

【 寄 稿 】

日本銀行による不動産投資法人投資口買入れについて考える

前土地総合研究所研究部次長
小山 陽一郎

1. はじめに

日本銀行が2010年10月に、ゼロ金利政策への実質的な復帰やリスク資産の買入などを柱とする包括的金融緩和策を決定し、5兆円の基金を設け、中央銀行としては異例となる不動産投資信託（以下「JREIT」という。）投資口などのリスク資産を2011年末まで買入れることとした（付表1参照）。当初のJREITの買入れ予定額の上限は500億円程度であり¹、JREITの市場規模（2012年1月時点の時価総額約3兆円）からすると比較的小規模であったものの、この緩和策によりJREIT市場は大きな影響を受け、2010年末までの約3カ月間に東証リート指数は約2割上昇し、2010年1年間の上昇率は約45%と主要先進15カ国のREIT市場で最大となった²。日本銀行は、この資産買い取りを、「リスクプレミアムの縮小、金利低下を促し企業の資金調達コストを下げ、民間によるリスク資産投資の呼び水とする」と位置付けているが、投資口価

格の上昇により資金調達環境が改善したことから、2011年に入り多くのJREITにおいて公募増資等も行われ、物件取得も進むなど政策目的を一定程度達しているように見える。日本銀行によるJREITの投資法人債適格担保化（2009年1月）に加えての今回の投資口買入は、JREITの安定・成長に大きく寄与し、不動産市場への安定した資金供給による、不動産の流動化、不動産開発、都市機能の発展につながることを期待され、不動産に関わる者にとってすばらしい福音である。

一方、JREITの価格は東日本大震災、欧州債務問題等の影響も受け、2011年1月にピークをつけて以降、下降・低迷を続け、現在では包括的金融緩和策発表前の水準を大きく下回っている。

本稿では、日本銀行のJREIT買入がJREIT市場にどのような影響を与えたか等をもて、その効果等について考えてみることにする³。

2. 日本銀行によるJREITの買入状況

JREIT投資口の買入対象はAA格相当以上のもので、信託銀行の信託財産として日本銀行の定める基準に従って買入れられ、各銘柄の発行残高5%以内で、買入額が銘柄毎の時価総額に概ね比

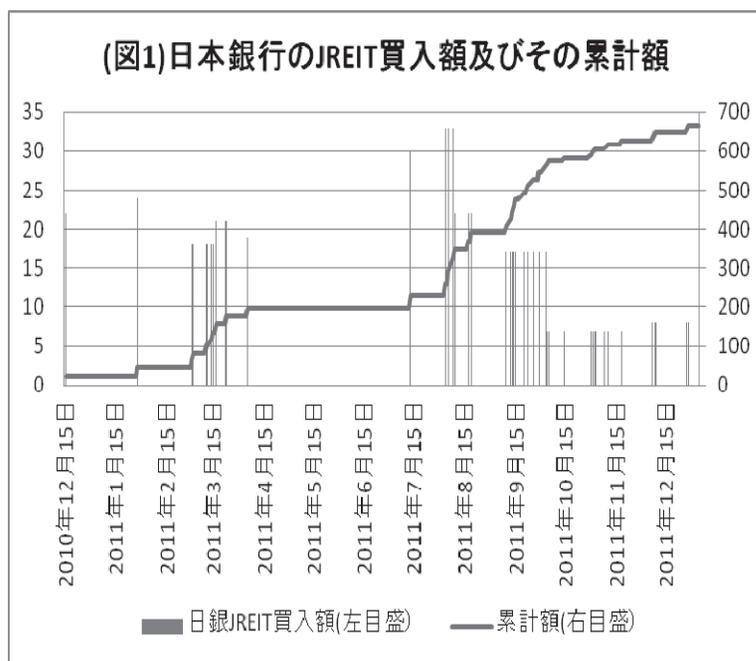
¹ 2011年3月の東日本大震災による金融市場におけるリスク回避姿勢の高まりが実体経済に悪影響を与えることを未然に防止する観点から基金が増額され、JREITの買入れ予定額上限は1,000億円に、期限は2012年6月末とされた。更に、8月には欧州周縁国のソブリン・リスク問題等への対応のための基金増額とともに、JREITの買入れ予定額上限も1,100億円に増額され、期限は2012年末とされた。なお、東証株価指数又は日経平均株価に連動する指数連動型上場投資信託（ETF）の買入れ限度額については、当初の4,500億円から1兆4,000億円に増額設定されている。

² 読売新聞（2011年1月13日）

³ 本稿ではJREITとの比較のために東証市場第一部上場株式（又は、TOPIX）との関係にも触れるが、日本銀行の株価指数連動型ETF買入の効果等について考えることは主たる目的としていない。

例するように買入上限が設定されている。なお、R&I (株式会社格付投資情報センター) の格付けで AA-以上の JREIT は 11 銘柄⁴、時価総額約 1 兆 6 千億円 (2012 年 1 月) である。

図 1 の通り、2011 年 12 月 16 日以降 41 回にわたり累計 665 億円の JREIT 買入が行われているが、2011 年 8 月～10 月初旬までの約 2 ヶ月間で買入が急激に増加し、最近では一回の買入額が 7～8 億円とピーク時の 4 分の 1 以下に少額化している。買入枠は 1,100 億円に設定されているものの、買入対象条件 AA 格、5%以内というルールの下では、買入枠は二百数十億円程度⁵しか残っていないと推定されるため、2012 年末まで約 1 年期間が残っていることを考えると、大量の買入を今後頻繁に行う可能性は低くなっていると考えられる。



⁴ 2011 年 11 月末現在の格付け。AA-以上の銘柄は、スタンダード&プアーズ格付けではわずか 1 銘柄、ムーディーズ格付けでは皆無である。全銘柄において R&I 格付けが高い格付けとなっているので本稿では R&I 格付けを採用した。但し、2011 年 12 月に R&I も日本国債を格下げ (AAA→AA+) したことから、今後 JREIT の格付けにも影響が出てくる可能性がある。

⁵ 2012 年 1 月現在の価格を前提として、AA 格以上の銘柄の時価約 16,000 億円の 5%、約 800 億円が買入の上限となる。そして、東証 REIT 指数の前場終値水準で買入れられたものと仮定して、日本銀行保有 JREIT の現在価値を推計すると、約 580 億円となる。

3. 日本銀行の JREIT 買入れの超短期的効果

(1) 買入れが行われるタイミング

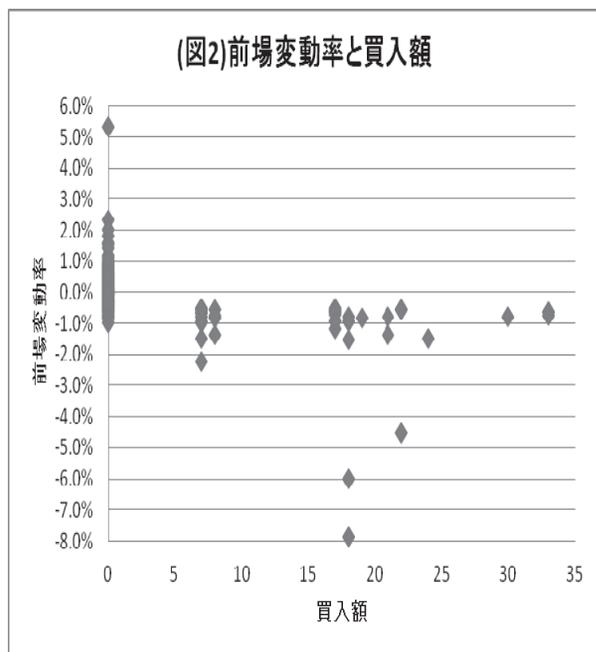
まず、日本銀行に JREIT 買入れを委託された受託信託銀行の JREIT 買入れのタイミング (ルール) がどのようなものかを推測する。株式指数連動型 ETF 及び JREIT の買入が開始された 2010 年 12 月 15 日以降の東証 REIT 指数の前日終値と前場の終値の変動率 (以下「前場変動率」という。) と買入発動の有無との関係 (図 2) から、前場変動率が 0.5%を超える下落をした場合に買入れが行われるケースが多いようである。(買入が行われた 41 回全て 0.5%以上の下落であり、一方 0.5～1%の下落で買入が行われなかった場合が 19 回ある。)

なお、表 1 には買入れが行われた場合と行われなかった場合の前場変動率の基本統計量の概要を示す。買入れは行われた場合の前場変動率の平均値は-1.24%、中央値は-0.78%、最大値は-0.51%である。買入れが行われなかった場合の前場変動率の平均値は 0.11%、中央値は 0.03%、最小値は-0.98%である。

一方、株式指数連動型 ETF の買入れは、東証株価指数 (以下「TOPIX」という。) の前場変動率が 1%を超える下落の場合 100%の確率で買入が行われており、また、1%未満の下落で買入が行われたのは初回の買入の 1 度だけであり、経験的にかなり明

確な買入のタイミングが推測できる。こうしたタイミングの明確さの両者による違いは、買入対象が指数連動型 ETF であるか個別銘柄 (JREIT) であるかにより生じているものと考えられる⁶。

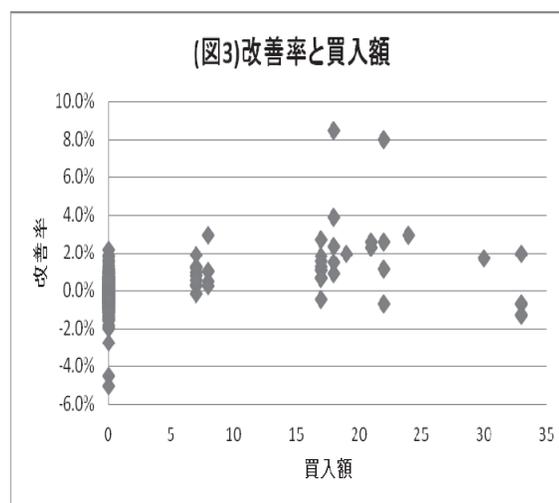
⁶ なお、時価総額の最大の日本ビルファンド投資法人の前場変動率と JREIT 買入れについては上記のような関連性があまり見られないところであり、概ね東証 REIT 指数を目安に買入タイミングが図られていると考えてよいものとする。



買入れが行われた場合と行われなかった場合の改善率の基本統計量の概要を表2に示す。買入れは行われた場合の改善率の平均値は1.53%、中央値は1.12%、最小値は-1.27%、最大値は8.48%である。買入れが行われなかった場合の改善率の平均値は-0.18%、中央値は-0.10%、最小値は-5.07%、最大値は2.14%である。明らかに買入れが行われた取引日の後場は前場の変動と大きく異なる動きを示したことが窺える。「リスクプレミアムの縮小、金利低下を促し企業の資金調達コストを下げ、民間によるリスク資産投資の呼び水とする」との位置付けに、急速な価格下落の緩和が意図されているか承知していないが、日本銀行によるJREIT買入れには超短期的に価格下落緩和効果が認められるといえよう。

(表1)

	買入実行	買入なし
平均	-1.24%	0.11%
中央値	-0.78%	0.03%
標準偏差	1.48%	0.63%
尖度	12.12	21.98
歪度	-3.46	3.23
範囲	7.35%	6.33%
最小	-7.86%	-0.98%
最大	-0.51%	5.34%
合計	-50.66%	24.78%
標本数	41	216



(2) 超短期的な(買入れ当日における)効果

前述の通り、前場が大きく下げた際に買入が行われる傾向があるが、当日のJREIT市場にどのような影響をもたらしたかをみたものが図3である。ここでは、後場の変動率(前場の終値と後場の終値の変動率)が前場の変動率の傾向からどのように変化(以下「改善率」という。)したかをみた⁷。図3に示す通り、ほとんどの場合(41回中36回≒88%)下落傾向に改善傾向(下落幅の縮小又は上昇への転換)がみられる⁸。

(表2)

	買入実行後	買入なし
平均	1.53%	-0.18%
中央値	1.12%	-0.10%
標準偏差	1.89%	0.84%
尖度	6.62	8.07
歪度	2.20	-1.51
範囲	9.75%	7.22%
最小	-1.27%	-5.07%
最大	8.48%	2.14%
合計	62.61%	-38.10%
標本数	41	216

⁷ 例えば、前場の変動率が-1%で、後場の変動率が+0.5%の場合、+1.5%(0.5-(-1))の影響があったと計算する。

⁸ 一方、買入のない場合の同様の率(上昇幅の拡大を含

む)は42%(91÷216)である。なお、指数連動型ETFの買入が行われた43回全てのケースで改善傾向が認められる。

(表3)					
回帰統計					
重相関 R	0.480				
重決定 R ²	0.231				
補正 R ²	0.228				
標準誤差	0.011				
観測数	257				
	係数	標準誤差	t	下限 95%	上限 95%
切片	-0.00135	0.00073	-1.84998	-0.00278	0.00009
X 値 1	0.00089	0.00010	8.74730	0.00069	0.00109

なお、買入額と改善率を単回帰した結果は表3のとおりであり、決定係数は低いものの買入額の回帰係数のt値は高く有意であり、概ね10億円の買入で、0.9%程度の改善が見込まれる傾向がある。なお、指数連動型ETFの場合もTOPIXにほぼ同様の影響を与え、100億円の買入で1%程度の改善が見込まれる傾向がある⁹。

4. 包括的金融緩和策発表前後のJREITの価格動向等

(1) JREIT、株式の価格指数の推移

図4に包括的金融緩和策発表時点（発表前日の2010年10月4日）を1000とした、東証REIT指数とTOPIXの推移を示す。

東証REIT指数は、金融緩和策発表後10月中はほぼ横ばいで、概ね安定していたが、買入対象の詳細、買入方式等の具体的運営が明らかにされた11月上旬頃からやや急激な上昇傾向を示し、翌年1月初旬にピーク(1223)に達した。その後、3月の東日本大震災直後の乱高下を除けば、一貫して下落傾向が続き、夏以降は金融緩和策発表前の水準を下回り続けている。TOPIXは、2010年11月上旬頃まで概ね穏やかな下落傾向であったが、その後上昇し、2月下旬にピーク(1185)に達した。その後東日本大震災の急落と半値戻しと下落上昇を繰り返しながら、下落傾向を示している。金融

緩和策発表時点以後1年3カ月間の最高値の最安値に対する倍率により価格変動の振幅をみると、JREITが1.43倍(1223÷852)、株式が1.38倍(1185÷858)となる。

TOPIXまたは日経平均株価(日経225)に連動する指数連動型上場投資信

託(ETF)も日本銀行の買入対象となっており(限度額1兆4千億円)、これまで、8,287億円の買入が行われているが、TOPIXの価格変動と比較すると、今回の金融緩和策による短期的な影響はJREITにおいてやや大きかったことが窺える。



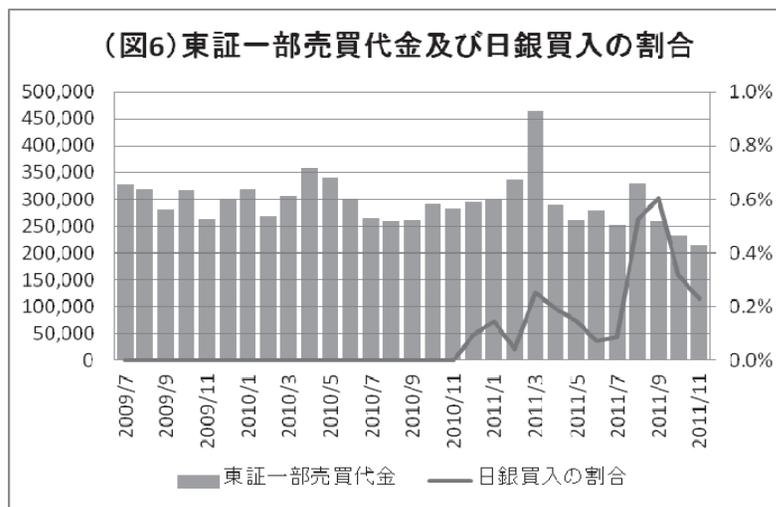
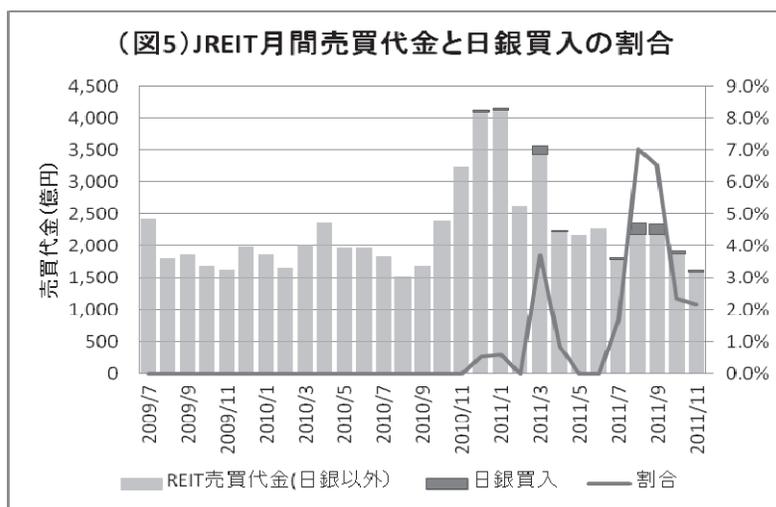
時価総額約250兆円(2012年1月時点)で1日の売買代金が1兆円程度の東証1部と時価総額約3兆円(2012年1月時点)で1日の売買高が100億円程度のJREITに対する買入額のボリュームが反映されているとみることもできよう。但し、金融緩和策発表時より1年3か月経過した2012年1月4日現在、両指数ともほぼ同程度(10~11%)の下落となっており、短期的視点から見ると日本銀行によるJREIT買入れ等に価格維持又は価格上昇

⁹ 決定係数は約0.4と高めである。

をもたらす効果は弱いと言えよう¹⁰。

(2) JREIT、株式の価格指数の推移

図5～6は、包括的金融緩和策発表前後の、JREITと東証一部の月間売買代金の推移と日本銀行買入額の売買代金に占める割合を示したものである。



JREITの売買代金は、金融緩和策発表直後の2010年10月から急増し、翌年1月にピーク（9月の売買代金の約2.5倍）に達し急減する。東日本大震災による市場の混乱により3月には急増するものの、4月以降は概ね定常状態といえる月間2,000億円前後に回帰している。図5に示す通り、10、11月にはまだ日本銀行買入は行われておらず、

1、2月においても買入額は月間売買代金の0.5～0.6%を占めるにすぎない。投資家の期待先行等により、金融緩和策発表後4カ月程度はJREIT市場に大量に資金が流入したものと見ることができよう。

一方、東証一部の売買代金(図6参照)については、東日本大震災による3月の市場の混乱以外は、売買代金の変動の傾向を明確に読み取ることは難しいが、金融緩和策発表後、穏やかに2月まで増加しているとも見ることができよう。

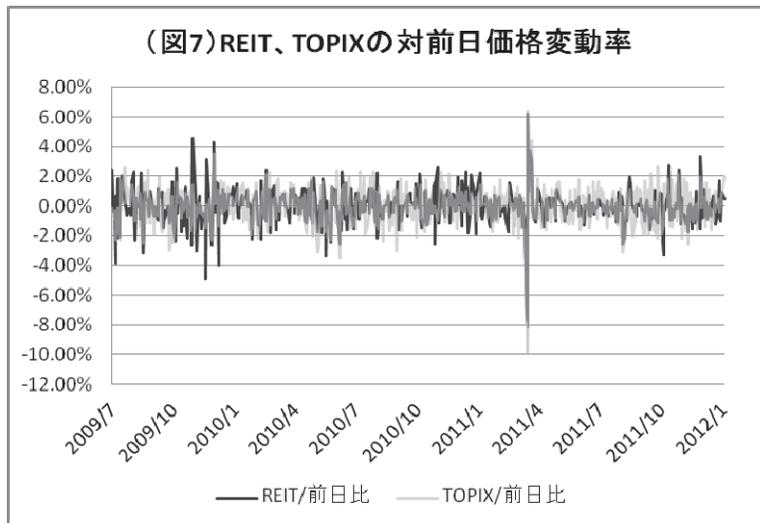
なお、2011年の間に、付表2に示す通りJREITは公募増資等により約2,200億円を調達し、その資金を活用して約3,300億円の不動産を取得した。この公募増資等が金融緩和策の効果のみによるということもできないであろうが、金融緩和策発表前の価格水準を上回っていた夏ごろまでに9割近くの資金調達が行われていることから、少なからず緩和策の恩恵を受けているものと言えてよからう。

10 当然、株式市場及びJREIT市場は包括的金融緩和策のみの影響を受けるものではないので、他の要因(国際情勢、為替動向、資源価格動向、政局、災害等)の影響も総合的に考慮しなければならない。しかし、前節で短期的効果を分析した際、翌日の変動率等もあわせて分析したが有意な関係は見いだせなかったことから、買入れ自体の効果の持続性は極めて短いものと考えられる。また、金融緩和策の存在効果については、次項に示す売買の推移から、はじめの数カ月は比較的強い影響力を持っていたと考えられるがその後急速に影響力を弱めてきたことが窺える。

(3) JREIT、株式の価格変動率

図7は、東証REIT指数及びTOPIXの対前日価格変動率を示す。

JREITは2009年冬頃まで±4%程度の範囲の振幅であったが、その後は±2%程度の振幅となり、震災直後の大振動を経て、2011年夏頃までは±1%程度の小さな振幅を続け、その後徐々に拡大



変動率の基本統計量を確認する。

金融緩和と政策発表前(期間約1年3カ月)では、JREITの価格変動率の平均値は-0.01%、標準偏差は1.21%、最大値4.56%、最小値-4.91%で、この間に2.91%の下落であった。株式は、平均値-0.04%、標準偏差1.17%、最大値3.51%、最小値-3.54%で、この間に12.23%の下落であった。価格変動率は、バラツキには両者に大きな差異はなく、範囲はJREITの方が大きく、下落幅はTOPIXがかなり大きくなっている。

し直近では±3%程度の振幅を示している。一方、TOPIXは、震災直後の大振動と若干の例外を除けば、ほぼ±2%の振幅に納まっているとみられるが、金融緩和策発表後3~4カ月程度は、やや変動幅が縮小している傾向がみられる。

表4には両指数の価格変動率の基本統計量を示す。

包括的金融緩和策発表前後(期間約2年6カ月)を通じた、JREITの価格変動率の平均値は-0.02%、標準偏差は1.20%、最大値6.18%、最小値-8.17%で、この間に14.94%の下落であった。株式は、平均値-0.04%、標準偏差1.26%、最大値6.43%、最小値-9.95%で、この間に22.42%の下落であった。価格変動率の分布はバラツキ、範囲ともにTOPIXの方がやや大きく、下落幅もTOPIXがかなり大きくなっている。

本節のはじめでみたとおり、包括的金融緩和と政策の前後及び震災前後で両指数の価格変動に大きな変化があるので、それぞれの期間に分けて価格

金融緩和と政策発表後から震災前まで(期間約5カ月)では、JREITの価格変動率の平均値は0.14%、標準偏差は1.02%、最大値2.61%、最小値-2.56%で、この間に14.46%の上昇であった。株式は、平均値0.12%、標準偏差0.92%、最大値2.26%、最小値-2.19%で、この間に12.34%の上昇であった。価格変動率は、バラツキ、範囲ともJREITの方が大きく、上昇幅はJREITがやや大きくなっている。

震災直後の混乱期を除いた震災後から現在まで(期間約9カ月)では、JREITの価格変動率の平均値は-0.12%、標準偏差は0.85%、最大値3.33%、最小値-3.30%で、この間に24.09%の下落であった。株式は、平均値-0.08%、標準偏差1.11%、最大値2.67%、最小値-3.12%で、この間に15.57%の下落であった。価格変動率は、バラツキはTOPIXがかなり大きく、範囲はJREITの方が大きく、下落幅はJREITがかなり大きくなっている。

	全期間(2009/7/1-2012/1/4)		緩和前(2009/7/1-2010/10/4)		震災前(2010/10/5-2011/3/10)		震災後(2011/3/23-2012/1/4)				
	REIT	TOPIX	REIT	TOPIX	REIT	TOPIX	REIT	TOPIX			
平均	-0.02%	-0.04%	平均	-0.01%	-0.04%	平均	0.14%	0.12%	平均	-0.12%	-0.08%
中央値	-0.01%	0.00%	中央値	0.07%	-0.05%	中央値	0.13%	0.23%	中央値	-0.12%	-0.15%
標準偏差	1.20%	1.26%	標準偏差	1.21%	1.17%	標準偏差	1.02%	0.92%	標準偏差	0.85%	1.11%
尖度	7.27	8.74	尖度	1.94	0.11	尖度	-0.07	-0.16	尖度	2.75	-0.59
歪度	-0.63	-0.91	歪度	-0.25	-0.08	歪度	0.02	-0.21	歪度	0.28	-0.01
範囲	14.35%	16.38%	範囲	9.47%	7.04%	範囲	5.16%	4.44%	範囲	6.62%	5.79%
最小	-8.17%	-9.95%	最小	-4.91%	-3.54%	最小	-2.56%	-2.19%	最小	-3.30%	-3.12%
最大	6.18%	6.43%	最大	4.56%	3.51%	最大	2.61%	2.26%	最大	3.33%	2.67%
合計	-14.94%	-22.42%	合計	-2.91%	-12.23%	合計	14.46%	12.34%	合計	-24.09%	-15.57%
標本数	614	614	標本数	309	309	標本数	105	105	標本数	193	193

(4) JREIT の価格変動 (リスク) 特性について

リスクとリターンとのトレードオフ関係及び投資間の相関係数を顧慮して、最小のリスクで最大のリターンを得るためのポートフォリオを組成することが、一般的には、投資家にとって合理的な行動となる中で、JREIT は以下の二つの特性を有すると想定され、投資家の資産運用において、リスク軽減のための分散投資の受け皿となることが期待された。

①長期保有による不動産賃貸が主たる事業であり、安定した賃料収入を裏付けとしており、配当、投資口価格は安定的な、ミドルリスク・ミドルリターンの商品である。

②不動産の賃料は粘着性を持ち経済動向に遅行するため、経済動向に敏感に反応する株式との相関が低い特性を持った商品である。

しかし、本誌 2009 年秋号で、東証 REIT 指数が算出されてからの約 6 年 7 カ月間の、JREIT 及び株式の価格変動について分析し、JREIT は公開市場で取引される商品であるが故に、想定された上記特性とは全く異なり、株式と同程度にハイリスク・ハイリターン商品であることを示した(参照：http://www.lij.jp/html/jli/jli_2009/2009autumn_p090.pdf)。

本項では、2009 年夏以降についても、JREIT は株式と同様にハイリスク商品であったことを、指数の過去の変動率から年率換算したヒストリカル・ボラティティ (HV) を用いて再確認する¹¹。

¹¹ ここでは、125 営業日 (約半年) 分のデータをローリングして (移動平均的に) 用いて HV の変化について確認する。

$$HV = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{t=1}^n (\ln \frac{S_t}{S_{t-1}} - \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n \ln \frac{S_t}{S_{t-1}})^2 \times \sqrt{250}}$$

St:t 日における観測値、n:観測値数 (ここでは、125)

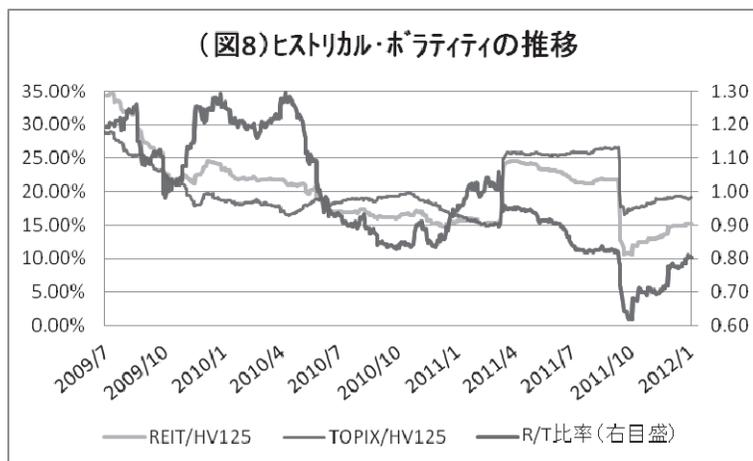


図 8 は、東証 REIT 指数、TOPIX の 125 日間のヒストリカル・ボラティティ (HV) の推移である。JREIT は 2009 年 7 月の 35%程度から東日本大震災による市場混乱の影響を受けるまで、ほぼ一貫して 15%程度まで減少し、2011 年 3 月に 25%程度に跳ね上がったのち、震災直後の混乱の影響が反映されなくなる 2011 年 9 月に 11%程度に一旦低下したのち、徐々に 15%程度まで上昇している。一方、TOPIX は 2009 年 7 月の 29%程度から 2010 年 4 月の 16%程度まで下落したのち、10 月の包括金融策発表直後ころまで上昇し約 20%に達したのち、震災による市場混乱の影響を受けるまで再度下落し 15%程度となり、2011 年 3 月に 26%程度に跳ね上がったのち、震災直後の混乱の影響が反映されなくなる 2011 年 9 月に 17%程度に一旦低下したのち、緩やかに 19%程度まで上昇している。

REIT と TOPIX の HV の比率をみると、2010 年春頃までは HV 比率は 1 を超え REIT の価格変動の方が大きく、その後暫く TOPIX の価格変動の方が大きかった (HV 比率は 1 未満) が、金融策発表後から HV 比率が上昇を始め (相対的に REIT の変動率が高まる)、震災の混乱以後 HV 比率は下落 (相対的に TOPIX の変動率が高まる) し、直近では HV 比率が高まりつつある。

上述のように、市場の変動性の程度を測る尺度あるボラティリティ自体も大きく変動するものである¹²が、市場の変動性をリスクというのであれば、JREITは株式とは概ね同程度にハイリスクであると述べた前稿の結論に変更の必要は現時点ではないと思われる¹³。

(5) JREIT、株式の相関係数

投資家が二つの市場に投資をする際、両市場の変動に正の大きな相関があれば、リスクは大きく、負の相関があれば、一方の市場による損失が他方の市場における利益で相殺されるためポートフォリオ全体としてのリスクは小さくなる。本項ではJREIT、株式の相関係数をみることにより、分散投資の受け皿としての有効性の変化についてみる。

包括的金融緩和策発表前後を通してのJREITと株式の相関係数は0.52であり、正の相関がみられる。金融緩和策発表の前後、震災前後で比較すると、金融緩和策発表前(2009/7/1-2010/10/4)の相関係数は0.45であり、やや弱い正の相関がみられ、一方、金融緩和発表後から震災前(2010/10/5-2011/3/10)の相関係数は0.25であり、ほとんど相関関係はみられない。また、震災後(2011/3/11-2012/1/4)までの相関係数は0.68

であり強い正の相関がみられるが、震災直後の混乱期を除いた場合(2011/3/23-2012/1/4)には、0.34であり、弱い正の相関を示すにとどまる。

以上からは、金融緩和策発表後に、JREITと株式の価格変動の連動性は弱まり、分散投資の受け皿として望ましい特性を強めたということもできるが、突発的な事故(今回は震災)が発生した場合には一斉に同方向への振れが起こり、一挙にその性質に大きな変化をきたすと言うことができよう。

なお、図9は、125営業日(約半年)分のデータをローリングして(移動平均的に)用いた相関係数の変化を示している。JREITと株式の相関係数は、緩和策発表後の2010年10月以降0.5程度から0.2程度に大きく低下し、ほとんど相関関係を示さなくなったのち、震災のショックの影響により急激に0.8程度に高まり、その影響が除かれる2011年秋以降0.4程度の弱い正の相関を示すようになっていく。

5. おわりに

以上の検討から日本銀行のJREIT買入れには、以下の影響・効果があったと言うことができよう。



①超短期的には市場の急落を緩和する効果を一定程度有する。

②短期的(数カ月から1年程度)には市場の価格維持・価格上昇効果はほとんど示していない。

③期待誘発(アナウンス)効果により4カ月程度は市場に流入する資金増及び価格上昇効果を示した。

¹² すなわち、市場商品固有の特性というよりは、それを取り巻く社会経済情勢の影響を反映するものである。

¹³ 但し、配当(分配金)の安定度、破綻した際の株式(投資口)所有者に対する清算金の多寡等を考慮する場合は「リスク」の位置付けは異なる可能性がある。

④③の効果とJREITの信頼感を高めたことにより、JREITの増資を容易にし、新たな資金約2,200億円を呼び込むとともに、約3,300億円分の不動

産取引の成立に資した。

⑤JREIT のボラティリティを(株式と比較して)相対的に高め、短期的(数カ月程度)には相対的にハイリスク商品とした。

⑥JREIT と株式との正の相関関係を弱め代替資産としての性質を短期的(数カ月程度)には高めた。

日本銀行は、JREIT 買い取りを含む金融緩和策を、民間によるリスク資産投資の呼び水とするための臨時・異例の措置と位置付けているが、公募増資等の増加を容易にしたことよりその所期の目的は短期的には一定程度達しているように思われる。

しかし、JREIT の価格特性が株式と同程度のハイリスクであることに加え、JREIT は投資法人(会社型投資信託)であり¹⁴、“会社型”の名が示す通り、不動産運用のみを目的とし、利益のほとんどすべてを配当することにより、二重課税を回避する導管性を有する特殊な会社であり、その投資口は一般の株式会社の株式とほとんど同じ性格のものとして位置付けられる。日本銀行が個別の会社、例えば、三菱地所株式会社や三井不動産株式会社等の株式を市場から購入するという想像すれば、今回の JREIT 投資口買入れは、極めて異質な施策であると考えられる¹⁵。すなわち、日本銀行の本来的目的¹⁶①銀行券を発行するとともに、通貨及び金融の調節を行うこと、②銀行その他の金融機関の間で行われる資金決済の円滑の確保を図り、もって信用秩序の維持に資すること、から JREIT 買入れを導き出すのはかなり大胆な飛躍を要する。「銀行の銀行」としての役割を果たし「最後の貸し手」であった中央銀行に、「最後の投資家」としての性格が新たに付加されたと理解することも

きよう。

また、株式については、株価指数に連動する指数連動型上場投資信託(ETF)を買入対象としたこととのバランスから考えれば、個別の JREIT 投資口ではなく、東証 REIT 指数に連動する ETF を買入対象とするという選択肢もあったであろう¹⁷。日本銀行が REIT 指数連動型 ETF を購入すると発表すれば REIT の ETF が大きく成長し、認知度も高まり、ETF を通して投資家は JREIT 全銘柄に少額で分散投資できることとなる等、個人投資家に対する JREIT の普及に寄与する可能性があったのではないだろうか。

JREIT の買入にあたっては、AA 格相当以上のもを信託銀行に買入れ・処分をさせることとされている。しかし、2008 年 10 月 9 日にニューシティレジデンス投資法人が民事再生法手続き申し立てを行い実質的に経営破綻した際、R&I は 9 日に A+ から CCC に、ムーディーズは 10 日に A3 から Ba1 に引き下げるなど、格付けが後追的に急変する事態が生じる等格付け(機関)の限界は明らかである。

なお、R&I が 2011 年 12 月日本(国債)の格付けを AA+ に格下げしたが、国の発行体としての格付けが当該国に存する発行体(企業等)の格付けの上限となると考えれば、JREIT の格付けも相対的に格下げの方向に向かう可能性もあり得よう。その場合、AA 格未満となった買入れ済みの JREIT は、保有し続けるのであろうか、売却するものであろうか。いずれにしろ、日本銀行の買入れ期待を失うことによる買い意欲の減退、日本銀行による売却を先取りした売りの発生等により、格下げに伴う価格変動を増幅する可能性がある。

将来的には、個別銘柄購入という本施策判断の適否の検証が必要となる場面がおとずれる可能性があるだろう。

¹⁴ 現在上場されているもの。

¹⁵ これまでも、金融機関の株式保有リスクを軽減し、金融システムの安定確保を図る観点から、金融機関の保有する株式の買入れは行われたことはある。

¹⁶ 日本銀行法第 1 条及び日本銀行定款第 2 条

¹⁷ 東証 REIT 指数連動の ETF は現在二銘柄であり、資産残高が合わせて 140 億円程度(2011 年 12 月時点)と対象が小さすぎるため、現実的に困難という理由があるのかもしれない。また、低格付けの JREIT を含む指数連動型 ETF よりも高格付けの個別 JREIT の方が安全との判断があったのかもしれない。

経済学者、ファンドマネージャー、投資顧問等専門家の予測は、素人の予測より優っているという事実は存在せず、これまでも、彼らは、予測が外れてもそれは、想定外、ハンドリング不可能な事が原因で、それ以外は正しかった等と自己の正当化を行ってきた。しかし、想定外といったことが、大きな影響力を持ち、時には壊滅的な打撃を与える。大きな危険性を無視・過小評価し、可能性が小さくても大きな損失が出るリスクがある戦略が往々にしてとられてしまう結果、ノーベル経済学賞受賞者の運用するヘッジファンドの崩壊、米国投資銀行の消滅が起こってきた。JREITにおいて、関係者が短期的利益を追求（ギャンブル）することに合理性を与えず、長期的利益追求する体系が本当に成立しているのであろうか。

また、JREITはその資産の運用を外部委託することが定められているため、資産運用会社の主要出資企業（スポンサー）から多方面からの影響を受け、例えばスポンサー関係企業からの物件取得に伴う利益相反の可能性を内包していると言われる。情報の透明性確保、鑑定等による第三者の評価など、様々な制度化や努力が行われているが、付表2に示す不動産売買にも関連企業との取引が数多く含まれている。

成功は資産運用者側の手柄、損失は投資家又は国民の負担などという非対称が、日本銀行買入れによりJREITにおいて助長されないことを期待したい。

更に、今回の金融混乱において米国等では、大きすぎて、関連しすぎて潰せないことから、流動性不足と支払い不能の機関の区別をせずに金融機関を救ってしまったことから、規律の崩壊が起こり、治療が病気よりもひどい状態をもたらしてしまったとも言われる。日本銀行の買入れるJREITをAA格以上としたことにより、good REIT、bad REITを区別して支援しているということもできるが、選択に誤りがなかったかどうかは後日証明されるであろう。

日本銀行がJREIT市場を支えることを決した今回の包括的金融緩和政策は、不動産に関わる者に

とって素晴らしい福音である。しかし、中央銀行（連邦準備制度理事会）が、パーティーが本当に盛り上がってきたときにパンチ・ボウルを片づける役目を果たさずに、パーティーを盛り上げる側に立った結果、2009年以降の米国発の金融混乱が発生したとの論もみられる中、日本銀行が今後JREIT市場に対して、どのような形で片付け役にまわることができるのかについても注視すべきであろう。仮に日本銀行が売却にまわった場合、3～4節の記述と逆の効果が起こることが想定される。すなわち、超短期的には市場の上昇抑制効果（冷却効果）が発生し、数カ月単位の短期間には失望先行による資金流失に伴う市場の急落が生じる可能性がある¹⁸。

東証REIT指数を用いて推計すると現在百億円近くの含み損¹⁹が発生している可能性がある、今後買入れたJREITの価格が上昇すれば損失が減少するか又は利益を生み出すこともあるが、更に価格下落した場合は含み損が拡大する。総資産約138兆円、純資産約2.55兆円を有する日本銀行にとっては、大きなインパクトを与えるほどの規模ではないと考えることもできようが、ハイリスク資産を保持することによる日本銀行資産の劣化の可能性は低くない。

いずれにしろ、JREIT買入れにより、最終的に日本銀行に損失が生じるのか利益が生じるのか現時点では誰にもわからない、買入決定から売却終了までに、正負あせて社会経済にどのような影響を与えたかの分析と、日本銀行に与えた影響（＝国民負担又は利益）との総合的な評価を将来的には行う必要がある。

¹⁸ 日本銀行の実施要領では、「処分を行う際は、損失発生や市場への攪乱的な影響を極力回避することを考慮した指針を日本銀行が定め、信託銀行に処分させる」とはされている。

¹⁹ 第127回事業年度上半期財務諸表等（2011年4月1日～9月30日）によると、株式指数連動ETFで442億円、JREITで24億円の損失引当金（＝含み損）が計上されている。

(付表1) 日本銀行のJREIT買入の流れ

2010年10月5日	「包括的な金融緩和政策」の実施について JREIT など多様な金融資産の買入れ等を行うため、臨時の措置として、 バランスシート上に基金を創設することを検討する。
2010年10月28日	基金の総額、買入対象資産ごとの買入れ限度額等の具体的な運営に関する 基本要領等を決定。JREIT 等の買入について実施要綱を定め、日本銀行 法上の認可申請することを決定。(上限 500 億円、期限 2011 年末)
2010年11月5日	JREIT 等の買入について、買入対象の詳細、買入方式等の具体的な運用 を定める買入基本要領等を決定。
2010年12月16日	JREIT 初買入
2011年3月14日	金融緩和の強化 (上限 1,000 億円、期限 2011 年 6 月末)
2011年8月4日	金融緩和の強化 (上限 1,100 億円、期限 2012 年末)

(付表2) JREITの増資と資産取得(2011年)

JREIT	公募増資等	資産取得
日本ビルファンド投資法人	約 290 億円 (1 月)	7 物件、約 939 億円 (1 月)
ジャパンエクセレント投資法人	約 164 億円 (1 月)	1 物件、約 110 億円 (1 月)
福岡リート投資法人	約 89 億円 (2 月)	1 物件、約 287 億円 (3 月)
日本アコモデーションファンド投資法人	約 230 億円 (3 月)	19 物件、約 307 億円 (3 月)
産業ファンド投資法人	約 61 億円 (3 月)	5 物件、約 113 億円 (2 月)
オリックス投資法人	約 137 億円 (5 月)	6 物件、約 214 億円 (5 月)
ユナイテッド・アーバン投資法人	約 565 億円 (6 月)	4 物件、約 208 億円 (5 月)
インヴィンシブル投資法人	約 70 億円 (7 月)	-
ケネディックス投資法人	約 140 億円 (8 月)	4 物件、約 140 億円 (7 月)
日本リテール投資法人	約 195 億円 (8 月)	12 物件、約 460 億円 (9 月)
プレミア投資法人	約 149 億円 (11 月)	7 物件、約 331 億円 (11 月)
野村不動産レジデンシャル投資法人	約 77 億円 (11 月)	8 物件、約 150 億円 (12 月)
	計：約 2,167 億円	計：約 3,259 億円

【付録1】 半島を歩く（その6）：積丹半島

全国 23 の半島地域のうち最北の積丹半島の海は青く澄んでおり本当に美しく「積丹ブルー」とも呼ばれている。一方、沿岸部では海藻の著しい減少など生態系の激変＝磯焼け（海の砂漠化）が生じている。

積丹半島の西側に位置する神恵内村では、多くの企業の協賛を得て、磯焼けが進む沿岸部に、海藻が繁茂し魚介類が生息する藻場を再生するための「藻場 LAND プロジェクト」事業を実行し、昨年までに 1,000 m²以上の藻場の造成に成功している。



（写真1） 神威岬から眺める積丹ブルー



（写真2） 水面下で藻場の再生が進む神恵内村の沿岸部