

# 保険・年金 フォーカス

## 海外大型年金の不動産投資 ～不動産投資配分、国・地域への配分～

金融研究部 主任研究員 加藤 えり子  
(03)3512-1861 ekato@nli-research.co.jp

### 1 | 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。

上位20位の中にはCalPERS (California Public Employees' Retirement System) など米国の公務員年金が5基金含まれ、これらの基金の不動産投資の歴史は長い。また、オランダの2基金はABPが公務員・教職員を、PFZWが介護・福祉業従事者を対象とした職域年金で、グローバルに不動産投資をする投資家として知られている。

今回は、主に不動産市場の様々な局面を経験している米CalPERSと不動産ポートフォリオを新たに構築中の大型年金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	GEPPF	南アフリカ	122,225	(*)
20	企業年金連合会	日本	119,199	0.7%

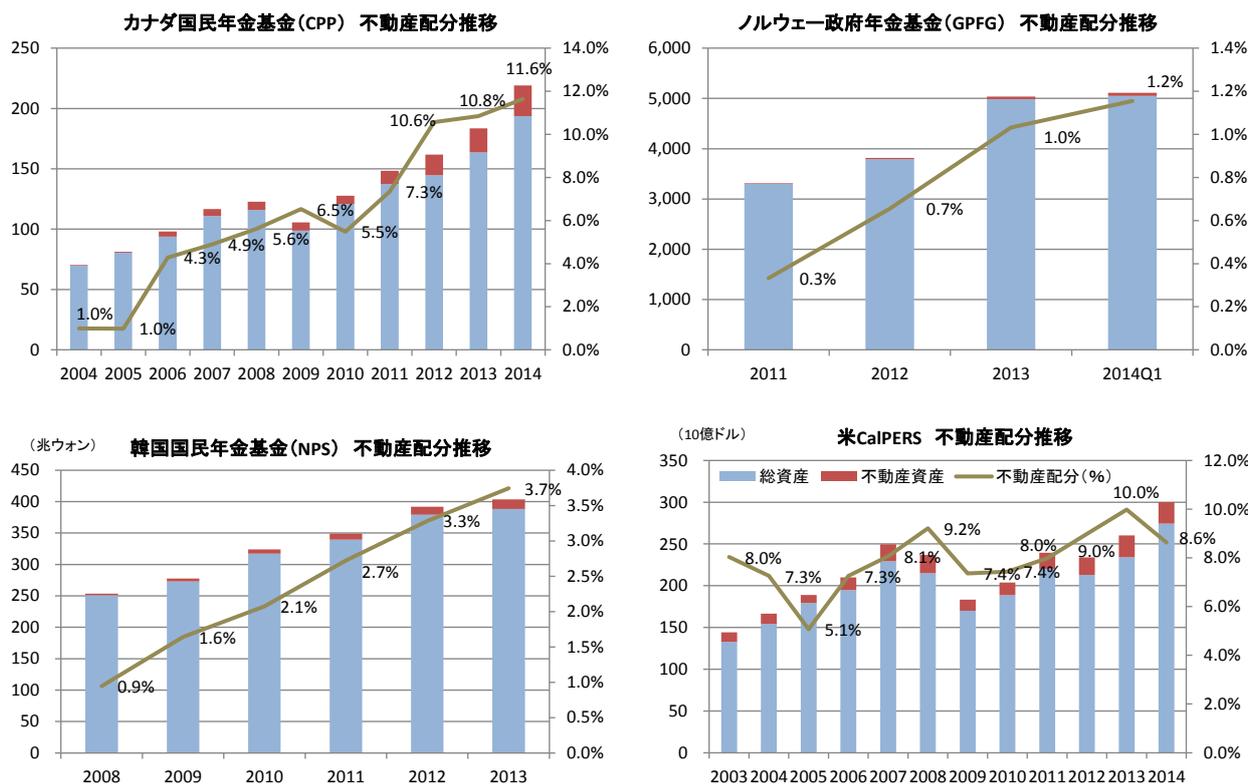
※運用資産額、不動産配分割合の  
時点は2012年～2014年  
(\*)はHPで不動産配分割合を開  
示していない基金

(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

## 2 | 不動産投資ポートフォリオを新たに構築中の基金

近年、大型年金の中で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）、Government Pension Fund Global（ノルウェー政府年金基金<sup>1</sup>）、National Pension Service（韓国国民年金基金）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。

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

## 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

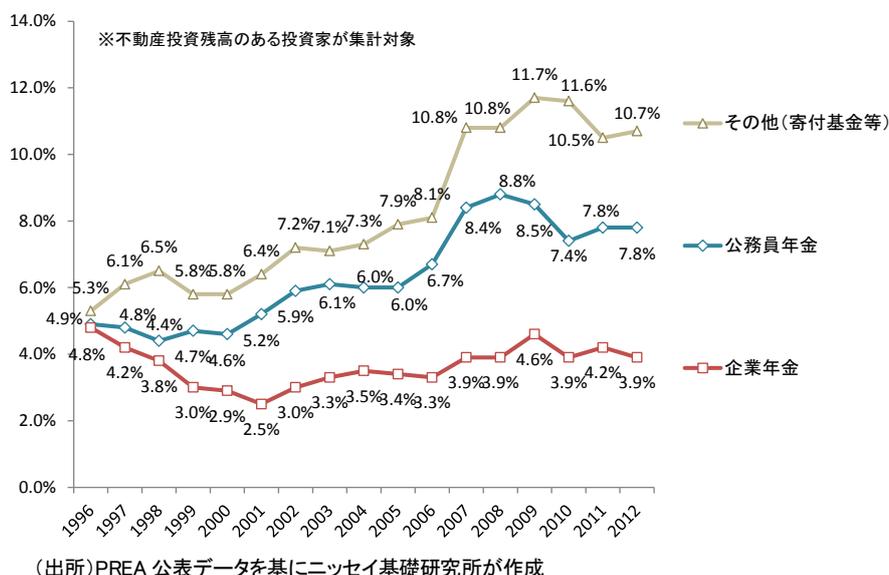
米国では、1970年代から年金基金による不動産投資が行われており、80年代から90年代には不動産運用ビジネスが確立した。PREA (Pension Real Estate Association) の調査によれば、1996年には、企業年金と公務員年金の不動産アロケーションの差はほとんどなかったが、2000年代以降不動産配分を増加させていった公務員年金に比べ、企業年金の不動産配分は低位で推移している（図表 3）。企業年金は、図表 1 の運用資産額上位 20 には含まれていないが、ゼネラル・モーターズ (21 位)、IBM (23 位)、ボーイング (25 位) などの米国企業の年金が 30 位以内で、

<sup>1</sup> 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 保険・年金フォーカス 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。

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より大型な基金が多い。しかし日本と同様に公務員年金に比べれば規模が小さく、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のプレゼンスも高い。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。

図表-3 米国年金基金の種類別不動産投資配分の推移



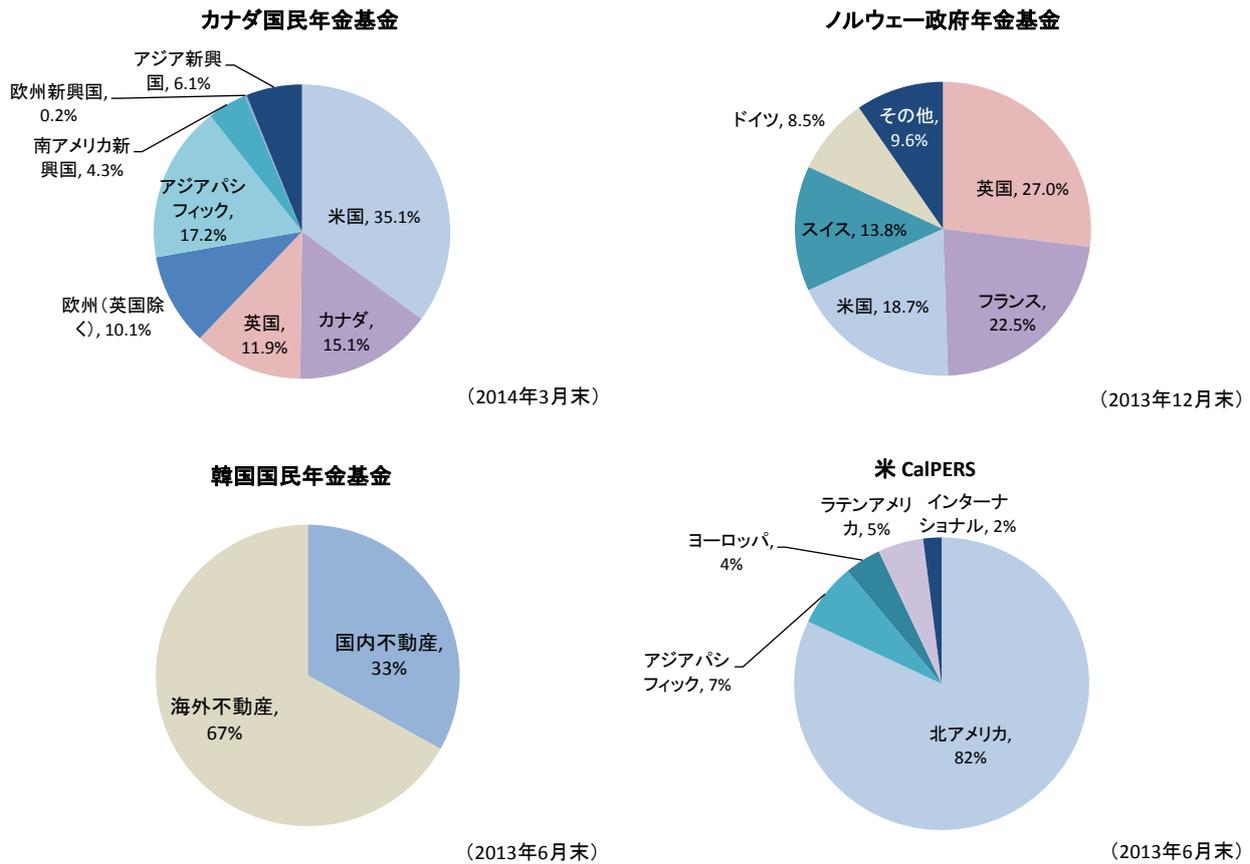
#### 4 | 国・地域への配分

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ケースもある（図表4）。

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%<sup>2</sup>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、ノルウェー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、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年からは米国への投資も開始し、NY、ワシントン DC などの主要都市で大型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の割合が高い資産構成となっている。

<sup>2</sup> Prudential Real Estate Investors の推計(2011年末時点)による。

図表-4 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 | おわりに

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(不動産投資信託)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、金融危機を経て賃料収入を重視する投資家が増え、そのような不動産への投資需要の高まったこと等が背景にある。

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、各年金投資家がどのような地域、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。