

# 不動産投資レポート

## 海外大型年金の不動産投資パフォーマンスと投資行動

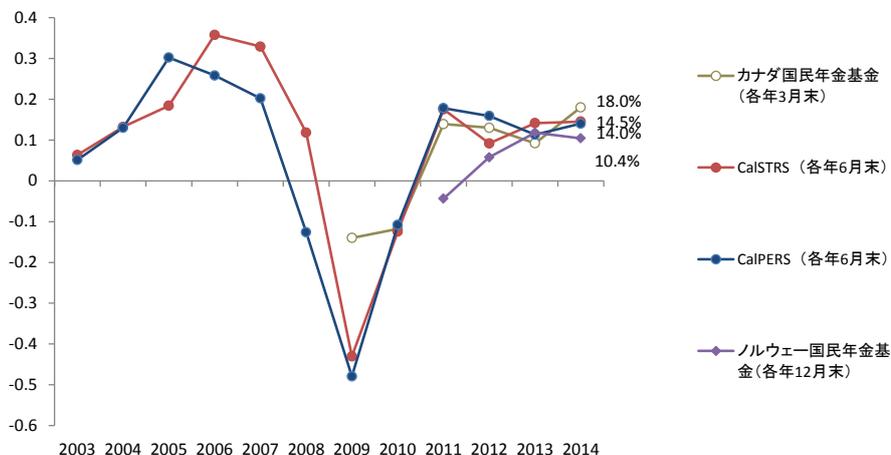
金融研究部 不動産投資分析チーム 不動産運用調査室長 [加藤 えり子](#)  
 e-mail: [ekato@nli-research.co.jp](mailto:ekato@nli-research.co.jp)

2014年は前年に引き続き世界の主要不動産市場で不動産取引が活発に行われた。グローバルに不動産投資を行う大型年金基金は、投資対象とする不動産マーケットはそれぞれ異なるものの、全般に継続する不動産価格上昇の恩恵を受け、2011年あるいは2012年から良好なパフォーマンスを維持している。本稿では、資産規模上位20位に含まれ、情報開示度の高い4基金、米カリフォルニア州公務員退職年金基金（California Public Employees' Retirement System、以下「CalPERS」）、米カリフォルニア州教職員退職年金基金（California State Teachers' Retirement System、以下「CalSTRS」）、カナダ国民年金基金（Canada Pension Plan、以下「CPP」）、ノルウェー政府年金基金（Government Pension Fund Global、以下「ノルウェーGPFG」）について2014年に公表された不動産投資パフォーマンスと投資方針、実際の投資行動を見ていく。

### 1. 各基金の不動産投資パフォーマンスとベンチマーク

それぞれ会計年度末が異なり計算時点も異なることから単純な比較はできないが、公表される不動産投資パフォーマンス（年間総合収益率）は、2012年以降は概ね10%台となっており、各基金は好調な不動産市況がもたらすリターンを享受している。14年に公表された年間総合収益率は、CPP18.0%（3月末時点）、米CalPERS 14.0%、米CalSTRS 14.5%（ともに6月末時点）、ノルウェーGPFG 10.4%（12月）であった。

図表1 各基金の不動産投資パフォーマンス(年間総合収益率)



(出所)各基金開示資料を基にニッセイ基礎研究所が作成

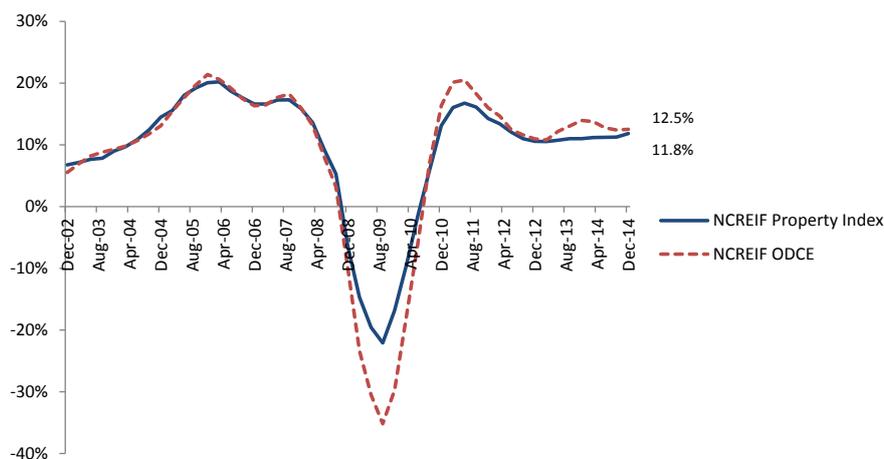
これら4基金のうち、CalPERSとCalSTRS（以下、「米国2基金」）は、双方ともNCREIF<sup>1</sup>が公表するインカム収益重視のコア型オープンエンドファンドのインデックスであるOpen End Diversified Core (ODCE)をベンチマークとしている<sup>2</sup>。ODCEは、20本を超えるファンド運用実績値から算出した時間加重収益率で、ファンドへのエクイティ投資の収益率である。データの対象となっているファンドの平均借入比率（レバレッジ）は23%で（14Q4）、借入をしない直接不動産投資のインデックスであるNCREIF Property Index (NPI)と過去の推移を比べるとリターンの変動幅が大きい。米国2基金の会計年度に合わせた14年6月のODCE年間総合収益率は12.7%で、両基金ともベンチマークを上回る成績であった。これはしかし、ベンチマークのレバレッジ水準がこれらの基金の不動産投資に比べて低いことの影響を割り引いて考える必要がある。

カナダCPPは、不動産エクイティ投資のベンチマークとしてMSCI社のIPDインデックスを使用し、国・セクターレベルでの評価を実施している（数値は未公開）。この際、レバレッジや報酬については調整している。またIPDがカバーしていない国・セクターについてはIPDグローバルコンポジットインデックスを比較に使っている。

ノルウェーGPFは、2014年の年次報告書によれば不動産の資産クラスとしてのベンチマークは定めていない。その理由として、不動産ポートフォリオは未だ構築の途上であり、2011年の投資開始から毎年倍増していることを挙げている。特に米国不動産のシェアが2014年には19%から34%に増加、また上場不動産への投資開始、IPDグローバルインデックスでは15%を占めるアジアでの非上場不動産投資を開始していないことから、ベンチマーク対比は時期尚早とみなしている。

こうしたベンチマークの採用状況の違いには、米国では年金基金による不動産投資の歴史が長く、国内不動産の投資割合が高い基金が多いことが背景にある。このため米国では国内不動産を対象として70年代からの数値を公表しているNCREIFによるインデックスのベンチマーク採用が年金基金で一般化している。一方、米国以外の大型年金基金ではIPDの活用が目立つ。CPPは現在、北米の投資シェアが大きいグローバル投資を志向していることから、国・用途ごとのカスタマイズも可能なIPDインデックスを採用していると思われる。

図表2 NCREIF Property Index と ODCE (Open End Diversified Core) の推移



(出所)NCREIF データをもとにニッセイ基礎研究所が作成

<sup>1</sup> National Council of Real Estate Investment Fiduciaries（全米不動産投資受託者協会）

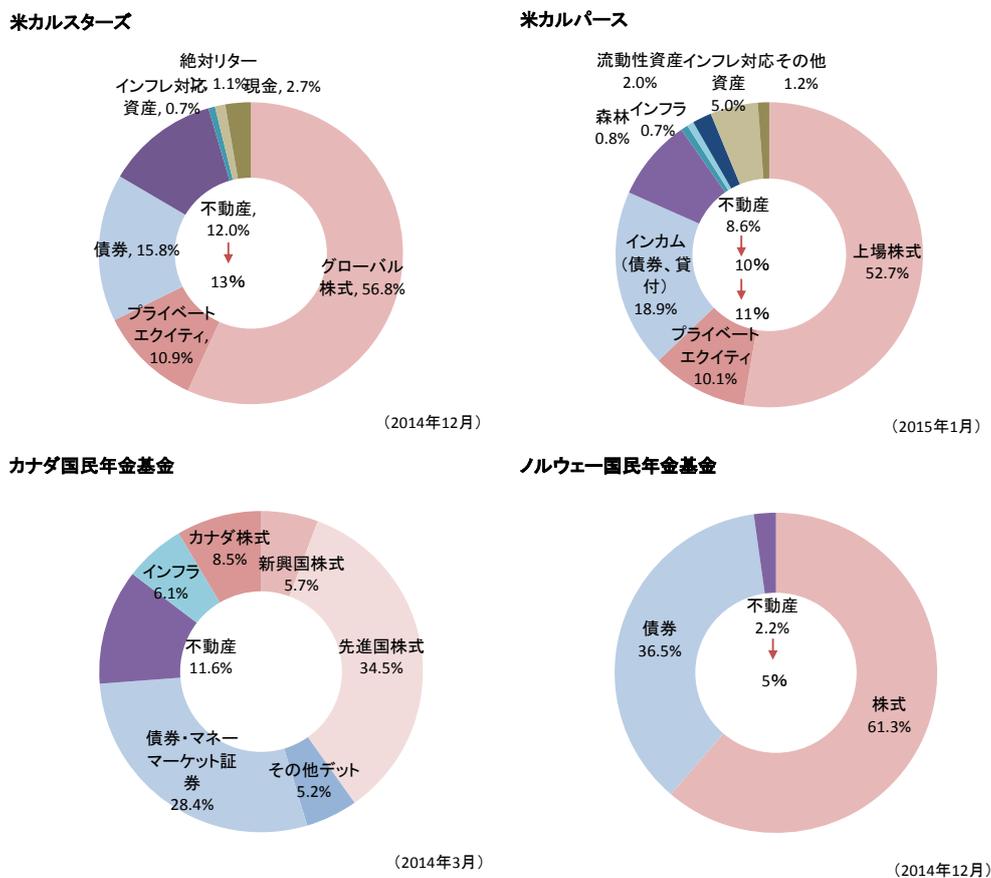
<sup>2</sup> CalPERSは2011年まで、CalSTRSは2013年までNCREIF Property Indexをベンチマークとしていた。

## 2. 各基金想定リターンと資産配分

ノルウェーGPFGを除く各基金は、それぞれの年金給付や積立の状況に基づいて、運用資産全体で目指すリターン水準を定めている。CalPERS、CalSTRSは7.5%、CPPは4%の数値目標をおいている。一方、ノルウェーGPFGは目標リターン水準を示していない。ノルウェーGPFGは将来予想される公的年金コストの増加に備えて政府収入を貯蓄する役割も担っているが、基金には公式の年金債務は無く将来の年金コストを賄うために何時この基金を使うかについての政治的決断もまだなされていないという。したがって年金給付を考慮したリターン設定は行われていないと考えられる。また、石油価格が下落した場合やノルウェー経済が収縮した場合等に財政課題に対処するためのツールとして財務省が所有していることから、比較的リスクを抑えた運用が行われてきている。

リターン獲得の観点では、米国2基金の方が切迫しており、それに応じた取り組みが求められている。全資産の配分を見ると（図表3）、米国2基金では債券への配分が少ない一方で株式投資の割合が高く株債券以外の資産割合も高いことが分かる。プライベートエクイティと上場株式を合計した割合は、カルパースが62.8%、カルスターズが67.7%となっている。これはカナダCPPの48.7%に比べると14%～19%高い水準で、ノルウェーGPFGの61.3%とはあまり差がないが、ノルウェーGPFGの株式以外への投資は債券36.5%と不動産2.2%のみであり、株債券以外の投資は不動産が今後5%まで積みあがる分に留まる。

図表3 各基金の資産配分



(出所)各基金開示資料を基にニッセイ基礎研究所が作成

米国 2 基金は、不動産配分を現状から増やす目標を設定しており、CalPERS は 9%弱から当面 10%、長期的には 11%、CalSTRS は現状 12%から 13%への配分増を設定している。

カナダ CPP では、例えば不動産開発等のリスクの高い投資を行った場合には、リスクの低い債券割合を増やすことでリスク量全体をバランスする運用手法をとっている、目標リターンが米国の 2 基金に比べ低いことに加え、不動産やインフラ投資でリスク水準の高い投資を行っていることも債券投資割合が米国 2 基金よりも高い要因となっていると考えられる。

### 3. 各基金の不動産投資リスク水準

不動産投資を 70 年代から行っている米国 2 基金は、先の金融危機によって不動産資産価値が大幅に下落し、不動産投資の年間総合収益率はマイナス 40%を割り込んだ経緯がある（図表 1）。このため、米国 2 基金はともにもその後策定された不動産投資方針でリスク抑制を志向している<sup>3</sup>。

不動産投資はリスク・リターンのレベルが案件やファンドによって多様であることから、米国 2 基金ではコア、バリューアッド、オポチュニスティックといったリスクレベル別のカテゴリー<sup>4</sup>ごとの配分基準を設けて不動産投資全体のリスク水準をある程度定めている。2 基金を比べると、コアの最低割合を CalPERS は 75%以上（2017 年 6 月までの目標）としているのに対し、CalSTRS では 40%から 65%の配分幅としている。またレバレッジについては、CalPERS が全カテゴリーで 50%以下（同）としているのに対し、CalSTRS は、コアでは 40%以下、バリューアッドで 65%以下、オポチュニスティックでは上限を定めていない。海外投資については、CalPERS は新興市場の成長によるトータルリターンを目指すタクティカル投資の位置づけとし、15%を上限としているのに対し、CalSTRS では、30%を上限として、コア、バリューアッド、オポチュニスティックの全てのカテゴリーの投資を行うとしている（図表 4）。このように見ると、両基金のパフォーマンス目標はベンチマークである NCREIF ODCE インデックスと同一ながら、CalPERS の方がよりリスク抑制的な投資基準を設けており、その分やや低い実績リターンとなることが推察される。

図表 5 は、米国 2 基金の不動産投資でリスクレベル別の資産配分がどのように推移しているかを示したもので、双方とも安定したインカム収益を重視したコア資産の割合を高めていることが分かる。レバレッジについても CalPERS は 2012 年以降低下させており、すでに上限目標を下回るレベルにある。

図表4 CalERS、CalSTRS の不動産投資基準

	リスクレベル別配分			海外資産配分		借入比率(LTV上限)	
	CalPERS	CalSTRS		CalPERS	CalSTRS	CalPERS	CalSTRS
	配分幅	ホリゾン ポートフォリオ	配分幅	配分幅		上限値	
コア	75～100%	50%	40～65%	/	/	50%	40%
バリューアッド	0～25%	20%	10～30%	0～15%	0～30%	50%	65%
オポチュニスティック	0～25%	30%	20～40%				設定せず
上場不動産	0～5%	0%	0～15%	/	/	/	/

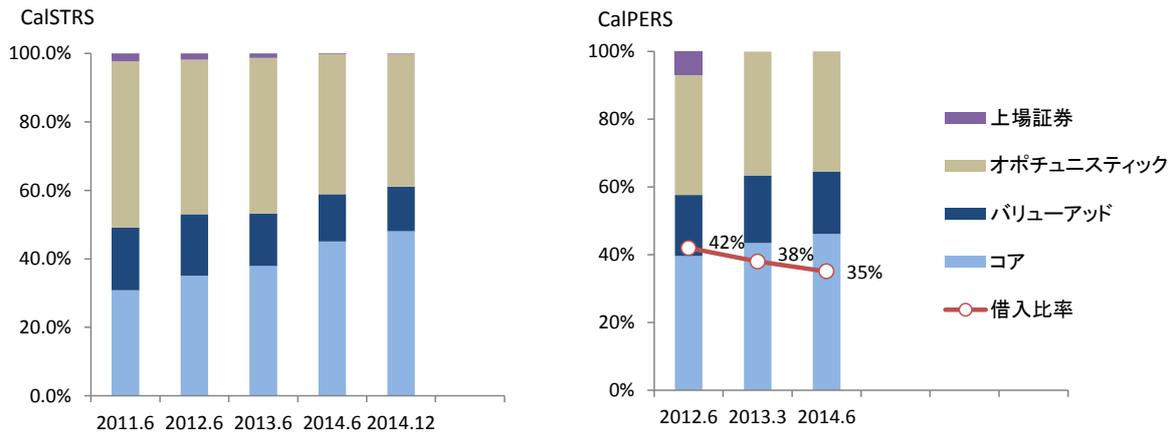
※ CalPERS については2017年6月末までの目標値、CalSTRSは2014年4月以降に適用されている数値

(出所)各基金開示資料を基にニッセイ基礎研究所が作成

<sup>3</sup> CalPERS が公表している 2017 年より前の期間ごとの不動産投資基準については、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 CIPERS を中心に」を参照。

<sup>4</sup> 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。「バリューアッド」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5 米国2基金の不動産投資リスクレベル別資産配分の推移



(出所)各基金開示資料を基にニッセイ基礎研究所が作成

CPP とノルウェーGPFPG は、米国2基金のように不動産投資方針を独立した文書として公表しておらず、運用者である CPPIB、NBIM<sup>5</sup>のサイトや年次レポート等で概略を公表しているに留まる。しかし具体的な投資は案件レベルで開示されており、パートナーとの共同投資を行うことを重視してきた点では共通している。異なるのは、CPP が新興国での不動産開発やファンド買収などといったリスクの高い投資を積極的に行っているのに対し、ノルウェーGPFPG は現段階ではあらかじめ選定した主要都市<sup>6</sup>への投資と欧米の物流施設に限定した投資をしている点である（ただし 2015 年にはアジアでの投資を開始するとしている）。前述したようにノルウェーGPFPG は、資源収入を原資とし現段階では年金給付債務を負わないが、財政政策と連動していることからリスクを抑えた投資を行っていることが投資事例からもわかる。2014 年後半以降は米国不動産ポートフォリオを構築中で、米国での取得を活発化させている。

図表6 CPP の不動産取得（2014 年 6 月～2015 年 4 月）

公表時点	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
2014.6	One Park Avenue(オフィス)の持分追加取得	米/NY	US\$108mil	45%	Vornade	米REIT
2014.6	South Bank Tower(オフィス、商業)	英/ロンドン	非開示	50%	Hermes Real Estate	英年運用会社
2014.7	カーパーク運営会社	欧州	€376mil	34%	AGRE	保険系不動産運用会社
2014.8	米国賃貸住宅開発追加投資	米国	総額US\$330mi	-	-	-
2014.8	米国物流開発JV追加投資	米国	US\$500mil	45%	Goodman Group	豪物流開発会社
2014.10	ブラジル投資プログラムへの追加投資	ブラジル	C\$445mil	-	-	-
2014.11	中国の物流開発JV追加出資	中国	\$400mil	80%	Goodman Group	豪物流開発会社
2014.11	Wellington Place(多用途開発)	英/リーズ	£92.5mil	50%	Hermes Real Estate	英年運用会社
2015.1	1455 Market St	米/サンフランシスコ	US\$219mil	45%	Hudson Pacific Properties	米不動産会社
2015.1	複合用途(住宅、オフィス、商業、ホテル)の開発JV	中国/蘇州	C\$234mil	-	Longfor Prperties Co.	米不動産会社
2015.3	学生向け賃貸住宅とその運営会社	英国	£1,100mil	100%	-	-

(出所)CPP 開示資料を基にニッセイ基礎研究所が作成

<sup>5</sup> CPPIB: Canada Pension Plan Investment Board、NBIM: Norges Bank Investment Management

<sup>6</sup> NY、ワシントン DC、ボストン、サンフランシスコ、ロンドン、パリ

図表 7 ノルウェーGPFG の不動産取得（2014 年 6 月～2015 年 4 月）

公表時点	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
2014.7	One Beacon Street (オフィス)	米/ボストン	\$122.3mil	48%	MetLife	米保険会社
2014.8	Le Madeleine (オフィス、商業)	仏/パリ	€425.6mil	100%	AXA Real Estate	仏保険系不動産運用会社
2014.8	Pollen Estate 持分	英/ロンドン	£343mil	57.8%	Crown Estate	英不動産会社
2014.9	The Orrick Building (オフィス)	米/サンフランシスコ	\$390mil	49.9%	TIAA-CREFF	米資産運用会社
2014.9	601 Lexington Avenue (オフィス)	米/NY	\$1,500mil	45%	Boston Properties	米REIT
	The Atlantic Wharf (オフィス)	米/ボストン				
	100 Federal Street (オフィス)	米/ボストン				
2014.10	ロンドン近郊の物流施設(1棟)	英/Enfield	£55mil	50	Prologis	米REIT
2014.10	オランダの物流施設(1棟)	オランダ/Born	€12.4mil	50%	Prologis	米REIT
2014.10	The Bank of America Merrill Lynch Financial Centre (オフィス)	英/ロンドン	£582.5mil	100%	-	-
2014.10	ドイツのオフィス保有会社持分	独/ミュンヘン	€167mil	94.9%	-	-
2014.10	800 17th Street (オフィス)	米/ワシントンDC	\$195.6mil	49.9%	TIAA-CREFF	米資産運用会社
2014.11	400-444 North Capitol Street (オフィス)	米/ワシントンDC	\$82.3mil	49.9%	TIAA-CREFF	米資産運用会社
2014.11	2 Herald Square (土地)	米/NY	\$182mil	49.9%	TIAA-CREFF	米資産運用会社
2015.1	Queensberry House (オフィス)	英/ロンドン	£190.6mil	100.0%	-	-
2015.2	11 Times Square (オフィス)	米/NY	\$401.9mil	45.0%	Prudential RE Investors他	米保険系不動産運用会社
2015.3	25 Massachusetts Avenue (オフィス)	米/ワシントンDC	\$60.8mil	49.9%	TIAA-CREFF	米資産運用会社
2015.4	米国物流施設(既存、開発)	米	\$2.3bil	45.0%	Prologis	米REIT

(出所)ノルウェーGPFG 開示資料を基にニッセイ基礎研究所が作成

#### 4. 米国 2 基金の投資状況

2015 年度（2014 年 7 月～2015 年 6 月）における CalPERS のリアルアセット新規投資枠は、54 億ドルとのことであり、そのうち 40 億ドルはヘッジファンド投資の削減による資金だという<sup>7</sup>。投資枠の用途別内訳は、賃貸住宅 18 億ドル、商業 14 億ドル、オフィスと物流にそれぞれ 9 億ドルとなっている。オフィスでは、ボストン、NY、サンフランシスコ、シアトル、南カリフォルニア、ワシントン DC、オースティン、シカゴ、デンバーに投資するプログラムに新規投資枠分が追加される。CalSTRS は新規投資および売却について、四半期ごとに案件ベースの開示をしている。2014 年下半期の投資を列挙したのが図表 8 で、JV やセパレートアカウント投資が多くを占めるものの、オープンエンドファンドへの投資も見られる。一方で 2014 年は、物件売却、ファンド持分売却も行っている（図表 9）。これによりポートフォリオのリスク低減を目指した入れ替えを行うとともに、価格が上昇した米国の不動産を売却することで相応のリターンも確保している。2014 年下半期では売却案件の平均投資倍率 1.4、平均 IRR13.3%となっている（ともに単純平均）。

<sup>7</sup> Institutional Real Estate Newline 2014.10.3 による。続く CalPERS の不動産投資に関する記載も同じ。

図表 8 米 CalSTRS の新規不動産投資 (14Q3、14Q4)

	時期	名称	relationship	新規/ 継続追加	所有形態	ファンド/ 共同投資額 (\$mil)	カスターズの 投資確約額 (\$mil)	投資概要
コア	14Q3	CSHV SDTC, LLC	Lionstone	継続追加	SA	NA	250	サンディエゴのテクノロジーテナント向けクラスAオフィス
		Federal Acquisition Partners T4	Spaulding & Slye	継続追加	JV	153	150	米国行政テナント向けオフィス
		Hill Country Galleria	Invesco	新規	SA	NA	285	テキサス州オースティンの郊外複合用途オープンエアライフスタイルセンター
		TCI Real Estate Partners Fund I LP	TCI Fund Mgmt	新規	ファンド	800	200	西欧と米国に所在するトロフィアセットを裏づけとした第一担当権付債権
	14Q4	Lasalle Asia Venture	LaSalle	継続追加	JV	211	200	日本とオーストラリアの主要中心都市の多様な不動産
		700 Broadway	CBRE	継続追加	SA	NA	68	コロラド州サブマーケットのマルチテナントクラスBオフィス
LCOR Project		GI Partners	継続追加	JV	446	200	イーストコーストの投資機会にフォーカス	
バリュニアード	14Q3	PLISA ii	Prudential	継続追加	オープンエンド ファンド	6500	100	コアとリニアアップでコア化する資産に投資する米国の大型バリュニアードオープンエンドファンド
		PacificCal V, LLC	PCCP	継続追加	JV	150	147	米国のオフィス、商業施設のバリュニアードを含む投資
		Meyer Bergman European Retail Partners	Meyer Bergman	新規	ファンド	€ 750	€ 75	欧州全体の商業施設のマネジメントによる価値向上
		FidCal, LLC	Principal	継続追加	JV	316	200	米国南部、南西部に所在する商業施設の開発と取得
		180 Maiden Lane	Clarion	継続追加	JV	260	200	資産価値上昇を目的とするマンハッタン金融地区のビル
	14Q4	AEW Value Inv Asia II	AEW	新規	ファンド	500-750	100	主要都市(香港、シンガポール、台北、ソウル、上海)の多様な不動産
		Beacon Cap Partners VII	Beacon	継続追加	ファンド/ 共同投資	1250	150/100	供給の抑制された北米マーケットで資本的支出、リポジショニング、リーシングによるバリュニアード
		Blackstone Property Partners	Blackstone	継続追加	オープンエンド ファンド	1000	300	米国のゲートウェイマーケットの良質な資産へのコアプラス投資
オポチュニスティック	14Q4	Crossharbor Institutional Partners 2014	Crossharbor	継続追加	ファンド/ 共同投資	500	150/50	短期あるいは中期保有でリスク調整後リターンを確保するエクイティとデットの投資機会
		CSHV Jackson, LLC	Principal	継続追加	SA	NA	1.6	テネシー州ジャクソンのBTS型物流施設建設用土地

(出所) CalSTRS 開示資料を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表 9 米 CalSTRS の不動産売却 (14Q3、14Q4)

	時期	名称	Relationship	用途	所有形態	推定投資倍率	推定IRR (報酬控除後)
コア	14Q3	Campus View	Heitman	Student Housing	JV	1.56	10.5%
		Hollister	Principal	物流	SA		
		Manhattan 46th St.	BlackRock	長期滞在施設	JV		
		Water View	Clarion	オフィス	SA		
		Windsor Fund V	GID	賃貸住宅	JV		
	14Q4	180 Grand	CBRE	オフィス	SA		
		1835 Market St.	Clarion	オフィス	SA		
		Belmont Apartment	Heitman	賃貸住宅	SA		
		Waterford at Superstition Spring	Principal	賃貸住宅	SA		
バリュニアード	14Q3	702/703	PCCP	オフィス	JV	1.26	10.2%
		Boscom Texas - Oak Tree	PCCP	賃貸住宅	JV		
		Fowler - Peakview	PCCP	賃貸住宅	JV		
		SeaCal LLC	PCCP	物流	JV		
	14Q4	CBRE Strategic US Value 5	CBRE	オフィス	SA		
Hartford Mezz Investors I		Hartford	-	ファンド			
オポチュニスティック	14Q3	Broadstone - West Seattle	PCCP	土地	JV	1.25	25.9%
		Streeterville III	BlackRock	土地	JV		
		Street of Frisco	PCCP	商業施設	JV		
	14Q4	Aetos Capital Asia	Aetos	多用途	ファンド		

(出所) CalSTRS 開示資料を基にニッセイ基礎研究所が作成

## おわりに

価格の上昇に憂慮しながらも各基金の不動産新規投資は引き続き活発であり、その背景には金融緩和により低い金利環境が続き利回りを確保できる投資対象が求められていること、緩和終了後の

金利上昇に備えてインフレヘッジ資産への投資が必要とされていること、リターン向上に寄与しながらも分散効果のある投資が求められていることがある。金融危機を経た後にリスク抑制的な不動産投資を志向する傾向が不動産投資の先駆者に見られる一方で、かつて不動産投資後発組であったCPPやノルウェーGPIFGは、人員を拡充し基金自体の専門性を高め不動産ポートフォリオを構築してきている。長期資金ではあっても特性の異なるこれらの大型投資家が今後どのような投資を実行していくのか、金融環境が次の局面に向かうに際してそれぞれの不動産ポートフォリオのリスク耐性などにも注目していきたい。