

不動産 投資 レポート

海外大型年金の 不動産ポートフォリオ構築

～カナダ、韓国、ノルウェーの年金と米 CalPERS を中心
に～

金融研究部 不動産投資分析チーム 主任研究員 [加藤 えり子](#)

e-mail: ekato@nli-research.co.jp

はじめに

運用総資産額が 10 兆円を越える海外の大型年金基金には、不動産投資を行っている基金も多く (図表 1)、投資する不動産のリスクレベルや地域・国ごとの分散を図っているケースもある。国内の大型年金基金の数は少なく、厚生年金・国民年金を運用する年金積立金管理運用独立行政法人 (以下 GPIF)、公務員のための共済組合、企業年金の中途脱退者の積立金を運用する企業年金連合会などに限られるが、不動産投資を開始している基金としては企業年金連合会がある。ここでとりあげる海外の大型年金基金は、設立の背景や積立・給付の状況等がそれぞれ異なり、一律に比較することはできないが、国内大型年金基金にとっての先行事例として不動産投資の状況を把握しておくことも有用と思われる。今回は数年前から不動産ポートフォリオ構築のため投資を積極化しているカナダ、韓国、ノルウェー¹の年金と、長期にわたり不動産投資の実績を持つ米国の CalPERS (California Public Employees' Retirement System) に着目して不動産投資動向をまとめた。

図表-1 大型年金基金一覧 (運用総資産額上位 20)

順位	名称	国	運用総資産額 (百万ドル)	不動産 配分割合
1	年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF)	日本	1,292,003	0%
2	Government Pension Fund Global	ノルウェー	712,606	1.2%
3	ABP	オランダ	372,860	8.9%
4	National Pension Service	韓国	368,450	3.7%
5	Federal Retirement Thrift	米国	325,682	0%
6	CalPERS (California Public Employees' Retirement System)	米国	244,754	10.4%
7	地方公務員共済組合連合会	日本	201,443	0%
8	Central Provident Fund	シンガポール	188,430	(*)
9	Canada Pension Plan	カナダ	184,425	11.6%
10	National Social Security	中国	177,486	(*)
11	PFZW	オランダ	177,311	(*)
12	Employees Provident Fund	マレーシア	175,720	(*)
13	California State Teachers	米国	155,739	11.7%
14	New York State Common	米国	150,110	6.9%
15	Florida State Board	米国	134,345	7.7%
16	New York City Employees' Retirement System	米国	132,071	(*)
17	Ontario Teachers	カナダ	130,198	(*)
18	ATP	デンマーク	129,009	10.8%
19	GEPP	南アフリカ	122,225	(*)
20	企業年金連合会	日本	119,199	0.7%

※運用資産額、不動産配分割合の時点は 2012 年～2014 年
(*)は HP で不動産配分割合を開示していない基金

(出所) Towers Watson 資料 (名称等一部加筆)、各基金の HP を基にニッセイ基礎研究所が作成

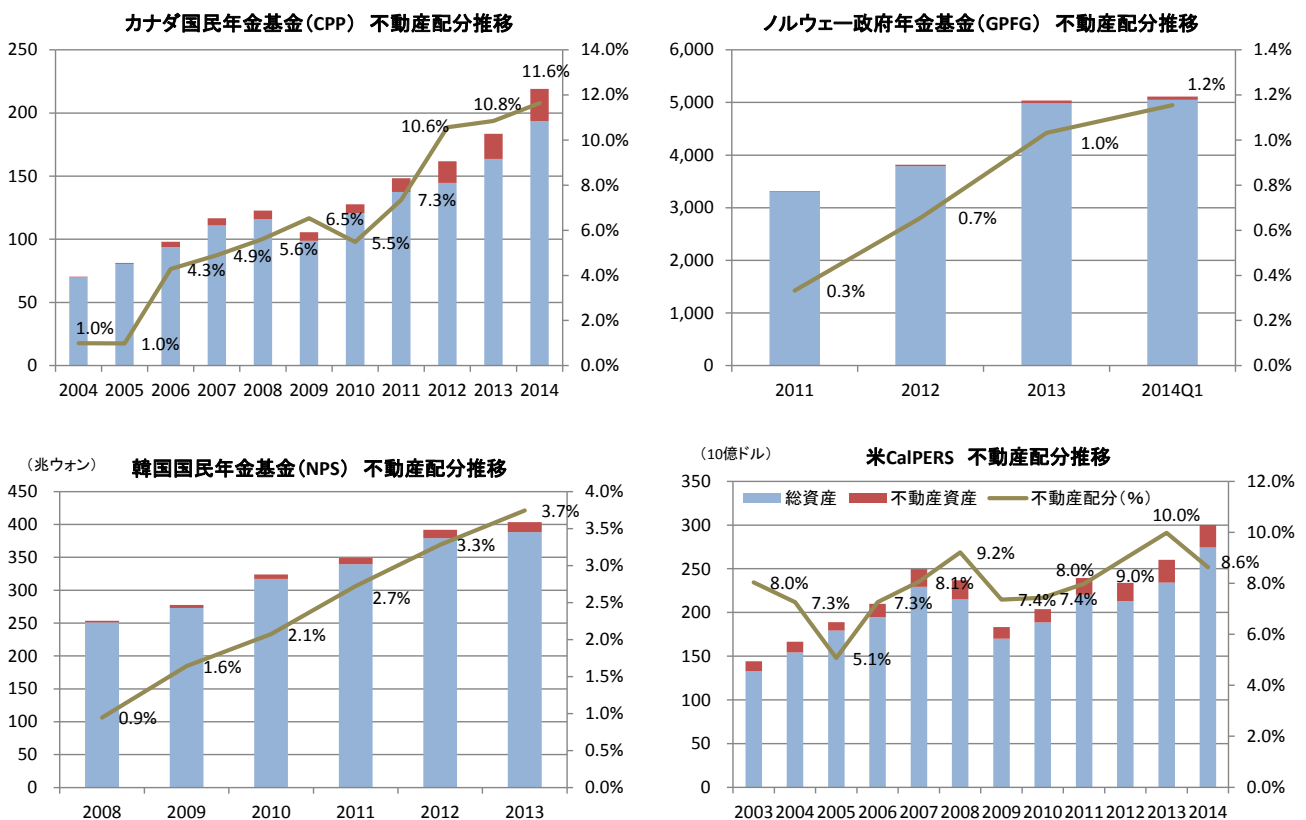
¹ 図表 1 で第2位の Government Pension Fund Global は石油・天然ガス収益の一部の積立によるノルウェーの基金で、石油資源が減少する将来に備えるという長期の目的を持ち、その特性からソブリン・ウェールズ・ファンドに分類されることもある。詳しくはニッセイ基礎研究所 [海外年金基金レポート 第4回 = ノルウェー政府年金基金-グローバル\(GPFG\) =](#) を参照。

1. 大型年金基金の種別

運用資産額上位の大型年金基金（図表 1）のうち、多くを占めるのが公的年金で、GPIF も最も資産額の大きい公的年金として知られる。米国の **Federal Retirement Thrift** は資産規模第 5 位で、社会保障年金とも呼ばれる公的年金である。年金資産運用の先駆者として頻繁に取り上げられる **CalPERS** などの米国大型年金基金は、その多くが公務員年金で州ごとに設立されている。上位 20 位の中には米国の公務員年金が 5 基金含まれる。オランダの 2 基金は職域年金で、**ABP** は公務員・教職員を、**PFZW** は介護・福祉業従事者を対象としている。また、マレーシアや南アフリカなど近年運用資産額が成長している新興国の公的年金も複数含まれる。

この中で近年、特に不動産投資額を増加させているのが、**Canada Pension Plan**（カナダ国民年金基金、以下「カナダ CPP」）、**Government Pension Fund Global**（ノルウェー政府年金基金、以下「ノルウェーGPF」）、**National Pension Service**（韓国国民年金基金、以下「韓国 NPS」）などである（図表 2）。これらの年金基金は、米国・オランダの大型年金と比べると不動産投資では後発で、体制構築を図りながら不動産投資残高を増やす段階にあるため、新規の取得が目立つ。また、自国の不動産市場が米国ほど大きくないこともあり海外投資を積極的に行っている点で共通している。このうち自国の不動産市場が最も小さいノルウェーGPF は、海外資産であるロンドンの商業施設で不動産投資を開始している。

図表-2 大型年金基金の不動産投資配分の推移



(出所)各基金アニュアルレポートを基にニッセイ基礎研究所が作成

2. 大型年金基金の不動産配分

大型年金基金の多くは不動産への資産配分を行っており、実績配分が5%を超える基金も多い。

ノルウェーGPFG と米 CalPERS については不動産の配分方針を公表しており、それぞれ5%、11%（暫定配分は10%）を不動産の目標配分としている。ノルウェーGPFGは2014年3月時点で1.2%の実績不動産配分であり、目標に達するために新規投資を頻繁に行っている状況にある。一方米 CalPERS は、目標配分を2014年5月に9%から11%に上げた。2014年6月末時点の不動産配分は8.6%で目標配分を割り込んでいるが、7月に十数社の運用会社と合計約67億ドルの共同投資に合意したなどの報道もあり²、実績不動産配分を急速に高めている状況がうかがえる。

韓国 NPS は、不動産の目標配分は公表しておらず、不動産・インフラ等を含むオルタナティブで10.6%を目標配分としている。2013年6月末の実績では、オルタナティブ9.4%、うち不動産3.7%で、前年からの不動産資産の増加率は国内40.8%、海外32.8%と不動産投資を増加させている過程にまだある。

カナダ CPP は最も不動産投資に積極的なグローバル投資家として認知が高まっており、2014年3月末で不動産に11.6%配分しているが、目標配分は示していない。これは運用資産全体でリスク量を調整し、資産ごとに目標配分を定めないトータルポートフォリオマネジメントと呼ばれる運用手法を採用していることによる³。

3. 米国では企業年金より公務員年金の方が大きい不動産配分

米国では、1970年代から年金基金による不動産投資が始まり、80年代から90年代には不動産運用ビジネスが確立した。PREA（Pension Real Estate Association）の調査によれば、1996年には企業年金と公務員年金の間に不動産アロケーションの差はほとんどなかったが、2000年代以降不動産配分を増加させていった公務員年金に比べ、企業年金の不動産配分は低位で推移している（図表3）。

図表1の運用資産額上位20には企業年金は含まれていないが、ゼネラル・モーターズ（21位）、IBM（23位）、ボーイング（25位）などの米国企業の年金が30位以内に入っており、9兆円～12兆円程度の資産規模となっている。米国には運用資産額1兆円を超える企業年金も多く、数千億円にとどまる日本の企業年金に比べ大規模な基金が多い。しかし日本と同様に公務員年金に比べれば全般に運用資産額は小規模で、不動産配分が相対的に少ないといった投資スタンスの違いが生じている。

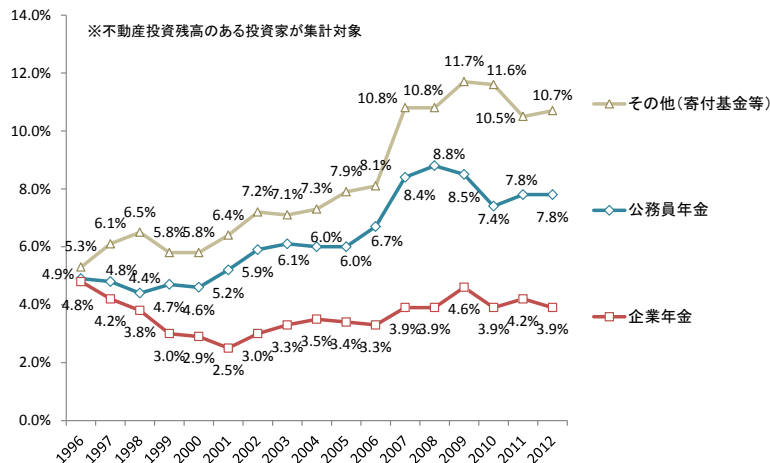
年金ではないが、米国では不動産機関投資家として寄付基金や大学基金も目立つ存在となっている。給付義務のないこれらの投資家も96年時点では不動産配分は年金基金とさほど変わらなかったが、2000年代後半以降は10%を超える高い配分が続いている。

なお、図表3は不動産投資残高のある投資家を対象とした集計であり、不動産投資残高のない投資家を含めた2012年の平均不動産配分は、企業年金1.4%、公務員年金5.6%、その他（寄付基金等）4.0%となっている。

² PERE 2014/9/16

³ ニッセイ基礎研究所 海外年金基金レポート 第2回 = カナダ国民年金投資委員会(CPPIB) = を参照。

図表-3 米国年金基金の種類別不動産投資配分の推移



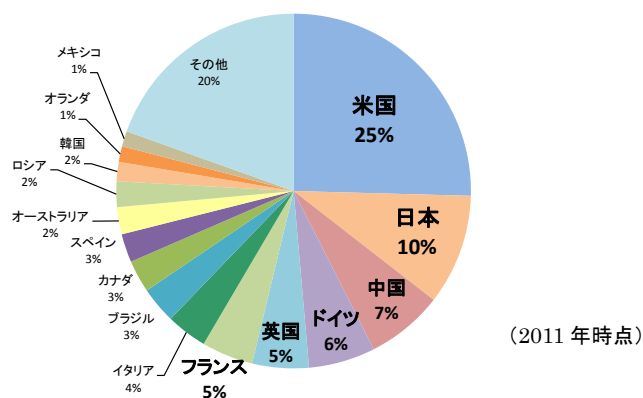
(出所)PREA 公表データを基にニッセイ基礎研究所が作成

4. 国・地域への配分

不動産市場規模を精緻に把握するのは難しいが、米国生保系の不動産運用会社 Prudential Real Estate Investors は GDP と一人あたり GDP から資産額ベースの不動産市場規模を推計している。それによれば(図表 4)のように米国が市場規模の 1/4 を占めている。特定の国に偏らず世界の不動産に配分を行うと機関投資家のポートフォリオはこのような国別割合となる。しかし実際の年金基金による地域配分では、証券に投資する場合と同様に自国や近隣地域へのバイアスが生じる(図表 5)。

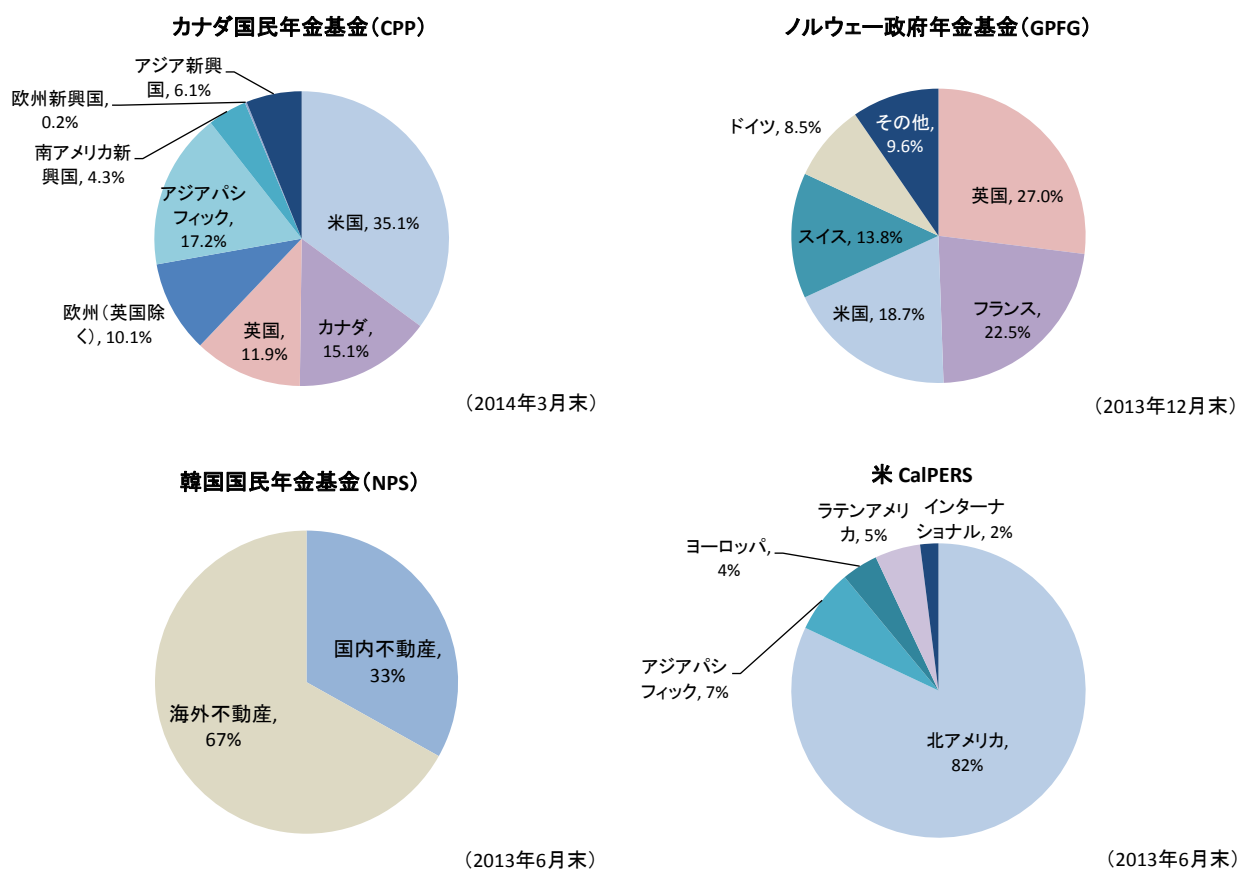
米 CalPERS では不動産資産の 80%以上がカナダを含む北アメリカに所在し、カナダ CPP でも米国とカナダを合わせて 50%を超える配分となっている。韓国の不動産市場規模は、市場規模では世界シェア 2%に過ぎないが、韓国 NPS の自国不動産への投資は不動産資産の 33%を占めている。一方、ノルウェーGPF には、自国不動産への投資は行っていない。これはノルウェーGPF がグローバル投資を志向しており、自国の不動産市場規模が小さいことによると思われる。不動産投資を始めるにあたって、まずは欧州から投資する方針としており、前述のように英国から投資を始めて、フランス、ドイツ、スイスなどの欧州への配分で 72%を占める(2013 年末)。2013 年からは米国への投資も開始し、2014 年に入ってから NY、ボストンなどで大規模ビルの持分を取得しているが、これまでのところ近隣の欧州諸国に重きを置いた資産構成となっている。

図表-4 機関投資家向け投資用不動産の市場規模推計(国別割合)



(出所)Prudential Real Estate Investors

図表-5 大型年金基金の国別不動産アロケーション



(出所)各年金基金の公表情報を基にニッセイ基礎研究所が作成

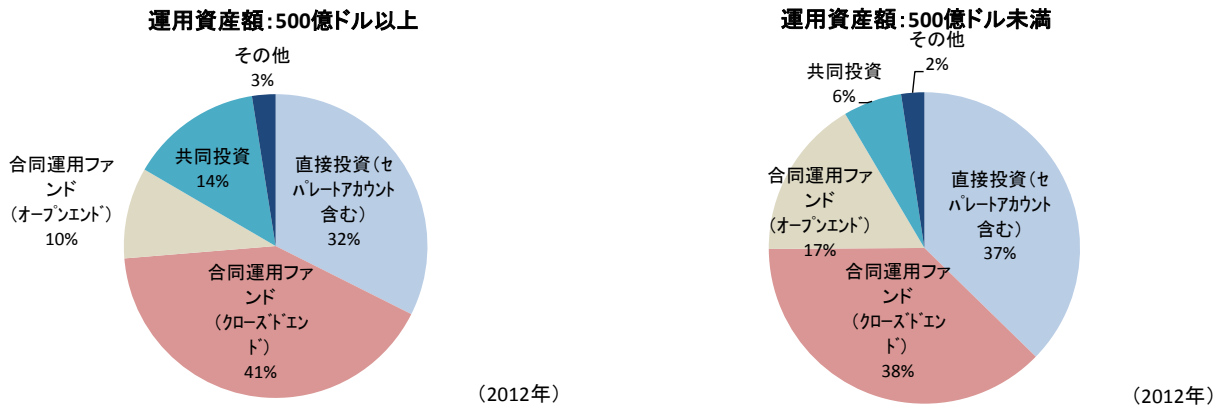
5. 不動産投資形態

不動産投資の主な投資形態は、セパレート・アカウント、合同運用ファンド、共同投資（ジョイント・ベンチャー）で、合同運用ファンドには、有期限・期中換金原則不可のクローズドエンド型と、無期限・期中換金請求が可能なオープンエンド型がある。日本で提供され始めた私募リートは、オープンエンド型の合同運用ファンドに含まれる。

セパレート・アカウントは、投資家が運用会社に個別に運用委託する形態で、投資対象範囲や運用会社の裁量などは委託契約ごとに定められる。一棟の所有権に投資することも多く、直接投資に分類されることもある。米国の年金基金を500億ドル以上、未満の規模別に見ると（図表6）、双方ともにクローズドエンド型の合同運用ファンドへの投資割合が最も高く、次いでセパレート・アカウントを含む直接投資への投資割合が高い。相違点としては、500億ドル以上の基金では共同投資の割合が高いのに対して、500億ドル未満の基金ではオープンエンド型の合同運用ファンドの割合が高い。共同投資は専門的な判断や交渉を内部スタッフが担うため、人員体制を構築しやすい大型基金でより多く行われている。

米 CalPERS では不動産投資方針の中で投資可能な投資形態を列挙しており（図表7）、好ましい形態はセパレート・アカウントだとしているが、合同運用ファンドへの投資も多数実施している。

図表-6 米国年金基金の投資形態別不動産投資割合



(出所)PREA 公表データを基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-7 米 CalPERS の不動産投資形態

投資形態	内容	
合同運用ファンド	不動産投資マネージャーが運用するファンドに一投資家として投資 合同運用ファンドに投資するのは以下の場合 優れた運用チームへのアクセスとなる 独自性のある投資戦略へのアクセスとなる	ファンドの種類: ・クロスエンドファンド ・オープンエンドファンド
セパレート・アカウント	カルパースと不動産投資マネージャー間の投資パートナーシップ 投資マネージャーは、カルパースのみに対して受託者責任を負う スタッフは、カルパースと投資マネージャー間の利害が一致する 戦略を進める	運用者の種類: ・デベロッパー ・不動産を所有する運用者 ・不動産運営会社 ・不動産投資マネージャー ・エマージングマネージャー
投資マネージャーとの契約	特定の投資戦略を実施するためのカルパースと不動産投資マネージャーとの契約	
不動産運営会社への投資	不動産業務から主な収益を得ている非上場会社への戦略的投資 (ハイリスク・ハイリターンなのでオポチュニスティックのカテゴリー)	
ジョイント・ベンチャー	第三者とカルパース(もしくはカルパースのセパレート・アカウント、カルパースが投資するファンド)間の 共同投資のためのパートナーシップ	

(出所)CalPERS「Statement of Investment Policy for Real Assets May 28, 2014」を基にニッセイ基礎研究所が作成

カナダ CPP は、「選定された市場でベストの不動産所有者、運営者を見定め、共同投資でパートナーとなること」を不動産投資における主な活動としており、各地域でパートナーを見定めて投資をしている。ファンド形態での投資も行っているが少ない。共同投資では、もともと不動産を保有していた上場リートや不動産会社から約半分程度の持分を購入し、引き続き運用はこれらの会社に委ねる方式が多く用いられているが、各地域の専門運用会社と投資プログラムを組み、一定の投資額をコミットメントして条件に合う案件に順次投資していく方式も増えてきている(図表 8)。日本では、GLP 社による物流開発への投資プログラムなどがこれにあたる。

ノルウェーGPFG は投資形態に関してはカナダ CPP に類似しており、公表情報では合同運用ファンドへの投資はなく、パートナーを見極めての共同投資および運用委託を行っている（図表 9）。投資方針は、「主として成熟市場のオフィスと商業施設に投資する」としており、これまでの投資では主要都市中心部の A クラス物件への投資が多い。そのような選別的な投資を行うにあたり、ファンド投資は選択されていない。

図表—8 カナダ年金基金(CPP)の不動産投資（2013年に行われた主な投資）

投資対象	地域	投資額	持分割合	パートナー	パートナー属性
ブラジルのミドルクラス向け住宅開発JV	ブラジル	US\$240mil	40%	Banco BTG Pectual S.A.	投資銀行
Aliansce Shopping Centers S.A.(保有既稼動商業施設17件、開発2件)の会社持分	ブラジル	US\$480mil	28%	-	-
ロンドン ウェストエンドのオフィス	英/ロンドン(ウエストエンド)	£173mil	50%	Hermes Real Estate	英年運用会社
Bullring Shopping Centre	英/ロンドン	£307mil	50%	Hammerson	英REIT
Parque Principado Shopping Centre	スペイン/Oviedo	€162mil	100%	Intu Properties plc	英上場不動産会社
東京オフィスJV	日本/東京	US\$403mil	49%	GE Capital Real Estate	不動産運用会社
中国物流施設JV	中国	\$1,200mil	50%	Goodman Group	
オーストラリアオフィスに投資する私募ファンドの持分	オーストラリア	AU\$1,500mil	50%	DEXUS Property Group	豪上場不動産会社
ソウルのオフィス開発プロジェクトの持分	韓国/ソウル	C\$118.6mil	50%	Samsung Group	-
中国住宅JV	中国	US\$250mil	-	China Vanke	中国住宅開発会社
インド住宅開発へのストラクチャードデッド	インド	US\$250mil	-	-	-
会議施設保有の大型ホテルを裏づけとしたシニアメザニンローン	米/マイアミ	US\$240mil	-	-	-
商業施設を裏づけとしたジュニアメザニンローン	米/ラスベガス	US\$100mil	-	-	-

(出所) 公表資料を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表—9 ノルウェー年金基金(GPFG)の不動産投資(2011年~2014年に行われた主な投資)

投資対象	所在地	投資額	持分割合	パートナー	パートナー属性
リージェントstの商業ビル	英/ロンドン	£448mil	25%	The Crown Estate	英不動産会社
オフィス商業ビル5棟	仏/パリ中心部	€275mil	50%	Generali	仏REIT
Meadowhall Shopping Centre(商業施設)	英/シェフィールド	£348mil	50%	British Land	英REIT
オフィス商業ビル 2棟	独/ベルリン、フランクフルト	€784mil	50%	AXA Real Estate	仏保険系不動産運用会社
Uetlihof office complex(オフィス商業ビル)	スイス/チューリッヒ近郊	(スイフ)1bil	100%	クレディ・スイス(セールス&リースバック)	金融機関
物流ポートフォリオ195棟	欧州11カ国	€1,200mil	50%	Prologis	米REIT
オフィス商業ビル5棟	米/NY、ワシントンDC、ボストン	\$600mil	50%	TIAA-CREF	米資産運用会社
商業用不動産シニアローン	主に英、仏、独	上限€600mil	-	AXA Real Estate	仏保険系不動産運用会社
SZ Tower(オフィス)	独/ミュンヘン	€82mil	50%	AXA Real Estate	仏保険系不動産運用会社
Regent Street's Quadrant 3 buiding(オフィス・商業)	英/ロンドン(ウエストエンド)	£97.5mil	25%	The Crown Estate	英不動産会社
One Financial Center	米/ボストン	\$238mil	48%	MetLife	米保険会社
物流ポートフォリオ120万㎡	米国	\$450mil	45%	Prologis	米REIT
オフィスビル2棟	米/ワシントンDC、サンフランシスコ	\$850mil	48%	MetLife	米保険会社
One Beacon Street(オフィス)	米/ボストン	\$122.3mil	48%	MetLife	米保険会社
Regent Street properties(商業ビル)	英/ロンドン	£36.1mil	58%	The Pollen Estate	英不動産会社
Le Madeleine(オフィス・商業)	仏/パリ中心部	€425.6mil	100%	AXA Real Estate	仏保険系不動産運用会社

(出所) 公表資料を基にニッセイ基礎研究所が作成

韓国 NPS は、外部の運用会社の持つ専門性を活用する方針としている。具体的な投資対象は公表していないが、20 以上の不動産運用会社を選定し採用している。また、海外投資については、資産クラスごとに戦略的なパートナー、アドバイザーと提携をしており⁴、不動産投資についても米拠点の不動産投資顧問会社を選定されている。

6. リスク・リターン水準

不動産は一つのアセットクラスととらえることも多いが、リスク・リターンのレベルは、案件やファンドによって多様であることから、大型年金基金では、不動産に関してリスク・リターンレベルごとの配分等の方針や基準を持つケースが見られる。米 CalPERS では、従前からリスクレベルごとに投資割合の上限等を設けている。リスクの種別は、「コア」「バリュアード」「オポチュニスティック」の三段階⁵、2011 年 2 月の方針変更では、不動産投資リスクを減らす方針に基づき、不動産価値上昇を重視した「オポチュニスティック」投資や、借入によってリターンを高めるレバレッジの度合いを削減する方向で投資基準の見直しが行われた。2014 年 5 月に策定された現在の投資方針では、「オポチュニスティック」は 2015 年 6 月までは不動産資産の 60%未満、2017 年 6 月以降は 25%未満に減じることとなっている。逆に賃料収入を重視する「コア」は、同様の期間で 20%以上から 75%以上に配分を高める方針となっている（図表 10）。レバレッジについては、2015 年 6 月までは、リスクレベルごとに資産価値に対する借入の比率（LTV/ loan to value）を 50%から 75%とする上限が設けられているが、2017 年 6 月以降は一律に 50%が上限とされ、段階的に借入を抑制する方針となっている（図表 11）。

図表－10 CalPERS リスクレベル別配分方針

リスク種別	各期間におけるリスクレベル別配分幅		
	2011/7/1～ 2015/6/30	2015/7/1～ 2017/6/30	2017/7/1～
コア	20～100%	50～100%	75～100%
バリュアード	0～50%	0～40%	0～25%
オポチュニスティック	0～60%	0～40%	0～25%

リスク低
↑ インカム重視
↓ キャピタル重視
リスク高

（出所）CalPERS「Statement of Investment Policy for Real Assets May 28, 2014」を基にニッセイ基礎研究所が作成

⁴ 海外投資に関する戦略的提携先として、運用会社は株式 3 社、債券 2 社に加え、オルタナティブでは、不動産/Heitman、インフラ/AXA、プライベートエクイティ/CVC、年金基金では APG、CPPIB、NCSSF などが開示されている。

⁵ CalPERS の定義では、「コア」は、予測可能なインカム収入をもたらす、優良な立地、機関投資家に対応したグレード、成熟した市場に所在、低いレバレッジ（借入比率）などの要件を満たす不動産。「バリュアード」は、一定期間経過後に予測可能なインカム収入をもたらすことが期待され、開発・リースアップ・改修などのための資本的支出を要する、中程度のレバレッジである成熟市場の不動産や「コア」の特性を持つ新興市場の不動産。「オポチュニスティック」は、資産価値の向上や高い利回りが見込め、投資時点では利回りが低いあるいはインカムがない不動産で成熟市場、新興市場、フロンティア市場に所在、土地の投資も含む。

図表-11 CalPERS 借入比率(LTV)別配分方針

リスク種別	各期間における借入比率 (LTV) 上限					
	2011/7/1～ 2015/6/30		2015/7/1～ 2017/6/30		2017/7/1～	
	リスクレベル 別上限	ポートフォリオ 上限	リスクレベル 別上限	ポートフォリオ 上限	リスクレベル 別上限	ポートフォリオ 上限
コア	50%	60%	50%	55%	50%	50%
バリューアッド	65%		60%		50%	
オポチュニスティック	75%		65%		50%	

(出所) CalPERS「Statement of Investment Policy for Real Assets May 28, 2014」を基にニッセイ基礎研究所が作成

カナダ CPP は、不動産内でリスクレベルごとの配分枠は設けていない。個別の案件ごとにリスク量を勘案し、ポートフォリオ全体として許容できるリスク量であれば投資が実行される。不動産投資の大方針としては、「複数のビジネスサイクルにわたって長期に価値が保たれる不動産ファンダメンタルズに支えられた質の高いコア不動産にフォーカスする」としており、これに合致した案件であれば投資対象となる。また、「リスク・リターンの高い市場・セクターにおける開発」への投資も行うとしており、収益の期待できる市場として新興市場を挙げている。これらの方針に基づきカナダ CPP は、成熟国の主要都市でコア不動産に投資しつつ、南米などの新興国の開発プロジェクトへの投資を増やしている。

ノルウェーGPIFGについては、リスクレベルに関する方針は開示されていないが、債券配分を減らし不動産を増やす方針であり債券代替的な投資をまずは志向していると推察される。開発などのリスクの高い投資はこれまでのところ行っておらず、欧米先進国主要都市のコア不動産に限定した投資となっている。

韓国 NPS は投資方針、投資案件の開示はないが、アニュアルレポートで「海外でのオルタナティブ投資で高いリターンを達成するため、2009 年から割安となっているランドマーク的なビルなどの海外不動産に投資をしてきた」と記載しており、報道によればオーストラリア、米国などのオフィスビルに投資している。これらはいずれも中心地の A クラス物件であった。

7. 最近の動向と見通し

2013 年以降、世界の主要な不動産市場で安定した賃料収入をもたらす立地に優れたコア不動産への投資が増加、価格の上昇とともに利回りは低下してきている。金融緩和により国債などの利回りが低下する環境下で相対的に利回りが見込める不動産に資金が流入していること、同様に各国の上場リート市場にも資金が流入し、リートによる物件取得が活発化したこと、米 CalPERS に見られるように金融危機を経て賃料収入を重視する投資家が増えコア不動産への投資需要の高まったこと等が背景にある。一方で、コア不動産への投資機会は需要を満たすほどには多くはないため、不動産運用会社の投資戦略は、改修や稼働率向上等で物件価値を高める投資や開発段階から投資、中心地だけでなく周辺地域への投資などに拡大してきている。

米 CalPERS は、前述のように国内のコア不動産の配分を段階的に高めることを目指しているが、そのような中、2014 年 7 月、CalPERS の契約コンサルタントから米国内のコア不動産高騰で既定の物件

取得アプローチが難しくなっている点が指摘された。景況感から今後 2 年は賃料上昇がリスクを減じるとしているものの価格上昇期の物件取得に対して注意喚起がなされた⁶。

カナダ CPP は、2013 年は開発投資の割合が高く、コア不動産の取得は抑制気味であった。コア不動産への投資が希少となってきた状況がうかがえる。カナダ CPP の運用機関である CPPIB は上昇する資産価格に慎重に対応するために、2014 年の不動産ポートフォリオ拡大は緩やかなものになっている⁷。また、資産価格の上昇メリットを享受して戦略に沿わなくなった資産を売却することも新規投資の成長の一部を相殺するとしている。

ノルウェーGPFPG は、当面リスクを限定した不動産投資を行うと思われるが、不動産部門の体制強化を行ったとのことであり、内部に専門的な人材を増やしながら不動産投資対象も拡大していく可能性もある。

各基金の投資スタンスの違いは、年金給付や積立の水準、過去の不動産投資実績等によりそれぞれ異なる。ノルウェーGPFPG 以外の基金で共通しているのは、ファンド全体として年金積立と給付状況に応じた目標リターンを持っているということであり、不動産投資においても一定の利回り確保が求められることが制約となり、高騰した不動産への投資は抑制される可能性がある。

とはいえ、多くの大型年金基金がインフレ懸念や株・債券との分散を目的として実物資産の投資割合を高める傾向にあり、今後は投資実行における不動産価格についての判断がより難しくなることが予想される。過去 3 年は地域によって時期に差はあるものの不動産市場は回復期にあったため、多くの基金でパフォーマンスは概ね良好であった。複数の市場で資産価格上昇が懸念される局面となった 2014 年において、各基金がどのような地域、用途・戦略を対象として不動産投資に取り組むのか注目される。

⁶ PCA (Pension Consulting Alliance, Inc.) による 2014 年 6 月 30 日付けのパフォーマンスレビューによる。

⁷ CPP Investment Board 2014 Annual Report による。