

2013年1月31日 全7頁

世界の年金基金は、不動産投資へ向かう

分散投資を進める動きから、国内から国外へ。REITの存在も大きい。

金融調査部 研究員
佐川 あぐり

[要約]

- 世界の不動産投資市場に回復の兆しがみられる。世界の商業用不動産への直接投資額は、2010年第4四半期に1000億ドルを超え、2012年の第4四半期には1470億ドルに達した。資金の出し手として存在感を高めているのは、年金基金や政府系ファンドのようだ。
- 世界の主要な年金基金の資産配分状況を確認すると、株式や債券から、その他の資産、特に不動産への投資比率が高まっていることがわかった。また、不動産投資においては、国内から国外へとシフトする傾向が鮮明となっており、地域の分散化が進んでいるようである。
- 背景には、2008年の世界金融危機を受けて、年金基金が資産配分の見直しを進める動きを強めていることが挙げられる。また、REIT市場の存在も大きいだろう。REITは上場商品であり、流動性が高く分散効果の期待できる投資対象といえる。また、2012年には市場規模が拡大しており、年金基金からの資金流入が今後も続くと予想される。
- 国内に目を転じれば、年金基金による不動産投資の比率は低いようだ。しかし、世界の年金基金の動向や、長期投資という観点から見ると、不動産投資が重要な投資対象となる時期が近づいているのではないだろうか。

不動産投資市場が回復、背景にあるのは年金基金の資金流入

世界の不動産投資市場は、回復の兆しが出てきた。JONES LANG LASALLE (2012b)によると、世界の商業用不動産への直接投資額は、2010年第4四半期に1000億ドルを超えて以降、多少の増減はあるものの、その水準を維持しており、2012年の第4四半期には1470億ドルに達した。リーマン・ショックの影響を受け、2008年第4四半期から2010年第3四半期までの8四半期にわたり、直接投資額は低水準が続いていたが、ここ数年は回復傾向にあるといえよう。中でも、その傾向を牽引しているのが、国境を越えて世界へ投資するクロスボーダー取引（各国間取引）である。年金基金や政府系ファンドからの巨額の資金流入が大きく影響しており、特に、2012年を通して不動産投資を本格化させている様子が見えてくる。

なぜ、不動産投資なのか。従来、世界の主要な年金基金においては、不動産投資を独立したアセットクラスとして位置づけ、分散効果の享受が期待される資産として投資が行われてきた。また、賃料により安定した収益が定期的に得られることも理由の一つといえる。加えて、近年はFRB、日銀、ECBなどで相次ぐ量的緩和の金融政策により、世界的な低金利環境が続いている。投資機会が乏しい中、安定的な収益が得られ、さらに、低金利下での廉価な調達コストにより不動産価格の上昇も期待できるという側面も大いにあるだろう。

世界の主要な年金基金における不動産投資動向

(1) 伝統的な資産 → 不動産投資 のシフトが進む

それでは、実際に世界の主要な年金基金における資産配分状況はどうなっているだろうか。図表1は、先進国を中心に存在する公的年金を中心に、主要な年金基金の資産クラスを「株式」、「債券」、「その他」（非伝統的資産：オルタナティブ投資等）と区分した形で、2007年から2011年までの資産配分の変化を示している。

図表1 各国年金基金の資産配分状況

年金基金	国名	総資産 億ドル	2007年 → 2011年		
			株式	債券	その他
年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) (注2)	日本	1,395	28% → 23%	72% → 75%	0% → 3%
ノルウェー政府年金基金 (注5)	ノルウェー	576	47% → 59%	53% → 41%	0% → 0.3%
オランダ公務員総合年金基金 (ABP) (注5)	オランダ	320	40% → 35%	44% → 38%	16% → 27%
韓国国民年金公団 (NPS) (注5)	韓国	314	18% → 24%	80% → 69%	2% → 8%
カリフォルニア州職員退職年金基金 (CalPERS) (注3)	米国	221	61% → 49%	25% → 22%	15% → 28%
カナダ年金制度投資委員会 (CPPIB) (注2)	カナダ	159	58% → 38%	25% → 32%	17% → 30%
カリフォルニア州教職員年金基金 (CalSTRS) (注3)	米国	140	62% → 53%	21% → 18%	17% → 29%
ニューヨーク州共同年金基金 (NYCERS) (注4)	米国	134	58% → 54%	22% → 21%	20% → 25%
デンマーク労働市場付加年金 (ATP) (注5)	デンマーク	122	27% → 5%	44% → 54%	29% → 42%
オンタリオ州教職員年金基金 (OPB) (注2)	カナダ	115	41% → 46%	38% → 35%	21% → 19%

(注1) 資産クラスは各基金で異なるため、基本的には、「株式」は上場株式 (private と区分されたものは除く)、「債券」は Bond、Fixed Income と区分されているものとし、該当しないものを全て「その他」とした。「その他」にはヘッジファンドやプライベート・エクイティ、商品投資、インフラ投資などのオルタナティブ投資以外に、現金・預金、短期資産なども含む。

(注2) 各年3月末時点。

(注3) 各年6月末時点。

(注4) 各年8月末時点。

(注5) 各年12月末時点。

(注6) 総資産額は、Towers Watson (2012) を参照した。

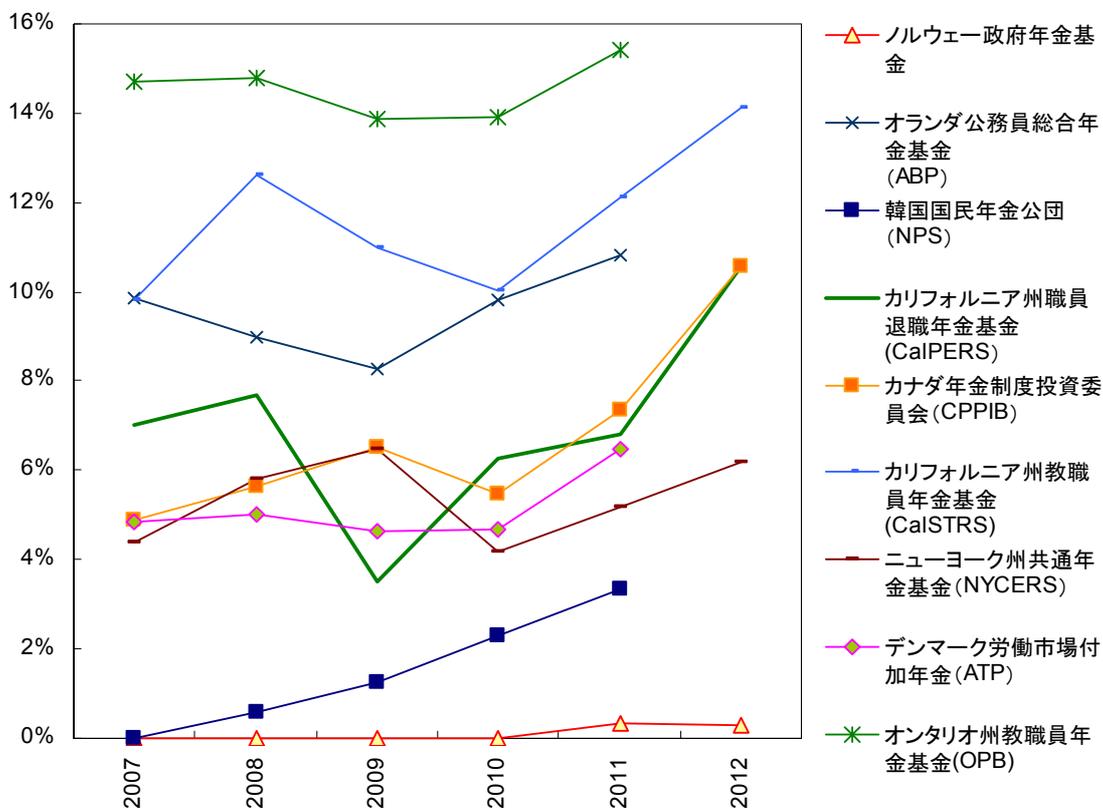
(出所) Towers Watson (2012)、各基金の Annual Report 等を元に大和総研作成

多くの基金が、「株式」、「債券」の投資比率を低下させ、「その他」への比率を高めていることがわかる。また、欧米基金では、3割程度まで配分比率を高めており、特にデンマーク公的年金（ATP）においては、4割を超えていることがわかる。

続いて、図表2では「その他」に含まれる資産の中で、不動産投資の比率を示した。2007年から2011年（データが取得できる基金においては2012年）までの推移を示している。多くの基金で、リーマン・ショック以降の2009年、2010年と軒並み投資比率が停滞したが、2011年以降は大きく上昇していることが分かる。特に、最も不動産投資比率の高いオンタリオ州教職員年金基金（OPB）では、資産全体の14%前後の水準を維持している。カリフォルニア州教職員年金基金（CalSTRS：カルスターズ）は、2012年に14.1%まで比率が高まった。また、カナダ年金制度投資委員会（CPPIB）では、2007年の4.9%から2012年10.6%まで2倍以上の規模に、カリフォルニア州職員退職年金基金（CalPERS：カルパース）では、2009年に3.5%まで低下したが、2012年には10.5%と、2009年の3倍近い規模にまで投資比率が高まっている。

また、これまで不動産投資割合が低かった基金の動向も注目される。資産総額で世界2位の規模をもつノルウェー政府年金基金では、2011年から、これまでの株式、債券の2資産クラスに不動産を加えた運用を開始している。さらに、2007年には比率が0%であった韓国国民年金公団（NPS）でも、徐々に不動産投資割合を増やしていることがわかる。

図表2 各国年金基金の不動産投資の比率



(注1) 資産クラスは各基金で異なるため、「不動産」については real estate と記載があるものとし、記載が無い場合は real asset の数値を集計した。

(注2) 不動産投資への配分が0である GPIF を除く。

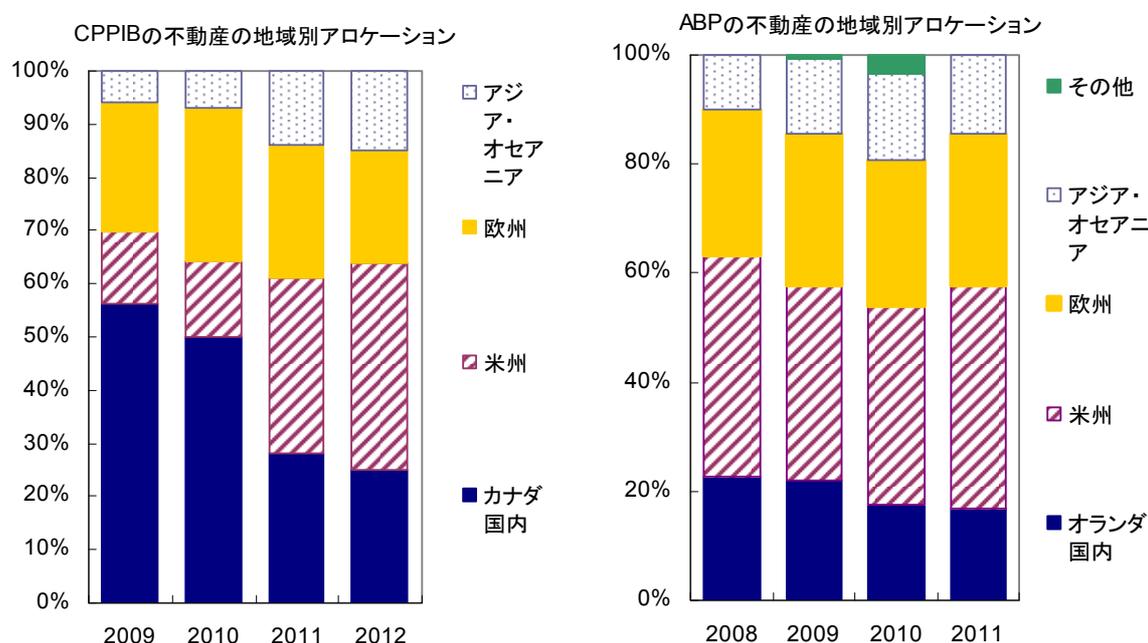
(出所) 各基金の Annual Report 等を元に大和総研作成

(2) 国内（域内） → 国外（域外）、のグローバル化が進む

次に、各年金基金の不動産投資における、地域別の分散状況を観察する。図表 3 では、データの取得可能な、カナダ年金制度投資委員会（CPPIB）とオランダ公務員総合年金基金（ABP）について、地域別のアロケーションを示した。2007 年から 2012 年にかけて、不動産への投資比率が 2 倍以上に高まった CPPIB（図表 3、左図）では、国内から国外への投資が加速している。2009 年には国内が全体の 5 割以上であったが、2012 年には約 4 分の 1 にまで減少した。替わって、米州（カナダを除く）とアジア・オセアニア地域への投資が増加している。カナダを含めば、米州の比率に大きな変動はないものの、国内から国外へシフトしていることは、注目すべき点であろう。

一方、ABP（図表 3、右図）では国外投資の比率が高く¹、国内が 2 割前後の水準であるが、さらに 2008 年（22.5%）から 2011 年（16.8%）にかけて低下している。ABP においても国内から国外へとシフトしている傾向がうかがえるだろう。国外取引の内訳をみると、米州が 40% 前後と最も比率が高く、欧州は 27~28% の水準で推移しているが、アジア・オセアニア地域は徐々に比率が高まっているようだ（2008 年は 10%、2011 年は 14%）。

図表 3 CPPIB（左図）、ABP（右図）における不動産投資の地域別割合



(注) CPPIB は、各年 3 月末、ABP は各年 12 月末。

(出所) 各基金の Annual Report 等を元に大和総研作成

¹ 三菱 UFJ 信託銀行不動産コンサルティング部（2008）より。欧州の不動産投資市場においては、北米に比べると、国内より国外取引の比率が高い傾向があり、その約半分は欧州域内取引であるという。なお、2007 年上半期の不動産投資額全体に対する、国外取引（クロスボーダー取引）の比率は、北米 24%、欧州 64%、アジア・太平洋 52%となった。

また、2011年から不動産投資を開始したノルウェー政府年金基金では、2011年12月時点で、フランスと英国に全体の0.3%の資金を投資しているが、将来的には5%まで引き上げることが義務付けられており、そのうち3分の1を米国に振り分ける方針であるという²。今後は、多くの年金基金による不動産投資において、地域の分散化が進められていくことが予想される。

不動産投資における分散化、REIT市場の存在感が高まる

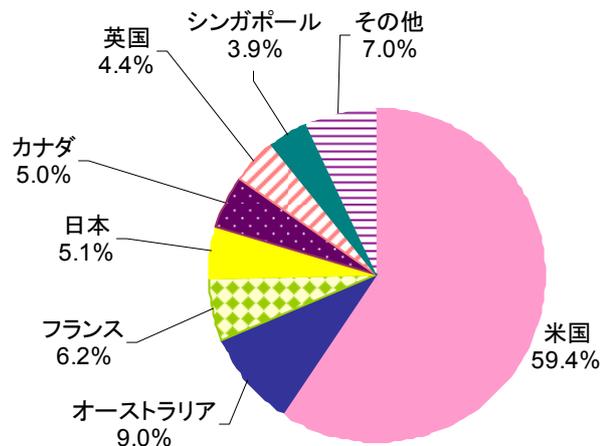
以上のように、世界の年金基金で不動産投資の比率が高まり、また国内から国外へとシフトする傾向が続く背景には、改めて分散投資の重要性が再認識されていることがある。年金資産は将来の年金給付の貴重な財源であり、年金基金は年金資産の安全かつ効率的な管理・運用を行わなくてはならない。これまでも、欧米の年金基金では、先進的な運用手法を採用し、長期的な観点に立った分散投資、かつ適切なリスク管理を行ってきた。しかし、2008年の金融危機では、多くの基金で年金資産が毀損する事態に至り、リスク管理を強化した政策資産配分の抜本的な見直しが進められている。

そして、もう一つの側面として、REIT市場の存在も大きいと思われる。REITは上場商品であり、かつ、複数の不動産を保有している。オフィスや商業施設など、用途別に不動産を保有する特化型、異なる用途の不動産を複数組み入れた総合型などが存在し、詳細に情報開示もされている。流動性が高く、適切なリスク管理の下で、分散効果が期待できる投資対象といえるだろう。JONES LANG LASALLE (2012b)によれば、REITは、2012年の世界の不動産投資市場において、最も買い越し額（ネットベース）が大きい主体となった。積極的な不動産の取得により、世界のREIT市場規模は2012年末時点で1兆ドルを超える水準まで拡大し、これは2010年末時点と比較して2倍近い規模といえる。年金基金からの資金流入も大きく影響していると予想され、今後もREIT市場の存在感が高まっていくだろう。

また、年金基金は分散投資を進める上で、パッシブ運用、つまり、時価総額加重での資産配分を選好する傾向も指摘されている。図表4に示す、REIT市場の時価総額に近いポートフォリオの構築も進められていく可能性もあるだろう。ただし、REIT市場は株式市場との相関が高く、市場価格の乱高下も激しい。それを考慮した上での適切な資産配分が求められる。

² Bloomberg ニュース (2012年12月1日) 「ノルウェー政府系ファンド：米不動産市場に110億ドル投資へ」
<http://www.bloomberg.co.jp/news/123-MEBMDL6S972L01.html>

図表4 世界のREIT市場の時価総額構成比（2012年末時点）



（出所）Bloomberg より大和総研作成

日本の年金基金の動向への示唆

世界の年金基金が不動産投資を加速させている中で、国内の年金基金は消極的といえる。共済年金の一つである国家公務員共済組合（2011年度報告書より、不動産投資比率 2.2%）や、一部の企業年金（企業年金連合会の 2011年度企業年金資産運用実態調査結果より、不動産投資比率 0.81%）では、不動産投資が行われている。しかし、世界最大の年金基金と言われる GPIF では、2001年度以降の運用の中で実施されていない。世界各国の年金基金と比較しても、国内の年金基金による不動産投資の割合は低いが、今後は年金資産という性質からも、長期投資の対象として検討されてよいのではないだろうか。近年では、私募 REIT の誕生など、不動産投資の選択肢も拡大しつつある。また、不動産投資における環境整備も整ってきたといえ、分散投資の観点からも、不動産が重要な投資対象と位置づけできる状況が到来しつつあるだろう。

また、世界に占める日本の REIT 市場のシェアは 5.1% である（図表 4）。しかし、REIT も含む商業用不動産市場の規模でみると、日本のシェアは米国に次ぐ規模であり、経済規模や、適切なガバナンスのもとにある民主国家であることなどから、安定した投資先と評価する声もあるようだ³。地域別アロケーションが確認できた CPPIB と ABP では、日本の不動産への投資割合は非常に低い結果であった。しかし、今後はさらに不動産投資における地域の分散化が進むことが予想され、日本の不動産を投資対象として見直す動きが強まってくるのではないだろうか。ひいては、日本の不動産投資市場が活発化することで、国内年金基金の投資意欲も高まっていくことが期待される。

³ 三菱 UFJ 信託銀行不動産コンサルティング部（2008）より。

【参考文献】

JONES LANG LASALLE (2012a) 「Global Capital Flows, Q3 2012」

JONES LANG LASALLE (2012b) 「Global Capital Flows, Q4 2012」

三菱 UFJ 信託銀行不動産コンサルティング部 (2008) 「不動産マーケットはこうなる」、日経 BP 社

TOWERS WATSON (2012) 「P&I/TW300 analysis, Year end 2011」