65	65.7	52.8	50.3	Saudi Arabia	47	66.2	66.2	66.2
Lithuania	65	40.1	28.9	21.3	South Africa	60	17.2	9.2	5.0
Luxembourg	62	95.7	86.9	78.7	EU27	66.7 (66.4)	76.2 (75.9)	68.1 (67.5)	60.9 (60.3)

Note: *Low earners in Colombia, New Zealand and Slovenia are at 64%, 63% and 56% of average earnings, respectively, to account for the minimum wage level.

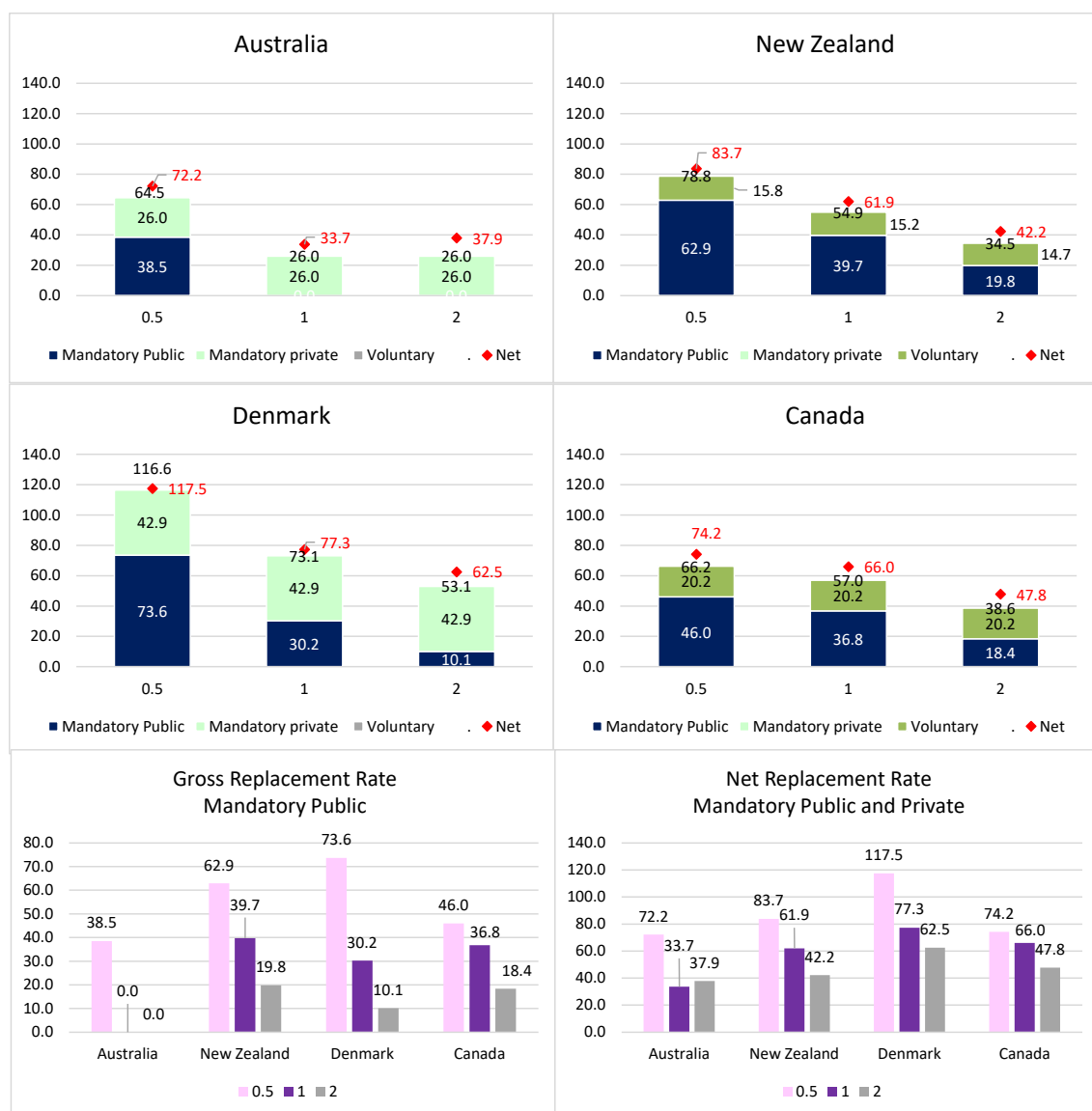
Source: OECD pension models.

出所 : OECD(2023a)

OECD によるネット所得代替率は[図表 1-12]のようになっているが、オーストラリアでは強制加入の職域年金であるスーパーアニュエーションが含まれるのに対して、ニュージーランドには自動加入方式ではあるものの脱退が可能で強制加入ではないキーウィセーバーや職域年金は勘案されていない。

任意加入分を含んだニュージーランドのネットでの所得代替率は、所得中央値では 61.9%と OECD 平均に近づき、所得水準が中央値の 64%水準の低所得者では 83.7%と OECD 平均を上回っている。

[図表 1-13] OECD 所得代替率の比較¹⁴



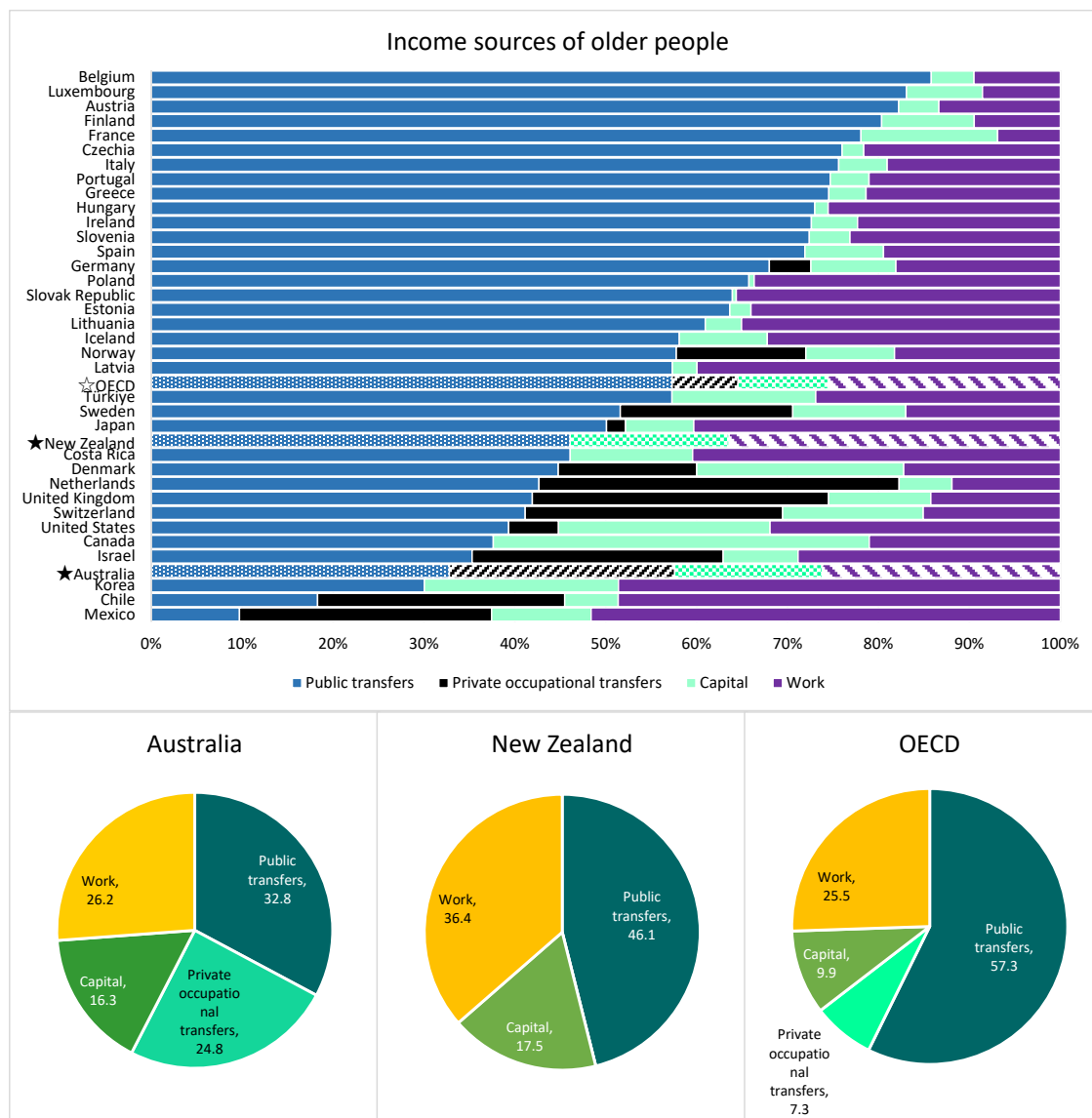
出所：OECD(2023a)、“Pensions at a Glance 2023” から年金シニアプラン総合研究機構作成

¹⁴ 1=所得中央値、0.5=所得中央値の半分、2=所得中央値の2倍

2.4 高齢者の所得源泉

高齢者の所得源泉を OECD のデータでみると、オーストラリアは公的年金を中心とした公的移転 (Public transfer) が占める比率は 32.8% と OECD 諸国の中では 4 番目に低く、強制加入の職域年金であるスーパーアニュエーションの残高の積み上がりから職域年金等への依存度が高くなっている。ニュージーランドは高齢者の雇用率が高いこと等から労働収入の比率が 36.4% とやや高く、公的移転は 46.1% と OECD 平均をやや下回っている。

[図表 1-14] OECD 加盟国の高齢者の収入源泉



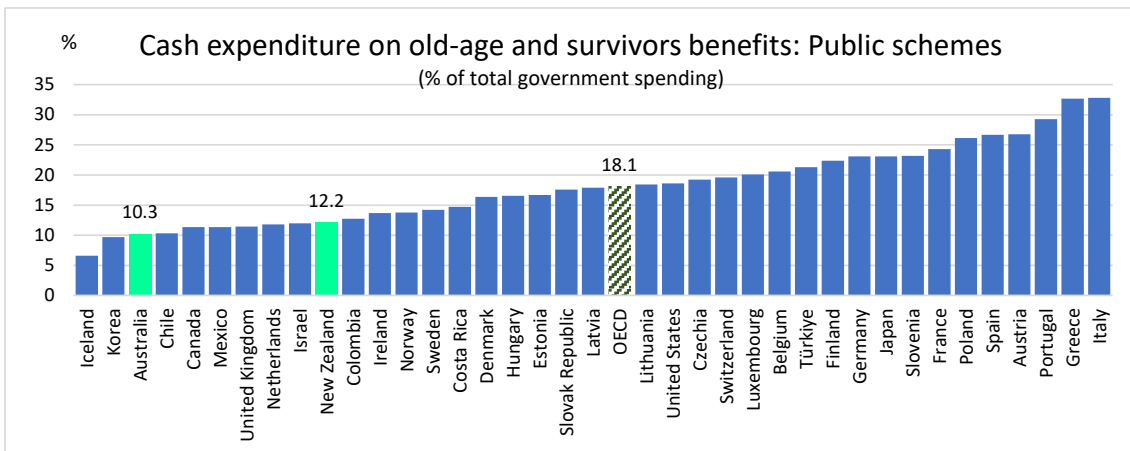
出所：OECD(2023a)、“Pensions at a Glance 2023” から年金シニアプラン総合研究機構作成

3 年金財政

年金（老齢年金と遺族年金）への政府現金支出の政府歳出に占める比率は、オーストラリアが 10.3%、ニュージーランドは 12.2%と、OECD 平均の 18.1%を大きく下回っている。

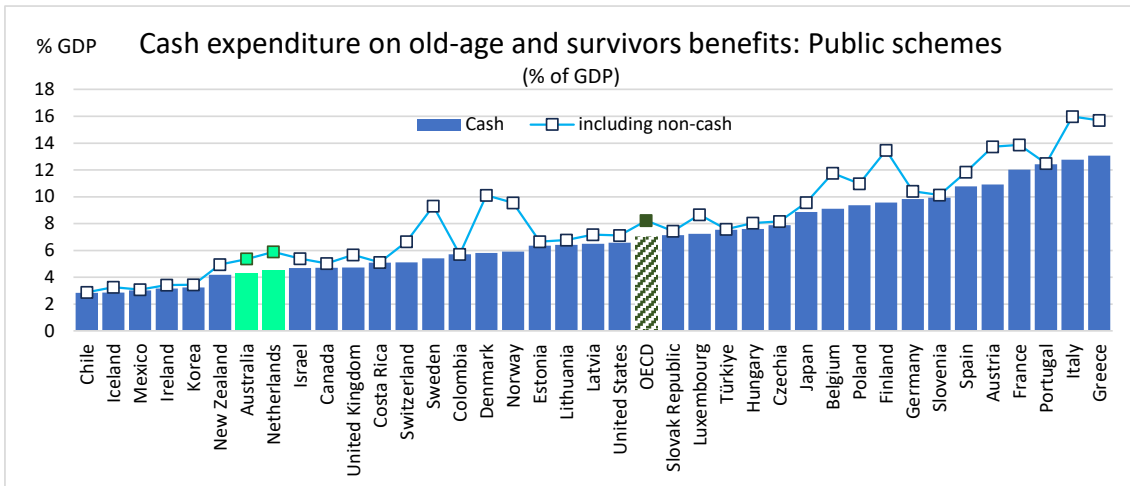
対 GDP 比では、オーストラリアが 4.3%、ニュージーランドは 4.2%となり、こちらも OECD 平均の 7.0%を大きく下回っており、非現金支出を含めた場合でも対 GDP 比でオーストラリアが 5.4%、ニュージーランドは 5.9%にとどまっている。

[図表 1-15] 公的年金（老齢年金と遺族年金）現金支出の政府歳出に占める比率



出所：OECD(2023a)から年金シニアプラン総合研究機構作成

[図表 1-16] 公的年金（老齢年金と遺族年金）現金支出の対 GDP 比率



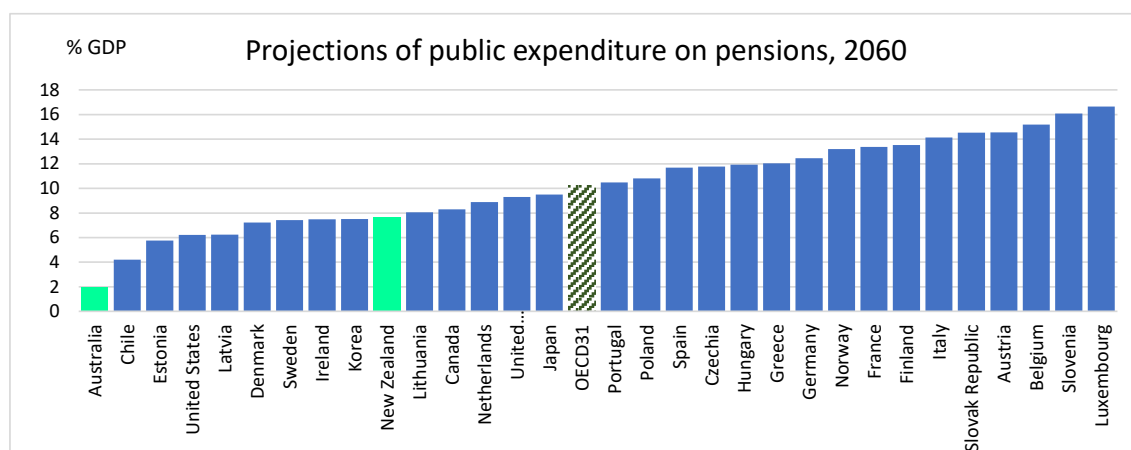
出所：OECD(2023a)から年金シニアプラン総合研究機構作成

OECD のレポートでは 2060 年までの対 GDP 比での公的年金に対する支出のプロジェクトが示されており、ニュージーランドでは足元の対 GDP4.9%が 2060 年には 7.7%へと

拡大するという予測が示されているが、オーストラリアは足元の 2.3%が 2060 年には 2.0%と小幅ながら低下する予測となっている。

公的年金への支出増加が見込まれているニュージーランドでは、将来の納税者の負担を軽減し、世代間の納税負担の平準化を図ることを目的として、2001年に NZ スーパーアニュエーション・ファンド（The New Zealand Superannuation Fund : NZSF）が設立されている。

[図表 1-17] 2060 年の公的年金への支出の対 GDP 比予測値



出所：OECD(2023a)から年金シニアプラン総合研究機構作成

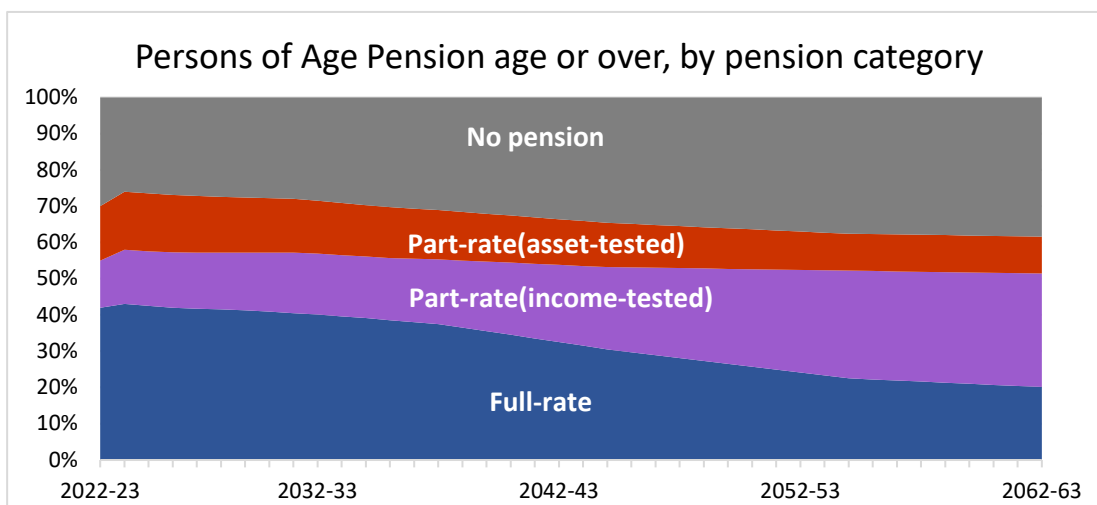
オーストラリアの公的年金への支出が対 GDP 比で増加せず小幅ながら低下している理由としては、老齢年金（Age Pension）がミーンズテスト付であることが大きな理由となっている。

また、オーストラリアの年金（老齢年金と遺族年金）への政府現金支出の対 GDP 比は 4.3%であるのに対して、2060年までのプロジェクトのスタート値が 2.3%であるのは、プロジェクトにおいては、老齢年金（Age Pension）への支出のみが対象とされており、強制加入の民間年金への税制優遇分が含まれていないためとみられる。

オーストラリア政府が作成している世代間レポートの 2023 年版によれば、公的年金の支給開始年齢以上の人口は 40 年後には現在の約 2 倍に増加すると見込まれるが、スーパーアニュエーションの残高の積み上がりにより、2022-23 年に約 70%である年金受給者の比率は 15%程度低下、公的年金受給者のうち減額された部分年金の受給者比率は、現在の 40%から 60%へと上昇する見込みとされている。

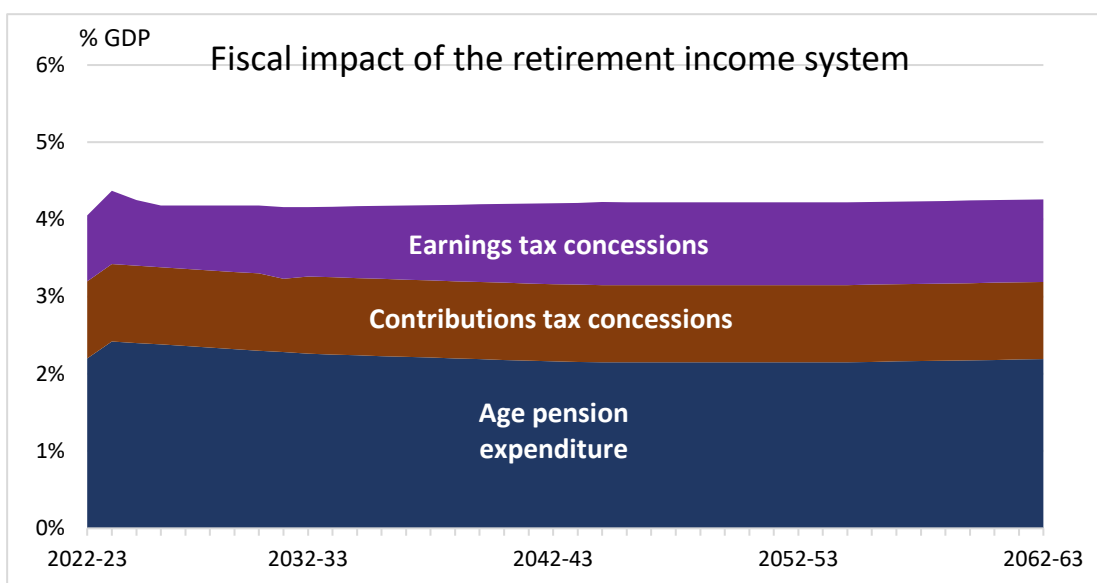
同レポートでは、Age Pension への対 GDP 比での支出額は 2022-23 財政年度の 2.3%から 2062-63 財政年度には 2.0%へと低下すると見込んでいるが、一方で残高が拡大するスーパーアニュエーションへの税優遇額が増加するため全体では減少はせず、向こう 40 年間対 GDP 比で 4.0%から 4.5%の間で推移するものと予測している。

[図表 1-18] オーストラリア公的年金の受給者比率の予測



出所：Commonwealth of Australia(2023)

[図表 1-19] オーストラリアの対 GDP 比での退職所得関連歳出の予測



出所：Commonwealth of Australia(2023)¹⁵

ただし、オーストラリアでは、公的年金からの将来の大きな財政負担増は見込まれないものの、政府職員等公的セクター職員向けの職域年金に対する政府支払いの大幅増加が見込まれることから、ソブリン・ウェルス・ファンド (SWF) としてフューチャーファンドが設立されている。

¹⁵ Commonwealth of Australia(2023)、"Intergenerational Report 2023"

4. 職域年金・個人年金

4.1 概要

オーストラリアは強制加入（雇用主強制拠出）の職域年金（被用者以外は任意加入）であるスーパーアニュエーション制度（Superannuation Guarantee : SG）を持つ。1992年から強制加入の制度となっており、2023年6月末のスーパーアニュエーションの総資産額は3兆5,700億A\$となっている。

OECDのレポートによると、オーストラリアの退職貯蓄額は2.0兆米ドルで世界第4位、対GDP比では131.4%で第7位、勤労世代の人口に対する加入率は78.5%とされている。

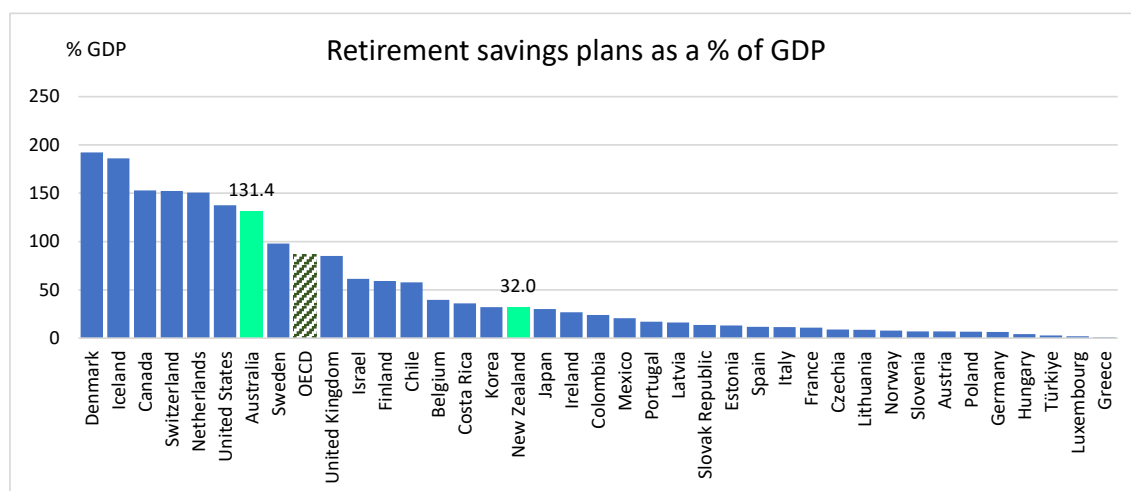
制度としては確定拠出（DC）年金である必要は無いが、現在では大多数のスーパーアニュエーションがDC年金となっている。

ニュージーランドでは、公的年金が拠出の有無にかかわらず居住年数と年齢を受給資格とするユニバーサル年金で給付水準も相応に高いことから、国民の退職貯蓄への意識は低く、職域年金のカバー率も低かったが、2007年に自動加入（脱退可）の退職貯蓄制度であるキーウィセーバー（KiwiSaver）制度が開始されている。

キーウィセーバーの制度開始は2007年と比較的最近のことであることもあり、退職貯蓄額は784億米ドル、対GDP比では32.0%とまだ少ない状況にあるが、勤労世代の人口に対する加入率は83.7%と高い。

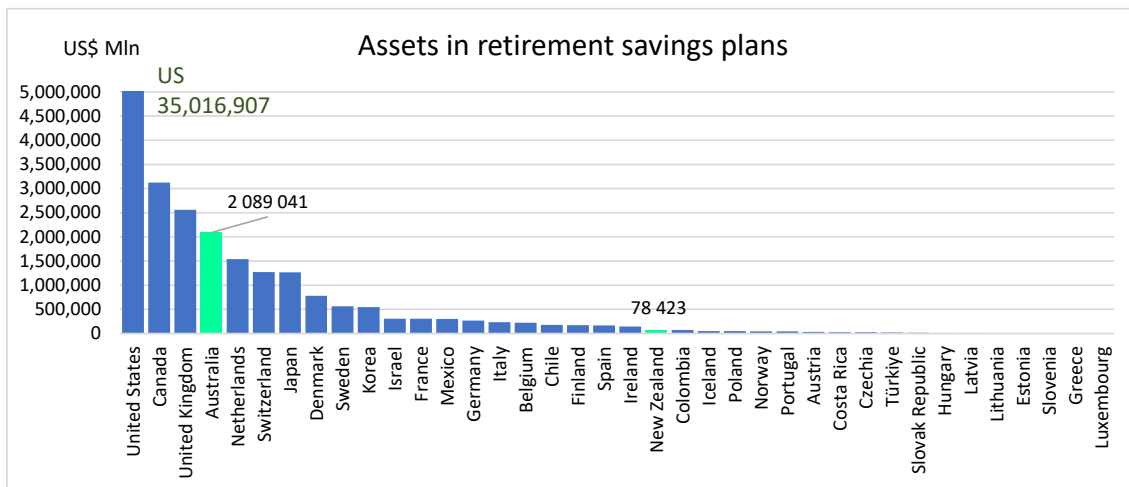
ただし、加入率は高いものの、最低拠出率が6%（雇用主3%、被用者3%）とやや低いことと、拠出停止者の比率が高いことから、退職貯蓄の積み上げが順調に進んでいくかどうかには懸念をもたれている。

[図表 1-20] 対GDP比での退職貯蓄残高



出所：OECD(2023a)、“Pensions at a Glance 2023”から年金シニアプラン総合研究機構作成

[図表 1-21] 退職貯蓄プランの残高



出所：OECD(2023a)、“Pensions at a Glance 2023” から年金シニアプラン総合研究機構作成

[図表 1-22] スーパーアニュエーションとキーウィセーバーの概要比較

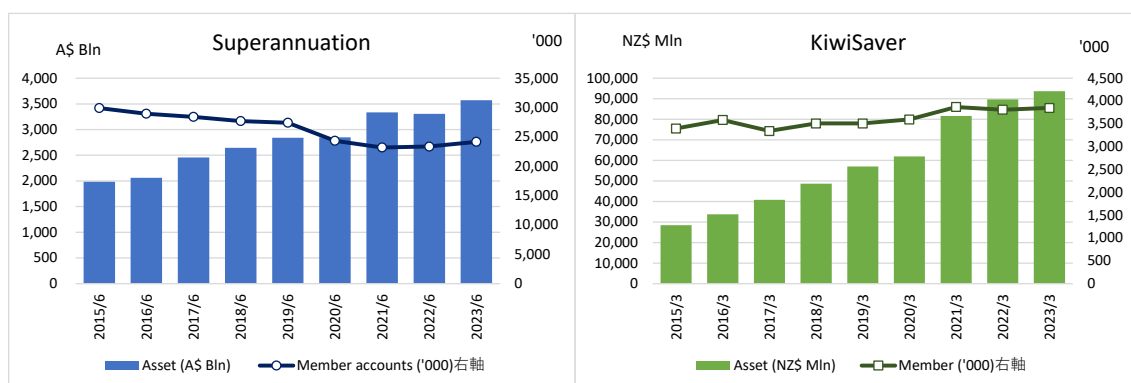
	オーストラリア	ニュージーランド
制度名称	Superannuation Guarantee	KiwiSaver
制度	強制加入職域年金	自動加入（脱退可）退職貯蓄
対象者	<強制加入対象者> <ul style="list-style-type: none"> ・18歳以上の被用者 ・18歳未満の被用者で週30時間以上労働 ・週30時間以上労働する家庭内労働者等 	<自動加入対象者> <ul style="list-style-type: none"> ・18歳から64歳までの新規雇用者 ・18歳未満と65歳以上の新規雇用者、無職者、自営者、家庭内労働者、企業家等は任意加入
制度開始	1992年から強制加入（雇用主強制拠出）	2007年
拠出率	雇用主拠出：12%に向け引き上げ中 加入者：任意	加入者：3%、4%、6%、8%、10%から選択 雇用主：3%以上 政府：MTCとして年1,042.86NZ\$までの加入者 拠出に対し1NZ\$につき0.5NZ\$を拠出
総資産額	3兆5,700億A\$（2023/6）	1,052億NZ\$（2023/9）
加入率	78.5%（OECD）	83.7%（OECD）
引き出し	<ul style="list-style-type: none"> ・65歳以上 ・60歳を超え退職した場合 ・医療（含む扶養家族）、生活困窮、重病等 	<ul style="list-style-type: none"> ・65歳以上 ・住宅の一次取得（買い替えは不可）、生活困窮、重病、先天性疾患等

出所：各種資料から年金シニアプラン総合研究機構作成

スーパーアニュエーションの資産残高は 2023 年 6 月現在で、3 兆 5,700 億 A\$、APRA が管理するスーパーアニュエーションの口座数は 2,417 万口座となっている。口座数の減少は休眠口座や残高が微小の口座が APRA から税務当局である ATO へと管理が移管された影響が多いものとなっている。

キーウィセーバーの資産残高は 2023 年 3 月現在 936 億 NZ\$ で、加入者数は 325 万名となっている。

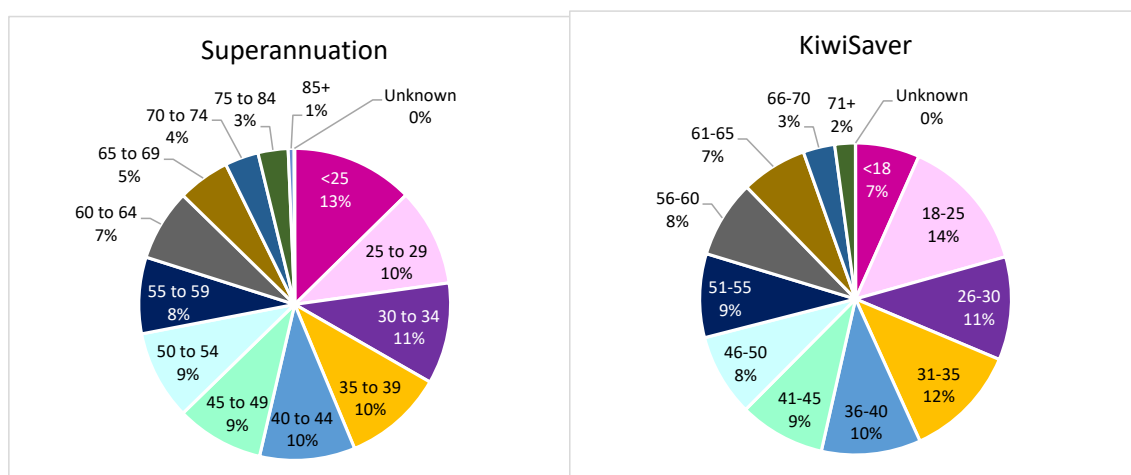
[図表 1-23] 資産残高、加入者数、口座数¹⁶



出所：APRA、FMA から年金シニアプラン総合研究機構作成

キーウィセーバーは制度開始からの年月はまだ浅いが、加入経路で見ると雇用主経由の自動加入が 41%、雇用主経由の任意加入が 8%、商品プロバイダー経由の任意加入（Active Choice）が 51%となっており、高年齢層の加入者比率も相応に高いものとなっている。

[図表 1-24] 加入者の年齢構成比



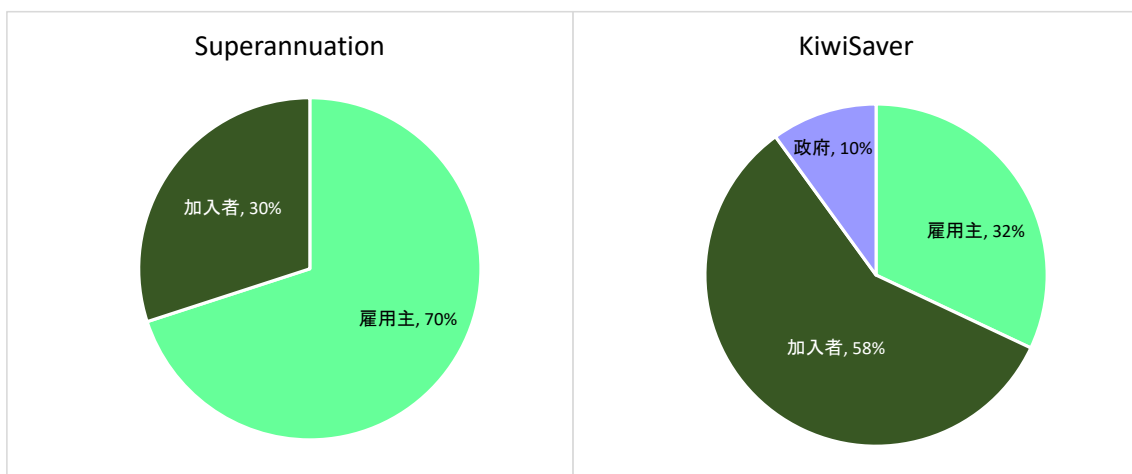
出所：APRA、NZ Inland Revenue から年金シニアプラン総合研究機構作成

¹⁶ APRA が管理するスーパーアニュエーションの口座数

スーパーアニュエーションは雇用主強制拠出（拠出率は 2024 年 3 月現在 11%、12%に向けて引き上げ中）の制度であるため拠出額の構成比では雇用主が 70%を占めている。

キーウィセーバーは、加入者の拠出率は、被用者の場合には給与・賃金の 3%、4%、6%、8%、10%のいずれかで、被用者が拠出している場合にのみ雇用主は 3%以上の拠出が必要となる制度のため、加入者の拠出率が 58%と最大で、雇用主が 32%、政府も年 1,042.86 ニュージーランドドル (NZ\$) までの加入者拠出に対して、1NZ\$につき 0.5NZ\$を Member Tax Credit (MTC) として拠出しているため 10%の拠出構成比となっている。

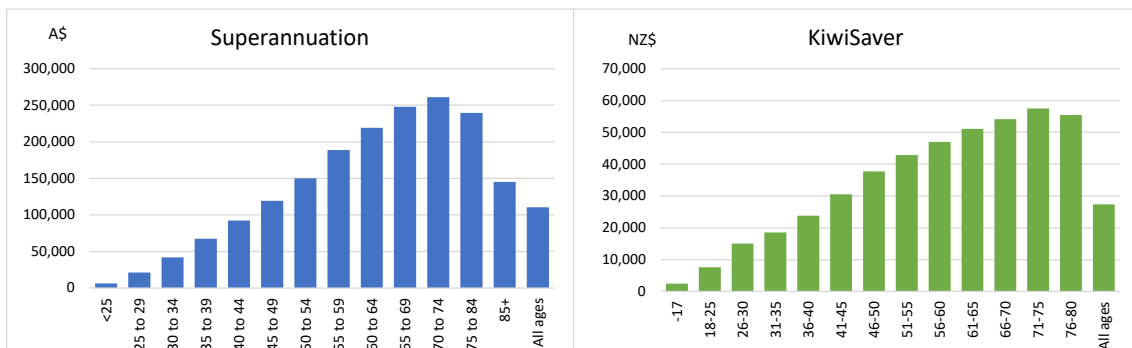
[図表 1-25] 拠出率の構成比



出所：APRA、NZ Inland Revenue から年金シニアプラン総合研究機構作成

平均残高は、スーパーアニュエーションが 110,321A\$、制度開始からの年月はまだ浅いキーウィセーバーは 27,379NZ\$となっている。

[図表 1-26] 年齢別平均残高



出所：APRA、NZ Inland Revenue から年金シニアプラン総合研究機構作成

4.2 デフォルト・ファンド

強制加入や自動加入の仕組みを持つ制度においては、加入者が自らの意思で投資対象を選択しないことが多く発生する。こうした場合にはあらかじめ定められている「デフォルト・ファンド」が投資対象として割り当てられることとなる。

一般的に投資対象を自ら選択しない加入者は、資産運用に関する知識に乏しく、老後に向けた資産形成が十分に進まないことが多いため、何らかの対応をとることが必要となってくるが、オーストラリアとニュージーランドでは、対応の方向性は異なるものとなっている。

オーストラリアのスーパーアニュエーションではデフォルト・ファンドの商品性の向上に力点が置かれているが、ニュージーランドのキーウィセーバーでは、デフォルト加入者に投資選択を促すことに力点が置かれている。

スーパーアニュエーションでは、2014年以降規制当局であるAPRAから適格承認を取得した「分散型バランス・ファンド」または「ライフサイクル・ファンド」である“MySuper”のみへと変更されている。

また、MySuper に対しては2021年からリターンとコストの両面から評価される「パフォーマンス・テスト」が実施されている。パフォーマンス・テストで“fail”と判定された場合には、その事実を当該ファンドの保有者に書面で通知することとされ、2年連続で“fail”と判定された場合には、当該ファンドへの新規加入が禁止となる制度であり、オーストラリアではデフォルト・ファンドで運用されていても十分な資産形成が可能となることが指向されている。

[図表 1-27] パフォーマンス・テストの算式

$$\text{Performance measure} = \text{(Actual return-Benchmark return)} + \text{(Benchmark RAFE-Actual RAFE)}$$

リターン項目	手数料項目
--------	-------

出所：APRA から年金シニアプラン総合研究機構作成

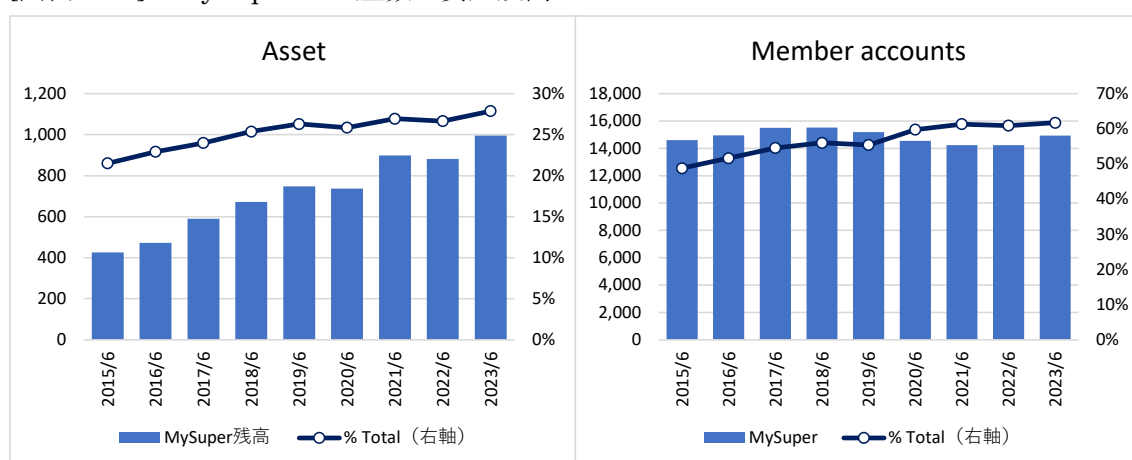
キーウィセーバーでは、デフォルト・ファンドの提供運用機関は政府により選定され7年毎に更新される制度である。デフォルト・ファンドの提供運用機関には、デフォルト・ファンドの保有者に対してコンタクトを行い運用資産の選択を促すことが求められており、四半期毎にデフォルト加入者とのコンタクト件数とファンド選択の実施件数の報告を監督機関に対して行うことが求められている。

尚、キーウィセーバーのデフォルト・ファンドは、当初は保守的な資産配分を持つバランス型ファンドである“Conservative”ファンドであることが求められていたが、2021年12月からは平均的な資産配分を持つ“Balanced”ファンドへと変更されている。

政策の力点の差から、スーパーアニュエーションでは、デフォルト・ファンドである MySuper の口座数は全体の 6 割を占め、資産残高でも 25%を超える水準となっているが、キーウィセーバーでは、“Balanced” ファンドへの変更の影響を含むものの、デフォルト加入者数は約 10%、資産残高では約 3%にとどまっている。

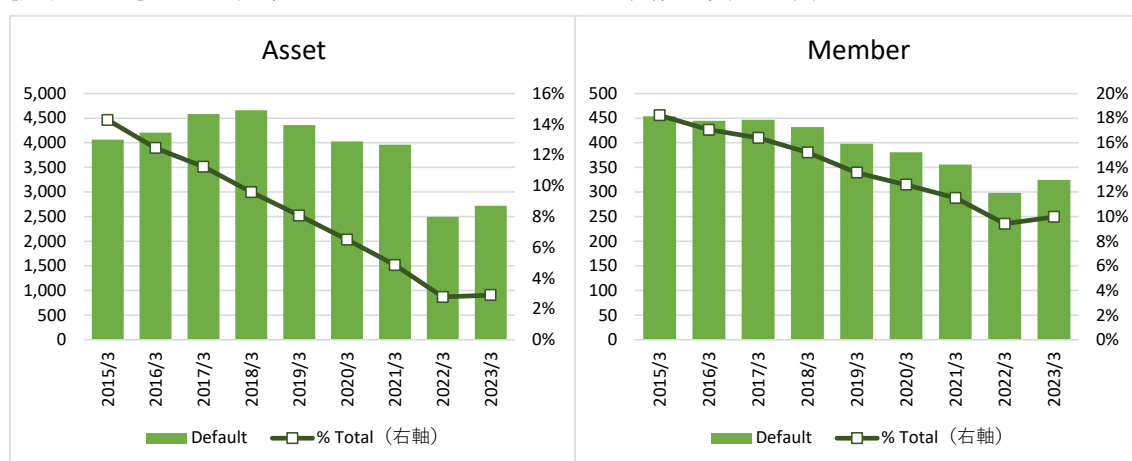
両国ともデフォルト・ファンドは、バランス型ファンドまたはライフサイクル型ファンドで相応にリスクはとった運用となるが、デフォルト・ファンドも十分な資産形成ができるよ うにという発想であり、元本の確保を優先したい加入者に対しては自らの意思でより保守 的な資産配分を選択するように促すことが適切との考え方といえる。

[図表 1-28] MySuper の口座数と資産残高



出所：APRA から年金シニアプラン総合研究機構作成

[図表 1-29] キーウィセーバーのデフォルト加入者数と資産残高



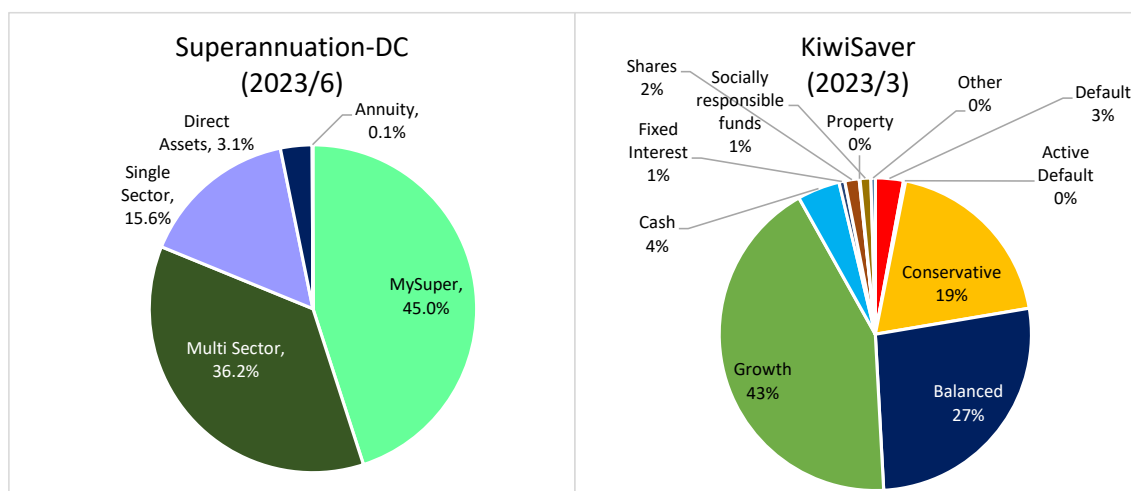
出所：FMA から年金シニアプラン総合研究機構作成

4.3 資産運用

スーパーアニュエーションとキーウィセーバーにおける資産運用の特徴としては、バランス型ファンドへの投資比率が極めて高いことが挙げられる。

バランス型ファンドの構成比は、スーパーアニュエーションでは 8 割以上¹⁷、キーウィセーバーでは 9 割以上となっている。

[図表 1-30] 運用資産タイプ別構成比



出所：APRA、FMA から年金シニアプラン総合研究機構作成

スーパーアニュエーションでは、前述のようにデフォルト・ファンドである MySuper が「分散型バランス・ファンド」または「ライフサイクル・ファンド」に限定されている影響も含まれるが、Choice Products と呼ばれる加入者が選択した資産運用商品においても約 3 分の 2 はバランス型ファンドとなっている。

ただし、スーパーアニュエーションでは[図表 1-29]には含まれていない Self-managed super fund (SMSF)¹⁸を設定することで自由な資産運用をすることが可能である。

また、スーパーアニュエーションでは個別資産クラスの別の投資商品の品揃えはさほど多様ではないことが多いが、スキームが用意したファンドにしか投資できない制度とは異なり、一部のスーパーアニュエーションにおいては、オーストラリアで上場されている個別株式、ETF、上場投資会社等に自由に投資可能なプログラムが用意されていることもみられている。

スーパーアニュエーションのスキーム内に用意された個別資産クラスの投資商品の品揃えが少ないのは、こうした自由に投資可能なプログラムが設定されていることも影響している。

¹⁷ 加入者 6 名以上の APRA 規制ファンドの数値であるため他とは異なる数値となっている

¹⁸ 税務当局である ATO (Australian Taxation Office) が規制機関となっている

5. ソブリン・ウェルス・ファンド (SWF)

5.1 概要

オーストラリアとニュージーランドはともに高齢化の進展に伴う将来の年金支給額の増加への対応としてソブリン・ウェルス・ファンド (SWF) を設定している。

[図表 1-31] ソブリン・ウェルス・ファンドの概要比較

	Future Fund	New Zealand Superannuation Fund
設立目的	公的セクター職員向け職域年金への年金給付増による将来の政府財政負担の軽減	公的年金制度に対する将来の納税者の負担軽減、世代間の納税負担の平準化
設立日	2006	2001
資産運用開始日	2007	2003/9
設立根拠法	the Future Fund Act 2006	the New Zealand Superannuation and Retirement Act 2001
運営機関	・ Future Fund Board of Guardians ・ Future Fund Management Agency	・ Guardians of New Zealand Superannuation
運用資産残高	2,061億豪ドル (2023/6)	654億NZドル (2023/6)
リターン目標	CPI+4.0%~5.0% (2017/6まではCPI+4.5%~5.5%)	①ニュージーランドの短期債利回り (Treasury Bill) を20年間のローリング・ベースでアウトパフォーム ②参照ポートフォリオをアウトパフォーム
運用手法	トータル・ポートフォリオ・アプローチ	トータル・ポートフォリオ・アプローチ
アセットアロケーション	参照ポートフォリオや目標資産構成比は設定せず 絶対リターン指向でTAAのダイナミック・マネジメント	<参照ポートフォリオ> グローバル株式75%、NZ株式5%、債券20%
累計政府拠出額	605億A\$ (2006/5-2008/11、今後の拠出予定はなし)	249億NZ\$ (根拠法に政府からの拠出・引出金額算出フォーミュラあり)
資金の引き出し	2026/27財政年度までは資金の引き出しは実施しない (2017/18予算案)	プロジェクション上は、2030年代半ば頃から引き出しが開始される見込み

出所：各種資料から年金シニアプラン総合研究機構作成

NZ スーパーアニュエーション・ファンド (The New Zealand Superannuation Fund : NZSF) は、税を財源とする賦課方式 (PAYG) のニュージーランドの公的年金制度に対する将来の納税者の負担を軽減し、世代間の納税負担の平準化を図ることを目的に 2001 年に設立されている。

オーストラリアのフューチャーファンド (Future Fund) は、公的年金 (Age Pension) ではなく、政府等公的セクター職員等向けの確定給付型 (DB) 職域年金 (スーパーアニュエーション) に対する雇用主の立場としての政府の年金支払いが将来的に急増することへの対応として 2006 年に設立されている。

NZSF と Future Fund の資金はともに将来の年金給付に使用されるが、資金の原資は加入者や雇用主が支払った社会保険料等の年金積立金ではないため、通常年金基金では無くソブリン・ウェルス・ファンド (SWF) と位置付けられている。

NZSF と Future Fund の運営機関は政府機関であるが、各国の中央銀行と同様な政府からは独立した機関として位置付けられている。

政府は投資マニフェストを設定し、NZSF や Future Fund に対して指示 (direction) を行うことはできるが、コマーシャル・ベースの投資判断を損なうことはできないものとされて

いる。

NZSF に対するニュージーランド政府からのマンデートは、長期のホライズンで過大なリスクを取らずリターンを最大化することで、パフォーマンスのベンチマークは、①ニュージーランドの短期国債 (NZ T-Bill) の 20 年のローリング期間でのリターンと、②参照ポートフォリオのリターンとされている。

NZSF では 2010 年から「参照ポートフォリオ」を設定しており、2020 年に更新された現在の参照ポートフォリオは、グローバル株式 75%、NZ 株式 5%、債券 20%という構成比で、NZSF では参照ポートフォリオのリターンを長期的に年率 1%上回ることを目指している。

Future Fund に対する政府からのマンデートは、過大なリスクを取らず長期的なリターンの最大化を目指すこととされており、長期的に年平均 CPI+4.0%~5.0%¹⁹がベンチマークとして定められている。

CPI+4.0%~5.0%というマンデートは、同種のパンドとの相対比較や市場ベンチマークとの比較ではなく、絶対リターンの意味合いが強いとの解釈から、Future Fund では市場環境に応じて投資リスクの水準を積極的に変動させる投資スタンスを採用している。

SWF における運用資産残高 (AUM) での順位は、GlobalSWF のレポート²⁰によると、Future Fund は第 14 位、NZSF は第 37 位となっている。

また、同レポートでの SWF と公的セクター年金とを併せた FY13-FY22 の 10 年間の年平均リターン順位では、NZSF が 12.1%で第 2 位の CPPIB の 10.9%を抑えてトップのパフォーマンス²¹となっており、Future Fund は 9.7%で第 5 位だが、SWF だけでみれば第 2 位と高いパフォーマンスを示している。

2023 年 6 月現在の資産残高は、NZSF が 637 億 NZ\$、Future Fund が 2,061 億 A\$となっている。

設定来のリターンは 2023 年 6 月までで、NZSF が 9.76%、Future Fund が 7.7%となっている。

SWF からの資金の引き出しは、NZSF は現状の予測では 2030 年代の中頃からとなっている。Future Fund は少なくとも 2026/27 財政年度までは資金の引き出しは行わないこととされている。

尚、資金の引き出しが開始されてからも資産運用収益により、残高が枯渇することはないものと現状ではみられている。

¹⁹ 2017 年 6 月までは CPI+4.5%~5.5%

²⁰ GlobalSWF(2024)、“2024 Annual Report”

²¹ 決算日や会計通貨の差異等の要素や資産運用の目的やマンデートの違いもあることには留意が必要である

5.2 政府拠出金

NZSF に対しては 2023 年 6 月までに 249 億 NZ\$ が、Future Fund には 605 億 A\$ が政府から拠出されている。

NZSF の設立根拠法である The New Zealand Superannuation and Retirement Income Act 2001 には、NZSF に対する政府の所要拠出金額の算出フォーミュラが定められている。政府は算出された金額を NZSF に対して拠出する義務を負っているわけではないが、算出額を拠出しない場合には、議会等への説明が必要とされている。

根拠法の中では政府拠出フォーミュラは、以下のように規定されている。

[図表 1-32] NZSF への政府拠出フォーミュラ

$$a \div 100 \times \text{that year's GDP} - b$$

a : 対GDP比での拠出率（向こう40年間同一の拠出率と仮定した場合に、今後40年間の公的年金支出額を、ファンドの当該年度初の残高とその後予想収益を加えると賄える対GDP比での拠出率）

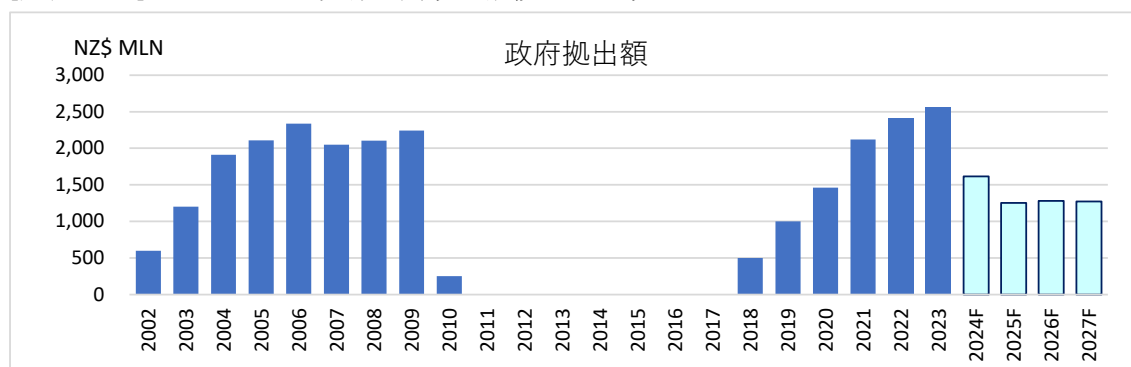
GDP : ニュージーランドの予想GDP金額

b : 当該年度に支払われる公的年金のネット費用

出所：根拠法から年金シニアプラン総合研究機構作成

政府の所要拠出額のフォーミュラは、様々な予測値の下に成り立っており、主要なパラメータとして、NZSF の残高、名目 GDP、NZS ネット支出額、ファンドの税引後リターン、ファンディング期間などがあるとされている。また、NZSF への所要政府拠出額のモデル（Excel シート）はニュージーランド政府のホームページで公開²²されている。

[図表 1-33] NZSF への政府拠出額の推移と予想額²³

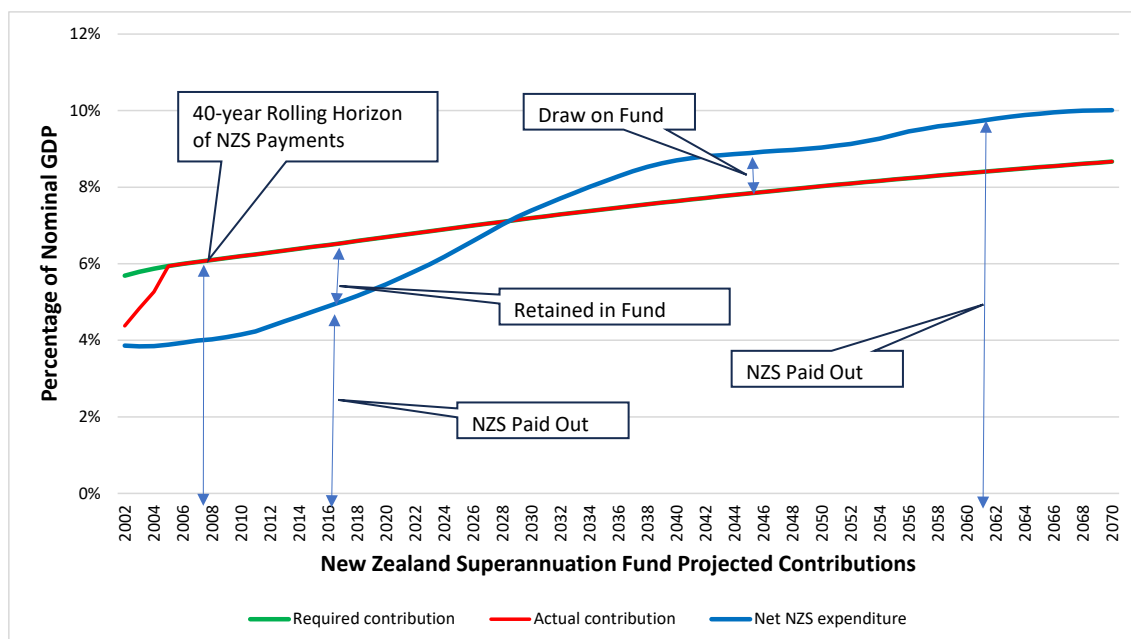


出所：NZSF、NZ 政府予算案から年金シニアプラン総合研究機構作成

²² <https://www.treasury.govt.nz/publications/model/archive-new-zealand-superannuation-fund-nzsf-contribution-rate-models>

²³ ニュージーランドの財政年度は 7 月～6 月、グラフ上の年表示は各年 6 月末

[図表 1-34] NZSF への拠出と公的年金支払いのイメージ図



出所：New Zealand Treasury New Zealand Superannuation Fund Model

Future Fund に対しては 2006 年 5 月にシード資金として 180 億 A\$ が拠出され、その後 2008 年までに、政府財政の黒字額からの拠出と民営化された旧国営電話会社であるテルストラの株式売却放出代金からの拠出および政府保有のテルストラ株式の現物拠出が行われて、政府からの拠出額の累計は 605 億 A\$ となっている。

尚、今後の追加拠出は予定されていない。

[図表 1-35] Future Fund への拠出状況

拠出日	拠出内容	拠出額 (A\$ MLN)
5-May-06	Initial Seed Capital	18,000
22-Jan-07	2005-06 Budget Surplus and first instalment of Telstra 3 sale proceeds	18,639
16-Feb-07	The remainder of the 2005-06 Budget Surplus	3,638
28-Feb-07	2,104,657,933 Telstra shares	8,966
22-Jun-07	Telstra 3 sale proceeds (prepayments of the second instalment received in the period February to April 2007)	151
28-Jun-07	21,894,459 Telstra shares	102
24-Aug-07	2006-07 Budget Surplus	7,000
25-Jun-08	Telstra 3 sale proceeds (second instalment receipts)	3,900
21-Nov-08	35,361,956 Telstra shares	141
	TOTAL	60,537

出所：Future Fund から年金シニアプラン総合研究機構作成

5.3 資産運用

SWF における運用資産残高（AUM）での順位は、GlobalSWF のレポート²⁴によると、Future Fund は第 14 位、NZSF は第 37 位となっている。

また、同レポートでの SWF と公的セクター年金とを併せた FY13-FY22 の 10 年間の年平均リターン順位では、NZSF が 12.1% で第 2 位の CPPIB の 10.9% を抑えてトップのパフォーマンス²⁵となっており、Future Fund は 9.7% で第 5 位だが、SWF だけでみれば第 2 位と高いパフォーマンスを示している。

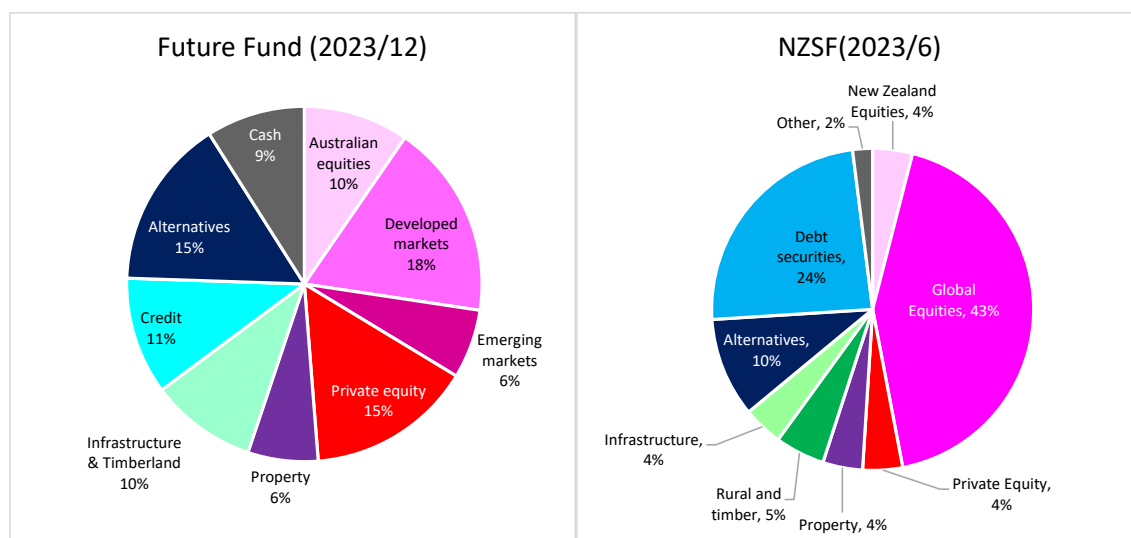
NZSF と Future Fund は、共にトータル・ポートフォリオ・アプローチ（TPA）を採用しており、NZSF では参照ポートフォリオが設定されているが、Future Fund では参照ポートフォリオは設定されていない。

NZSF の参照ポートフォリオは、NZ 株式 5%、グローバル株式 75%、グローバル債券 20% で、為替リスクはすべて NZ\$ にヘッジされたものとされている。

Future Fund では、機動的にアセットアロケーションを変更する絶対リターン指向の強い資産運用がなされており、こちら外貨のエクスポージャーは A\$ にヘッジすることを基本としている。

為替リスクのヘッジを基本とするのは、両国の金利水準は他の主要国と比較して通常高い水準にあり、他の主要通貨から本国通貨へとヘッジするとヘッジ・プレミアムが生じることも大きな要因と考えられる。

[図表 1-36] アセットアロケーション

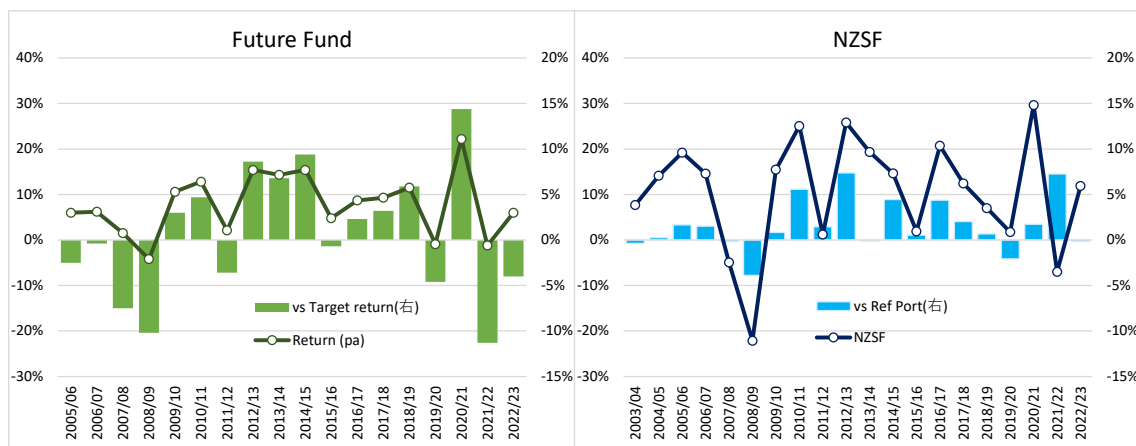


出所：Future Fund、NZSF から年金シニアプラン総合研究機構作成

²⁴ GlobalSWF(2024)、“2024 Annual Report”

²⁵ 決算日や会計通貨の差異等の要素や資産運用の目的やマンデートの違いもあることには留意が必要である

[図表 1-37] パフォーマンス状況



	FF	NZSF	FF - NZSF
2003/04		7.69%	
2004/05		14.13%	
2005/06	6.0%	19.21%	△13.21%
2006/07	7.4%	14.58%	△7.18%
2007/08	1.5%	△4.92%	6.42%
2008/09	△5.1%	△22.14%	17.04%
2009/10	10.3%	15.45%	△5.15%
2010/11	12.0%	25.05%	△13.05%
2011/12	2.1%	1.21%	0.89%
2012/13	15.4%	25.83%	△10.43%
2013/14	14.3%	19.36%	△5.06%
2014/15	15.4%	14.64%	0.76%
2015/16	4.8%	1.89%	2.91%
2016/17	8.7%	20.71%	△12.01%
2017/18	9.3%	12.43%	△3.13%
2018/19	11.5%	7.02%	4.48%
2019/20	△0.9%	1.73%	△2.63%
2020/21	22.2%	29.63%	△7.43%
2021/22	△1.2%	△6.99%	5.79%
2022/23	6.0%	11.87%	△5.87%

出所：Future Fund、NZSF から年金シニアプラン総合研究機構作成

第2章 キーウィセーバー

1. 概要

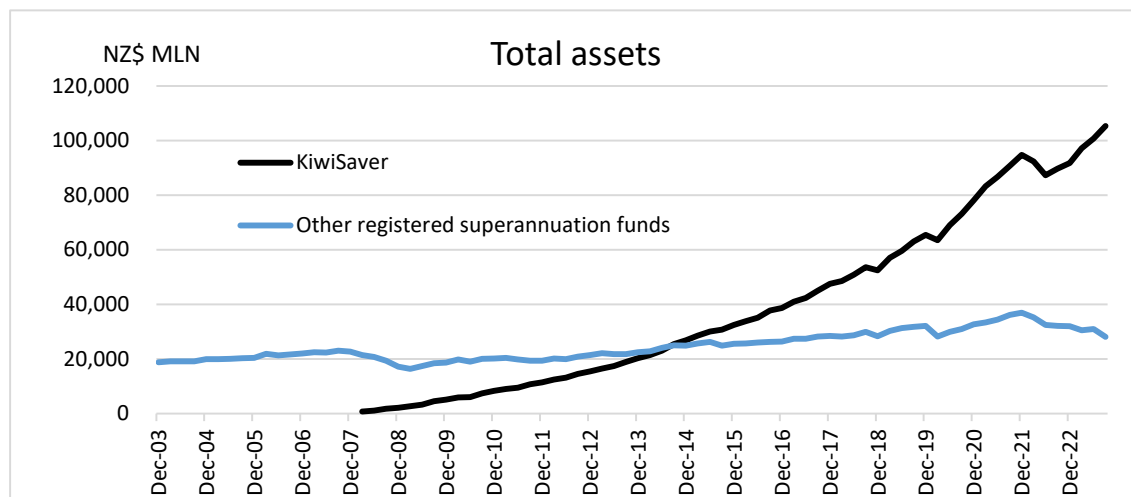
キーウィセーバー (KiwiSaver) は 2007 年に導入 (根拠法は KiwiSaver Act 2006) されたニュージーランドの自動加入 (脱退可) 方式の退職貯蓄スキームである。

キーウィセーバーの導入は、国民の貯蓄率が低く、過去の税制改革で税制優遇措置が撤廃されていることもあり、職域年金の加入率も低いことによる高齢者の生活水準の維持に対する懸念への対応という位置付けと考えられる。

尚、ニュージーランドでは 1997 年に強制的退職貯蓄制度の導入の是非を問う国民投票が実施されたが 90%を超える反対で否決されており、キーウィセーバーは強制加入方式ではない制度となっている。

キーウィセーバーは導入されてからの年月はまだ浅いが、加入者数残高共に順調な拡大をみせており、職域年金制度の残高を大きく越えている。

[図表 2-1] キーウィセーバーと職域年金の残高推移



出所：Reserve Bank of New Zealand から年金シニアプラン総合研究機構作成

キーウィセーバーは 18 歳から 64 歳までの新規雇用者は自動的にキーウィセーバーの加入者となる自動加入 (auto-enrollment) 方式がとられているが、加入者の意思で雇用開始後 14~56 日の間に脱退 (opt-out) が可能な仕組みとなっている。また、12 ヶ月以上拠出を行えば拠出の停止が可能な制度である。

OECD のレポートのデータでは、生産年齢人口 (15 歳~64 歳) 対比でのキーウィセーバ

一への加入率は 83.7%と、自動加入方式を採用する年金・退職貯蓄制度の中では最も高い比率となっている。

ただし、加入率は高いものの、拠出停止者が多いことと拠出率の低さから、高齢者の退職後の生活水準を維持するのに十分な退職貯蓄の積み上げが進まないのではないかとの懸念もみられるようである。

18 歳未満と 65 歳以上¹の新規雇用者、無職者、自営者、家庭内労働者、企業家等は自動加入の対象ではないが、任意での加入が可能である。

キーウィセーバーは公的年金の支給開始年齢（現在は 65 歳）に達すると資金の引き出しが可能となる退職貯蓄スキームであるが、65 歳未満でも住宅の一次取得²（買い替えは不可）、生活困窮、重病、先天性疾患³等の場合には引き出しが可能である。

キーウィセーバーへの加入者の拠出率は、被用者の場合には給与・賃金の 3%、4%、6%、8%、10%のいずれかと定められており、加入者が拠出率を定めなかった場合は 3%が適用される。加入者の拠出率変更は 3 ヶ月経過後可能（雇用主との合意があれば 3 か月未満でも可能）である。自営者や失業者の拠出額は任意で、税引後での拠出となるため上限は設定されていない。

雇用主は被用者が拠出を実施している場合、加入者拠出とは別に給与・賃金の 3%以上を被用者のキーウィセーバーに拠出することが義務付けられている。

政府は、年 1,042.86 ニューゼalandドル (NZ\$) までの加入者拠出に対して、1NZ\$につき 0.5NZ\$（半額）を Member Tax Credit (MTC) として拠出している。

キーウィセーバーの加入者は、運用機関と投資先のファンドを自由に選択⁴できるが、加入者が投資先のファンドを選択しなかった場合には「デフォルト・ファンド」が割り当てられる。デフォルト・ファンドには、当初は保守的な資産配分を持つバランス型ファンドである“Conservative”ファンドであることが求められていたが、2021 年 12 月からは平均的な資産配分を持つ“Balanced”ファンドへと変更されている。

デフォルト・ファンドの提供運用機関は政府により選定される制度が採用されており 7 年毎に更新されている。加入者が投資先のファンドを選定しなかった場合には、勤め先の雇用主がデフォルト・ファンドの運用機関を指定している場合にはその運用機関のデフォルト・ファンドへ、雇用者の指定がない場合には政府がデフォルト・ファンドの提供者に均等となるように配分している。

尚、デフォルト・ファンドの提供機関は、デフォルト加入者にコンタクトしてファンドの選択を促すことが求められており、四半期毎にコンタクトした実績とファンド選択実施の実績を報告することが求められている。

¹ 65 歳以上については 2019 年 4 月以降キーウィセーバーへの加入が認められている

² 加入後 3 年以上経過していることが必要で、残高のうち政府による補助拠出分については引き出し不可

³ 平均余命が短い傾向にあることから 65 歳未満でも引き出し可能となっている

⁴ 複数の運用機関（スキーム）をまたがったのファンド選択はできない

デフォルト加入者にファンド選択を強く促してきていることから、投資先のファンドを選択しないデフォルト加入者の比率は、2013年3月の22.2%から2023年3月には10.0%へと減少している。

[図表 2-2] キーウィセーバーの概要推移

2023/3	加入者	拠出者	% 拠出者	残高 (NZ\$ Mln)	平均残高
Default	324,689	160,784	49.5%	2,719	8,375
Active	2,929,647	1,837,612	62.7%	90,933	31,039
Total	3,254,336	1,998,396	61.4%	93,653	28,778
% Default	10.0%	8.0%	-	2.9%	29.1%

2018/3	加入者	拠出者	% 拠出者	残高 (NZ\$ Mln)	平均残高
Default	431,779	230,457	53.4%	4,663	10,800
Active	2,405,877	1,451,520	60.3%	43,946	18,266
Total	2,837,656	1,681,977	59.3%	48,609	17,130
% Default	15.2%	13.7%	-	9.6%	63.0%

2013/3	加入者	拠出者	% 拠出者	残高 (NZ\$ Mln)	平均残高
Default	464,896	255,987	55.1%	3,387	7,286
Active	1,629,645	869,522	53.4%	13,176	8,085
Total	2,094,541	1,125,509	53.7%	16,564	7,908
% Default	22.2%	22.7%	-	20.4%	92.1%

出所：FMA から年金シニアプラン総合研究機構作成

規制機関である Financial Markets Authority (FMA) の KiwiSaver Annual Report のデータでは、2023年3月末のキーウィセーバーの加入者は325万名、運用資産残高は936.5億NZ\$⁵、加入者一人当たりの平均残高は28,778NZ\$となっている。

加入者のうち過去2か月間のうちに拠出を実施したのは61.4%の199.8万名にとどまっている。ただし、給与所得者ではない自営業者等の任意加入者では拠出は年1回という加入者も相応の数がみられるようであり、実質的な拠出者数はもう少し多いものとみられている。

2023年3月までの1年間の拠出総額は105億NZ\$で、加入者拠出が65億NZ\$、雇用主拠出が30億NZ\$、政府拠出が9.6億NZ\$となっている。

⁵ 中央銀行である Reserve Bank of New Zealand のデータでは、キーウィセーバーの総資産残高は2023年6月末には1,000億NZ\$を超えている

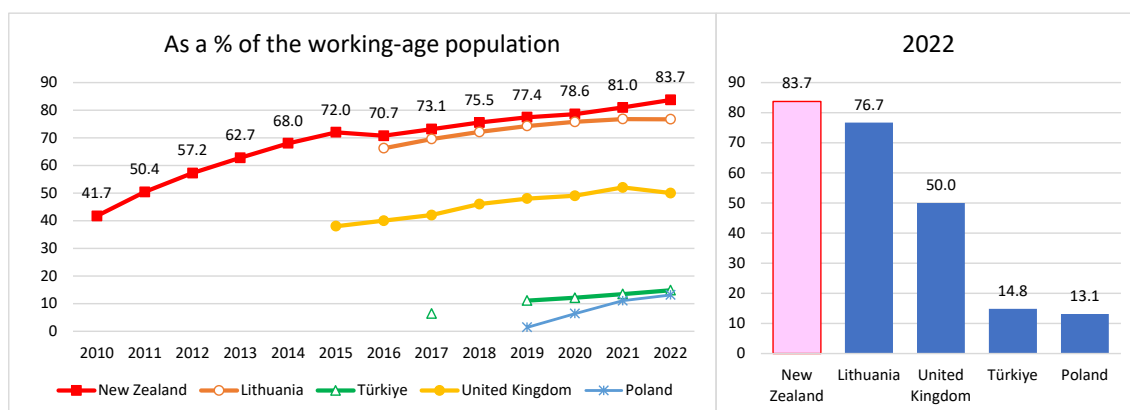
2. 自動加入（auto-enrollment）

キーウィセーバーは世界で初めて自動加入（auto-enrollment）方式を採用した退職貯蓄制度とされている。

OECD のレポートのデータでは、生産年齢人口（15 歳～64 歳）対比でのキーウィセーバーへの加入率は 83.7%と、自動加入方式を採用する年金・退職貯蓄制度の中では最も高い比率となっている。尚、76.7%で加入率第 2 位のリトアニアは強制加入の制度からの転換であるためキーウィセーバーの加入率の高さは際立ったものと考えられる。

キーウィセーバーは 18 歳から 64 歳までの新規雇用者は自動的にキーウィセーバーの加入者となる自動加入（auto-enrollment）方式がとられているが、加入者の意思で雇用開始後 14～56 日の間に脱退（opt-out）が可能な仕組みとなっている。また、加入者が脱退（opt-out）を選択した場合でも、転職等によりキーウィセーバーの口座非保有者が新規に雇用された場合には再度自動加入の対象となっている。

[図表 2-3] 自動加入制度の加入率の国別推移

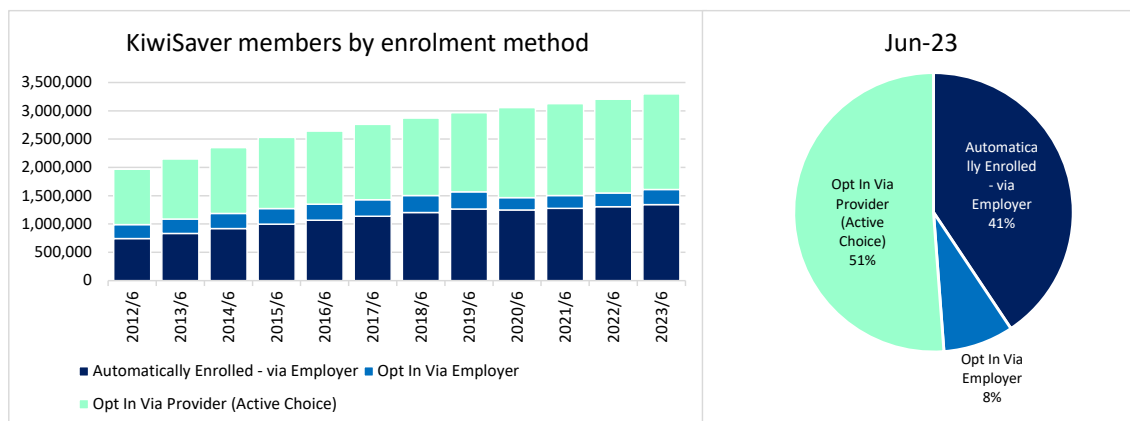


出所：OECD(2023a)、“Pensions at a Glance 2023” から年金シニアプラン総合研究機構作成

キーウィセーバーが導入されたのは 2007 年からであるが、加入者の年齢構成をみると 45 歳以上が 40%と相応に高くなっている。転職等で自動加入の対象となった加入者も相応に存在するとは思われるが、任意での加入者の比率が半分以上を占めていることも、加入者の年齢構成が若年層に偏っていない理由と考えられる。

キーウィセーバーへの加入経路は、雇用主経由の自動加入が 41%、雇用主経由の任意加入が 8%、商品プロバイダー経由の任意加入（Active Choice）が 51%となっている。

[図表 2-4] キーウィセーバーへの加入経路別加入者数推移



出所：Inland Revenue から年金シニアプラン総合研究機構作成

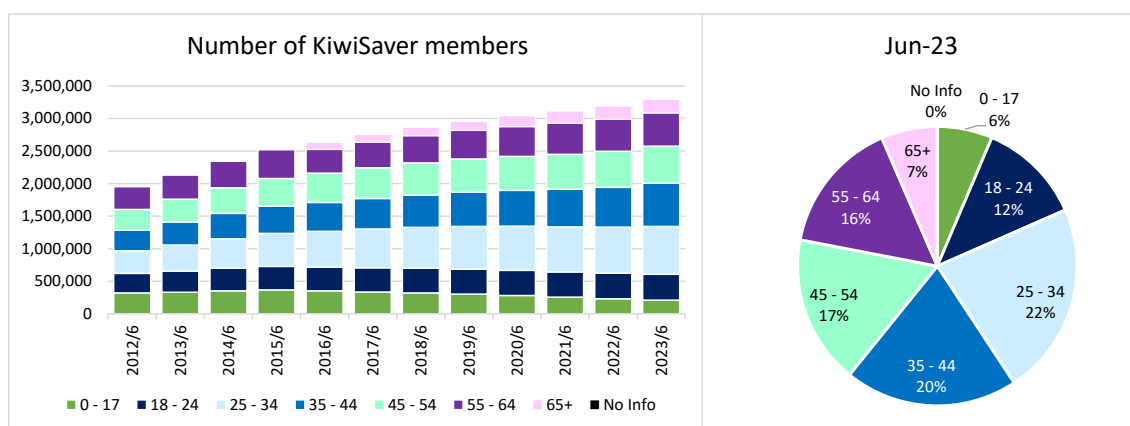
税務当局（Inland Revenue）のデータでは、2023年6月末におけるキーウィセーバー加入者数は330万名で、10年前の2013年6月末対比では+53.7%の増加となっている。

10年前との比較では、25-34歳と35-44歳は+80%超の増加率であるが、18-24歳は+22%と伸び率はやや鈍いものとなっている。

自動加入の対象とはならない17歳以下の加入者も21万名（6%）存在している。17歳以下の加入者には、親が子供に対して加入手続きを取ったものが多く含まれているとみられる。ただし、10年前との比較では、17歳以下の加入者は△36%の減少となっている。

尚、17歳以下で非就業の場合の拠出額は、商品プロバイダーとの合意額となる。また、17歳以下で加入しその後雇用された場合にはopt-outすることは認められていない。

[図表 2-5] キーウィセーバー加入者数の推移と年齢別構成比



出所：Inland Revenue から年金シニアプラン総合研究機構作成

3. 拠出率と政府補助

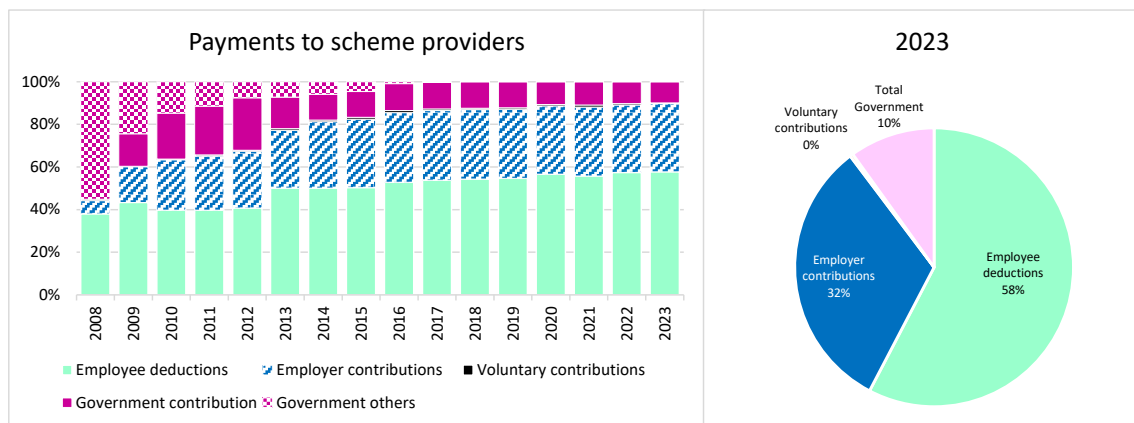
2023年のキーウィセーバーへの拠出額は9,783百万A\$、加入者拠出が58%、雇用主拠出が32%、政府からの拠出または補助金が10%となっている。

キーウィセーバーの制度立ち上げ当初には、政府補助金としてキックスタート(Kickstart)として新規加入者の口座に政府が1,000NZ\$を拠出する制度(2015年5月廃止)、加入者がキーウィセーバーの口座から支払う手数料を年間上限40NZ\$まで政府が補助する制度(2009年廃止)等が存在し、2012年にMember Tax Credits(MTC)と呼ばれる政府拠出の料率が半分に引き下げられる以前は、キーウィセーバーへの拠出額の30%以上が政府拠出または政府補助金で占められていた。

また、金融危機が発生した2008年には、一定の条件⁶の下でキーウィセーバーへの拠出金の半分までを住宅ローンの返済に流用することを認めるMortgage Diversionという制度も一時作られている(2009年廃止)。

尚、キーウィセーバー加入者が住宅の一次取得を行う場合、加入後3年以上経過しており拠出を実施中であることや収入額等を条件に、政府補助として最大1万NZ\$がキーウィセーバー口座に支払われるFirst Home Grantという制度も存在している。

【図表 2-6】 キーウィセーバーへの拠出額構成比



出所：Inland Revenue から年金シニアプラン総合研究機構作成

2023年6月末現在の加入者数は330万人と大きいですが、半数近く(2023年は45.2%)の加入者が拠出を行っていない状況にある。ただし、無拠出者の比率は2020年6月の49.8%からは小幅ながら低下傾向にある。

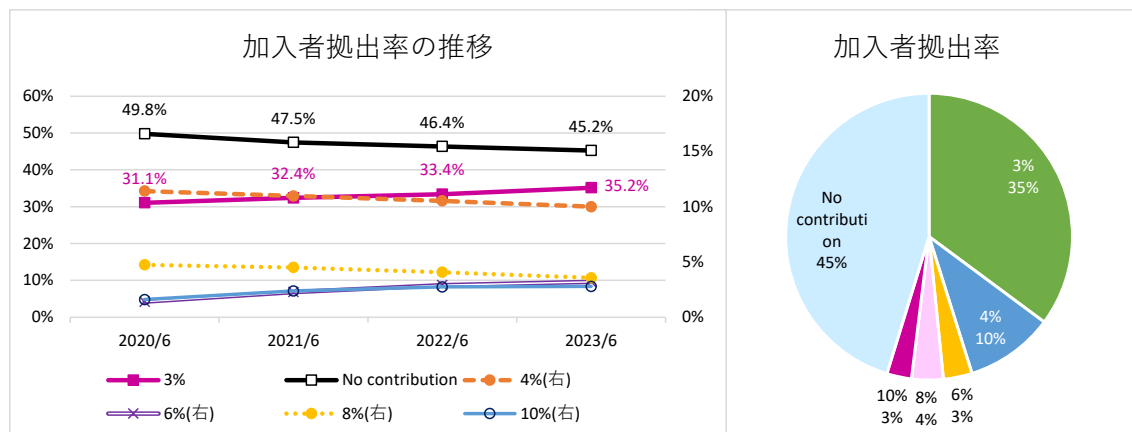
また、拠出実施中の加入者の60%超は最低拠出率である3%を選択している。

⁶ 住宅ローン残高が住宅の価値を上回っている場合等の条件が付されていたため利用者は少なかったとされている

尚、キーウィセーバーへの加入者の拠出率は、被用者の場合には給与・賃金の 3%、4%、6%、8%、10%のいずれか⁷と定められており、加入者が拠出率を定めなかった場合は 3%が適用される。

雇用主は被用者が拠出を実施している場合には、加入者拠出とは別に給与・賃金の 3%以上を被用者のキーウィセーバーに拠出することが義務付けられている。

[図表 2-7] 加入者の拠出状況



出所：Inland Revenue から年金シニアプラン総合研究機構作成

政府は、年 1,042.86 ニュージーランドドル (NZ\$) までの加入者拠出に対して、1NZ\$につき 0.5NZ\$ (半額) を Member Tax Credit (MTC) として拠出している。

加入者拠出率は制度のスタート当初は、給与・賃金の 4%または 8%とされていたが、金融危機の発生を受けキーウィセーバーへの拠出を停止する加入者が増えることが見込まれたため、拠出負担の軽減策として 2009 年に 2%の拠出率を追加し最低拠出率としている。

最低拠出率はその後 2013 年に 2%から 3%へと引き上げられ、2019 年に 6%と 10%という拠出率区分が追加となった。

雇用主の強制マッチング拠出は、2008 年に 1%でスタートし、2009 年に 2%、2013 年に 3%へと引き上げられている。マッチング拠出であるため、加入者が拠出を停止すると雇用主の拠出義務も無くなる制度である。

政府拠出は、Member Tax Credits (MTC) と呼ばれるが、税控除等ではなく、政府からの貯蓄インセンティブとしての拠出である。当初は加入者の拠出 1NZ\$につき 1NZ\$ (同額) を年間上限 1,043NZ\$まで政府が拠出していたが、2012 年以降は半分に引き下げられ、加入者の拠出 1NZ\$につき 0.5NZ\$ (半額) を年間上限 521.43NZ\$ (週 10NZ\$) まで政府が拠出⁸している。

⁷ 2019 年に 6%と 10%の拠出区分が追加されている

⁸ 年に一度税務当局である IRD から支払われる

[図表 2-8] 拠出率等の推移⁹

	加入者拠出率						雇用主拠出率			政府拠出・補助		
	2%	3%	4%	6%	8%	10%	1%	2%	3%	MTC	KickStart	手数料補助
2007/7			●		○					年1,043NZ\$	1,000NZ\$	40NZ\$
2008/4			●		○		●			年1,043NZ\$	1,000NZ\$	40NZ\$
2009/4	●		○		○			●		年1,043NZ\$	1,000NZ\$	(廃止)
2012/6	●		○		○			●		年521NZ\$	1,000NZ\$	
2013/4		●	○		○				●	年521NZ\$	1,000NZ\$	
2015/5		●	○		○				●	年521NZ\$	(廃止)	
2019/4		●	○	○	○	○			●	年521NZ\$		

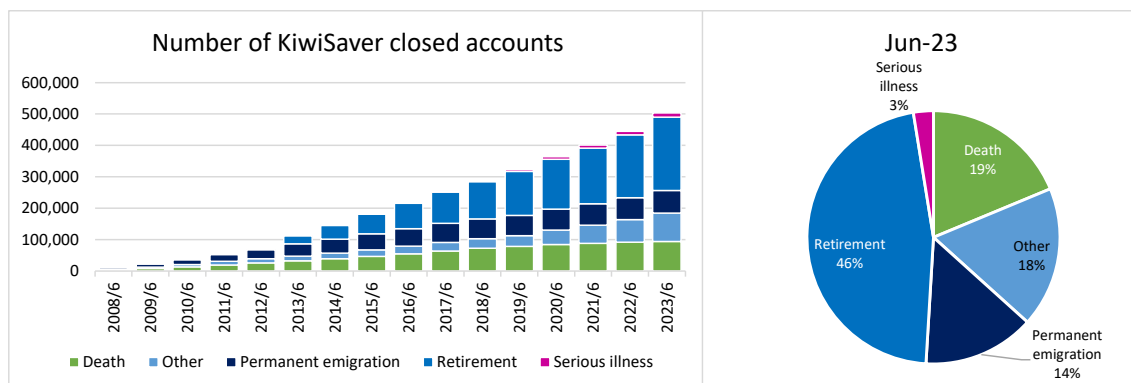
出所：各種資料から年金シニアプラン総合研究機構作成

4. 資金の引き出し

キーウィセーバーは公的年金の支給開始年齢（現在は 65 歳）に達すると資金の引き出しが可能となる退職貯蓄スキームであるが、65 歳未満でも住宅の一次取得¹⁰（買い替えは不可）、生活困窮、重病、先天性疾患¹¹等の場合には引き出しが可能である。

2023 年 6 月までの累積での口座閉鎖数は 502,986 口座で、退職が 46%、死亡が 19%、永久移住が 14%、重病が 3%、その他が 18%となっている。

[図表 2-9] キーウィセーバーの閉鎖口座数の推移



出所：Inland Revenue から年金シニアプラン総合研究機構作成

⁹ ●は最低拠出率

¹⁰ 加入後 3 年以上経過していることが必要で、残高のうち政府による補助拠出分については引き出し不可

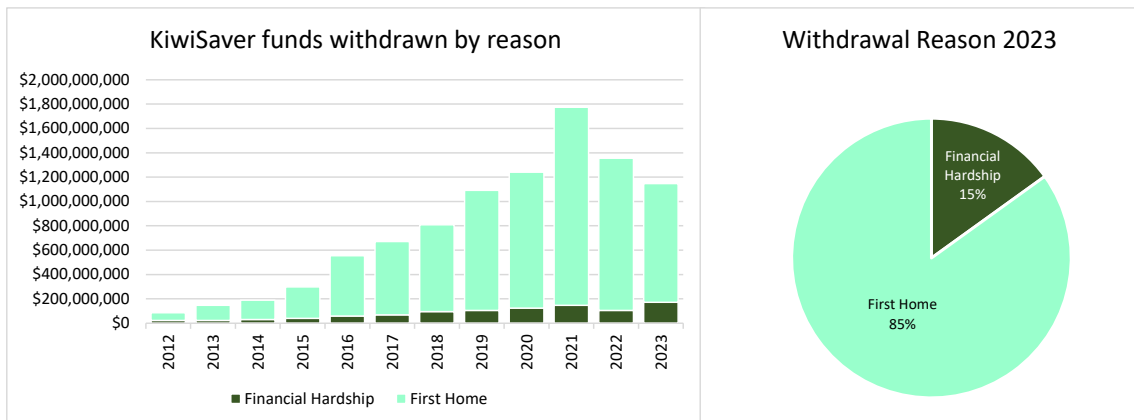
¹¹ 平均余命が短い傾向にあることから 65 歳未満でも引き出し可能となっている

尚、住宅の一次取得に伴うキーウィセーバーからの引き出しの場合には、政府からの補助拠出分の引き出しはできない制度となっていることから、口座の閉鎖事由として住宅の一次取得が含まれることはない。

住宅の一時所得目的でのキーウィセーバーからの引き出しは毎年増加し 2021 年 6 月までの 1 年間に 16.2 億 NZ\$ にまで膨らんだが、その後の 2 年間は一転して減少し、2023 年 6 月までの 1 年間は 9.7 億 NZ\$ となっている。

退職貯蓄口座として位置付けられるキーウィセーバーにおいて、住宅の一次取得での支払いを認めている理由の一つとしては、住宅を保有していない高齢者の貧困率が高いこと、現在のニュージーランドの高齢者と比較して若い層における持ち家比率が低下していることが挙げられ、持ち家取得の奨励は間接的に将来の高齢者の貧困防止にもつながるとの考え方がありようである。

[図表 2-10] キーウィセーバーからの引き出し金額

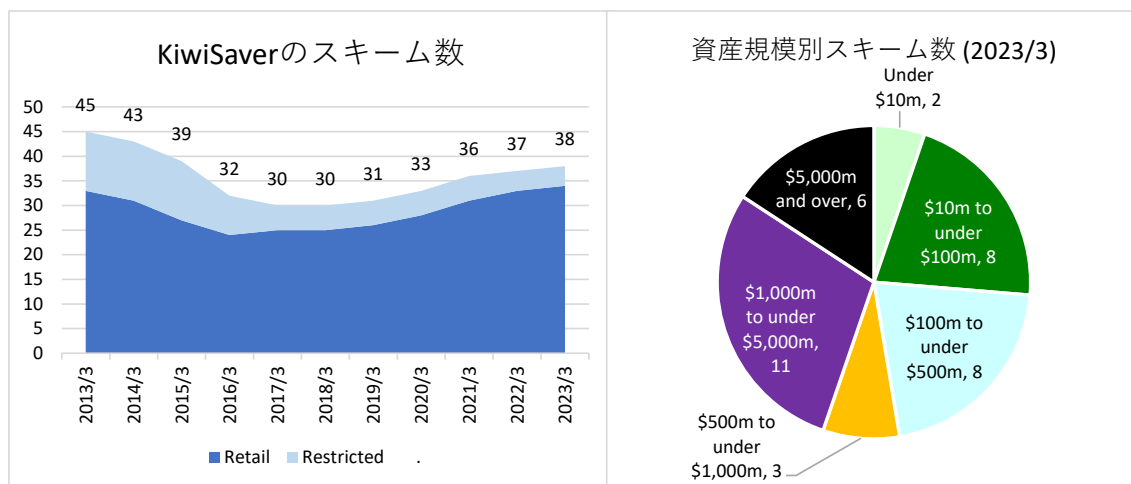


出所：Inland Revenue から年金シニアプラン総合研究機構作成

5. キーウィセーバーの運用機関

キーウィセーバーの2023年3月末のスキーム数は38スキームであるが、買収等により同一グループ内に複数のキーウィセーバー・スキームを抱える例もあり、グループ別では33スキームとなっている。

[図表 2-11] キーウィセーバー・スキーム数



出所：APRA から年金シニアプラン総合研究機構作成

[図表 2-12] グループ別資産残高上位 KiwiSaver スキーム¹²

	Assets					Member					Default Fund
	Mar-23	%	Mar-20	%	伸び率	Mar-23	%	Mar-20	%	伸び率	
ANZ	18,705	20.0%	13,981	22.6%	33.8%	670,596	20.6%	742,682	24.5%	-9.7%	
ANZ	14,467	15.4%	10,075	16.3%	43.6%	583,343	17.9%	592,230	19.6%	-1.5%	-
ANZ Default	1,499	1.6%	1,654	2.7%	-9.4%	37,832	1.2%	87,452	2.9%	-56.7%	除外
One Answer	2,739	2.9%	2,252	3.6%	21.6%	49,421	1.5%	63,000	2.1%	-21.6%	-
ASB (CBA)	14,474	15.5%	10,809	17.4%	33.9%	495,305	15.2%	534,583	17.7%	-7.3%	除外
Fisher Funds	14,416	15.4%	5,056	8.2%	185.1%	495,481	15.2%	247,135	8.2%	100.5%	
Fisher Funds	4,230	4.5%	2,767	4.5%	52.9%	148,124	4.6%	140,667	4.6%	5.3%	-
Fisher Two	3,480	3.7%	2,289	3.7%	52.0%	82,802	2.5%	103,255	3.4%	-19.8%	除外
Kiwi Wealth	6,706	7.2%	4,472	7.2%	50.0%	264,555	8.1%	216,616	7.2%	22.1%	継続
AON	0	0.0%	567	0.9%	-100.0%	0	0.0%	19,304	0.6%	-100.0%	-
Westpac	9,622	10.3%	6,836	11.0%	40.8%	424,535	13.0%	391,533	12.9%	8.4%	継続
AMP	5,796	6.2%	5,416	8.7%	7.0%	146,160	4.5%	220,257	7.3%	-33.6%	除外
Milford	5,654	6.0%	1,961	3.2%	188.3%	83,294	2.6%	36,865	1.2%	125.9%	-
BNZ (NAB)	4,824	5.2%	2,748	4.4%	75.5%	239,032	7.3%	178,146	5.9%	34.2%	継続
Booster	3,966	4.2%	1,847	3.0%	114.7%	182,237	5.6%	115,839	3.8%	57.3%	継続
Generate	3,761	4.0%	1,711	2.8%	119.8%	126,190	3.9%	83,213	2.7%	51.6%	-
Simplicity	3,001	3.2%	980	1.6%	206.2%	115,766	3.6%	34,062	1.1%	239.9%	新規
Top 10	84,219	89.9%	51,345	82.9%	64.0%	2,978,596	91.5%	2,584,315	85.4%	15.3%	
Total	93,647	100.0%	61,953	100.0%	51.2%	3,254,336	100.0%	3,026,063	100.0%	7.5%	

出所：Melville Jessup Weaver から年金シニアプラン総合研究機構作成

¹² Kiwi Wealth は2022年11月に、AONは2021年12月に Fisher Funds が買収

Melville Jessup Weaver のデータでは、2023 年 3 月現在上位 10 グループで資産額の 89.9%、加入者数の 91.5%を占める状況となっている。

買収・統合がある一方、新規参入もみられている。

[図表 2-13] 新規参入運用機関

2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
NZDF	Maritime		Nikko	Pathfinder	InvestNow	KiwiWRAP	Kernel
	Simplicity		Juno	Kōura	Select	Aurora	Sharesies
	Summer						

出所：各種資料から年金シニアプラン総合研究機構作成

6. デフォルト・ファンド

デフォルト・ファンドの提供運用機関は政府により選定され 7 年毎に更新されている。

3 回目となる 2021 年のデフォルト・ファンド・プロバイダーの選定プロセスでは、手数料の水準が大きなテーマとなり、テnder・プロセスの一部として、応募運用機関には最大手数料水準の提示が求められた。

これは、FMA (Financial Market Authority) が委託した調査で、キーウィセーバーと同じく自動加入 (脱退可) の制度を持つ英国と比較してキーウィセーバーの手数料水準は高いとの指摘を受けたことへの対応とされる。

[図表 2-14] デフォルト・ファンド・プロバイダーの推移¹³

2007年 (6社)	2014年 (9社)	2021年 (6社)
AMP	AMP	BNZ
AXA	ANZ Default (旧ING)	Booster (旧Grosvenor)
ASB	ASB	Kiwi Wealth (Fisher Fund買収)
Mercer	BNZ	Simplicity
ING ⇒ OnePath	Fisher Two (旧Tower)	SuperLife
Tower ⇒ Fisher Two	Grosvenor ⇒ Booster	BT Funds (Westpac)
	Kiwi Wealth	
	Mercer	
	Westpac	

出所：各種資料から年金シニアプラン総合研究機構作成

¹³ 網掛けは新規採用

<2007年>

2007年は、AMP、AXA、ASB、ING、Mercer、Towerの6社がデフォルト・ファンドの提供スキームに選定されたが、INGは2009年にANZによるINGのオーストラリア・NZ事業の買収によりANZ傘下となりスキームの名称をOnePathに変更、2014年もデフォルト・ファンドの提供スキームに選定され、2014年にANZ Defaultへと名称変更している。

共にデフォルト・ファンドの提供スキームであったAMPとAXAは、2011年にAMPによるAXA Asia Pacificの買収により同一グループとなり、2013年にスキームの統合が行われている。

Tower Investmentsは2013年にFisher Fundsが買収し、Fisher Twoへとスキーム名称を変更している。

<2014年>

2014年のデフォルト・ファンドの提供スキームの選定では、2007年に選ばれていた5社（AMPとAXAは統合されているため）はすべて再任され、新たにBNZ、Grosvener、Kiwi Wealth、Westpacの4社が追加され、9つのスキームがデフォルト・ファンドの提供スキームの提供者となった。

既に2007年からデフォルト・ファンドの提供スキームであった、ANZ（オーストラリア・ニュージーランド銀行）、ASB（コモンウェルス・オーストラリア銀行）に、Westpac（ウェストパック銀行）とBNZ（ナショナル・オーストラリア銀行）が加わり、オーストラリアの4大銀行がすべて、デフォルト・ファンドの提供スキームに名を連ねることになった。

<2021年>

2021年のデフォルト・ファンドの提供スキームの選定では、制度スタート当初の2007年にデフォルト・ファンドの提供スキームに選定されていた各社はすべて対象外となり、2014年に加わった4社¹⁴にSimplicityとSuperLifeが加わり6社が選定されている。

尚、Kiwi Wealthは2022年にFisher Fundsに買収されている。

また、デフォルト・ファンドの運用機関がデフォルト・ファンドの提供スキームから外れた場合には、自動的に資金は新しいデフォルト・ファンドの提供スキームへと移管されるが、加入者の意思で従来のファンドへの残留や他のファンドへの乗り換えが可能である。

デフォルト・ファンドのプロバイダー変更により、デフォルト・ファンドの手数料率は大きく低下している。残高比例の手数料率が低下するとともに、月次での定額手数料を徴求するデフォルト・ファンドはなくなっている¹⁵。

¹⁴ Grosvenerは2016年にBoosterへと商号変更している

¹⁵ 7.Value-for-Money参照

7. Value-for-Money

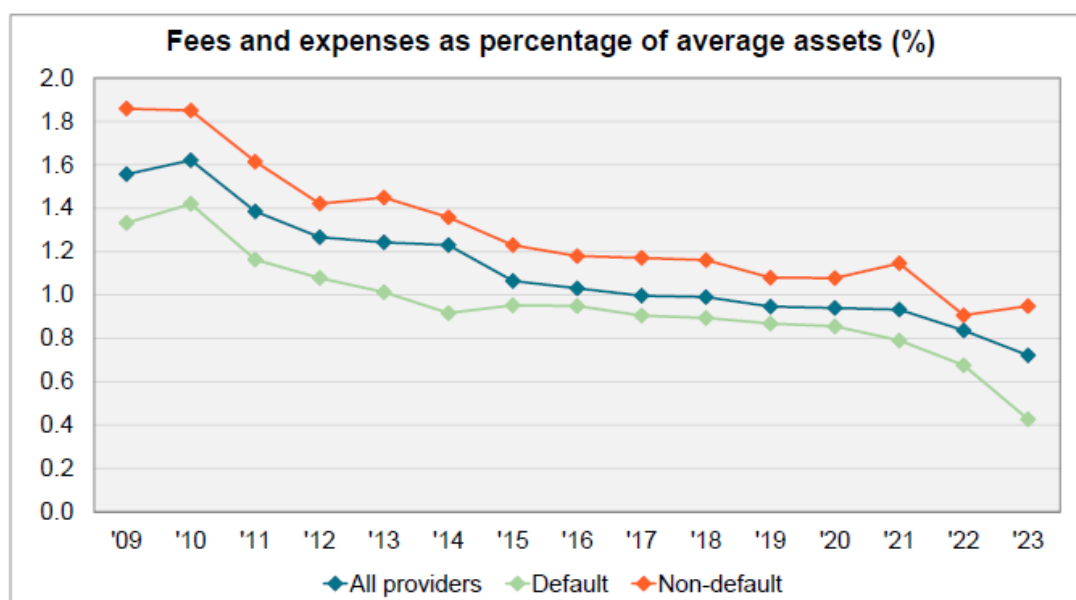
規制機関である Financial Markets Authority (FMA) の KiwiSaver Annual Report では 2018 年版から “Value-for-Money” という記述がみられるようになり、2019 年版からは手数料と Value-for-Money がフォーカス・エリアの 1 つとして掲げられている。

FMA では 2016 年から 2 年毎に KiwiSaver Statements survey という調査を行っており、サーベイ結果を元に様々な取り組みを実施してきている。

2017 年には KiwiSaver Tracker tool というオンライン・ツールを導入、運用機関から送付される年次報告書では手数料がどのくらい取られているのかが分かりにくいとの意見を受け、2018 年 4 月以降は運用機関が徴収した手数料の総額を金額で表すことを義務付ける等している。

2021 年には、MyFiduciary の調査¹⁶でファンドのアクティブ運用の度合いと手数料水準に整合性はみられないとの結果を受け、FMA は 2021 年に運用機関向けのガイダンスと原則¹⁷を出状し、運用規模が拡大した運用機関が固定の会員費 (membership fees) を徴求する正当性はほとんどなく、アドバイス手数料を徴求するには提供しただけではなく加入者が受け取ったことの証明が必要であること、その他のサービスに手数料を徴求する場合には価値の追加またはリスクの削減等に寄与していることを証明する必要があるとした。

【図表 2-15】 平均資産額対比での手数料率の変化



出所：MJW(2023)

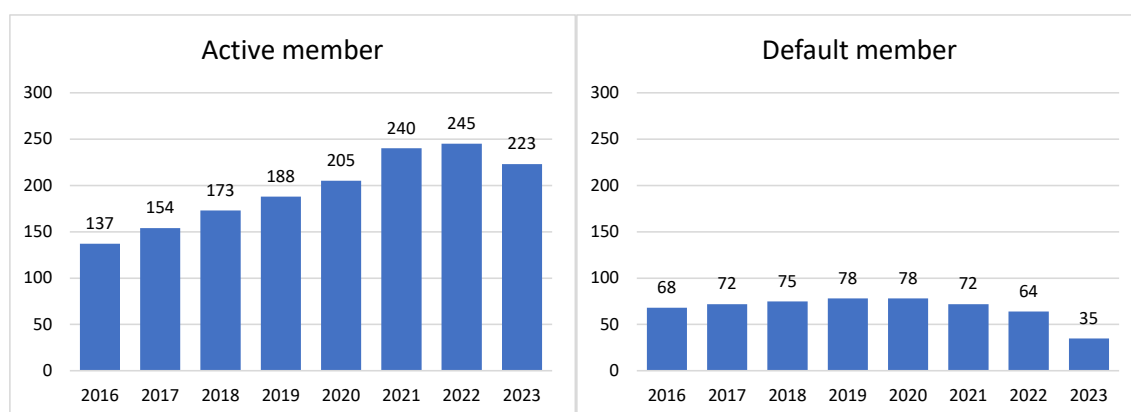
¹⁶ MyFiduciary(2020)、“MyFiduciary Analysis of Active versus Passive Management in KiwiSaver”

¹⁷ FMA(2021)、“Managed fund fees and value for money”

平均資産額対比での手数料率は Melville Jessup Weaver (MJW) のレポート¹⁸によると、キーウィセーバー全体では 2009 年の 1.56% から 0.72% へと低下し、デフォルト・ファンドでは 0.43% にまで低下している。

ただし、アクティブ加入者（デフォルト以外）の 1 人あたりの手数料の金額では、資産残高の増加の影響が大きく 2022 年まで増加が続いている。2023 年の低下はファンドの前年のパフォーマンスの影響で成功報酬の徴収が低下した影響とされている。デフォルト・ファンドの大幅低下は 2021 年の提供運用機関更改の影響を含んでいる。

[図表 2-16] 加入者 1 人あたりの年間手数料額



出所：FMA から年金シニアプラン総合研究機構作成

[図表 2-17] デフォルト・ファンドの手数料率の変化

**Default Balanced Funds
Post 1 December 2021**

Provider	Percentage fee
Bank of New Zealand	0.35
Booster	0.35
BT Fund Management (Westpac)	0.40
Kiwi Wealth	0.37
Simplicity	0.30
Smartshares	0.20

**Default Conservative Funds
Prior to 30 November 2021**

Provider	Percentage fee	Monthly member fee
ASB	0.40	\$2.50
ANZ	0.44	\$1.50
AMP	0.39	\$1.95
Fisher Funds	0.52	\$2.25
Mercer	0.47	-
Kiwi Wealth	0.52	\$1.83
BT Fund Management (Westpac)	0.47	-
Bank of New Zealand	0.50	-
Booster	0.38	-

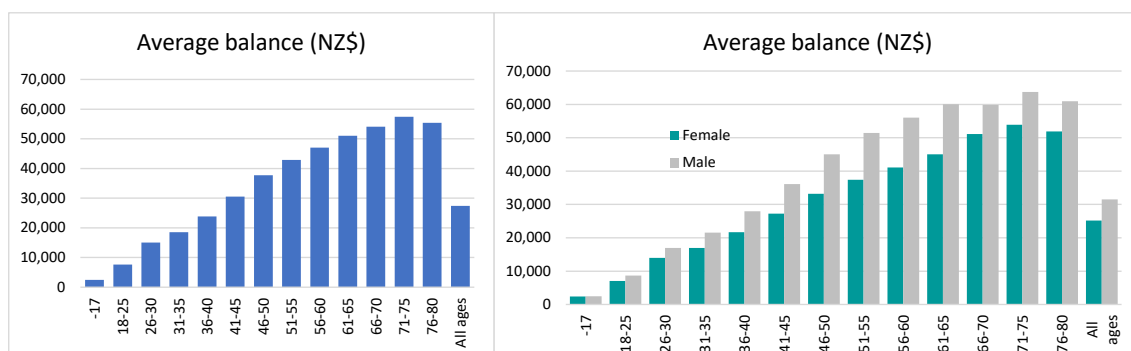
出所：FMA

¹⁸ MJW(2023)、"KiwiSaver Market Review - October 2023"

8. 平均投資残高

Melville Jessup Weaver のレポート¹⁹によると、キーウィセーバーの平均残高は27,379NZ\$（男性31,496NZ\$、女性25,144NZ\$）となっており、年齢階層別の平均残高のピークは71-75歳²⁰となっている。

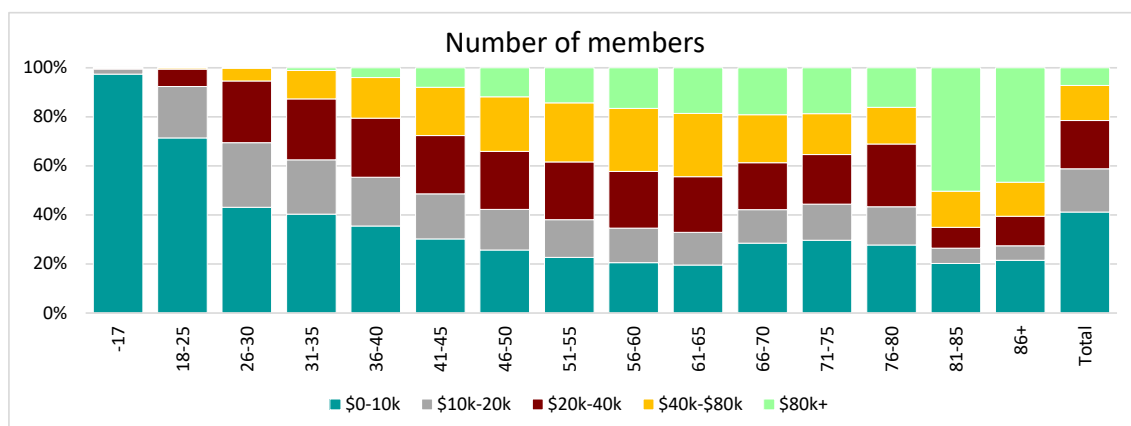
[図表 2-18] 年齢階層別平均残高



出所：Melville Jessup Weaver から年金シニアプラン総合研究機構作成

残高別の加入者数構成比をみると、41～60歳でも残高が1万NZ\$（1NZ\$=90円換算で90万円）以下の加入者数が2割以上で、4万NZ\$（同360万円）以下で約6割と、制度開始からまだ日が浅く制度の成熟化が進んでいないとはいえ、退職後の生活水準の維持に貢献する水準とはまだ言いづらい状況がみられている。

[図表 2-19] 残高別年齢階層別加入者数構成比



出所：Melville Jessup Weaver

¹⁹ Melville Jessup Weaver(2023b)、“KiwiSaver Demographic Study”

²⁰ 実際には加入者数が数百人台に急減する81歳以上の平均残高は16万NZ\$以上ではある

New Zealand Society of Actuaries の Retirement Income Interest Group (RIIG) のレポート²¹によると、キーウィセーバーの口座残高には男女別で格差が生じており、雇用・給与格差と出産や子育て等により収入が失われ拠出が停止される期間が長いことが影響しているとみられている。

また、45-64 歳の加入者が選択しているファンドに組み込まれている“Growth Assets”の比率でみたリスク選好度においては、女性の加入者の方がリスクの低いファンドを選択している状況がみられているが、これは男女間でリスク選好度が異なるものではなく、45-64 歳では口座残高が少ない加入者ほど保守的なファンドを選好する傾向にあるため、口座残高でみると男女間でリスク選好度には差異はみられないという分析が示されている。

[図表 2-20] 男女別年齢階層別キーウィセーバー口座残高 (NZ\$)

Percentile	Males	Age group			
	Total	45-49	50-54	55-59	60-64
25%	13,120	11,316	12,702	14,160	15,025
Median - 50%	34,294	30,182	33,368	36,248	38,008
75%	67,275	60,032	66,275	70,783	72,782
Max (millions)	3.2m	1.7m	1.9m	3.2m	2.1m
Average	51,494	44,842	50,555	54,084	57,265

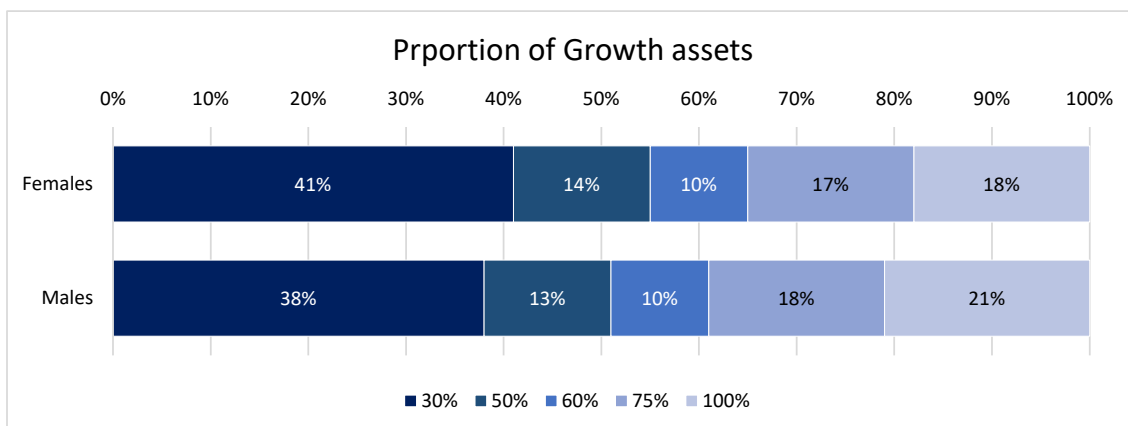
Percentile	Females	Age group			
	Total	45-49	50-54	55-59	60-64
25%	10,633	8,612	10,189	1,879	13,372
Median - 50%	26,897	22,302	25,644	29,218	31,412
75%	51,265	44,490	49,493	54,285	57,506
Max (millions)	2.0m	0.7m	2.0m	1.0m	2.0m
Average	37,853	32,656	36,484	39,756	43,102

Percentile	Mle less Females	Age group			
	Total	45-49	50-54	55-59	60-64
25%	2,427	2,704	2,513	2,281	1,654
Median - 50%	7,397	7,880	7,724	7,030	6,596
75%	16,010	15,542	16,752	16,499	15,277
Average	13,640	12,185	14,071	14,329	14,163

出所：RIIG から年金シニアプラン総合研究機構作成

²¹ RIIG (2022).、"Insights into pre-retirement KiwiSaver accounts"

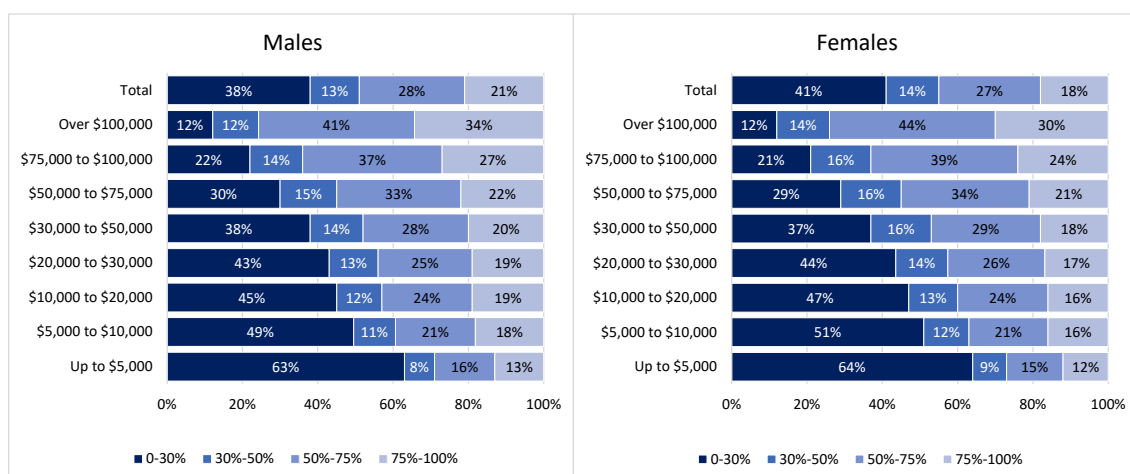
[図表 2-21] 45-64 歳加入者の男女別リスク選好状況



出所：RIIG から年金シニアプラン総合研究機構作成

[図表 2-22] 45-64 歳加入者の口座残高別・男女別リスク選好状況

	Males				Females			
	0-30%	30%-50%	50%-75%	75%-100%	0-30%	30%-50%	50%-75%	75%-100%
Up to \$5,000	63%	8%	16%	13%	64%	9%	15%	12%
\$5,000 to \$10,000	49%	11%	21%	18%	51%	12%	21%	16%
\$10,000 to \$20,000	45%	12%	24%	19%	47%	13%	24%	16%
\$20,000 to \$30,000	43%	13%	25%	19%	44%	14%	26%	17%
\$30,000 to \$50,000	38%	14%	28%	20%	37%	16%	29%	18%
\$50,000 to \$75,000	30%	15%	33%	22%	29%	16%	34%	21%
\$75,000 to \$100,000	22%	14%	37%	27%	21%	16%	39%	24%
Over \$100,000	12%	12%	41%	34%	12%	14%	44%	30%
Total	38%	13%	28%	21%	41%	14%	27%	18%



出所：RIIG から年金シニアプラン総合研究機構作成

9. キーウィセーバーの資産運用

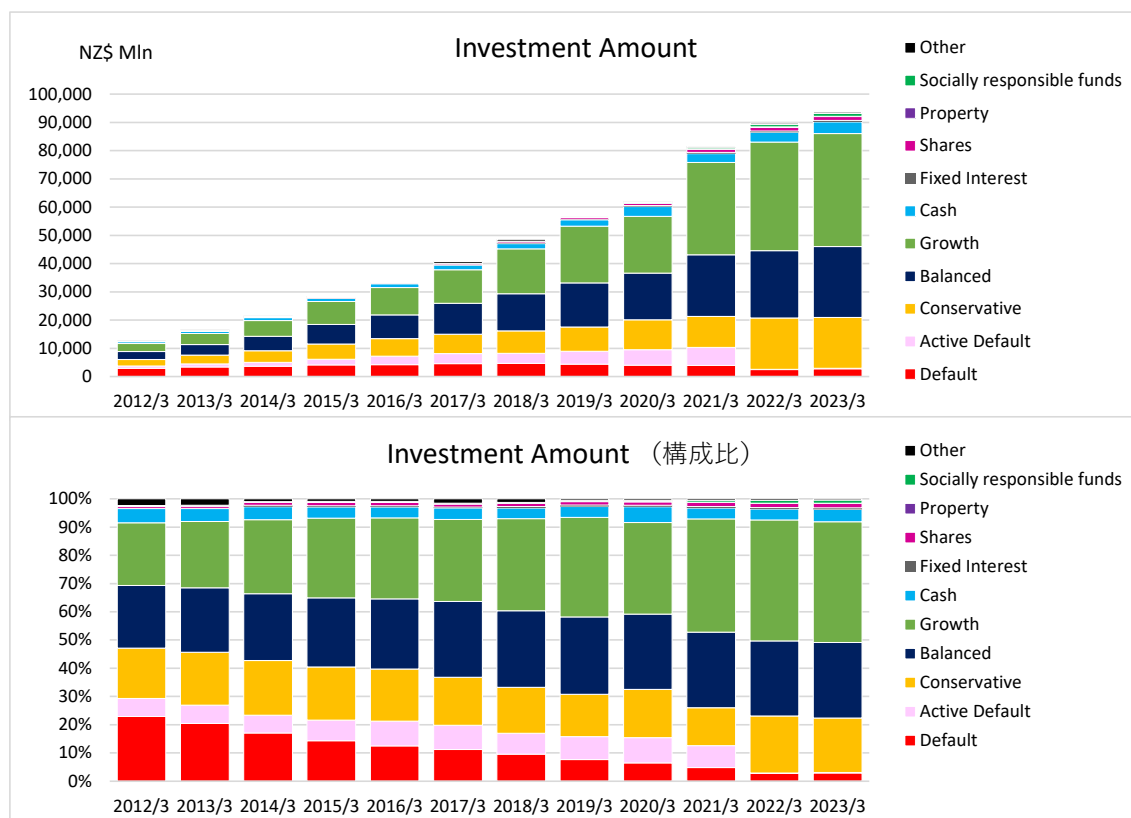
キーウィセーバーにおける資産運用の特徴としては、バランス型ファンドへの投資比率が極めて高いことが挙げられる。

これはオーストラリアのスーパーアニュエーションと同様であるが、キーウィセーバーにおいてはバランス型ファンドのみを提供している運用機関も多くみられている。

FMA の KiwiSaver Annual report のデータでみると、2023 年 3 月現在ではデフォルト・ファンドを含むバランス型ファンド以外への投資の構成比は 8.1%で、キャッシュ（4.4%）を除くとわずか 3.7%にとどまっている。

また、ニュージーランド株式市場の時価総額は小さいこともあり、NZ 株式という資産クラスは一般的ではなく、豪株式と NZ 株式を合わせた Australasian 株式という資産クラスとなっている。

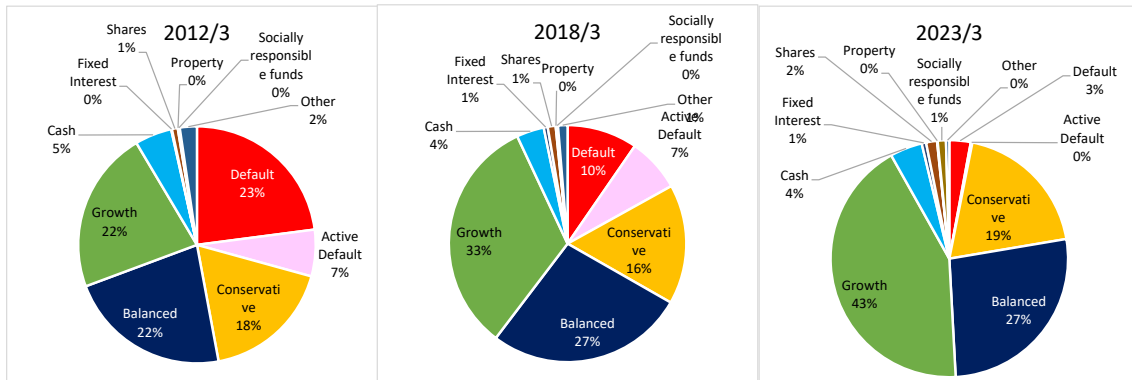
[図表 2-23] キーウィセーバーの運用資産構成比推移①



出所：KiwiSaver Annual report から年金シニアプラン総合研究機構作成

バランス型ファンドの中では、リスク水準が最も高い“Growth”の構成比が42.7%と最も高く、また構成比は高まってきている状況がみられている。

[図表 2-24] キーウィセーバーの運用資産構成比推移②



出所：KiwiSaver Annual report から年金シニアプラン総合研究機構作成

9.1 Fisher Funds KiwiSaver Scheme

Fisher Funds KiwiSaver Scheme では、運用するファンドはバランス型ファンドである“Growth Fund”と“Conservative Fund”の2つだけというシンプルな構造で、加入者は、①Growth Fund、②Conservative Fund、③Growth Fundを40%～50%、Conservative Fundを50%～60%の範囲内でFisher Fundが変動させる“Balanced Strategy”、④年齢に応じて2つのファンドの構成比を変更していくライフサイクル型の“GlidePath”の4つの投資オプションから選択する形となっている。

GlidePathでは、45歳まではGrowth Fundが100%で、46～85歳では毎年構成比が変更されて行き、86歳以降はConservative Fundを100%とするとしている。

[図表 2-25] Fisher Fund の投資オプション

Fisher Fund	Growth	Conservative	
Australasian Equities	25.0%	5.5%	Balanced Strategy
International Equities	47.0%	12.0%	
Unlisted Property	4.5%	5.0%	
Listed Property & Infrastructure	4.5%	5.0%	
International Fixed Interest	7.0%	32.0%	GlidePath
NZ Fixed Interest	11.0%	26.0%	
Cash and cash equivalents	1.0%	14.5%	
Total	100.0%	100.0%	

出所：Fisher Fund から年金シニアプラン総合研究機構作成

9.2 ASB KiwiSaver Scheme

ASB KiwiSaver Scheme ではリスク水準の異なる 5 つのバランス型ファンドと、社会と環境に SDGs に沿ったポジティブ・インパクトを目指す “Positive Impact Fund” および “NZ Cash Fund” を提供している。

[図表 2-26] ASB KiwiSaver Scheme の投資オプション

ASB	Aggressive	Growth	Balanced	Moderate	Conservative	Positive Impact	Cash
Australasian Equities	39.5%	33.0%	25.0%	16.0%	7.5%		
International Equities	44.5%	37.5%	29.0%	22.0%	12.5%	60.0%	
Listed Property	4.0%	3.5%	2.5%				
Other (listed infrastructure)	7.0%	6.0%	3.5%	2.0%			
International Fixed Interest	2.0%	7.5%	18.0%	26.0%	36.5%	40.0%	
NZ Fixed Interest	3.0%	11.5%	19.0%	26.0%	28.5%		
Cash and cash equivalents		1.0%	3.0%	8.0%	15.0%		100.0%
Total	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

出所：ASB から年金シニアプラン総合研究機構作成

9.3 Booster KiwiSaver Scheme

Booster KiwiSaver Scheme ではリスク水準の異なる 7 つのバランス型ファンドと “Enhanced Cash Fund” を提供している。

Booster の特徴は、KiwiSaver のファンドとしては珍しく非上場不動産の組み入れを行っていることが挙げられる。また、“Shielded Growth” ではプット・オプションを活用して下方リスクを緩和、“Geared Growth” ではレバレッジを活用してリスクを高める等の特徴あるファンドの提供も行われている。

[図表 2-27] Booster KiwiSaver Scheme の投資オプション

Booster	Geared Growth	High Growth	Shielded Growth	Growth	Balanced	Moderate	Capital Guaranteed	Enhanced Cash
Australasian equities	32%	32%	32%	27%	20%	13%	4%	
International equities	57%	57%	57%	44%	33%	21%	6%	
Listed property	4%	4%	4%	4%	3%	3%		
Unlisted property	6%	6%	6%	5%	4%	3%		
NZ fixed interest				10%	19%	17%	5%	
International fixed interest				8%	19%	23%	5%	
Cash and cash equivalents	1%	1%	1%	2%	2%	20%	80%	100%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

出所：Booster から年金シニアプラン総合研究機構作成

9.4 ANZ KiwiSaver Scheme/OneAnswer KiwiSaver Scheme

ANZ KiwiSaver Scheme ではリスク水準の異なる 6 つのバランス型ファンドと “Cash Fund” バランス型ファンドとバランス型ファンドを年齢に応じて乗り換えていくスタイルのライフサイクル型投資とが提供されている。

ただし、同じく ANZ グループの OneAnswer KiwiSaver Scheme では ANZ KiwiSaver Scheme と同じファンドに加え、資産クラス別のファンドも設定されている。

[図表 2-28] OneAnswer KiwiSaver Scheme の投資オプション

Multi-asset-class funds	High Growth	Growth	Balanced Growth	Balanced	Conservative Balanced	Conservative	Cash
Australasian and international equities	81.0%	68.0%	55.0%	42.0%	29.0%	17.0%	
Listed property	10.5%	9.0%	7.5%	6.0%	4.5%	2.25%	
Other (listed infrastructure)	3.5%	3.0%	2.5%	2.0%	1.5%	0.75%	
Other (alternatives)							
NZ and international fixed interest		16.0%	29.0%	40.0%	50.0%	60.0%	
Cash and cash equivalents	5.0%	4.0%	6.0%	10.0%	15.0%	20.0%	100.0%
Total	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Lifetimes option age range	-	0-35	36-45	46-55	56-60	61-64	65+

Single-asset-class funds
<ul style="list-style-type: none"> • Australasian Share Fund • International Shares Fund • Sustainable International Share Fund • Australasian Property Fund • International Property Fund • International Fixed Interest Fund • New Zealand Fixed Interest Fund • Cash Fund

出所：OneAnswer から年金シニアプラン総合研究機構作成

9.5 Self-Select KiwiSaver

キーウィセーバーでは、大半のスキームではバランス型のファンドの提供を中心としているが、Craigs KiwiSaver Scheme、KiwiWRAP KiwiSaver Scheme などでは、個別株式や ETF、上場投資会社等に幅広く投資が可能な Self-Select と呼ばれる投資オプションが提供されている。

第3章 スーパーアニュエーション

1. 概要

オーストラリアのスーパーアニュエーション (Superannuation) は、1980年代に制度が確立され、1992年から強制加入 (雇用主強制拠出) が開始された職域年金制度である。

2023年6月末のスーパーアニュエーションの総資産額は3兆5,700億A\$で、OECDのレポートによると、オーストラリアの退職貯蓄額は2.0兆米ドルで世界第4位、対GDP比では131.4%で第7位、勤労世代の人口に対する加入率は78.5%とされている。

スーパーアニュエーションでは18歳以上の被用者が強制加入の対象となっている。尚、従来は税引前の月額給与・賃金がA\$450に満たない場合には強制加入の対象外とされていたが、2022年7月以降は給与水準や雇用形態を問わず18歳以上の被用者は強制加入の対象へと変更されている。

雇用主に課せられる強制拠出率は、当初の給与・賃金の3%から徐々に引き上げが実施されてきており、現在も2025/26財政年度の12%に向けて引き上げが実施中である。

スーパーアニュエーションでは、加入者は運用対象ファンドのみならず加入するスキーム (基金) も選択可能であり、加入者にとっては自由度の高い制度設計となっており、制度設計から運用・管理までを自由に設定可能なSMSF (Self Managed Superannuation Fund)¹という制度も設けられている。

スーパーアニュエーションは、①産業別に組織された産業ファンド (Industrial)、②個別の企業グループが提供する企業ファンド (Corporate)、③公的セクター職員を対象とした公的セクター・ファンド (Public)、④金融機関が提供し誰でも加入可能なリテール・ファンド (Retail)、⑤加入者6名以下のSMSFを中心としたスモール・ファンド (Small) に分類される。ただし、最近は多くのスーパーアニュエーションが加入者の範囲を職域内に限定せず、一般加入者も受け入れるタイプへと転換している。また、スキームの統合²が進められており、SMSFを除きスキーム数は大幅に減少してきている。

雇用主は独自にスーパーアニュエーションを設定する必要はなく、加入者が加入するスキームを任意に選択しなかった場合のデフォルト・スキームを定めておく形となっている。加入者の選択するスキームは多数に分かれる可能性があるが、雇用主はSuperStreamというシステムを通じて複数のファンドへの送金を1回の取引で決済可能である。また、小規模事業者向けにはSmall Business Superannuation Clearing Houseへのオンラインでのアクセスが可能とされている。

¹ 2021年7月に加入者の上限は4名から6名に引き上げられている

² 規制当局であるAPRAはスキームの統合は加入者の利益につながるというスタンスをとっている

スーパーアニュエーションは、制度としては確定拠出型 (DC) 年金である必要は無いが、現在では大多数のスーパーアニュエーションが DC 年金となっている。

確定給付型 (DB) 年金として残っているスーパーアニュエーションの大部分は、既に新規加入者の受け入れを停止している公的セクター職員を対象とした公的セクター・ファンドによって占められている。

加入者が投資先のファンドを選択しなかった場合に割り当てられる「デフォルト・ファンド」は、2014 年以降規制当局である APRA から適格承認を取得した「分散型バランス・ファンド」または「ライフサイクル・ファンド」である“MySuper”のみへと変更されている。

また、Your Future, Your Super (YFYS) と呼ばれるスーパーアニュエーション制度の改革パッケージが実施され、組入ファンドに対する「パフォーマンス・テスト」の導入等が行われている。また、スーパーアニュエーションのトラスティーの持つ責務 (duty) が、受益者の最善の利益 (Best Interests) から、受益者の最善の経済的利益 (Best Financial Interests) へと変更されてもいる。

[図表 3-1] スーパーアニュエーションのセクター別概要³

<i>By fund type</i>	No. of entities	Total assets (\$b)	No. of member accounts ('000s)	Members' benefits (\$ billion)	Average member account balance (\$ '000)
Corporate funds	8	57	221	54	243
Industry funds	22	1,197	13,413	1,136	85
Public sector funds	29	684	3,078	691	224
Retail funds	69	690	6,325	685	108
Small funds	611,527	878	1,133	847	747
Balance of life office statutory funds		64	-	-	-
Total industry	611,655	3,570	24,170	3,413	141

出所：APRA から年金シニアプラン総合研究機構作成

オーストラリアにおける職域年金としてのスーパーアニュエーションの歴史は古いが、1980 年代前半までは、職域年金制度の対象者は公的セクター職員と大企業のホワイトカラー職員にほぼ限られたものであった。

1984 年に建設産業組合が初の産業ファンドとされる CBUS を設立、1986 年に労働党政権と労働組合の統括組織であり労働党と緊密であった ACTU との間で締結された協定の中に、スーパーアニュエーションへの雇用者拠出が織り込まれ、他のいくつかの産業別労働協定においても雇用者拠出によるスーパーアニュエーションの設立がみられていった。

³ Balance of life office statutory funds は、生命保険会社保有資産

豪規制当局である APRA⁴によれば、民間セクター被用者のスーパーアニュエーションのカバー率は 1987 年の 32%から 1991 年には 68%へと拡大したとされている。

スーパーアニュエーションは、1992 年に Superannuation Guarantee⁵ (SG) と呼ばれる強制加入（雇用主強制拠出）の制度となり、雇用主には 3%の拠出⁶が義務付けられ、Superannuation Guarantee rate と呼ばれる拠出率は、2001-02 財政年度の 9%に向け徐々に引き上げられていった。

1998 年には規制当局としてオーストラリア健全性規制庁（APRA）が設立された。

1999 年には、制度設計から運用・管理までを自由に設定可能な SMSF（Self Managed Superannuation Fund）が認められている。

2005 年からは、加入者によるスーパーアニュエーション・ファンドの選択（Choice of Fund）が可能になった。

2009 年から 2010 年にかけて実施された「クーパーレビュー」を契機にデフォルト商品改革として“MySuper”制度が導入され、スーパーアニュエーションにおいてデフォルト・ファンドに選定できるのは、規制当局である APRA から適格承認を取得した分散型バランス・ファンドまたはライフサイクル・ファンドである“MySuper”のみと変更されている。

“MySuper”は 2013 年 7 月から商品提供が開始され、2014 年からデフォルト・ファンドは“MySuper”のみとなっている。

2012 年に労働党政権が強制拠出率を 9%から 12%への引き上げを決定し、2013-14 年度 9.25%、2014-15 年度 9.5%へと引き上げられたが、政権交代もあり拠出率の引き上げは一時凍結、2020-21 年度から拠出率の引き上げは再開され、2025-26 年度に 12%となる予定となっている。

Your Future, Your Super (YFYS) というスーパーアニュエーション制度の改革パッケージの中で、MySuper に対しては 2021 年から、トラスティー主導商品（Trustee Directed Products : TDPs）に対しては 2023 年から「パフォーマンス・テスト」が開始されている。

強制加入の対象者は月額給与・賃金 A\$450 以上の被用者となっていたが、2022 年 7 月以降は給与水準や雇用形態を問わず 18 歳以上の被用者は強制加入の対象へと変更された。

⁴ Superannuation in Australia: a timeline (<https://www.apra.gov.au/superannuation-australia-a-timeline>)

⁵ ギャランティという名称が付されているが、年金支給を保証するものではなく、雇用主からの拠出を保証させるとの意味である

⁶ 年間給与が 100 万 A\$を超える場合には 4%、1996-97 財政年度から年間給与額による拠出率の差異はなくなっている

1.1 強制加入対象

スーパーアニュエーション・ギャランティへの強制加入の対象者は、前述のように 2022 年 7 月からは税引前の月額給与・賃金が A\$450 に満たない被用者も対象に加えられ、以下のようなものとなっている。

- ・ 18 歳以上の被用者（雇用形態を問わず）
- ・ 18 歳未満の被用者のうち週労働時間 30 時間以上
- ・ 週労働時間 30 時間以上の家庭内労働者
- ・ 主として労働を対価とする契約労働者
- ・ 一時的な海外赴任者

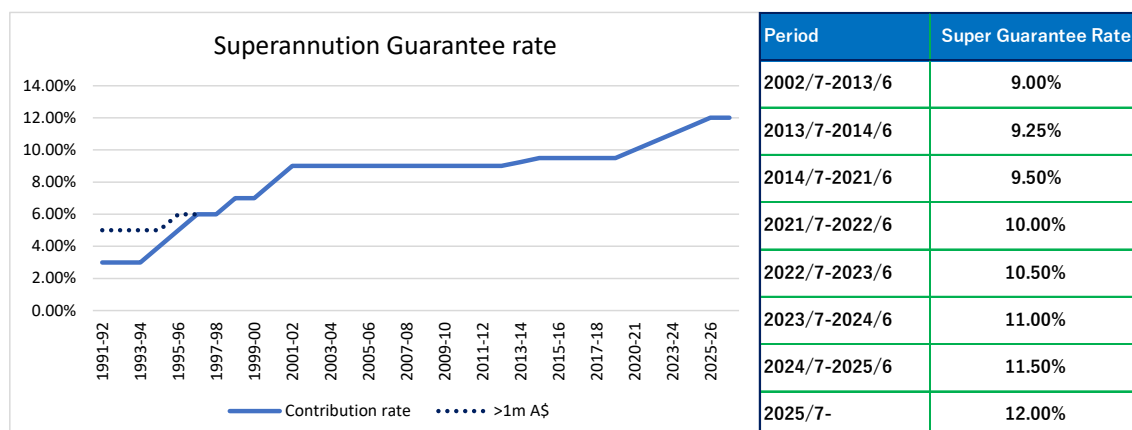
1.2 雇用主強制拠出率

雇用主による強制拠出率は現在 2025/26 財政年度の 12%に向けて引き上げ中である。

被用者の税引前の給与・賃金に対して拠出率が適用されるが、雇用主拠出率の対象となる給与・賃金には Maximum Super Contribution Base (MSCB) と呼ばれる上限額が定められている。

MSCB は四半期ベースの給与・賃金の金額で定められ、2022/23 財政年度は A\$60,220、2023/24 財政年度は A\$62,270 となっており、平均週給 (Average Weekly Ordinary Time Earnings : AWOTE) の変化に応じて毎年見直しが行われている。

[図表 3-2] 雇用主強制拠出率の推移⁷



出所：ATO 他から年金シニアプラン総合研究機構作成

⁷ 当初は給与が 100 万 A\$を超える場合には高い拠出率が設定されていた

1.3 引き出し条件

スーパーアニュエーションからの引き出しは 65 歳からは無条件で、**Preservation age** と呼ばれる受給可能年齢からは、退職または退職準備を条件として早期引き出しが可能とされている。受給可能年齢未満の場合は、生活困窮や疾病等の事由で引き出しが認められるが、それぞれの事由により引き出し可能額が定められている。

尚、加入者がスーパーアニュエーションに任意拠出した金額は、居住用住宅の一次取得を行う場合には **First home super saver scheme (FHSS scheme)** として引き出しが可能である。

Preservation age は従来は 55 歳⁸であったが生年別に 60 歳へと引き上げが実施されており 1964 年 7 月生まれ以降は 60 歳となる。

引き出し方法としては、一時金 (**lump sum**) とインカム・ストリーム (**income stream**) とがある。

インカム・ストリームには、終身年金や有期年金を保険会社等から購入する **non-account-based** と、専用口座から資産運用を継続しつつ資金の引き出しを行う **account-based** の 2 つのタイプが存在している。

account-based のインカム・ストリームの場合には年間の最低引き出し率が定められている。最低引き出し率は高年齢になるほど高く設定されている。また、最低引き出し率は引き上げられてきたが、**COVID-19** による市場混乱への対応として、2019 年 7 月～2023 年 6 月の間は、暫定措置として通常の半分の比率へと引き下げられている⁹。

[図表 3-3] 最低引き出し率の推移

Age	2008–09 to 2010–11 income years	2011–12 to 2012–13 income years	2013–14 to 2018–19 income years	2019–20 to 2022–23 income years	2023–2024 onwards
Under 65	2.00%	3.00%	4.00%	2.00%	4.00%
65–74	2.50%	3.75%	5.00%	2.50%	5.00%
75–79	3.00%	4.50%	6.00%	3.00%	6.00%
80–84	3.50%	5.25%	7.00%	3.50%	7.00%
85–89	4.50%	6.75%	9.00%	4.50%	9.00%
90–94	5.50%	8.25%	11.00%	5.50%	11.00%
95 or more	7.00%	10.50%	14.00%	7.00%	14.00%

出所：ATO

account-based インカム・ストリームでは、年 1 回以上最低引き出し率で算出された最低引き出し額以上を引き出すことが求められるが、自由度の高い設計となっており、支払い頻度は月次、四半期毎、半年毎、年 1 回等を選択でき、引き出し金額も年間の最低引き出し額

⁸ 1960 年 6 月生まれまでは 55 歳、その後は 1 年ずつ引き上げ

⁹ 資産運用を継続しながら引き出しを行っている場合に、運用資産を著しく低下した資産価格で売却して資金の引き出しに充当せざるを得なくなることを回避させるための暫定措置である

以上であれば特段の制約はない。

また、契約した金額以外での一時金としての引き出しも可能で、契約を変更して全額を一時金として受領することも可能となっている。

尚、COVID-19 のパンデミック対応として、失業や労働時間の減少等を要件に、2019/20 年度に A\$10,000、2020 年 7 月から 12 月に A\$10,000 を上限として、合計最大 2 万 A\$ のスーパーアニュエーションからの引き出しが認められた。

期間中に 478 万件の早期引き出し申請があり、豪税務当局は 305 万人からの 455 万件を承認し、378 億 A\$ が引き出されている。

尚、COVID-19 パンデミック対応での引出し分は、2030 年 6 月まで引き出し額を上限として優遇税率が適用される形でスーパーアニュエーションへ再拠出できることとなっている。

[図表 3-4] 残高上位 20 スキームの概要

	Total assets (\$'000)	Total members' benefits (\$'000)	% DB	% MySuper	Member accounts	Fund type
AustralianSuper	311,497,761	299,087,835	0%	65%	3,255,344	Industry
Australian Retirement Trust	264,427,524	247,229,946	10%	46%	2,334,304	Industry
Aware Super	163,848,359	159,824,336	1%	53%	1,194,591	Public Sector
Unisuper	127,415,732	115,807,095	20%	28%	648,818	Industry
Public Sector Superannuation Scheme	109,703,447	106,870,703	100%	0%	214,774	Public Sector
HOSTPLUS Superannuation Fund	97,038,772	93,208,507	0%	67%	1,758,858	Industry
Colonial First State FirstChoice Superannuation Trust	88,704,036	88,575,008	0%	12%	651,139	Retail
Construction and Building Unions Superannuation Fund	86,258,918	83,249,920	1%	76%	917,027	Industry
Military Superannuation & Benefits Fund No 1	84,646,877	84,574,000	100%	0%	182,514	Public Sector
MLC Super Fund	82,150,934	81,123,085	4%	42%	847,462	Retail
HESTA	78,626,614	75,412,621	0%	74%	1,026,691	Industry
Retail Employees Superannuation Trust	77,362,656	74,836,905	0%	81%	2,023,006	Industry
ASGARD Independence Plan Division Two	67,232,740	67,049,163	0%	0%	279,925	Retail
Mercer Super Trust	66,117,536	65,073,597	6%	53%	842,813	Retail
CSS Fund	63,044,591	63,035,481	100%	0%	99,396	Public Sector
AMP Super Fund	56,173,969	55,508,614	2%	40%	686,575	Retail
Wealth Personal Superannuation and Pension Fund	55,557,752	55,306,486	0%	0%	255,607	Retail
LGIAsuper	40,558,878	30,024,957	5%	34%	250,194	Public Sector
Macquarie Superannuation Plan	37,822,407	37,696,121	0%	0%	126,121	Retail
Retirement Portfolio Service	35,386,186	35,153,443	0%	36%	696,046	Retail

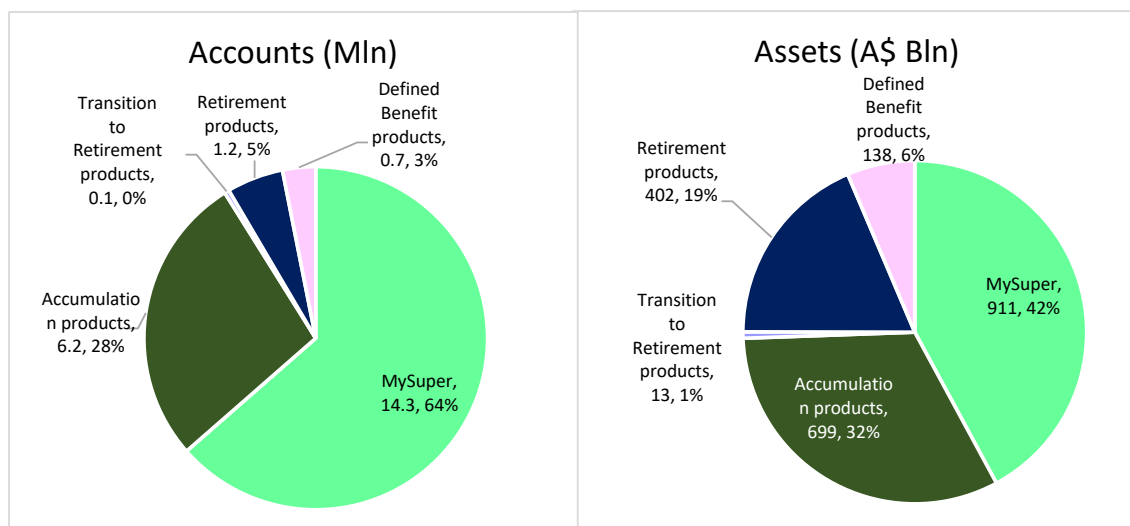
出所：APRA から年金シニアプラン総合研究機構作成

2. デフォルト商品改革と MySuper

2009 年から 2010 年にかけて実施された「クーパーレビュー」を契機にデフォルト商品改革として“MySuper”制度が導入され、スーパーアニュエーションにおいてデフォルト・ファンドに選定できるのは、規制当局である APRA から適格承認を取得した分散型バランス・ファンドまたはライフサイクル・ファンドである“MySuper”のみと変更されている。

MySuper は 2013 年 7 月から商品提供が開始され、2014 年からデフォルト・ファンドは MySuper のみとなっている。

[図表 3-5] APRA 規制下のスーパーアニュエーションの口座数と資産残高構成比



出所：APRA から年金シニアプラン総合研究機構作成

2023 年 6 月現在、MySuper の口座数は 1,430 万口座で APRA 規制下のスーパーアニュエーションの 64%、資産残高は 9,110 億 A\$ で同 42% と極めて高い構成比を占めている。

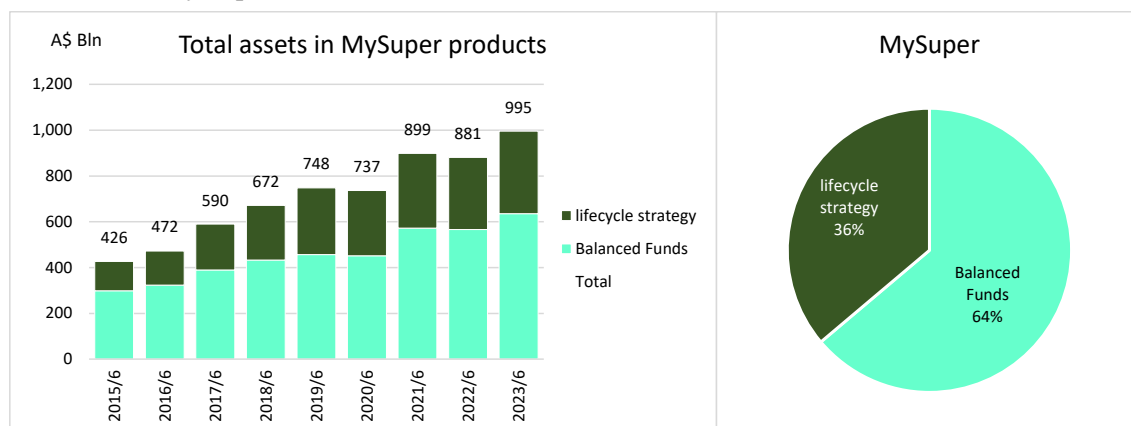
MySuper のファンド・タイプ別の資産残高は、分散型バランス・ファンドが 64%、ライフサイクル型が 36% となっている。

APRA のデータ¹⁰によると、2023 年 12 月現在の MySuper のファンド数は 36、産業ファンドが 20、企業ファンドが 3、公的セクター・ファンドが 5、リテール・ファンドが 8 となっている。

36 の MySuper ファンドのうち、3 つの企業ファンドと公的セクター・ファンドのうちの 3 つの合計 6 ファンドを除く 30 ファンドは、職域外の加入者を受け入れる Public offer ファンドとなっている。

¹⁰ Quarterly MySuper statistics from September 2020 to December 2023

[図表 3-6] MySuper のファンド・タイプ別残高推移



出所：APRA から年金シニアプラン総合研究機構作成

オーストラリアでは、ファンドのリスク水準を“Very low”から“Very high”までの7段階で表示することが求められているが、MySuper ファンドのリスク水準は、Medium が 1、Medium to high が 15、High が 19、Very high が 1 となっており、リスクの水準は相応に高く設定されている。

Medium の設定なのは、Meat Industry Employees Superannuation Fund、Very high の設定なのは Goldman Sachs & JBWere Superannuation Fund で、いずれも職域外の加入者を受け入れない Non public offer スキームとなっている。

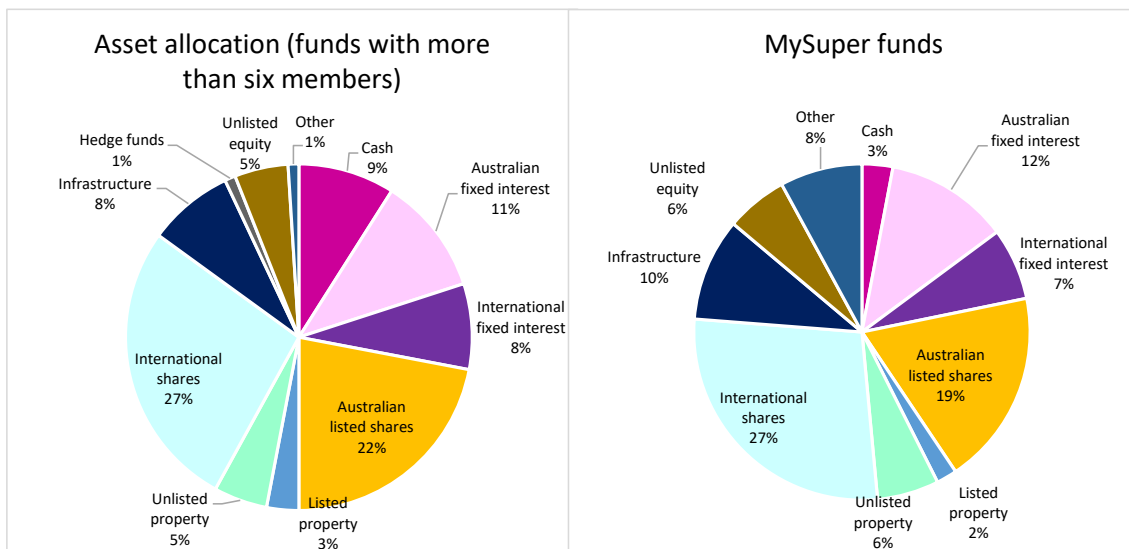
[図表 3-7] 投資リスクの水準

Risk band	Risk label	Estimated number of negative returns over any 20 year period
1	Very low	Less than 0.5
2	Low	0.5 to less than 1
3	Low to medium	1 to less than 2
4	Medium	2 to less than 3
5	Medium to high	3 to less than 4
6	High	4 to less than 6
7	Very high	6 or greater

出所：APRA 他から年金シニアプラン総合研究機構作成

スーパーアニュエーションでは、バランス型ファンドの中で非上場不動産や非上場インフラストラクチャー等への投資が行われていることが多いが、MySuper ファンドにおいても同様の状況がみられている。

[図表 3-8] アセットアロケーション



出所：ASFA から年金シニアプラン総合研究機構作成

3. パフォーマンス・テスト

Your Future, Your Super (YFYS) というスーパーアニュエーション制度の改革パッケージの中で、年次でのパフォーマンス・テストが開始されている。

パフォーマンス・テストは、MySuper に対しては 2021 年から、トラスティー主導商品 (Trustee Directed Products : TDPs) に対しては 2023 年から開始されている。

パフォーマンスは投資リターンと手数料水準の両面から、[図表 3-9]に示された算式で行われ、 $\Delta 0.5\%$ 以上のアンダーパフォーマンスとなった場合を“fail”とするとしている。

[図表 3-9] パフォーマンス・テストの算式

Performance measure =
(Actual return-Benchmark return) + (Benchmark RAFE-Actual RAFE)

リターン項目

手数料項目

出所：APRA から年金シニアプラン総合研究機構作成

リターン項目は、当該ファンドの過去 10 年間¹¹のネット（手数料控除後）リターンとベ

¹¹ 2023 年の改正で過去 10 年に変更。MySuper の導入が 2013 年のため、導入年からテスト対象年まで

ベンチマーク・リターンとの比較で評価される。ベンチマーク・リターンは、各々のファンドの目標構成比率と APRA が定めた各資産クラスのベンチマーク・インデックスのリターンを元にファンド毎に計算されている。

RAFE (Representative Administration Fees and Expenses) と呼ばれる手数料項目は、直近財務年度における口座残高が 50,000A\$ の加入者の実コストと同一グループに属するファンドのコスト中央値との比較となっている。

パフォーマンス・テストで “fail” と判定された場合には、その事実を当該ファンドの保有者に書面で通知することとされ、2 年連続で “fail” と判定された場合には、当該ファンドへの新規加入が禁止となる。

3.1 パフォーマンス・テストの結果

2021 年のパフォーマンス・テストでは 80 の MySuper ファンドがテスト対象となり、13 ファンドが “fail” 判定を受けている。

2022 年のパフォーマンス・テストにおけるテスト対象 MySuper ファンドは 69 ファンドで、5 つのファンドが “fail” 判定を受けたが、このうち 4 ファンドは前年に続く “fail” 判定となった。

2023 年のパフォーマンス・テストではトラスティー主導商品 (Trustee Directed Products : TDPs) もテスト対象に加わったが、このうち MySuper ファンドは 64 ファンドがテスト対象となり、“fail” 判定を受けたのは 3 年連続となる 1 ファンドのみとなっている。

APRA¹²によれば、初回である 2021 年のパフォーマンス・テストの対象となった 80 の MySuper ファンドのうち、パフォーマンス計測期間が基準を満たしていた 74 ファンドのうち、2023 年のパフォーマンス・テストまでに 17 の MySuper ファンドが市場から撤退 (2021 年 6 月現在資産額 755 億 A\$[8.4%]、加入者数 140 万名[9.8%]) したが、うち 9 つの MySuper ファンドは “fail” 判定を受けファンドであり、これらのファンドに投資していた加入者はより高いパフォーマンスのファンドへと移行したとしている。

2022 年 6 月までに撤退した 10 の MySuper ファンドは平均でそれぞれのベンチマークに対し△0.26%のアンダーパフォーマンス、その後 2023 年 6 月までに撤退した 7 つの MySuper ファンドは平均で△0.38%のアンダーパフォーマンスで、残存する 58 ファンド (パフォーマンス計測期間を新規に満たした 1 ファンドを含む) は、平均で+0.41%それぞれのベンチマークを上回ったとしている。

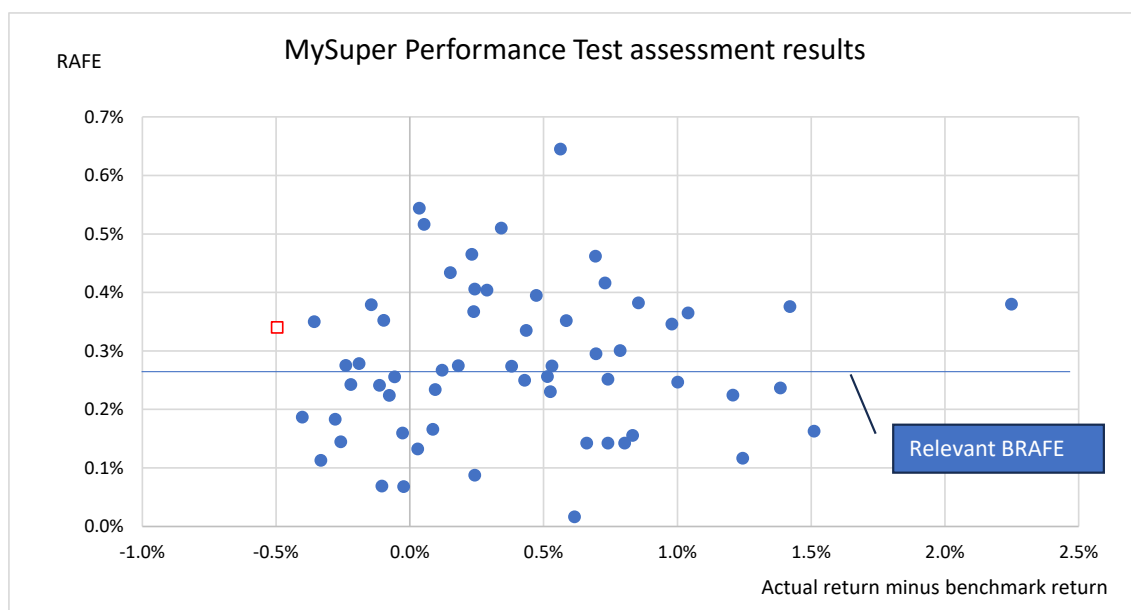
の期間が従来は対象年数となっていた

¹² <https://www.apra.gov.au/insights-paper-2023-performance-test>

また手数料の面では、2021年に0.33%であったBRAFE（Benchmark Representative Administrative Fees and Expenses）が0.26%へと低下したとしている。

手数料については小規模ファンドであるほど手数料率が高くなる傾向があるとして、APRAは統合等による規模の拡大を推奨する姿勢を明確に打ち出している。

[図表 3-10] 2023年 MySuper パフォーマンス・テストの結果



出所：APRA から年金シニアプラン総合研究機構作成

[図表 3-11] MySuper Performance Test assessment results

2021

RSE Licensee	RSE	Public offer status	MySuper product name	MySuper product type	Lifestyle strategy indicator	Pass/Fail Indicator
Commonwealth Bank Officers Superannuation Corporation Pty Limited	Commonwealth Bank Group Super	Non public offer	Accumulate Plus Balanced	Generic		Fail
Equity Trustees Superannuation Limited	AMG Super	Public offer	AMG MySuper	Generic		Fail
BT Funds Management Limited	ASGARD Independence Plan Division Two	Public offer	Asgard Employee MySuper	Generic	Lifecycle	Fail
AvSuper Pty Ltd	AvSuper Fund	Public offer	AvSuper Growth (MySuper)	Generic		Fail
Energy Industries Superannuation Scheme Pty Ltd	Energy Industries Superannuation Scheme-Pool A	Public offer	Balanced (MySuper)	Generic		Fail
BOC Superannuation Pty Ltd	Boc Gases Superannuation Fund	Non public offer	BOC MySuper	Generic		Fail
BT Funds Management Limited	Retirement Wrap	Public offer	BT Super MySuper	Generic	Lifecycle	Fail
Colonial First State Investments Limited	Colonial First State FirstChoice Superannuation Trust	Public offer	FirstChoice Employer Super	Generic	Lifecycle	Fail
SCS Super Pty. Limited	Australian Catholic Superannuation and Retirement Fund	Public offer	LifetimeOne	Generic	Lifecycle	Fail
Christian Super Pty Limited	Christian Super	Public offer	My Ethical Super	Generic		Fail
L.U.C.R.F. Pty. Ltd.	Labour Union Co-Operative Retirement Fund	Public offer	MySuper Balanced	Generic		Fail
Maritime Super Pty Limited	Maritime Super	Public offer	MYSUPER INVESTMENT OPTION	Generic		Fail
V.I.S. Nominees Pty. Limited	The Victorian Independent Schools Superannuation Fund	Non public offer	VISSF Balanced Option (MySuper Product)	Generic		Fail

2022

RSE Licensee	RSE	Public offer status	MySuper product name	MySuper product type	Lifestyle strategy indicator	Pass/Fail Indicator
BT Funds Management Limited	Retirement Wrap	Public offer	BT Super MySuper	Generic	Lifecycle	Fail - second consecutive time [^]
BT Funds Management Limited	Retirement Wrap	Public offer	Westpac Group Plan MySuper	Large employer	Lifecycle	Fail
Energy Industries Superannuation Scheme Pty Ltd	Energy Industries Superannuation Scheme-Pool A	Public offer	Balanced (MySuper)	Generic		Fail - second consecutive time [^]
Equity Trustees Superannuation Limited	AMG Super	Public offer	AMG MySuper	Generic		Fail - second consecutive time [^]
SCS Super Pty. Limited	Australian Catholic Superannuation and Retirement Fund	Public offer	LifetimeOne	Generic	Lifecycle	Fail - second consecutive time [^]

2023

RSE licensee	RSE	Public offer status	MySuper product name	MySuper product type	Lifestyle strategy indicator	Pass/Fail Indicator
Equity Trustees Superannuation Limited	AMG Super	Public offer	AMG MySuper [^]	Generic		Fail - third consecutive time [^]

出所：APRA

4. YourSuper comparison ツール

ATO (Australian Taxation Office) では、スーパーアニュエーションのうち MySuper 商品の比較を行える YourSuper comparison ツール¹³が提供されている。

YourSuper comparison ツールのホームページでは、MySuper 全ファンドの一覧が表示されており、長期のリターンと残高が 5 万 A\$ の場合の年間手数料金額等が確認できる。

また、4 つまでの MySuper ファンドを選択し比較することが可能となっており、選択した MySuper ファンドの商品概要ページへのリンクが貼られている。

[図表 3-12] YourSuper comparison ツールでの比較画面イメージ

	HOSTPLUS Superannuation Fund Hostplus MySuper	AustralianSuper AustralianSuper MySuper	Australian Retirement Trust Lifecycle Investment Strategy	Unisuper MySuper Offering
Investment performance	Performing	Performing	Performing	Performing
Past 9 year net return	7.99%	7.59%	5.27% - 7.49%	7.26%
Past 5 year net return	6.38%	5.95%	4.5% - 6.31%	5.94%
Past 3 year net return	8.96%	6.86%	5.81% - 8.69%	5.97%
Total annual fee	\$614	\$382	\$511 - \$547	\$351
Investment strategy	Single diversified Investment approach stays the same over time	Single diversified Investment approach stays the same over time	Life cycle Investment approach changes as you get older	Single diversified Investment approach stays the same over time
Restricted fund	No Anyone can access	No Anyone can access	No Anyone can access	No Anyone can access

出所：ATO ホームページ（2024 年 3 月 7 日アクセス）

また、投資アドバイスを必要とする人には、同ページからはオーストラリア政府が提供する金融経済教育のウェブサイトであるマネースマート¹⁴の財務アドバイザー選択に関するページへとリンクが貼られている。

¹³ <https://www.ato.gov.au/single-page-applications/yoursuper-comparison-tool>

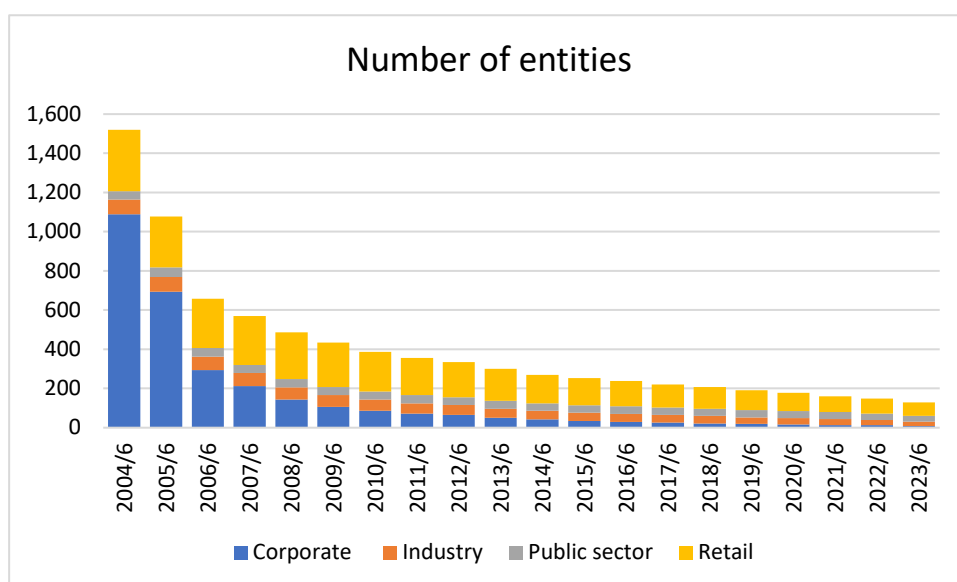
¹⁴ <https://moneysmart.gov.au/financial-advice/choosing-a-financial-adviser>

5. スーパーアニュエーションの統合

スーパーアニュエーションでは統合が進んでおり、APRA のデータ¹⁵では、2023 年 6 月現在のスモール・ファンドを除くスーパーアニュエーションのスキーム数は 128 となっている。

2000 年代初めまでは 1,000 を超えていた企業ファンドは 8 つにまで減少、2004 年 6 月には 313 あったリテール・ファンドは 69 へと減少、産業ファンドや公的セクター・ファンドも統合等で減少してきている。

[図表 3-13] スモール・ファンドを除くスーパーアニュエーション・スキーム数の推移



出所：APRA から年金シニアプラン総合研究機構作成

規制機関である APRA は「すべての条件が同じであれば、より大きな投資パフォーマンスとより低い手数料を実現するには、より大きなファンドの方が有利であるという証拠が示されている」とし、「運用資産が約 300 億（オーストラリア）ドル未満のファンドは、いわゆる「メガファンド」に対して競争力がますます失われると考えられている」¹⁶としている。APRA は積極的にスーパーアニュエーションの統合を推奨する立場を取っており、今後もスーパーアニュエーションの統合等によるスキーム数減少が予測されている。

¹⁵ Annual superannuation bulletin

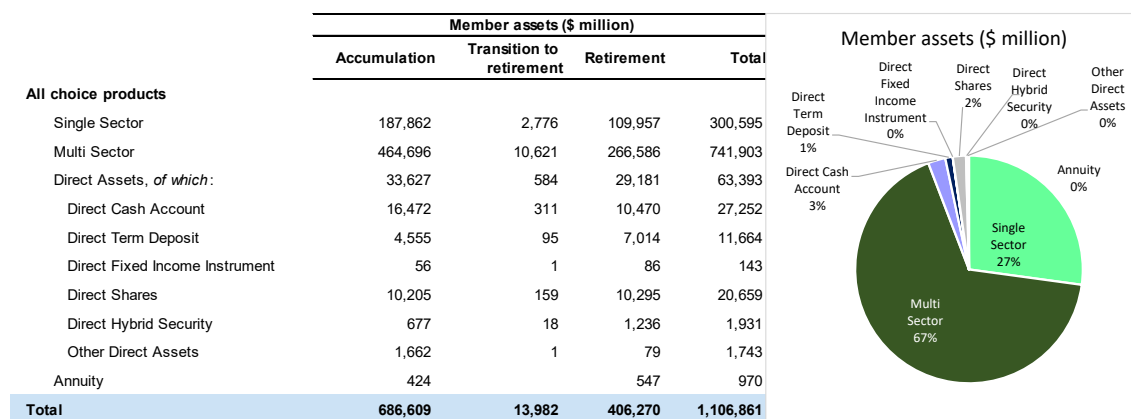
¹⁶ <https://www.apra.gov.au/news-and-publications/apra-deputy-chair-helen-rowell-speech-to-aist-conference-of-major>

6. スーパーアニュエーションの資産運用

スーパーアニュエーションにおける資産運用の特徴としては、バランス型ファンドへの投資比率が極めて高いことが挙げられる。

デフォルト・ファンドである MySuper は、前述のように APRA から適格承認を取得した分散型バランス・ファンドまたはライフサイクル・ファンドである必要があるが、MySuper 以外の加入者が選択したファンドである Choice Products の資産残高でも約 3 分の 2 がバランス・ファンドである Multi Sector ファンドで占められている。

[図表 3-14] Choice Products の資産残高



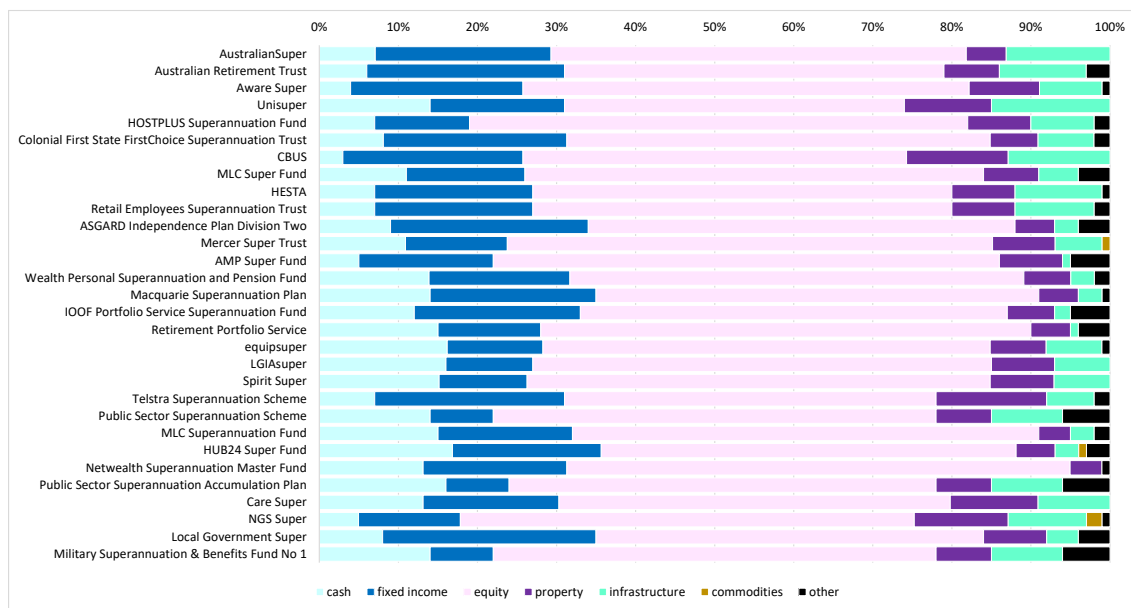
出所：APRA から年金シニアプラン総合研究機構作成

スーパーアニュエーションにおける資産運用のもう一つの特徴は、リアルアセットと呼ばれる不動産やインフラストラクチャーへの投資が一般的なものとなっていることが挙げられる。

不動産やインフラストラクチャーについては、上場不動産 (REIT 等) や上場インフラストラクチャー・ファンドのような上場銘柄だけではなく、非上場の不動産やインフラストラクチャーにも積極的に投資が行われている。

運用資産額上位 30 スキームのアセットアロケーションでは、株式の組入比率は平均で 55% (最大 64%、最低 43%)、不動産の組入比率は平均で 8% (最大 14%、最低 4%)、インフラストラクチャーの組入比率は平均で 7% (最大 15%、最低 1%)、債券+キャッシュの組入比率は平均で 28% (最大 36%、最低 18%) となっており、リスク資産の組入比率が相応に高い状況がみられている。

[図表 3-15] 運用資産額上位 30 スキームのアセットアロケーション



運用残高上位30スキーム	cash	fixed income	equity	property	infrastructure	commodities	other	Total investments	fi + cash
平均	11%	17%	55%	8%	7%	0%	2%	66,334,973	28%
最大	17%	27%	64%	14%	15%	2%	6%	305,805,323	36%
最低	3%	8%	43%	4%	1%	0%	0%	12,897,310	18%

出所：APRA から年金シニアプラン総合研究機構作成

6.1 AustralianSuper

AustralianSuper は、2006 年に Australian Retirement Fund (ARF) と Superannuation Trust of Australia (STA) の統合により設立されたスーパーアニュエーションで、資産運用残高では最大となっている。

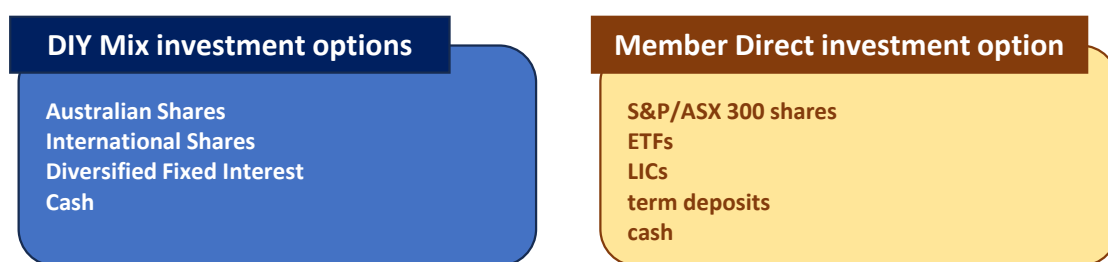
AustralianSuper では、①バランス型ファンドである“PreMix”、②加入者が組入比率を自由に設定できる“DIY Mix”、③オーストラリア国内に上場されている個別株式、ETF、上場投資会社 (Listed Investment Companies : LICs) に投資可能な“Member Direct”という投資オプションを提供している。

PreMix のバランス型ファンドでは、リスク水準の異なる“High Growth”、“Balanced”、“Conservative Balanced”、“Stable”という 4つのファンドと、ESG 考慮型の“Socially Aware”、上場資産クラスのパッシブ投資のみの“Indexed Diversified”という合計 6つのファンドを提供している。

プライベート・エクイティ、非上場インフラストラクチャー、非上場不動産といったプライベート資産が相応の比率で組み入れられていることが特徴として挙げられる。

[図表 3-16] AustralianSuper の投資オプション

PreMixed investment options						
	High Growth	Balanced	Socially Aware	Indexed Diversified	Conservative Balanced	Stable
Australian shares	30.0%	23.5%	23.5%	31.5%	16.0%	9.0%
International shares	37.0%	28.5%	28.5%	38.5%	20.0%	11.0%
Private equity	4.5%	4.0%	4.0%		3.0%	1.0%
Unlisted infrastructure	8.0%	9.0%	9.0%		8.0%	7.0%
Listed infrastructure	1.0%	1.0%	1.0%	0.0%	1.0%	0.5%
Unlisted property	7.5%	8.0%	8.0%		7.0%	6.5%
Listed property	1.5%	1.5%	1.5%	0.0%	1.5%	1.0%
Credit	2.5%	4.5%	4.5%		6.0%	6.0%
Fixed interest	5.0%	14.0%	14.0%	25.0%	26.0%	34.0%
Cash	3.0%	6.0%	6.0%	5.0%	11.5%	24.0%
Other assets	0.0%	0.0%	0.0%		0.0%	0.0%
Total	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Investment objective	CPI+4.5%	CPI+4.0%	CPI+4.0%	CPI+3.0%	CPI+2.5%	CPI+1.5%



出所：AustralianSuper から年金シニアプラン総合研究機構作成

一方で、“DIY Mix”の対象は、豪株式、海外株式、内外債券、キャッシュの4つと極めてシンプルな品揃えとなっている。

自由な投資設計を希望する加入者向けには“Member Direct”という投資オプションが設定されている。対象はオーストラリア国内上場の個別株式、ETF、上場投資会社（Listed Investment Companies：LICs）に限られているが、ETFやLICを通じて様々な資産クラスへのアクセスも可能となっている。

7.2 Australian Retirement Trust

Australian Retirement Trust（ART）は、産業ファンドのSunsuperとクイーンズランド州の公的セクター職員向けのスーパーアニュエーションであったQSuperが2022年に統合により設立されている。また、2022年にAustralia Post Superannuation Scheme（APSS）との統合も発表されている。

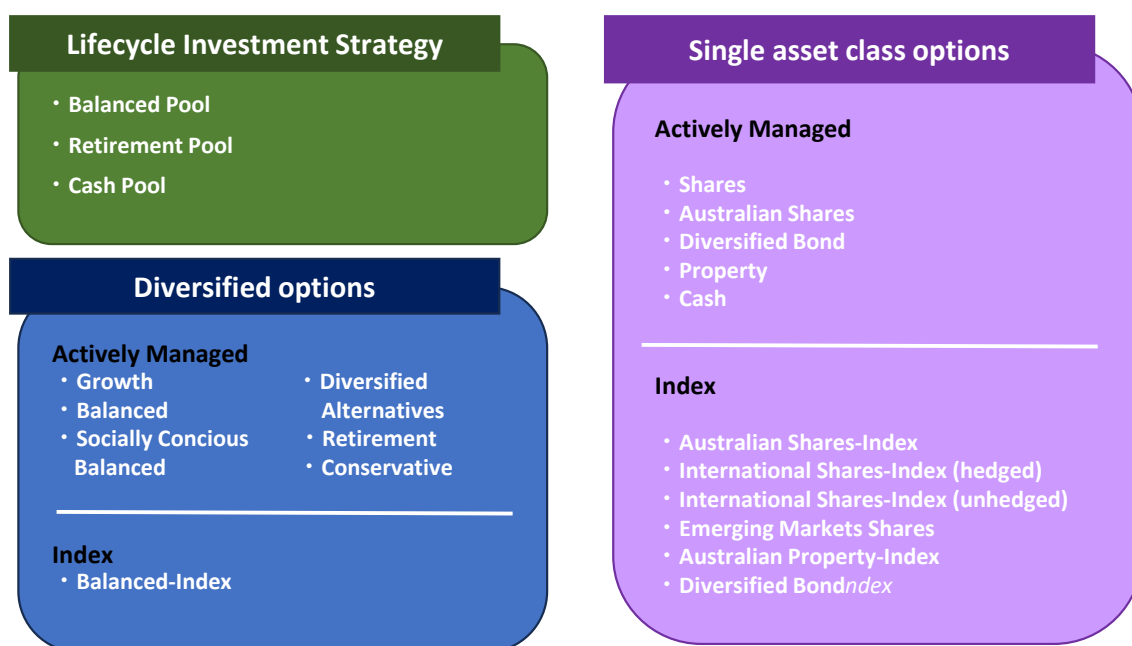
尚、SunsuperとQSuperとの統合後も旧QSuperの年齢だけではなく資産残高との組み

合わせて資産構成が変化していくタイプのライフサイクル型ファンドも別途残されている。

Australian Retirement Trust では、ライフサイクル型、バランス型ファンド、資産クラス別のファンドも提供している。

AustralianSuper のように個別株式や ETF 等に自由に投資できるタイプの投資オプションは設定していない分、個別の資産クラスの品揃えは、アクティブ運用とパッシブ運用の双方の提供等やや広めのものとなっている。

[図表 3-17] Australian Retirement Trust の投資オプション

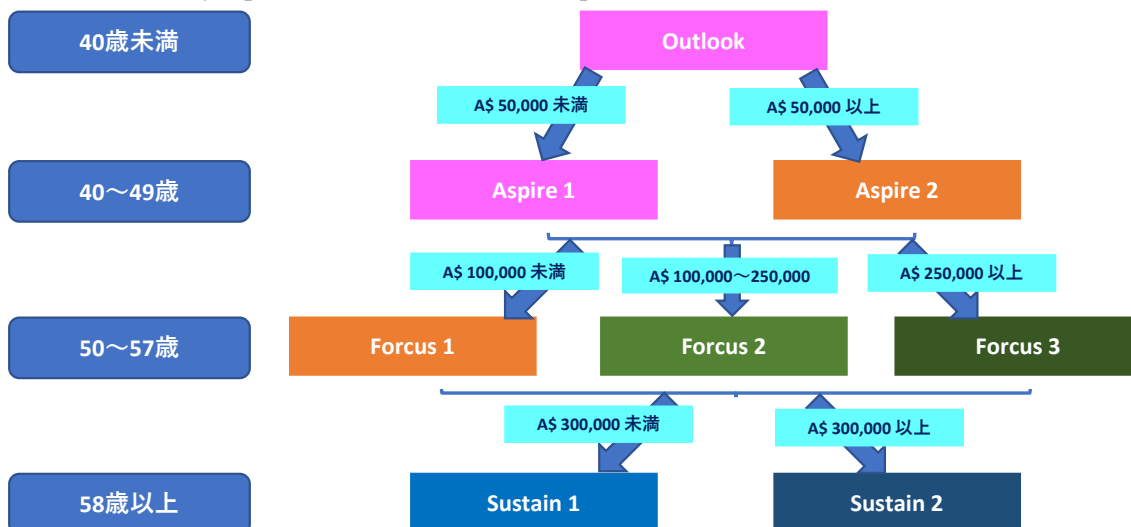


出所：Australian Retirement Trust から年金シニアプラン総合研究機構作成

AustralianSuper の QSuper 部門のライフサイクル型ファンド (QSuper Lifetime investment option) は、年齢だけではなく年齢とスーパーアニュエーション内の資産残高の組み合わせによって組入ファンドがシフトしていく仕組みが採用されている。

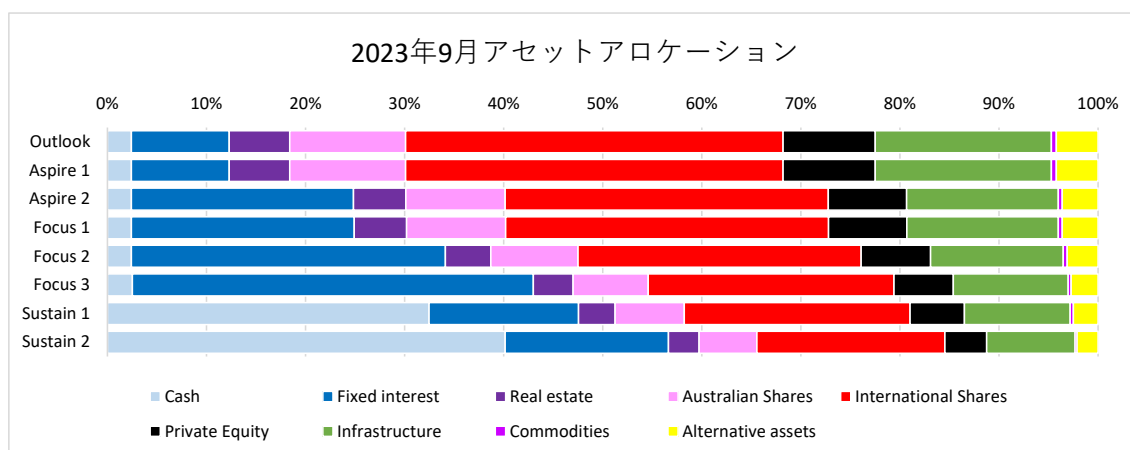
40 歳未満の加入者のデフォルト・ファンドは“Outlook”一つであるが、40 歳時点では、スーパーアニュエーション内の資産残高が 5 万 A\$未満の場合には“Outlook”と同一の資産構成比を持つ“Aspire 1”に、5 万 A\$以上の場合にはややリスク水準を落とした“Aspire 2”に資産は移管される。50 歳の時点では、資産残高が 10 万 A\$未満の場合には“Aspire 2”と同じ資産構成比を持つ“Focus 1”に、10 万 A\$以上 25 万 A\$未満の場合には“Focus 2”に、25 万 A\$以上の場合には“Focus 3”へと、資産残高によってデフォルト・ファンドは 3 つに分かれている。58 歳以上では、資産残高 30 万 A\$未満の場合は“Sustain 1”、30 万 A\$以上の場合には“Sustain 2”へとシフトするが、どちらのファンドもキャッシュ比率が 50%以上のファンドとなっている。

[図表 3-18] QSuper Lifetime investment option のファンド・スイッチ基準



出所：QSuper から年金シニアプラン総合研究機構作成

[図表 3-19] QSuper Lifetime のファンド別アセットアロケーション



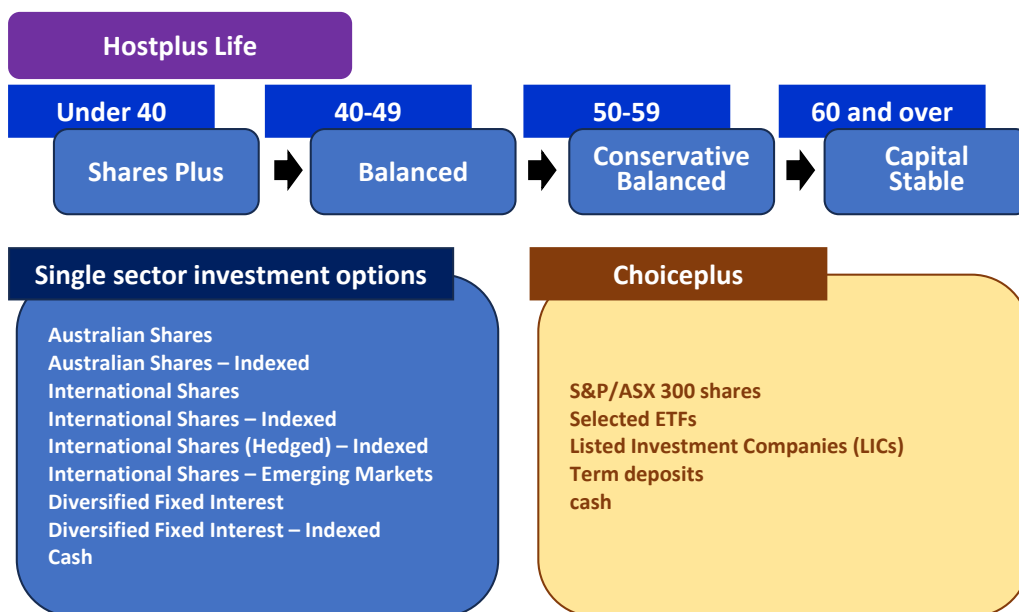
出所：QSuper から年金シニアプラン総合研究機構作成

7.3 HOSTPLUS

HOSTPLUS は、1980 年代初めに設立されたホスピタリティ業界の産業ファンドである。HOSTPLUS ではリスク水準の異なる 6 つバランス型ファンド、株と債券とキャッシュのみで構成されるパッシブ運用のバランス型ファンド、SRI バランス型ファンド、個別資産クラスのファンド、個別銘柄にも投資できる“Chiiceplus”等多様な投資オプションを取り揃えている。

[図表 3-20] HOSTPLUS の投資オプション

Core options	High Growth	Shares Plus	Balanced (MySuper)	Conservative Balanced	Capital Stable	Defensive
Australian shares	37%	30%	21%	16%	8%	6%
International shares – DM	38%	30%	21%	16%	8%	7%
International shares – EM	13%	11%	8%	6%	3%	1%
Property	0%	7%	11%	10%	11%	2%
Infrastructure	0%	7%	11%	9%	11%	4%
Private equity	12%	8%	10%	3%	1%	0%
Credit	0%	5%	7%	6%	6%	0%
Alternatives	0%	2%	3%	6%	6%	3%
Diversified fixed interest	0%	0%	3%	15%	25%	27%
Cash	0%	0%	5%	13%	21%	50%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Investment objective	CPI+5.0%	CPI+4.5%	10Y:CPI+3.0% 20Y:CPI+4.0%	CPI+3.0%	CPI+2.0%	CPI+1.0%
	Indexed options			SRI options		
	Indexed High Growth	Indexed Balanced	Indexed Defensive	SRI-High Growth	SRI-Balanced	SRI-Defensive
Australian shares	48%	35%	9%	42%	24%	7%
International shares – DM	52%	40%	10%	46%	26%	7%
International shares – EM	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Property	0%	0%	0%	0%	10%	2%
Infrastructure	0%	0%	0%	0%	9%	4%
Private equity	0%	0%	0%	12%	8%	0%
Credit	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Alternatives	0%	0%	0%	0%	10%	3%
Diversified fixed interest	0%	17%	28%	0%	8%	27%
Cash	0%	8%	53%	0%	5%	50%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Investment objective	CPI+3.0%	CPI+2.5%	CPI+1.0%	CPI+3.5%	CPI+3.0%	CPI+1.0%



出所：HOSTPLUS から年金シニアプラン総合研究機構作成

第4章 NZスーパーアニュエーション・ファンド

1. 概要

NZスーパーアニュエーション・ファンド（The New Zealand Superannuation Fund：NZSF）は、税を財源とする賦課方式（PAYG）のニュージーランドの公的年金制度に対する将来の納税者の負担を軽減し、世代間の納税負担の平準化を図ることを目的として2001年に設立されたソブリン・ウェルス・ファンド（SWF）である。

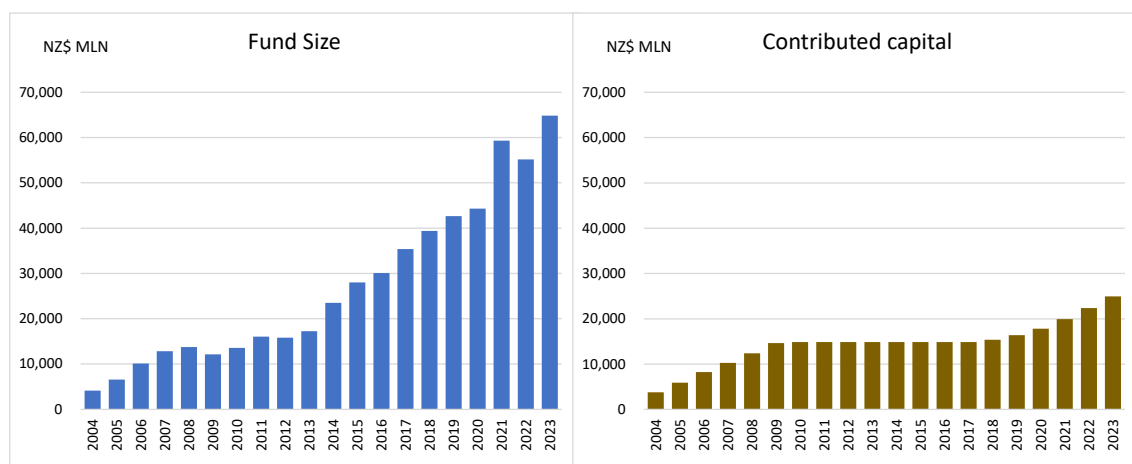
NZSFの資金は将来の公的年金給付に使用されるが、資金の原資は加入者が支払った社会保険料等の年金積立金ではないため、年金基金ではなくソブリン・ウェルス・ファンド（SWF）と位置付けられている。

NZSFの資産運用は、政府から独立した組織である Guardians of New Zealand Superannuation（Guardians）が行っている。NZSFの資産運用は2003年9月から開始され、2023年6月現在のネット投資残高は637億NZ\$、政府拠出の累計額は249億NZ\$となっている。

設立根拠法である The New Zealand Superannuation and Retirement Income Act 2001には、NZSFに対する政府の所要拠出金額の算出フォーミュラが定められている。政府は算出された金額をNZSFに対して拠出する義務を負っているわけではないが、算出された金額を拠出しない場合には、議会等への説明が必要とされている。

NZSFからの資金の引き出しは、現状の予測では2030年代の中頃から開始され、対GDP比でみた残高のピークは2070年代の半ばとみられている。

【図表 4-1】 NZSFの資産規模と累計政府拠出額の推移



出所：NZSF アニュアルレポートから年金シニアプラン総合研究機構作成

NZSFの資産運用では、トータル・ポートフォリオ・アプローチ（TPA）が採用されている。設立当初は戦略的アセットアロケーション（SAA）が設定されていたが、2010年に「参照ポートフォリオ」が導入された。

政府からのマンデートは、長期のホライズンで過大なリスクを取らずリターンを最大化することで、パフォーマンスのベンチマークは、①ニュージーランドの短期国債（NZ T-Bill）の20年のローリング期間でのリターンと、②参照ポートフォリオのリターンとされている。

NZSFの2023年6月までの設立来リターンは年平均9.76%（コスト控除後、税引前¹）で、NZ T-Billリターンの3.40%を6.37%、参照ポートフォリオのリターンの8.22%を1.54%それぞれ上回っている。

GlobalSWFのレポート²によると、SWFと公的セクター年金とを併せたFY13-FY22の10年間の年率リターン順位では、NZSFが12.1%で第2位のCPPIBの10.9%を抑えてトップのパフォーマンスとなっており、良好なパフォーマンスがみられている。

2. 設立の経緯と目的

NZ スーパーアニュエーション・ファンド（The New Zealand Superannuation Fund : NZSF）の設立目的は、世代間の納税者の負担を平準化させることにある。

ニュージーランドでは1990年代に入って財政の健全化が推し進められ、1994年には財政責任法（Fiscal Responsibility Act 1994）も制定され、1990年代半ばには財政の黒字化が進んでいたが、高齢化の進展により一般税収を財源とする公的年金への支出増が見込まれることが、将来の政府財政への懸念要因となっていた。

2001年に発表された財務省のワーキング・ペーパー³によると公的年金（New Zealand Superannuation : NZS）に対する支出額は名目GDPの約4%から2050年までには9%へと上昇する見通しで、健全財政の維持が求められるニュージーランドの法的枠組みの中では、公的年金の支給水準の引き下げか税負担の増加のいずれかが求められる可能性が高く、世代間での不平等が生じることが懸念された。

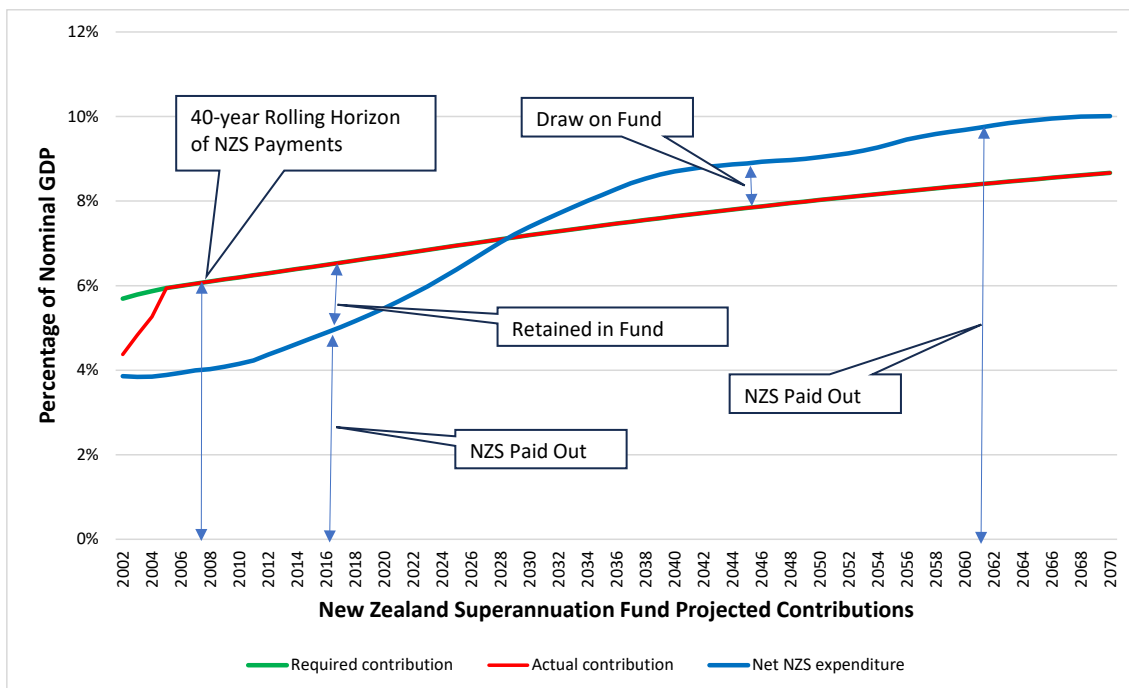
このため財政健全化の効果として足元で発生する財政黒字をソブリン・ウェルス・ファンド（SWF）へと積み立て、政府拠出金とその運用収益により、公的年金の支給水準を維持しつつ将来の納税負担の軽減化を図るという趣旨でNZSFは設立されている。

¹ NZSFの投資収益は課税扱い。ただし、NZ政府に納税されるためリターンの比較上は課税前が利用される。NZSFは累計で95億NZ\$を納税している

² GlobalSWF(2024)、“2024 Annual Report”

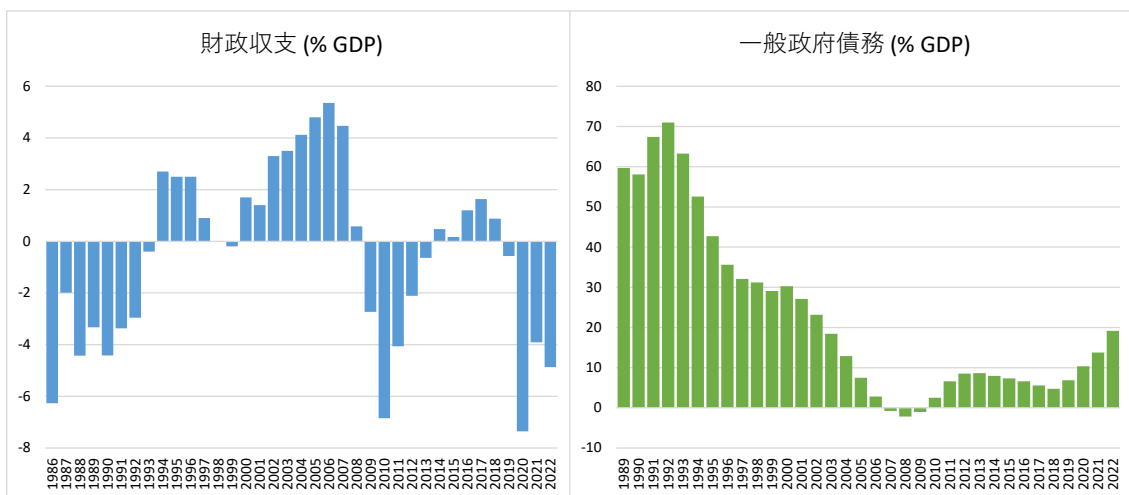
³ Frances, J., and McCulloch, B. (2001)、“Financing New Zealand Superannuation”

[図表 4-2] NZSF への拠出と公的年金支払いのイメージ図



出所：New Zealand Treasury New Zealand Superannuation Fund Model

[図表 4-3] ニュージーランドの財政収支とネット一般政府債務の推移



出所：Bloomberg から年金シニアプラン総合研究機構作成

3. 政府拠出フォーミュラ

NZSF に対する翌財政年度における政府所要拠出額は、毎年根拠法に定められたフォーミュラに従って計算される。一方で財政責任法により各種制約が課されていることもあり、政府は算出された所要拠出額を NZSF に対して拠出する義務を負っているわけではないが、算出された金額を拠出できない場合には議会等への説明が必要とされている。

根拠法の中では政府拠出フォーミュラは、以下のように規定されている。

[図表 4-4] NZSF への政府拠出フォーミュラ

$$a \div 100 \times \text{that year's GDP} - b$$

a : 対GDP比での拠出率（向こう40年間同一の拠出率と仮定した場合に、今後40年間の公的年金支出額を、ファンドの当該年度初の残高と其後の予想収益を加えると賄える対GDP比での拠出率）

GDP : ニュージーランドの予想GDP金額

b : 当該年度に支払われる公的年金のネット費用

出所：根拠法から年金シニアプラン総合研究機構作成

Matthew Bell のレポート⁴では、 $a=4.92\%$ 、 $GDP=3,927.68$ 億 NZ\$、 $b=170.49$ 億 NZ\$ の場合、 $4.92\% \times 3,927.68 - 170.49 = 22.75$ で、当該財政年度の所要政府拠出額は 22.75 億 NZ\$ となるとの例示が示されている。

政府の所要拠出額のフォーミュラは、様々な予測値の下に成り立っており、主要なパラメータとして、NZSF の残高、名目 GDP、NZS ネット支出額、ファンドの税引後リターン、ファンディング期間などがあるとされている。

また、NZSF への所要政府拠出額のモデル（Excel シート）はニュージーランド政府のホームページで公開⁵されている。

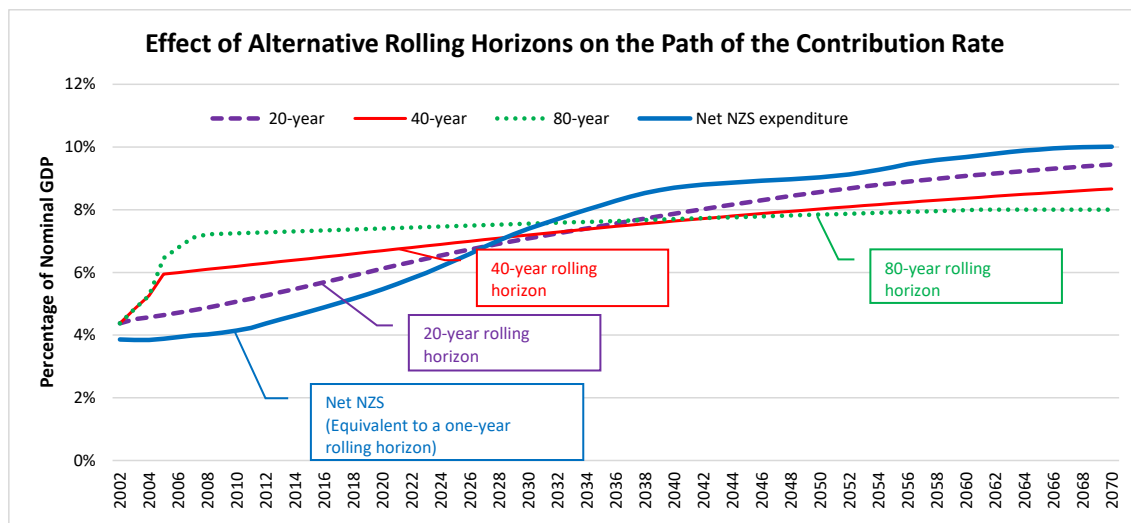
尚、拠出フォーミュラ上のファンディング期間は 40 年とされており、翌年度の対 GDP 比での拠出率は、向こう 40 年間同一の拠出率を続けると仮定した場合、40 年後に NZSF の残高が枯渇する前提で算出されるが、対 GDP 比での拠出率は向こう 40 年間のローリングで毎年計算されるものであるため、NZSF が 40 年後に清算されることを想定しているわけではない。

尚、ファンディング期間は、期間を長くするほど足元での政府拠出率は高く、短くすれば低く算出される形となっている。

⁴ Matthew Bell(2021)、“Golden Years – Understanding the New Zealand Superannuation Fund”

⁵ <https://www.treasury.govt.nz/publications/model/archive-new-zealand-superannuation-fund-nzsf-contribution-rate-models>

[図表 4-5] ファンディング期間による政府拠出率の変化



出所：New Zealand Treasury New Zealand Superannuation Fund Model

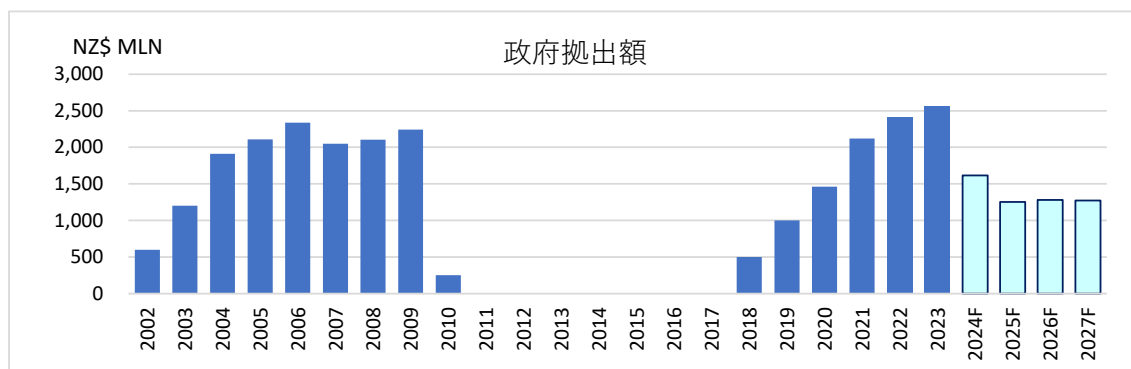
3.1 政府拠出額の推移

政府拠出は設立当初の 2 年間は、拠出フォーミュラによらず 2001/02 財政年度は 6 億 NZ\$、2002/03 財政年度は 12 億 NZ\$を拠出、2003/04 年度以降は拠出フォーミュラ通りの政府拠出が行われていたが、世界金融危機の発生を受け 2009/10 年度は 2.5 億 NZ\$のみの拠出にとどめられ、2010/11 から 2016/17 年度は NZSF への拠出は停止された。

NZSF への政府拠出は 2017/18 年度から再開されている。

尚、ニュージーランドの政府予算案によると 2023/24 年度以降の政府拠出額は減少する見込みとなっている。

[図表 4-6] NZSF への政府拠出額の推移と予想額⁶



出所：NZSF、NZ 政府予算案から年金シニアプラン総合研究機構作成

⁶ ニュージーランドの財政年度は 7 月～6 月、グラフ上の年表示は各年 6 月末

3.2 プロジェクションの変化

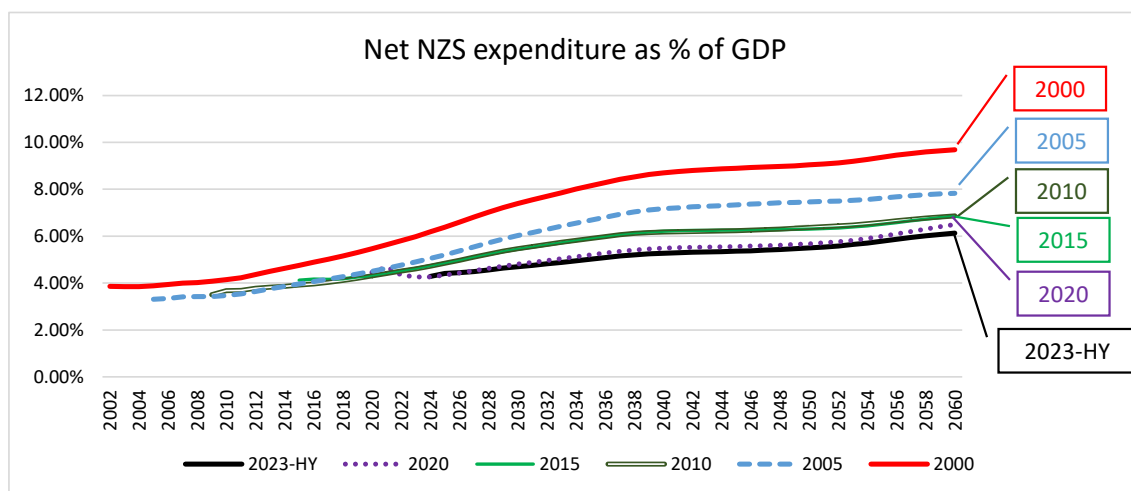
NZSF への政府所要拠出率は、前述のように毎年算出されるが、政府拠出フォーミュラは様々な予測値の下に成り立っており、各種パラメータの変化によりプロジェクション上の各種数値は毎年変化し、相応の幅で動いている。

3.2.1 公的年金（NZS）支出額の変化

公的年金支出額は、NZSF 設立前の 2000 年におけるプロジェクションでは、2060 年には対 GDP 比で 9.68%、2070 年には 10.01%へと大きく上昇する予測となっていたが、その後のプロジェクションでは徐々に低下しており、2023 年の半期アップデートでは、2060 年が 6.13%、2070 年が 6.60%と増加することには変わりはないものの、上昇幅はかなり小さくなっている。

Matthew Bell の 2021 年のレポート⁷によると、2000 年以降 60 歳以上の労働参加率が大きく上昇したことが GDP 予測にプラス寄与した要因が大きいと指摘されている。

[図表 4-7] 対 GDP 比での公的年金ネット支出額の予測推移



出所：New Zealand Superannuation Fund Model から年金シニアプラン総合研究機構作成

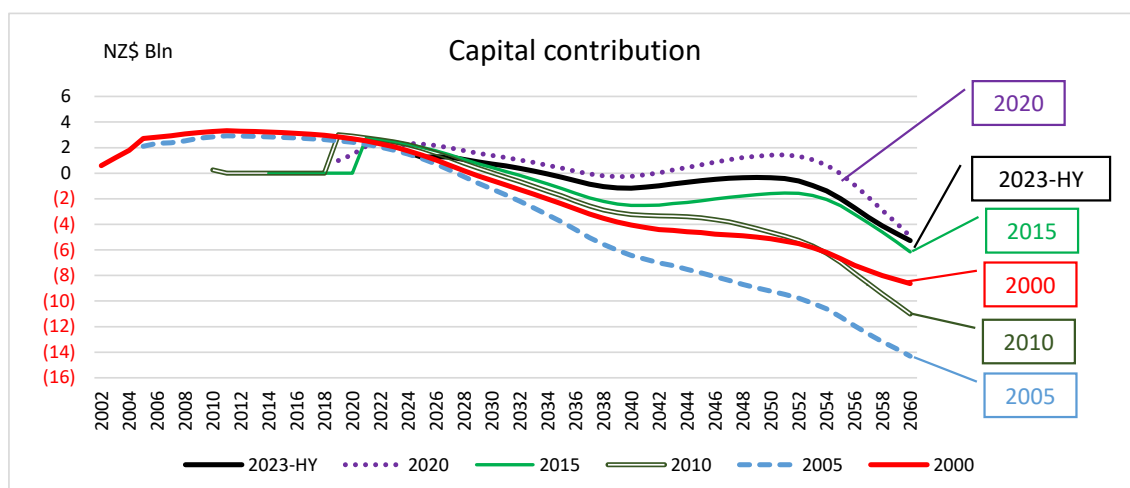
⁷ Matthew Bell(2021)、“Golden Years – Understanding the New Zealand Superannuation Fund”

3.2.2 NZSF からの資金払い出し

2000年のプロジェクトでは2029年にはNZSFからの資金払い出しが開始され、その後は対GDP比での資金払い出し額は大きく増加していく予測となっていたが、2020年のプロジェクトでは、2037年に一旦払い出しとなるものの2042年からは再び資金の受け入れに転じ、再度払い出しに転ずるのは2055年からという予測に変わっている。2023年度の半期アップデートでは2034年に資金払い出しが始まり資金の受け入れに転じることではないものの2050年頃までは対GDP比での払い出し額はやや減少する予測となっている。

全体としての対GDP比での払い出し額の縮小は、前述のGDP予測値の引き上げによるものと考えられるが、2040年頃の回復は65歳以上の人口の増加率が低下する影響とMatthew Bellのレポートではコメントされている。

[図表 4-8] NZSF への資金拠出・払い出し額の予測推移



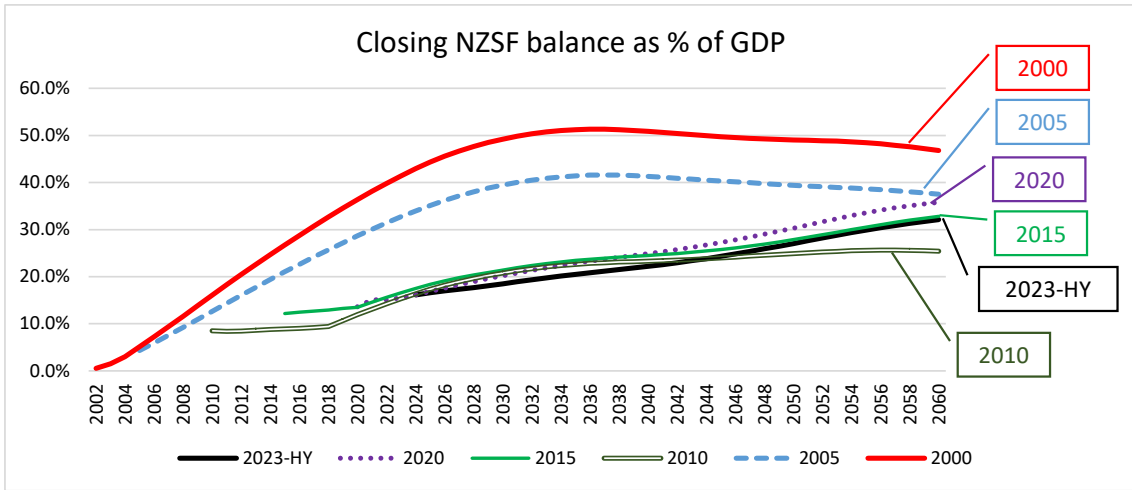
出所：New Zealand Superannuation Fund Model から年金シニアプラン総合研究機構作成

尚、NZSFの資産残高は、資金の払い出しが開始された以降も運用収益によりカバーされ、対GDP比では減少するものの、金額としては増加が続いていく予測となっている。

NZSFの資産残高は、2000年におけるプロジェクトでは2030年代半ばに対GDP比で50%強の水準でピークを打つ予測となっていたが、世界経済危機の影響等でNZSFへの政府拠出が一時停止されたこともあり、2030年代半ばの資産残高の水準は対GDP比で20%前後へと低下している。

ただし、最近のプロジェクトでは対GDP比でのNZSFの残高はその後も上昇する予測と変わっており、ピークは2070年代半ばと予測されている。

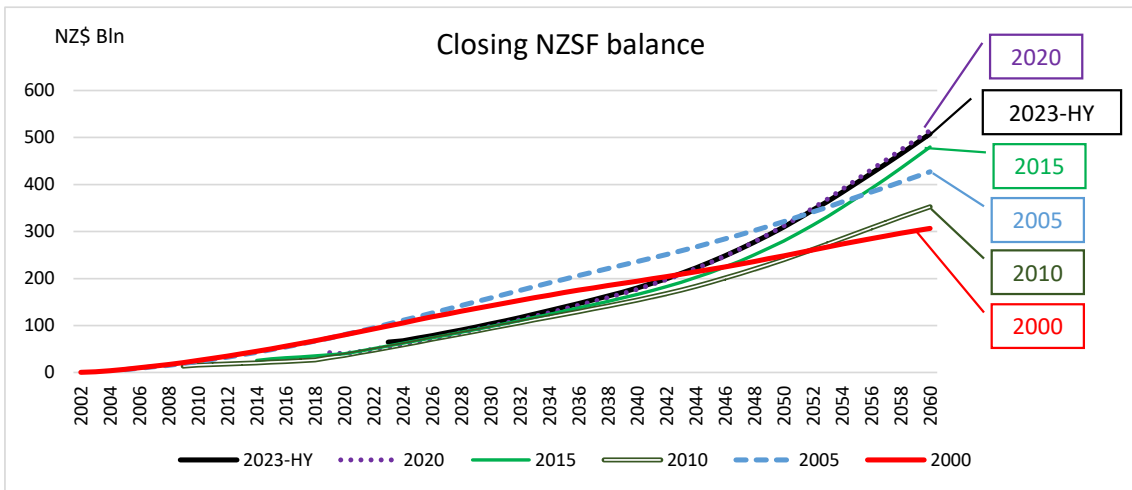
[図表 4-9] NZSF 資産残高（対 GDP 比）の予測推移



出所：New Zealand Superannuation Fund Model から年金シニアプラン総合研究機構作成

2023年6月時点でのNZSFの資産残高は637億NZ\$で、NZSF設立前の2000年におけるプロジェクトンでの予測の992億NZ\$を大きく下回っているが、2060年の予測残高は2000年時点での3,068億NZ\$から5,080億NZ\$へと大きく増加している。

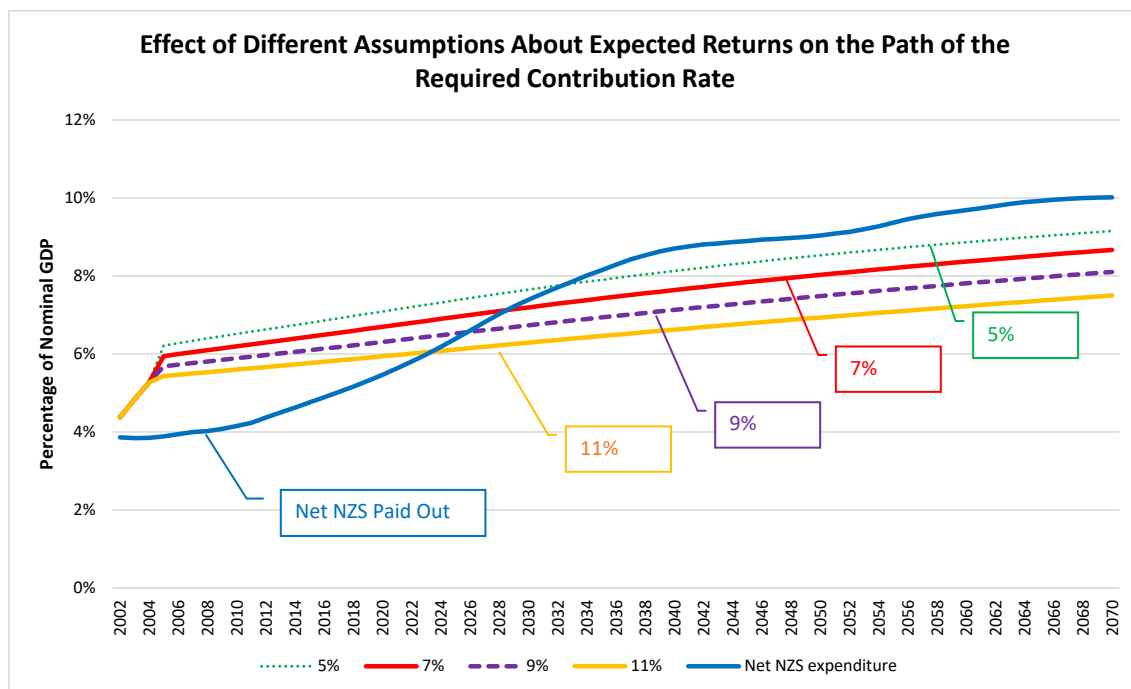
[図表 4-10] NZSF 資産残高の予測推移



出所：New Zealand Superannuation Fund Model から年金シニアプラン総合研究機構作成

NZSF への政府拠出額は、NZSF の投資から得られるリターン水準によっても左右されることが、NZSF に対して高めのリターン水準が要求されている背景となっているものと考えられる。

[図表 4-11] NZSF の期待リターン水準と所要政府拠出率



出所 : New Zealand Treasury New Zealand Superannuation Fund Model

4. NZSF の資産運用

NZSF の資産運用では、トータル・ポートフォリオ・アプローチ (TPA) が採用されている。設立当初は戦略的アセットアロケーション (SAA) が設定されていたが、2010 年に「参照ポートフォリオ」が導入された。

政府からのマンドートは、長期のホライズンで過大なリスクを取らずリターンを最大化することで、パフォーマンスのベンチマークは、①ニュージーランドの短期国債 (NZ T-Bill) の 20 年のローリング期間でのリターンと、②参照ポートフォリオのリターンとされている。

NZSF の 2023 年 6 月までの設立来リターンは年平均 9.76% (コスト控除後、税引前) で、NZ T-Bill リターンの 3.40% を 6.37%、参照ポートフォリオのリターンの 8.22% を 1.54% それぞれ上回っている。

NZSF の投資収益は課税扱いであるが、唯一の委託者である NZ 政府に納税されるためリターンの評価上は課税前が利用されている。尚、NZSF は累計で 95 億 NZ\$ を NZ 政府に納税している。

GlobalSWF のレポート⁸によると、SWF と公的セクター年金とを併せた FY13-FY22 の 10 年間の年率リターン順位では、NZSF が 12.1% で第 2 位の CPPIB の 10.9% を抑えてトップのパフォーマンスとなっており、良好なパフォーマンスがみられている。

短期債利回りを上回ることは、政府の財政ポジションに価値を付加することとされている。NZSF のリターンが政府短期証券の利回りを下回るのでは、SWF に政府が資金を拠出して資産運用を行う意義はない⁹ということと考えられる。

参照ポートフォリオとの比較は、独立した専門運用機関の資産運用能力の巧拙を図ることと、取るべき市場リスクの水準を指し示すものとして、カナダ年金制度投資委員会 (Canada Pension Plan Investment Board : CPPIB) やシンガポールの SWF である GIC 等でも採用されている。

NZSF では、ファンドの重要な特質を “endowments” と呼び、以下のようなものを掲げている¹⁰。

<長期ホライズン>

少なくとも数十年間の存続が規定されており、非流動性資産への投資が可能で、短期の市場ボラティリティへの耐久力を持つ。

<経営の独立性>

NZSF は中央銀行 (Reserve Bank of New Zealand) と共に政府機関でありながらその経営の独立性を保証されており、コマーシャル・ベースで投資判断を行う。

⁸ GlobalSWF(2024)、“2024 Annual Report”

⁹ 拠出資金を国債残高の削減に充て支払利息を減少させた方が政府財政へのプラス寄与となる

¹⁰ 資料により異なる項目が掲げられていることもみられる

Board メンバーは財務大臣が指名するが、独立指名コミッティーが選んだ候補者プールの中からのみ指名される。Guardians は、ファンドを何処にどのように投資するかにのみ責任を負う。財務大臣は指示 (direction) を行うことはできるが、コマーシャル・ベースの投資判断を損なうことはできない¹¹。

<ソブリン・ステータス>

ソブリン・ステータスを持つため対外投資において税制上の優遇措置を受けられる。

<流動性プロファイル>

資金の流出入は公的なファンディング・フォーミュラの中で行われるため、資金の流出入のタイミングの確実性・透明性が高い。

[図表 4-12] NZSF のリターンと参照ポートフォリオ・リターンとの比較

	NZSF (after cost, before tax)	NZ T-Bill	Excess T-Bill	Ref Port	Value Add
2003/04	7.69%	3.93%	3.76%	8.07%	△0.38%
2004/05	14.13%	6.42%	7.71%	13.88%	0.25%
2005/06	19.21%	6.90%	12.31%	17.56%	1.65%
2006/07	14.58%	7.32%	7.26%	13.07%	1.51%
2007/08	△4.92%	7.97%	△12.89%	△4.73%	△0.18%
2008/09	△22.14%	5.49%	△27.63%	△18.25%	△3.89%
2009/10	15.45%	2.60%	12.85%	14.62%	0.83%
2010/11	25.05%	2.89%	22.16%	19.48%	5.58%
2011/12	1.21%	2.45%	△1.24%	△0.23%	1.44%
2012/13	25.83%	2.41%	23.42%	18.47%	7.36%
2013/14	19.36%	2.55%	16.81%	19.47%	△0.11%
2014/15	14.64%	3.48%	11.16%	10.19%	4.45%
2015/16	1.89%	2.54%	△0.65%	1.37%	0.52%
2016/17	20.71%	1.83%	18.88%	16.34%	4.37%
2017/18	12.43%	1.72%	10.71%	10.41%	2.02%
2018/19	7.02%	1.66%	5.36%	6.35%	0.67%
2019/20	1.73%	0.89%	0.84%	3.81%	△2.08%
2020/21	29.63%	0.24%	29.39%	27.90%	1.73%
2021/22	△6.99%	0.76%	△7.75%	△14.24%	7.25%
2022/23	11.87%	3.78%	8.09%	12.03%	△0.16%
Since inception	9.76%	3.40%	6.37%	8.22%	1.54%
10 years p.a.	10.75%	1.94%	8.82%	8.80%	1.95%
5 years p.a.	7.98%	1.46%	6.52%	6.29%	1.69%

出所：NZSF から年金シニアプラン総合研究機構作成

¹¹ 2009年に財務大臣はニュージーランドへの投資を増やすように指示を行っているが、プレーデントでコマーシャル・ベースでの投資を維持しつつ、ニュージーランド資産へのアロケーションを増やす方法を特定し検討するようというものとなっている

4.1 参照ポートフォリオ

NZSFの資産運用では、トータル・ポートフォリオ・アプローチ（TPA）が採用されている。設立当初は戦略的アセットアロケーション（SAA）が設定されていたが、2010年に「参照ポートフォリオ」が導入された。

参照ポートフォリオは5年毎に見直しが実施されているが、グロース資産（株式等）80%、インカム資産（債券等）20%という構成比の大枠には変更はなく、比較的高め市場リスクの設定がなされている。

尚、参照ポートフォリオ導入前のSAAにおいても、グロース資産80%、インカム資産20%という構成比となっていた。

NZSFの2010年のアニュアルレポートでは、参照ポートフォリオを、

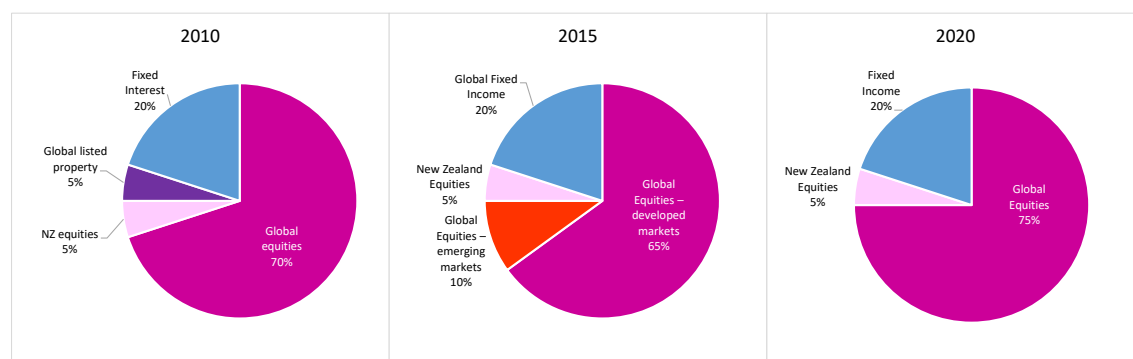
- ・低コスト、シンプル（上場資産クラス）、パッシブ
- ・投資可能な市場を代表
- ・ファンドにとって適切なリスク・プロファイル
- ・ニュージーランド投資家に最適

なものと説明している。

NZSFの参照ポートフォリオの特徴の一つとして、海外資産の為替エクスポージャーはNZ\$へと100%ヘッジとなっていることが挙げられる。

「ニュージーランド投資家に最適」とは為替のフルヘッジを指す部分が多いものと考えられる。ニュージーランドの金利水準は他の主要国と比較して通常高い水準にあり、他の主要通貨からNZ\$へとヘッジするとヘッジ・プレミアムが生じること、NZ\$は相対的に安定的な通貨¹²であることがその理由となっている。

[図表 4-13] NZSFの参照ポートフォリオの推移



出所：NZSF から年金シニアプラン総合研究機構作成

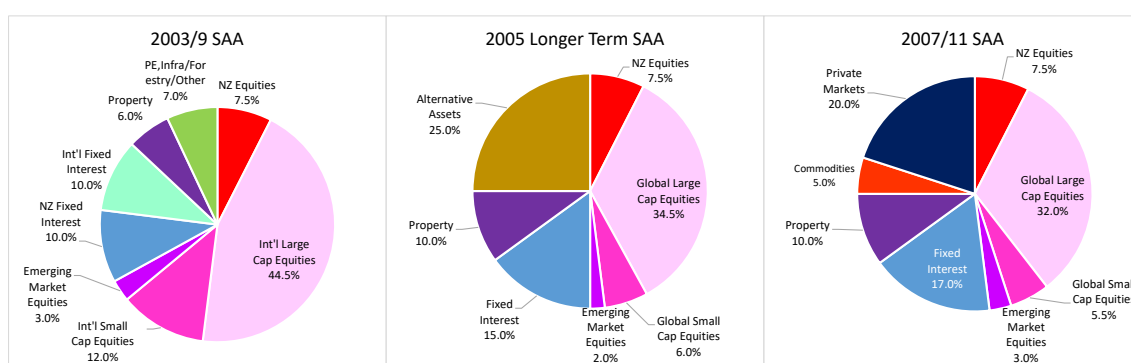
¹² 同じく金利水準は高いが為替の変動率は極めて高くなることのある新興国通貨との差異を示しているものと思われる

当初の SAA は、株式 67%、債券 20%、不動産+オルタナティブ資産 13%という構成比であった。

2005 年と 2007 年の SAA では、債券の比率は 20%を下回っているものの、現在の参照ポートフォリオと同じであるグロース資産 80%、インカム資産 20%という概念が示されるとともに、オルタナティブ資産へのシフトを図っていく方針が示されている。

2007 年 11 月から適用された SAA では、オルタナティブ資産がコモディティとプライベート・マーケット資産とに分けられている。

[図表 4-14] 参照ポートフォリオ導入前の SAA の推移



出所：NZSF から年金シニアプラン総合研究機構作成

4.2 参照ポートフォリオへの価値の追加

NZSF では参照ポートフォリオのリターンを長期的に年率 1%上回ることを目指している。

参照ポートフォリオへ価値を追加する手法として、①市場環境に応じてグロース資産とインカム資産の比率を機動的に変更する戦略的傾斜 (Strategic Tilting)、②参照ポートフォリオには含まれない資産クラスへの投資等によるアクティブ・リターンの獲得、③戦略との意図しないギャップを効率的に埋めるポートフォリオの整合 (Portfolio Completion) の 3 つを掲げている。

NZSF では参照ポートフォリオのリターンを上回るため、アクティブ・リスクを取るが、アクティブ・リスクには 4% (長期的なアクティブ・リターンの標準偏差=4%) のバジェットを割り当て、バジェット内で特定された投資オポチュニティにリスクを配分するとしている。

特定された投資オポチュニティは[図表 4-15]のように開示されており、過去 5 年間の平均アクティブ・リターンの貢献は[図表 4-17]の通りとされている。

[図表 4-15] 特定された投資オポチュニティ

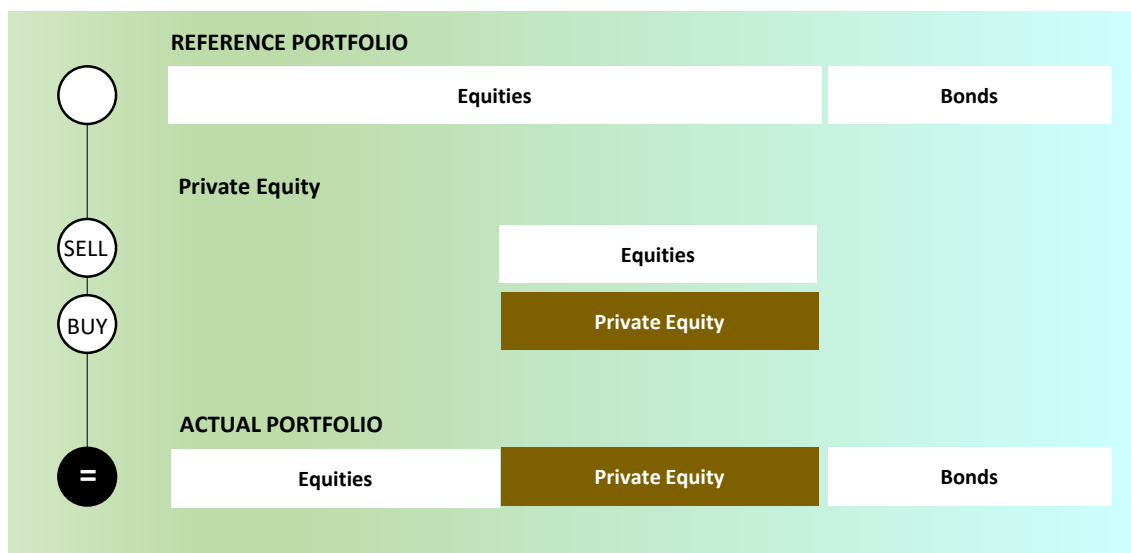
TIME-VARYING ALLOCATION APPROACH				
Group	Equity, Credit & Arbitrage	Internal Investment Mandates	Real Assets	Static Targets
Opportunity	<ul style="list-style-type: none"> Growth Capital International Growth Equity Sustainable Transition Opportunity Convertible Arbitrage Natural Catastrophe Reinsurance Life Settlements Insurance Run-off Merger Arbitrage* Buyout* Distressed Credit* 	<ul style="list-style-type: none"> Direct Arbitrage Opportunistic Volatility Tactical Credit Strategic Tilting Active Equities (NZ) Event-Driven Opportunity 	<ul style="list-style-type: none"> Timber Rural Land Real Estate (Opportunistic) Real Estate (Value Add) Real Estate (Core) Infrastructure (Core) Infrastructure (Value Add) Infrastructure (Development) Energy Growth (Alternative)* Energy (Shale)* 	<ul style="list-style-type: none"> Spectrum Developed Markets Equity Multi-factor Global Macro Opportunistic Venture Capital Trend Exploratory
Description	The Equity, Credit and Arbitrage Group is made up of opportunities that are either equity-like, offer credit exposure, or provide a potential arbitrage opportunity.	The Internal Investment Mandate Group includes all of the strategies that are run by Guardians staff.	The Real Assets Group comprises investments or holdings in physical assets.	The Static Target Group contains Opportunities where we do not attempt to time the market (i.e. we do not change our allocation in response to market conditions).

*Terminated opportunity

出所：NZSF アニュアルレポート

投資オポチュニティへと投資を行う場合には、個々の投資オポチュニティの特性に応じた割合で参照ポートフォリオのグロース資産とインカム資産から資金を調達するという考え方がとられている。

[図表 4-16] プライベート・エクイティを購入した場合のイメージ図



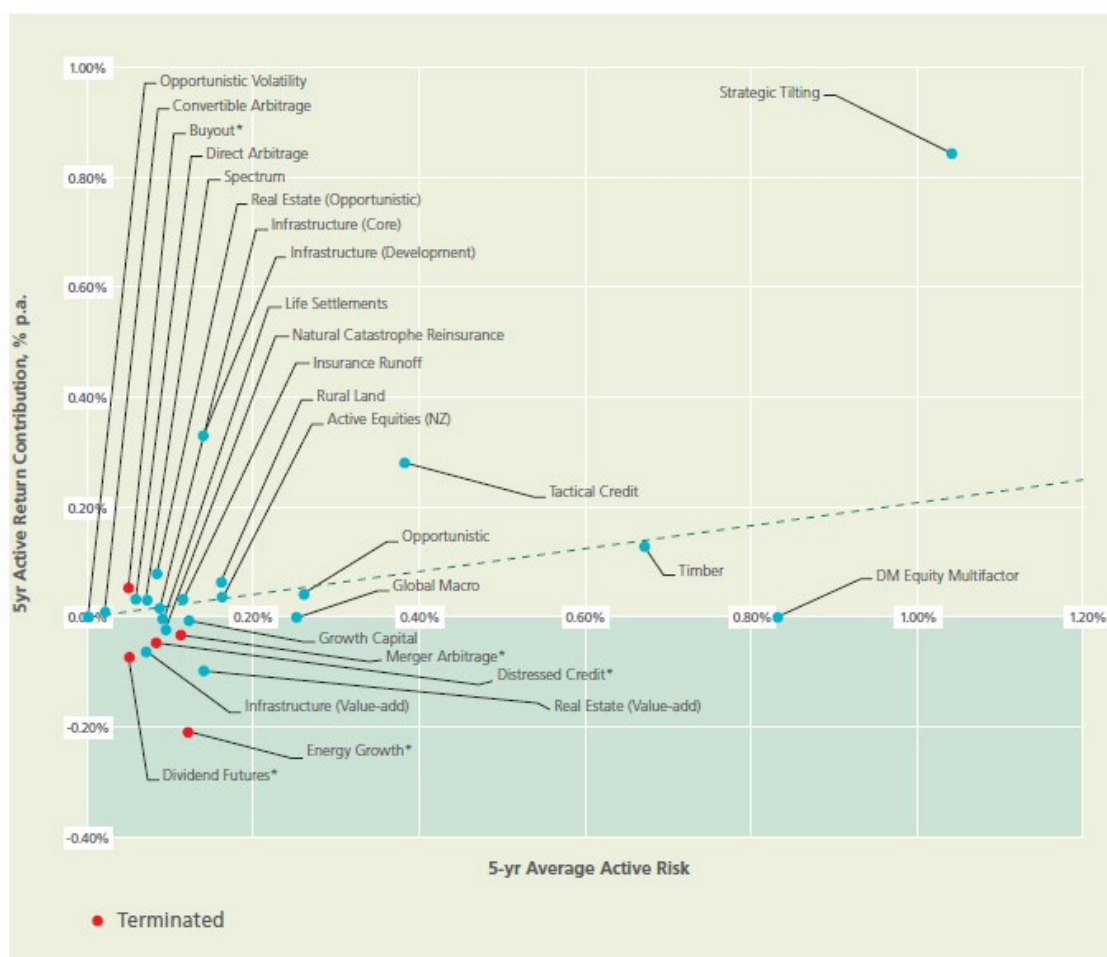
出所：NZSF2018年アニュアルレポート

投資オポチュニティは随時見直しが実施されている。

最近除外された投資オポチュニティとしては、Energy Growth Shale (2019/12) EM Active (2019/12)、EM Upweight (2020/2)、Dividend Futures (2021/2)、Buyout (2021/4)、Energy Growth Alternative (2021/4) が 2023 年版のアンニュアルレポートで挙げられている。

尚、[図表 4-17]における縦軸のリターンは Proxy (グロース資産・インカム資産の比率) との対比であり、マイナス圏内のリターンであっても多くの場合絶対リターンベースではプラスである。(マイナス・リターンは参照ポートフォリオに対してのアクティブ貢献度がマイナスとの意味である)

[図表 4-17] 過去 5 年間の投資オポチュニティの貢献度



出所：NZSF アンニュアルレポート

NZSF では投資信条を[図表 4-18]のように掲げている。

[図表 4-18] 投資信条

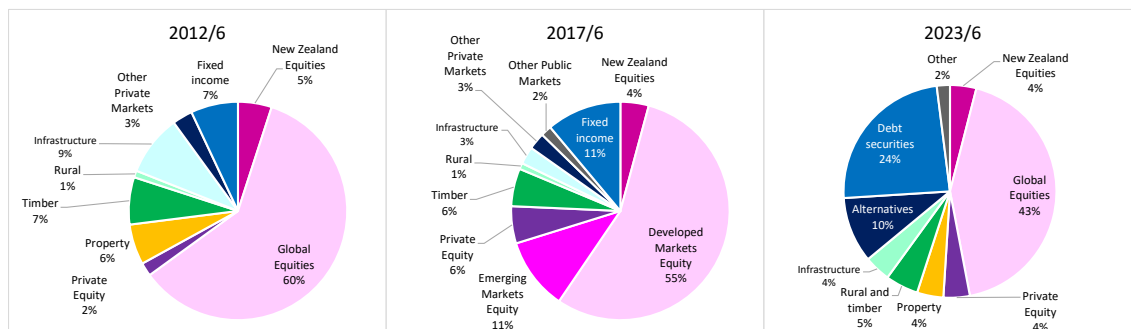
Investment Decision	Investment Beliefs	Investment Facts
Governance and investment objectives	1. Clear governance and decisionmaking structures that promote decisiveness, efficiency and accountability are effective and add value to the Fund.	It is important to be clear about investment objectives for the Fund, risk tolerance, and the timeframe over which results are measured.
Asset allocation	2. Asset Allocation is the key investment decision. 3. Investors with a long-term horizon can outperform more short-term focused investors over the long-run.	Risk and return are strongly related. There are varied investment risks that carry premiums/compensations. Illiquidity risk is one such premium. Investment diversification improves the risk to return (Sharpe) ratio of the Fund.
Asset class strategy and portfolio structure	4. Expected returns are partly predictable within asset classes and returns can revert toward a mean over time.	Investment markets are competitive and dynamic, with excess returns very difficult to find and constantly changing source. Market volatility tends to cluster over short horizons but mean-reverts over longer horizons. Investment risks can be unbundled to make the Fund more efficient. This includes the separation of market (beta) and investment specific investment manager skills (active returns).
Manager and investment selection	5. True skill in generating excess returns versus a manager's benchmark (i.e. pure alpha) is very rare. This makes it hard to identify and capture consistently. 6. Some markets or strategies have characteristics that are conducive to a manager's ability to generate excess return. These characteristics tend to evolve slowly over time, although the shorter term opportunity set available in any market/strategy can vary through the cycle. 7. Identifying the life cycle of an investment is important to assessing the expected return. 8. Responsible asset owners who exercise best-practice portfolio management should have concern for environmental, social, and governance (ESG) issues of companies. 9. Improving ESG factors can improve the long term financial performance of a company.	Each investment should be made on the basis of its expected value-add to the Fund as a whole. Principal/agent conflicts exist with outsourced investment managers. The more efficient a market is, the more difficult it is for a manager to generate an excess return (versus their benchmark). Most excess return is driven by a combination of the research signals the manager is using, the conduciveness of their market to generating active returns, beta factors and luck. Research signals and methods used by managers tend to commoditise over time through market forces. In some cases, synthetic exposure to a market or factor can provide a guaranteed additional return to the Fund, and represents an additional hurdle that an active manager must surpass.
Execution		Managing fees and ensuring efficient implementation can prevent unnecessary costs.

出所：NZSF

4.3 アセットアロケーション

2023年6月時点のアセットアロケーションは、グローバル株式が43%、NZ株式が4%、プライベート・エクイティが4%、不動産が4%、インフラストラクチャー4%、農村&森林(Rural & Timber) 5%、オルタナティブ10%、債券24%、その他2%となっている。

[図表 4-19] NZSF のアセットアロケーションの推移



出所：NZSF から年金シニアプラン総合研究機構作成

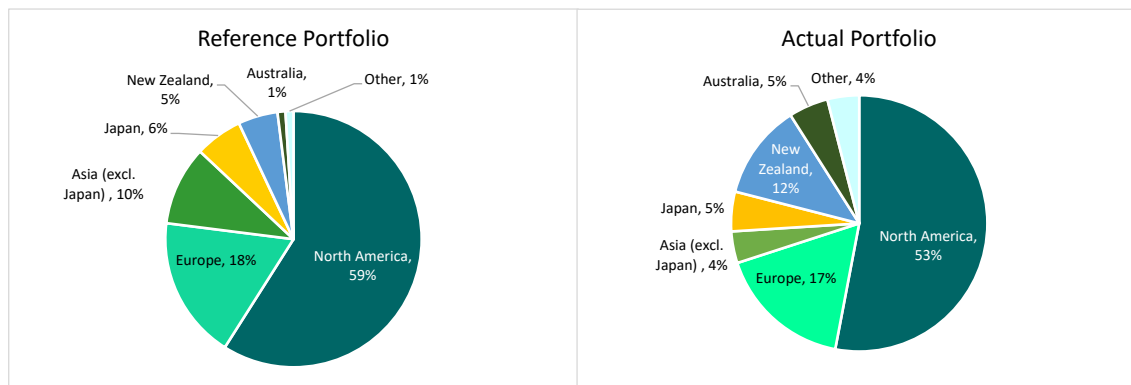
NZSF の投資で特徴的な資産クラスは農村 (Rural) 投資である。2010 年に 3 つの酪農場 (dairy farm) への投資から開始され、肉牛、果樹園 (リンゴ、ブドウ等) へと拡充されている。

オルタナティブについては、2023 年のアニュアルレポートには、グローバル・マクロとトレンド・オポチュニティーズのアロケーションを拡大させたとの記述がみられている。

先進国株式については 2018 年からマルチ・ファクター投資を開始、パッシブ運用から転換されポートフォリオの約 20%を占めるとされている。

地域別では参照ポートフォリオ対比 NZ とオーストラリアのウェイトが高くなっている。

[図表 4-20] NZSF の地域別アセットアロケーション



出所：NZSF から年金シニアプラン総合研究機構作成

第5章 フューチャーファンド

1. 概要

Future Fund はオーストラリアのソブリン・ウェルス・ファンド (SWF) である。

2023 年 12 月の運用資産残高は 2,118.5 億オーストラリア・ドル (A\$) で、GlobalSWF のレポート¹によると、運用資産残高では SWF 中第 14 位とされている。

将来的に政府等公的セクター職員等向けの確定給付型 (DB) 職域年金 (スーパーアニュエーション) に対する年金支払いが急増することへの対応として 2006 年に設立されている。

Future Fund への政府からの拠出額は累計 605 億 A\$ で、財政の黒字額からの拠出と民営化された旧国営電話会社であるテルストラの株式売却代金および政府保有のテルストラ株式の現物拠出が 2006 年 5 月から 2008 年 11 月まで行われている。

現状、政府から Future Fund への追加拠出は予定されていない。

Future Fund の設立根拠法 (The Future Fund Act 2006) では、2020 年 7 月以降 Future Fund からの資金の引き出しが可能であったが、2017/18 財政年度の予算で少なくとも 2026/27 財政年度までは引き出しは行わないこととされた。

Future Fund には、2017 年 6 月までは過大なリスクを取ることなく長期的に CPI+4.5% ~5.5% の年平均リターンを得ることを、2017 年 7 月からは CPI+4.0% ~5.0% の年平均リターンを得ることが政府からベンチマークとして与えられている。

設立来のリターンは 2023 年 12 月までで年平均 7.6% で、ベンチマーク・リターンの 7.0% を上回って推移している。

Future Fund の資産運用には「トータル・ポートフォリオ・アプローチ (TPA)」が採用されているが、参照ポートフォリオは設定されておらず、機動的にアセットアロケーションを変更する絶対リターン指向の強い資産運用がなされている。

また、ポートフォリオのリスク水準を表わす指標として、Equivalent Equity Exposure (EEE) を使用し、市場環境の変化に応じて EEE のターゲット水準を機動的に変更している。

Future Fund の組織構造は、Board (Future Fund Board of Guardians) と Agency (Future Fund Management Agency) から構成されている。

Board は、政府から独立した機関で、金融投資、投資マネジメント、コーポレート・ガバナンスの専門家によって構成され、根拠法と政府からの投資マנדートに従い、各ファンドの投資手法を決定、Agency からの推奨とアドバイスをレビューのうえ承認し、投資戦略を監督する。

¹ GlobalSWF(2024)、“2024 Annual Report”

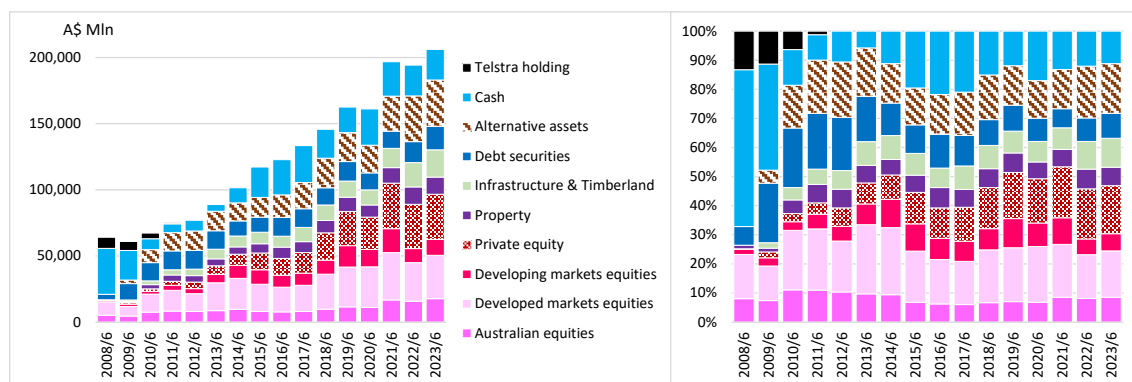
政府は Guardians を任命し、投資マンドートを設定するが、政府はファンドがどのように投資を行うかについては指示できないものとされている。

Agency は、投資プロフェッショナルで構成され、Board に対して推奨を行い、各ファンドの運用管理を行うものとされている。

また、Future Fund の他に、DisabilityCare Australia Fund (DCAF)、Medical Research Future Fund (MRFF)、Aboriginal and Torres Strait Islander Land and Sea Future Fund (ATSILSFF)、Future Drought Fund (FDF)、Disaster Ready Fund (DRF)、DisabilityCare Australia Fund (DCAF)、Housing Australia Future Fund (HAFF)² という 6 つの政府ファンドの運用管理も行っている。

尚、Future Fund 以外の政府ファンドの資産運用は、Future Fund と比べるとリスクを抑えた運用となっている。

[図表 5-1] 運用資産残高と資産構成比の推移



出所：Future Fund から年金シニアプラン総合研究機構作成

[図表 5-2] オーストラリア政府ファンドの投資残高

	Estimates				
	2022-23	2023-24	2024-25	2025-26	2026-27
	\$m	\$m	\$m	\$m	\$m
Future Fund	203,610	217,354	232,025	247,686	264,406
DisabilityCare Australia Fund	15,958	15,681	11,945	8,144	4,279
Medical Research Future Fund	21,865	22,422	22,963	23,466	24,040
Aboriginal and Torres Strait Islander Land and Sea Future Fund	2,169	2,244	2,296	2,342	2,388
Future Drought Fund	4,663	4,861	5,017	5,166	5,320
Disaster Ready Fund ^(a)	4,519	4,605	4,851	5,095	5,348
Total investment funds	252,783	267,167	279,097	291,899	305,782

出所：Australian Government Budget (2023/24) Financial Statements

² 2023 年に設立決定

2. 設立の経緯と目的

Future Fund は、オーストラリアの政府等公的セクター職員等向けの確定給付型 (DB) 職域年金 (スーパーアニュエーション) に対する将来の年金支払額の増大が、オーストラリアの政府財政に及ぼす影響を緩和させるために設立されたソブリン・ウェルス・ファンド (SWF) であり、設立目的はオーストラリアの将来世代への便益のために投資を行うこととされている。

オーストラリアでは 1990 年代後半から政府財政の健全化が急速に進められ、財政の黒字化が実現され、対 GDP 比でのネット一般政府負債の比率は、1995/96 財政年度の 18.5% から縮小し、2000 年代半ばにはネットでの一般政府負債の解消が見通せる状況となっていた。

オーストラリアにおいては、中期的な政府財政の持続可能性の維持が重要視され、公的セクター職員等向け DB 年金の未積立退職給付債務残高の大きさが財政上のリスク要因として取りざたされることになった。

公会計では一般に現金主義の財務諸表が使用されるが、オーストラリアでは 1999/2000 財政年度の予算案で初めて発生主義の財務諸表が作成された。発生主義での政府財務諸表の分析の結果、発生主義でみると公的セクター職員向けのスーパーアニュエーションの未積立債務が単独では最大の政府負債項目となっていくことが見込まれたため、中期的な政府財政の持続可能性の維持という観点から、ソブリン・ウェルス・ファンドの設立案が浮上したものである。

オーストラリアのスーパーアニュエーションは、現在は大多数が確定拠出型 (DC) 年金となっているが、かつては、大企業と公的セクター職員向けでは確定給付型 (DB) 年金が主流であった。積立金を持つ企業型スーパーアニュエーションとは異なり、政府が雇用主となるスーパーアニュエーションでは、政府は職域年金向けに実拠出は行わず積立金は持たない方針で運営されていたため、未積立退職給付債務の残高が大きく膨らんだものである。

尚、政府職員向けの DB 型スーパーアニュエーションは 2005 年に、軍人向けの DB 型スーパーアニュエーションは 2016 年に新規加入者の受け入れを停止しているが、既加入者への未積立退職給付債務の残高は、現在も増加が続いている。

オーストラリア政府の 2023/24 財政年度予算案によると、公的セクタースーパーアニュエーションに対する政府の負債額 (未積立債務) は、2023 年 6 月現在 2,758 億 A\$ で、2027 年 6 月には 3,110 億 A\$、2060 年 6 月には 5,129 億 A\$ へと増加する見込みとされている。

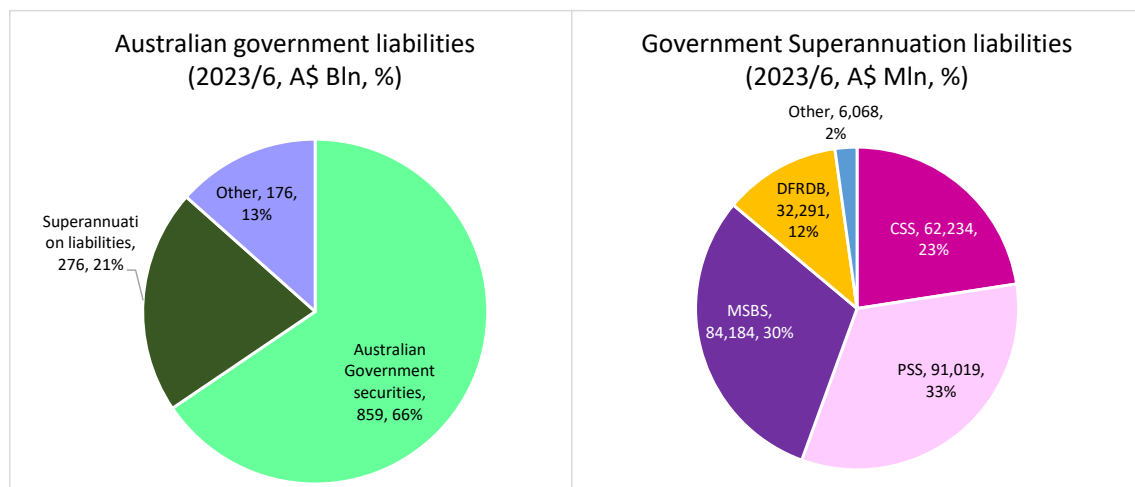
公的セクター職域年金への負債残高は、2023 年 6 月現在オーストラリアの政府負債の 21% を占めており、66% を占める国債に次ぐ構成比となっている。

[図表 5-3] Superannuation liabilities by scheme

	Estimates				
	2022-23	2023-24	2024-25	2025-26	2026-27
	\$m	\$m	\$m	\$m	\$m
<i>Civilian superannuation schemes</i>					
Commonwealth Superannuation Scheme	62,234	60,854	59,377	57,809	56,154
Public Sector Superannuation Scheme	91,019	93,717	102,141	106,172	110,079
Parliamentary Contributory Superannuation Scheme	847	842	836	826	816
Governors-General Scheme	16	15	24	24	24
Judges' Pensions Scheme	1,240	1,285	1,333	1,383	1,434
Division 2 Judges of the Federal Circuit and Family Court of Australia Death and Disability Scheme	1	2	2	3	3
Total civilian schemes	155,356	156,714	163,713	166,217	168,510
<i>Military superannuation schemes</i>					
Military Superannuation and Benefits Scheme	84,184	88,239	92,141	95,949	99,675
Defence Force Retirement and Death Benefits Scheme	32,291	32,059	31,770	31,444	31,080
Defence Forces Retirement Benefits Scheme	262	245	230	215	200
Australian Defence Force Cover	3,504	5,023	6,825	8,928	11,350
Total military schemes	120,241	125,566	130,965	136,536	142,304
Other schemes	199	207	217	227	235
Total	275,796	282,487	294,896	302,980	311,049

出所 : Australian Government Budget (2023/24) Financial Statements

[図表 5-4] オーストラリアの政府負債と職域年金負債の構成比



出所 : Australian Government Budget (2023/24) から年金シニアプラン総合研究機構作成

2.1 政府拠出

Future Fund に対しては 2006 年 5 月にシード資金として 180 億 A\$ が拠出され、その後 2008 年までに、財政の黒字額からの拠出と民営化された旧国営電話会社であるテルストラの株式売却放出代金からの拠出と政府保有のテルストラ株式の現物拠出が行われて、政府からの拠出額の累計は 605 億 A\$ となっている。

尚、今後の追加拠出は予定されていない。

[図表 5-5] Future Fund への拠出状況

拠出日	拠出内容	拠出額 (A\$ MLN)
5-May-06	Initial Seed Capital	18,000
22-Jan-07	2005-06 Budget Surplus and first instalment of Telstra 3 sale proceeds	18,639
16-Feb-07	The remainder of the 2005-06 Budget Surplus	3,638
28-Feb-07	2,104,657,933 Telstra shares	8,966
22-Jun-07	Telstra 3 sale proceeds (prepayments of the second instalment received in the period February to April 2007)	151
28-Jun-07	21,894,459 Telstra shares	102
24-Aug-07	2006-07 Budget Surplus	7,000
25-Jun-08	Telstra 3 sale proceeds (second instalment receipts)	3,900
21-Nov-08	35,361,956 Telstra shares	141
	TOTAL	60,537

出所：Future Fund から年金シニアプラン総合研究機構作成

政府からの現物出資として拠出されたテルストラ株式は、当初は Future Fund の投資残高において極めて高い割合を占める結果となり、テルストラ株式の価格変動が Future Fund のリターンに与える影響は極めて大きく、テルストラ株式の市場売却が進むまでは Future Fund のリターンはテルストラ株式を除いて公表されていた。

Future Fund は 2009 年 8 月に初のテルストラ株式の売却として 684.4 百万株（保有額の 34%）を 23.7 億 A\$ で実施、その後も売却を続け 2011 年 8 月には市場ウェイトにまで持株比率を引き下げている。

2.2 資金の引き出し

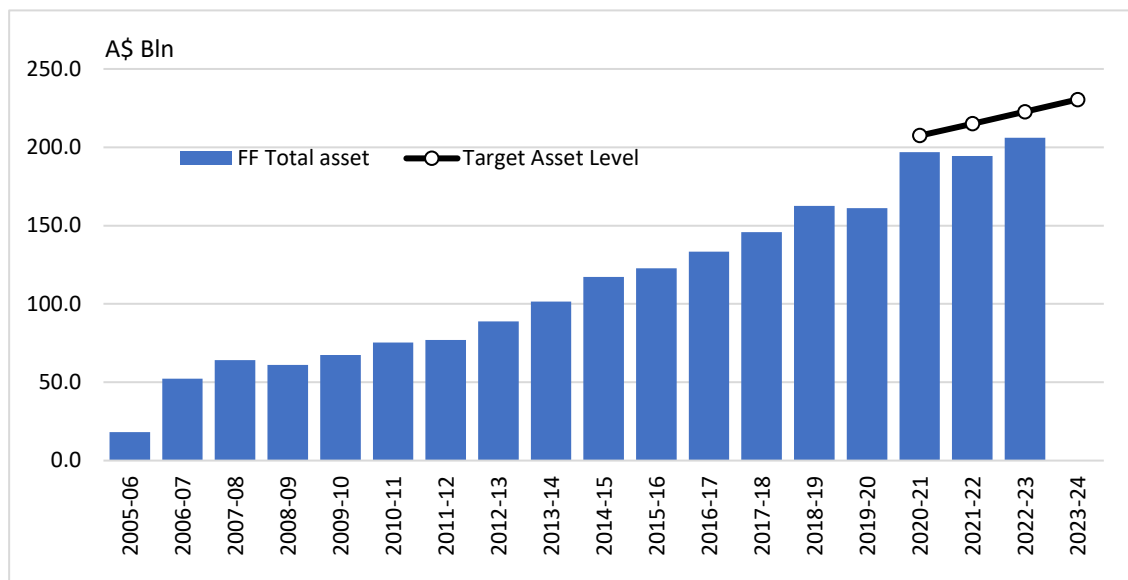
Future Fund の設立根拠法 (The Future Fund Act 2006) では、2020 年 7 月以降 Future Fund から資金の引き出しが可能であったが、2017/18 財政年度の予算で少なくとも 2026/27 財政年度までは引き出しは行わないこととされた。

Future Fund のピーター・コストロ会長は、2017 年に資金引き出しの開始延期を歓迎し、もし政府が 2020 年から年金給付に必要な資金を 2020 年から毎年 Future Fund から引き出せば 2046 年までに Future Fund の残高は枯渇し、政府には 2,750 億 A\$ の未積立退職給付債務が残るが、資金の引き出しの開始を 2027/28 財政年度まで遅らせれば、資産運用によるファンド資金の増加により未積立退職給付債務のカバーが可能になると述べている³。

尚、2020 年 6 月までは、Future Fund の資産残高が、政府が負う未積立退職給付債務の残高 (ターゲット資産水準) を超えた場合にのみ引き出しが可能とされていた。

ターゲット資産水準は、所管大臣が任命したアクチュアリーにより算出されており、2021 年に算出された数値では、2022-23 年度は 2,227 億 A\$ となっている。2023 年 6 月末の Future Fund の残高は 2,061 億 A\$ で、わずかではあるがまだターゲット資産水準を下回っている。

[図表 5-6] Future Fund の残高推移とターゲット資産水準



出所：豪財務省から年金シニアプラン総合研究機構作成

³ <https://www.futurefund.gov.au/news-room/2017/05/15/22/52/speech-by-peter-costello-ac---australian-shareholders-association-national-conference>

2.3 組織構造とガバナンス

Future Fund は、政府から独立したガバナンス構造を持つ。

Future Fund の組織構造は、Board (Future Fund Board of Guardians) と Agency (Future Fund Management Agency) から構成されている。

Board は、政府から独立した機関で、金融投資、投資マネジメント、コーポレート・ガバナンスの専門家によって構成され、根拠法と政府からの投資マנדートに従い、各ファンドの投資手法を決定、Agency からの推奨とアドバイスをレビューのうえ承認し、投資戦略を監督する。

Agency は、投資プロフェッショナルで構成され、Board に対して推奨を行い、各ファンドの運用管理を行うものとされている。

政府は Board を任命し、投資マנדートを設定するが、政府はファンドに対してどのように投資を行うかについて支持することはできない。

2017 年 5 月に更新された現在の投資マנדートは以下のようなものとなっている。

[図表 5-7] 政府からの投資マנדート

- i) Requires the Board to maximise return on the Fund over the long term;
- ii) Requires the Board to determine an 'acceptable but not excessive' level of risk in targeting the benchmark return;
- iii) Requires the Board to act in a way that:
 - a) Is consistent with international best practice for institutional investment;
 - b) Minimises the potential to impact on the Australian financial markets; and
 - c) Is unlikely to cause a diminution of the Australian Government's reputation in financial markets.
- iv) Benchmarks the Fund's return against CPI + 4% to 5% p.a. over the long term.

出所 : Future Fund

尚、Future Fund では「長期的に」を 10 年のローリング期間としてとらえている。

長期的に CPI+4%~5%は「ベンチマーク」とされているが、実質的には Future Fund に与えられた目標リターンと考えられる。

ベンチマーク・リターンは 2017 年に CPI+4.5%~5.5%から、CPI+4%~5%へと引き下げられている。

2.4 公的セクター職域年金の未積立債務

前述のように、オーストラリア政府の 2023/24 財政年度予算案によると、公的セクタースーパーアニュエーションに対する政府の負債額（未積立債務）は、2023 年 6 月現在 2,758 億 A\$ で、2027 年 6 月には 3,110 億 A\$、2060 年 6 月には 5,129 億 A\$ へと増加する見込みとされている。

政府職員向け職域年金も軍人向け職域年金も、確定給付型（DB）年金は既に新規加入者の受け入れは停止されており、その後の新規雇用者は民間セクター職員と同様に確定拠出型（DC）年金への加入となっているが、前述のように今後も年金負債は増加していくことが見込まれている。

[図表 5-8] 主な公的セクター職域年金

	設立	新規加入停止	加入者数	拠出者数	給付待機者	年金受給者
Commonwealth Superannuation Scheme (CSS)	1976	1990	99,396	1,333	2,028	96,035
Public Sector Superannuation Scheme (PSS)	1990	2005	214,774	54,870	88,286	71,618
Defence Forces Retirement Benefits (DFRB)	1948	1972	1,528	0	0	1,528
Defence Force Retirement and Death Benefits (DFRDB)	1972	1991	50,435	557	0	49,878
Military Superannuation and Benefits Scheme (MSBS)	1991	2016	182,514	30,745	122,310	29,459

出所：CSC から年金シニアプラン総合研究機構作成

政府が年金支払い義務を負う公的セクター職域向け DB 年金の主なものは[図表 5-8]の 5 つを含め 9 つあるが、このうち 6 つのスーパーアニュエーションは既に新規加入者の受け入れを停止済で、現在も新規加入が継続されているのは、裁判官等を対象とした Judges' Pensions Scheme (JPS)、オーストラリアの総督 (Governors-General) 向けの Governors-General Scheme (G-GPS)、軍人向けの障害・遺族年金の Australian Defence Force Cover (ADF Cover) のみとなっている。

3. Future Fund の資産運用

3.1 絶対リターン指向

Future Fund ではトータル・ポートフォリオ・アプローチ (TPA) を採用しているが、同じく TPA を採用するカナダ年金投資委員会 (CPPIB) やシンガポールの GIC、ニュージーランド・スーパーアニュエーション・ファンド (NZSF) 等とは異なり、「参照ポートフォリオ」の設定はなく、⁴ 戦術的アセットアロケーション (TAA) のダイナミック・マネジメントが標榜されている。

Future Fund は、政府からのマンドートとして、過大なリスクを取らず長期的なリターンの最大化を目指すことが求められており、長期的に年平均 CPI+4.0%~5.0%⁵がベンチマークとして定められている。

Future Fund に与えられたベンチマーク・リターンはかなり高い水準であり、投資方針書 (Statement of Investment Policy) においても「市場サイクルを通じて平均として高いリスク・テーク・スタンス」を取ることを意味するとの記述がみられている。

また、CPI+4.0%~5.0%というマンドートは、同種のファンドとの相対比較や市場ベンチマークとの比較ではなく、絶対リターンの意味合いが強いとの解釈から、Future Fund では市場環境に応じて投資リスクの水準を積極的に変動させる投資スタンスを採用している。

また、ポートフォリオのリスク水準を簡潔に表す指標として Equivalent Equity Exposure (EEE) を使用しているが、市場環境の変化により期待リターンが低下してきていること等から EEE の目標レベルは引き上げられてきている。

現在の投資方針書には、EEE 60 が、長期的に CPI +4%を達成するためのファンドの構造的リスクレベルに相当すると考えているとの記述がみられている。

長期的にベンチマーク・リターンを達成することを主たる目的としているが、比較的短期の大幅な市場変動に対するリスク指標としては、3年間の条件付き Value-at-Risk (CvaR3)⁶が使用されている。

Future Fund では3年間での大幅なマイナスリターンを回避するとしており、EEE=60 のリスク水準における CvaR3 は年率△7%程度とされている。

Future Fund は、ハイリスク/ハイリターン指向のファンドと位置付けられるものと考えられるが、一方でポートフォリオ全体にレバレッジを掛けることは認められていない。デリバティブは積極的に活用されているが、キャッシュの保有を高めレバレッジを回避して

⁴ 戦略的アセットアロケーション (SAA) の設定もない

⁵ 2017年6月まではCPI+4.5%~5.5%

⁶ 3年間のポートフォリオ・モデリングに基づいて起こり得る最悪の5%を示すものとされている

いるように見受けられる。

3.2 アセットアロケーション

Future Fund では戦略的アセットアロケーション (SAA) を定め、それぞれの資産クラスに割り当てられたウェイトを埋めていくといった考え方はとっておらず、ダイナミック投資プロセスを採用しているとしている。

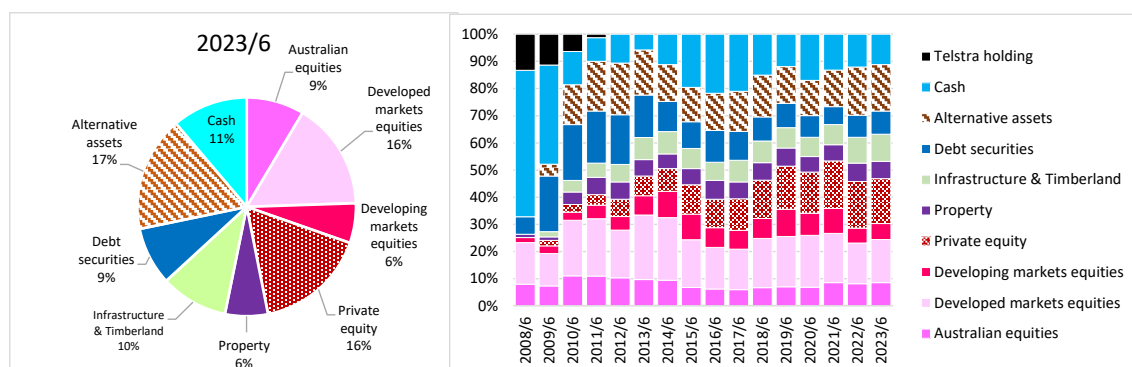
Future Fund の戦術的アセットアロケーション (TAA) では、資産カテゴリーを以下の7つ7にグルーピングしている。資産カテゴリーの特徴としては、金利リスクは現物資産ではとらず「オーバーレイ」のなかに組み入れられている。

[図表 5-9] Future Fund の資産カテゴリー

Category	Sectors covered
Alternative assets	Skill-based absolute return strategies and other risk premia, providing diversity of return streams
Cash	Treasury bills, bank bills and deposits
Credit	Primarily through non-government fixed-interest securities extending to mortgages, high-yield credit and corporate loans
Overlays	Exposures to developed and emerging market currency, domestic and global interest rates, portfolio protection strategies, and other return-enhancing and/or risk mitigation strategies
Listed equities	Australian equities, global developed market equities, and global emerging market equities
Private equities	Venture capital, growth capital, buyout
Tangible assets	Real estate, infrastructure and timberland assets gained through public and private markets

出所：Future Fund アニュアルレポート

[図表 5-10] 資産クラス別残高構成比と推移



7 投資方針書では上場株式とプライベート・エクイティは「株式」としてまとめられており6つ、クレジットはDebtという表記となっている

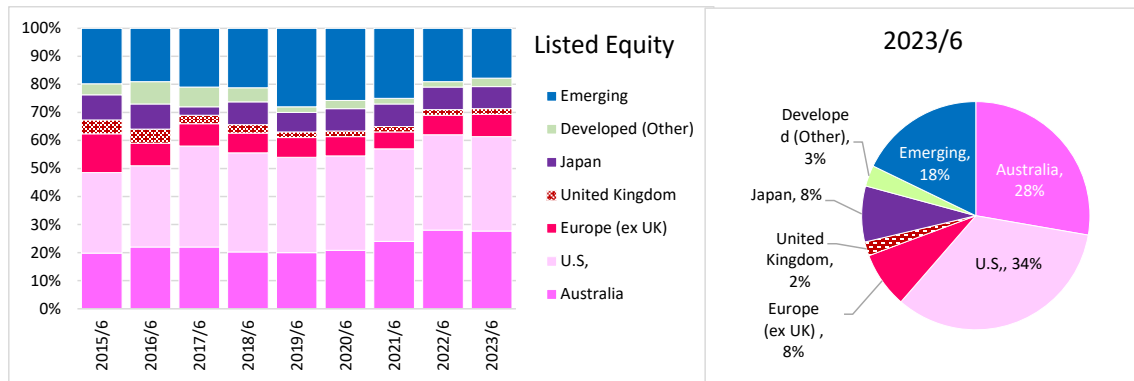
出所：Future Fund から年金シニアプラン総合研究機構作成

2023年6月のアセットアロケーションは、豪株式 8.6%、先進国株式 15.9%、新興国株式 5.9%、プライベート・エクイティ 16.5%、不動産 6.3%、インフラストラクチャー&森林 10.0%、クレジット 8.6%、オルタナティブ 17.0%、キャッシュ 11.2%となっている。

キャッシュの比率は基本的に高めに推移してきているが、前述のようにポートフォリオ全体にレバレッジを掛けることが認められていない影響を含むものと考えられる。

上場株式ではオーストラリア株式の比率は 28%とグローバル株式インデックス対比ではかなり高めの水準となっている。新興国株式の比率も 2019年6月の 28%からは下がっているものの 18%と高めである。

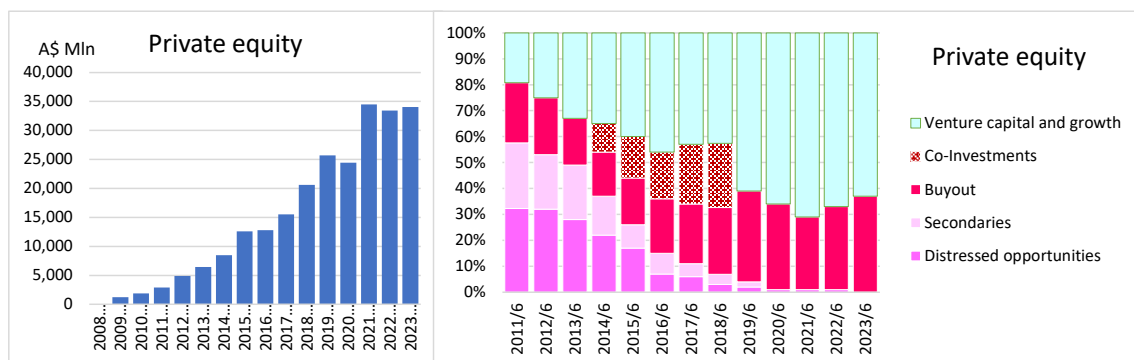
[図表 5-11] 上場株式の地域別構成比と推移



出所：Future Fund から年金シニアプラン総合研究機構作成

プライベート・エクイティの残高と構成比は大きく拡大してきたが 2021年6月以降は頭打ち、ディストレストとセカンダリーからバイアウトとベンチャー&グロースへのシフトがみられ、ベンチャー&グロースの構成比が 6割強と高いことが特徴となっている。

[図表 5-12] プライベート・エクイティの残高と戦略別構成比の推移

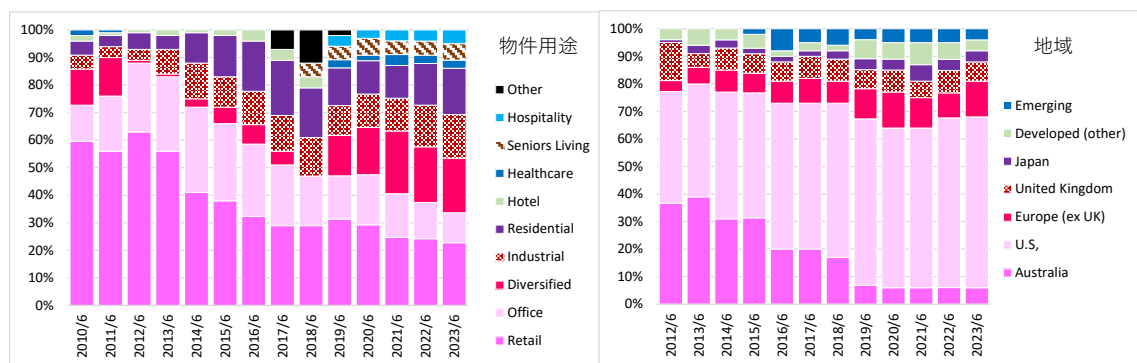


出所：Future Fund から年金シニアプラン総合研究機構作成

不動産では、当初はリテールとオフィスのウェイトが高かったが、その後は物件用途の分散が進んでいる。

地域別では、2015年6月まではオーストラリアの比率が30%近辺と高くなっていたが、2023年6月では6%へと低下している。

[図表 5-13] 不動産の用途別・地域別構成比の推移

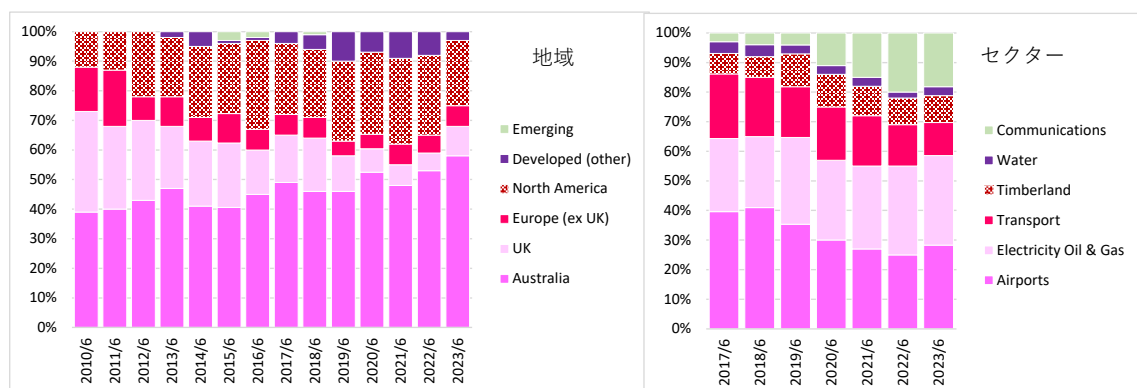


出所：Future Fund から年金シニアプラン総合研究機構作成

インフラストラクチャー&森林は、2020年の英ガトウィック空港への投資からの Exit 等から構成比がやや下がっていたが、その後はテルストラの通信等事業の49%の取得やデータ・センターや光ファイバー網等通信関連セクターへの投資を拡大し2023年末の構成比は10%へと拡大している。

また、メルボルン港等オーストラリアへの投資比率が高く2023年6月は58%に達している。

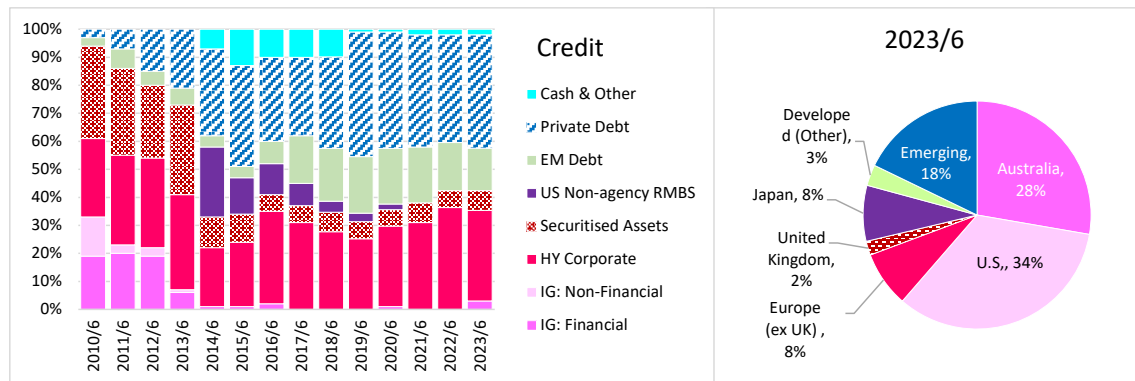
[図表 5-14] インフラ&森林の地域別・対象セクター別構成比の推移



出所：Future Fund から年金シニアプラン総合研究機構作成

Future Fund では前述のように金利リスクはオーバーレイで取るため、債券・債務投資は「クレジット」とされている。2023年6月の戦略別構成比では、プライベート・デットが40%、ハイイールド債が32%、エマージング債が15%となっており、投資適格社債の構成比は3%と小さく、クレジットの中でも「濃い」ポートフォリオ構成がみられている。

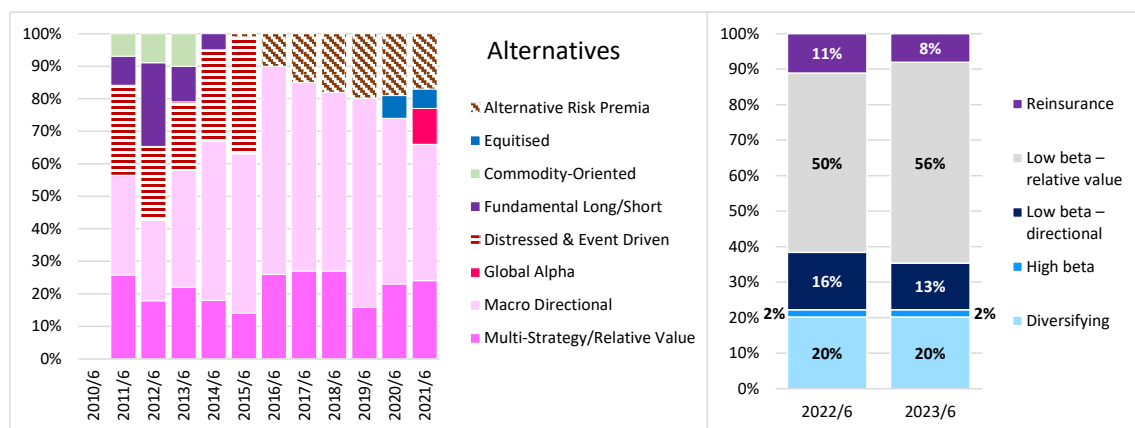
[図表 5-15] クレジットの戦略別構成比の推移と地域別構成比



出所：Future Fund から年金シニアプラン総合研究機構作成

オルタナティブの戦略別構成比の開示内容は 2022 年のアニュアルレポートから変更となっており、2023年6月では、ローベータ・リラティブ・バリューが56%、分散戦略が20%、ローベータ・ダイレクショナルが13%、再保険が8%、ハイベータが2%となっており、株式市場との相関の低い戦略を中心とした組み入れとなっている。

[図表 5-16] オルタナティブの戦略別構成比推移



出所：Future Fund から年金シニアプラン総合研究機構作成

3.3 Equivalent Equity Exposure (EEE)

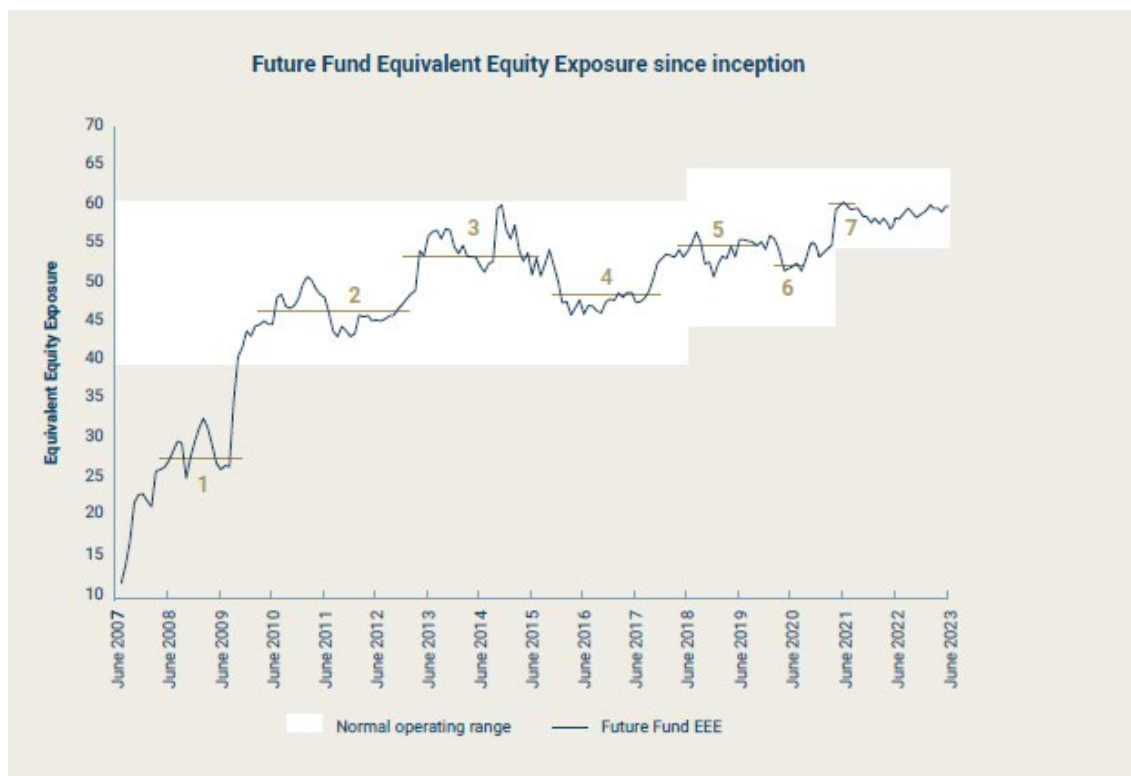
Future Fund では Equivalent Equity Exposure (EEE) が、ポートフォリオのリスク水準を簡潔に表す指標として使用されている。

EEE は、グローバル株式市場の価格変動に対するポートフォリオのセンシティブリティを表わすものとされ、EEE が 50 の投資ポートフォリオの単純な代表例は、50%の現金と 50%の世界株式 (A\$に為替ヘッジ後) で構成されるポートフォリオとされている。

EEE の記述が Future Fund のアニュアルレポートにみられたのは 2014/15 年版からで、当初は EEE=50 が中心値で 40~60 が標準レンジとされていたが、2018 年 6 月に、市場環境の変化により期待リターンが低下していることと、政府からの投資マンドートが更新されたためとして、標準レンジは 45~65 へと引き上げられ、2020/21 年度に実施された投資戦略のディープ・レビューの一環として、EEE の標準レンジを 55~65 へと狭める形で EEE の中心値は 60 へと再度引き上げられている。

現在の投資方針書には、EEE 60 が、長期的に CPI +4%を達成するためのファンドの構造的リスクレベルに相当すると考えているとの記述がみられている。

[図表 5-17] EEE の推移と標準レンジ



出所：Future Fund アニュアルレポート

[図表 5-17]に1～7の番号で示された EEE の変更の概要は以下の通りのものになっている。

1. 世界金融危機の発生を受け、ポートフォリオの構築を一時停止し、低リスクのポートフォリオを維持
2. 危機対応としてのグローバルな協調経済対策を受けリスク・エクスポージャーを引き上げ
3. 欧州ソブリン危機の鎮静化を受けリスク水準を引き上げ
4. 低金利にサポートされた市場の上昇により期待リターンが低下したとの見方からリスク水準を引き下げ
5. 強い経済成長と企業利益、中央銀行による緩和的金融政策の持続からリスク水準を引き上げ
6. COVID-19 を受けてリスク水準を引き下げ
7. 構造的リスク水準を 2020-21 会計年度中に調整しレンジ幅を縮小。その後、投資パラダイムのシフト⁸が発生しているとしてリスク水準に引き上げ

3.4 投資信条 (Investment beliefs) と比較優位性

Future Fund では、以下のような投資信条 (Investment beliefs) を掲げている。

[図表 5-18] 投資信条

- ・ 強固なガバナンスは成功に不可欠である
- ・ “One Team, One Purpose”カルチャーがより良い決断と投資成果をもたらす
- ・ トータル・ポートフォリオ・アプローチが長期的パフォーマンスを改善させる
- ・ 市場の非効率性は、アクティブ・マネジメントを通じて価値を付加する機会を生み出す
- ・ リスクは多面的で堅固なリスク管理がマンデートの達成能力を強化する
- ・ すべてのコストを控除後の付加価値に主としてフォーカスするが、規模と市場地位を利用してコストの削減を追求する
- ・ たくさんの比較優位性を持っており、適切に活用すれば、マンデートの達成の助けとなる

出所：アニュアルレポート等から年金シニアプラン総合研究機構作成

比較優位性としては、①長期投資、②レピュテーション、③外部の優秀なパートナーへのアクセス、④トータル・ポートフォリオでの成果へのフォーカス、⑤一つの委託者、一つの目的の5つが掲げられている。

⁸ 3.6 パラダイム・シフト参照

<長期投資>

長期投資は、投資期間の長さから短期的な相場変動への耐久力を持ち、非流動性資産からのプレミアムを獲得できる。

<レピュテーション>

レピュテーションは、ソブリンとしてのステータスと、時間の経過とともに行動と実績により強化され、他のソブリン関係機関と最も評価の高い同業他社や運用機関へのアクセスを容易にし、高度な資格と経験を積んだスタッフの獲得にも寄与している。

<外部の優秀なパートナーへのアクセス>

規模、ソブリンとしての地位、レピュテーションは、クラス最高の外部パートナーやファンドマネージャーのスキルと経験へのアクセスと活用に役立っている。

<トータル・ポートフォリオでの成果へのフォーカス>

トータル・ポートフォリオ・アプローチの採用により、ポートフォリオ全体へとフォーカスしつつ、トップダウンとボトムアップの投資アイデアを効果的に統合し協力し合うことができる。

<一つの委託者、一つの目的>

Future Fund の唯一の目的は、将来世代のオーストラリア人の利益のために投資することであり、彼らは唯一のクライアントであるオーストラリア政府に代表されており、使命の明確さが投資目標へのフォーカスと達成に向けた団結力を高めているとしている。

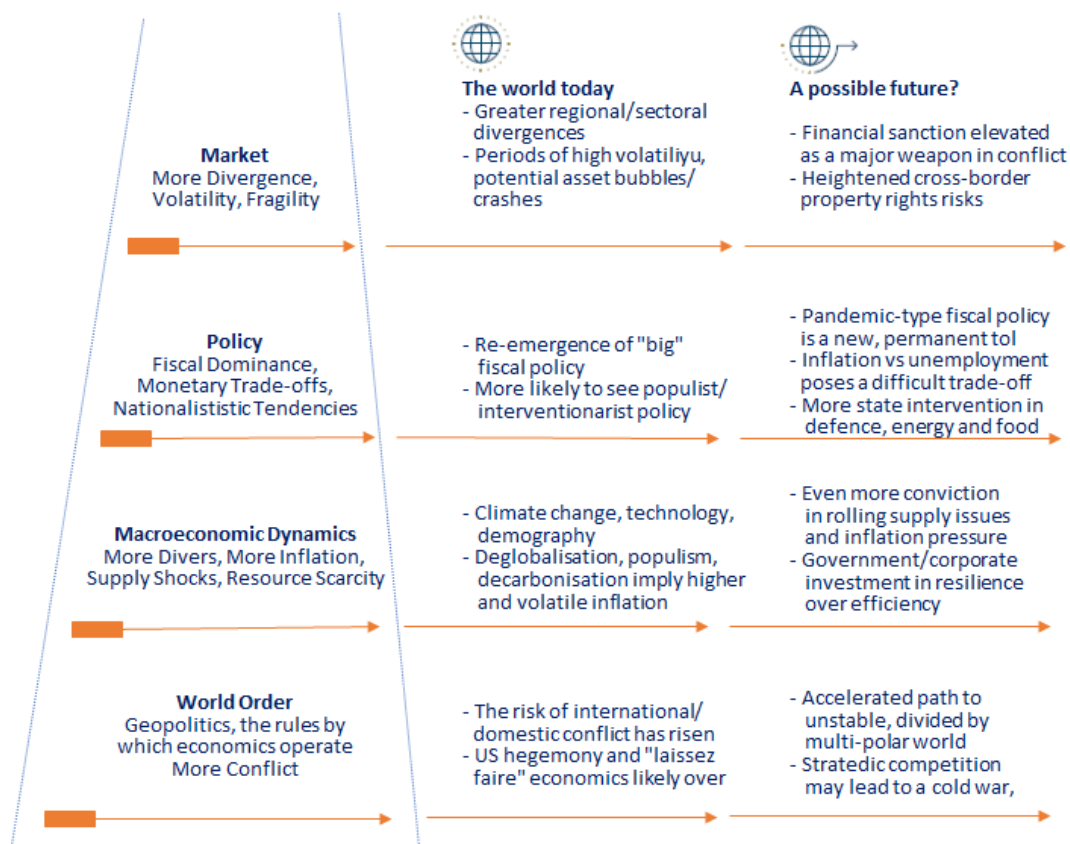
3.5 パラダイム・シフト

2021年9月に **Future Fund** では“**A New Investment Order**”というポジション・ペーパーを出状し、投資のパラダイム・シフトが発生しているとした。

観察されるパラダイム・シフトとして、①脱グローバリズム、②ポピュリズム、③テクノロジーのブレークスルーと技術的破壊、④人口動態、⑤気候変動、⑥企業利益へのチャレンジ、⑦物価レジームの変化、⑧財政・金融政策の協調、⑨フェアバリューの変化、⑩株式と債券の関連の変化が掲げられている。

こうした投資秩序の変化に対して **Future Fund** は、リスク・プロファイルの引き上げ、スキルベースでの投資の拡大、プライベート資産の拡大、長期投資にフォーカスしつつ受難性と機動性を高めるとしている。

[図表 5-19] 変貌する投資環境



出所：Future Fund

3.6 パフォーマンス

Future Fund のパフォーマンスは相応に良好なものとなっている。

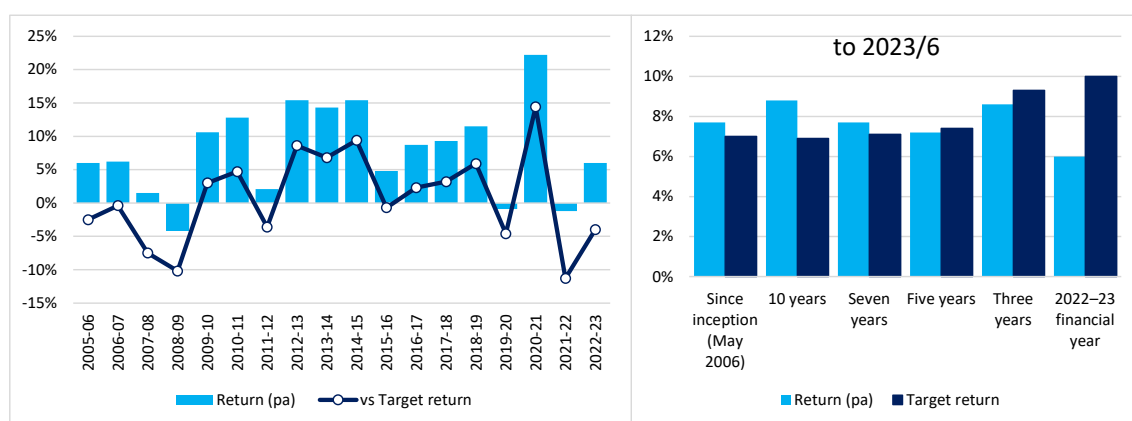
[図表 5-20] 2023 年 6 月までのパフォーマンス

Period to 30 June 2023	Return (pa)	Target return	Volatility	Sharpe ratio
Since inception (May 2006)	7.7%	7.0%	4.6%	1.0
10 years	8.8%	6.9%	4.7%	1.5
Seven years	7.7%	7.1%	5.0%	1.3
Five years	7.2%	7.4%	5.5%	1.1
Three years	8.6%	9.3%	5.8%	1.3
2022–23 financial year	6.0%	10.0%	5.5%	0.6

出所：Future Fund アニュアルレポート

[図表 5-21] パフォーマンス推移

	Return (pa)	Target return	vs Target return(右)
2005/06	6.0%	8.5%	-2.5%
2006/07	6.2%	6.6%	-0.4%
2007/08	1.5%	9.0%	-7.5%
2008/09	-4.2%	6.0%	-10.2%
2009/10	10.6%	7.6%	3.0%
2010/11	12.8%	8.1%	4.7%
2011/12	2.1%	5.7%	-3.6%
2012/13	15.4%	6.8%	8.6%
2013/14	14.3%	7.5%	6.8%
2014/15	15.4%	6.0%	9.4%
2015/16	4.8%	5.5%	-0.7%
2016/17	8.7%	6.4%	2.3%
2017/18	9.3%	6.1%	3.2%
2018/19	11.5%	5.6%	5.9%
2019/20	-0.9%	3.7%	-4.6%
2020/21	22.2%	7.8%	14.4%
2021/22	-1.2%	10.1%	-11.3%
2022/23	6.0%	10.0%	-4.0%
Since inception	7.7%	7.0%	0.7%
10 years p.a,	8.8%	6.9%	1.9%
5 years p.a.	7.2%	7.4%	-0.2%



出所：Future Fund から年金シニアプラン総合研究機構作成

参考文献

- 中川秀空 (2013a)、「オーストラリアの年金制度の現状と課題」
- 中川秀空 (2013b)、「ニュージーランドの年金制度の現状と課題」
- 年金シニアプラン総合研究機構 (2019)、「海外確定拠出年金の資産運用に関する調査研究」
- 年金シニアプラン総合研究機構 (2022)、「特集《各国の年金制度》」「年金と経済」2022年7月号(Vol.41NO.2)
- 年金シニアプラン総合研究機構 (2023)、「海外年金資金等のアセットアロケーションに関する調査研究」
- 野村亜紀子 (2013)、「オーストラリアのスーパーアニュエーション」
- Commonwealth of Australia (2002)、“Intergenerational Report 2002-03”
- Commonwealth of Australia (2023)、“Intergenerational Report 2023”
- Frances, J., and McCulloch, B. (2001)、“Financing New Zealand Superannuation”
- FMA (2021)、“Managed fund fees and value for money”
- FMA (2023)、“KiwiSaver Annual report”
- GlobalSWF (2024)、“2024 Annual Report”
- J.P.Morgan (2022)、“The Future of Superannuation - A Shared Perspective”
- J.P.Morgan (2023)、“The Future of Superannuation - 2023 Edition”
- Matthew Bell (2021) “Golden Years - Understanding the New Zealand Superannuation Fund”
- Melville Jessup Weaver (2023a)、“KiwiSaver Market Review”
- Melville Jessup Weaver (2023b)、“KiwiSaver Demographic Study”
- MyFiduciary (2020)、“MyFiduciary Analysis of Active versus Passive Management in KiwiSaver”
- OECD (2021)、“Pensions at a Glance 2021”
- OECD (2023a)、“Pension at a Glance 2023”
- OECD (2023b)、“Revenue Statistics 2023”
- RIIG (2022)、“Insights into pre-retirement KiwiSaver accounts”

参照ホームページ

- 日本貿易振興機構（ジェトロ）、(https://www.jetro.go.jp/world/cs_america/)
- ANZ KiwiSaver Scheme、(<https://www.anz.co.nz/personal/investing-kiwisaver/anz-kiwisaver/>)
- APRA、(<https://www.apra.gov.au/>)
- ASB KiwiSaver Scheme、(<https://www.asb.co.nz/kiwisaver>)
- Association of Superannuation Funds of Australia (ASFA) 、(<https://www.superannuation.asn.au/>)
- Australian Bureau of Statistics、(<https://www.abs.gov.au/>)
- Australian Retirement Trust、(<https://www.australianretirementtrust.com.au/>)
- Australian Taxation Office (ATO)、(<https://www.ato.gov.au/>)
- AustralianSuper、(<https://www.australiansuper.com/>)
- Booster KiwiSaver Scheme、(<https://www.booster.co.nz/products-services/booster-kiwisaver-scheme>)
- Financial Markets Authority (FMA)、(<https://www.fma.govt.nz/>)
- Fisher Funds KiwiSaver Scheme、(<https://fisherfunds.co.nz/kiwisaver>)
- Future Fund、(<https://www.futurefund.gov.au/>)
- HOSTPLUS、(<https://hostplus.com.au/>)
- New Zealand Inland Revenue、(<https://www.ird.govt.nz/>)
- The New Zealand Superannuation Fund、(<https://nzsuperfund.nz/>)
- Reserve Bank of New Zealand、(<https://www.rbnz.govt.nz/>)
- Services Australia、(<https://www.servicesaustralia.gov.au/>)
- United Nations - World Population Prospects、(<https://population.un.org/wpp/>)
- Work and Income (NZ)、(<https://www.workandincome.govt.nz/>)

「オーストラリア・ニュージーランドの年金等に関する調査研究」(R5-3)

令和6年3月

(編集・発行) 公益財団法人 年金シニアプラン総合研究機構

〒108-0074 東京都港区高輪1丁目3番13号 NBF 高輪ビル4階

電話 : 03-5793-9411 (年金シニアプラン総合研究機構 総務企画部 代表)

FAX : 03-5793-9413

URL : <https://www.nensoken.or.jp/>

本書の全部または一部の複写・複製・転記載および磁気または光記録媒体への入力等を禁じます。
これらの許諾につきましては年金シニアプラン総合研究機構までご照会ください。