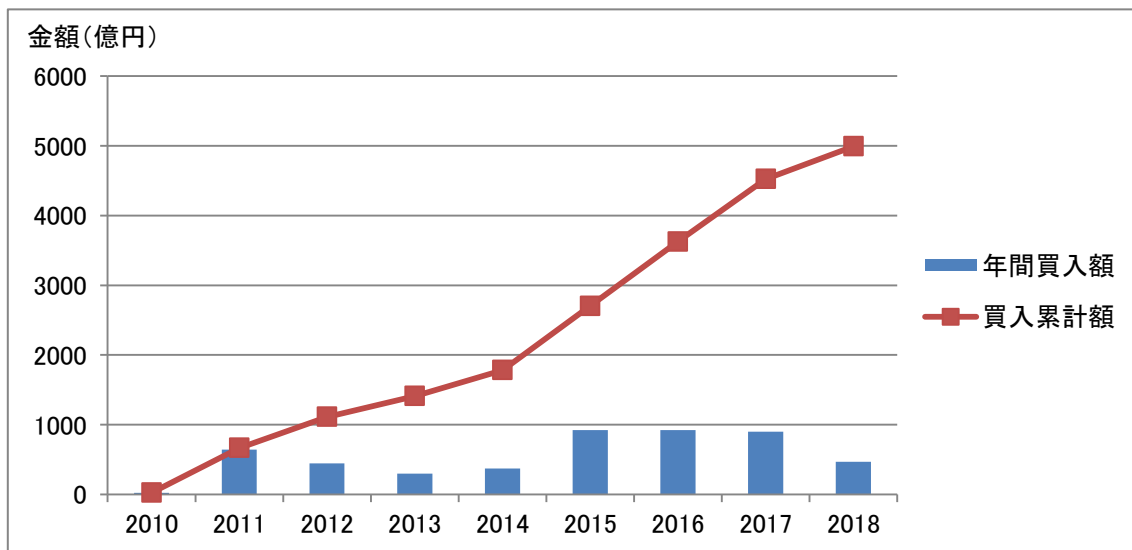


日銀は2010年10月、当時の包括的な金融緩和政策の臨時の措置の一環として、ETF（上場投資信託）とともにJ-REITの買い入れ対策を盛り込んだ。当初の買い入れ限度額を500億円程度と設定したが、2012年4月及び10月に、それぞれ買い入れ限度額を100億円ずつ増額することを決定し、金融緩和政策の促進強化の対策に位置づけた。これが日銀による最初のJ-REIT購入である。

引き続き、アベノミクスの量的質的金融緩和政策の推進のため、2013年4月以降も、ETFとともに、J-REIT買い入れ方針が継続された。アベノミクス開始当初はJ-REITの買い入れ額は、年間300億円とされていたが、2014年10月の金融緩和の追加策により、買い入れ額をそれまでの3倍の900億円に拡大し、その目標額が維持されたまま、今日に至っている。2018年10月中旬現在、日銀によるJ-REITの保有残高は5000億円（簿価）に近づいている<sup>1</sup>（図表1）。

（図表1）日銀のJ-REIT保有残高（簿価）



（注）1. 日本銀行「不動産投資法人投資口（J-REIT）の買入の結果」による。  
2. 2018年は10月中旬現在

日銀は、J-REITの買い入れ対象銘柄をJCR（日本格付研究所）又はR&I（格付投資情報センター）いずれかによる格付がAA格以上（AA-を含む。）の信用力等に問題のないもので（2018年3月末現在33銘柄）、取引所での売買成立日数が年間200日以上あり、かつ、年間売買の累計額が200億円以上のものに限定し、信託銀行を受託者とする信託財産として買い入れている。買い入れ限度額については、2015年12月以降は、各投資法人の発行済み投資口の「10%以内」（それ以前は「5%以内」とされている。2018年3月末現在、投資口の5%以上を日銀が保有し、金融商品取引法の定めるところにより、金

<sup>1</sup> 2018年7月に日銀から発表された金融政策の枠組み強化策においては、J-REITの買い入れ額について、買い入れ目標額である年間900億円は維持するものの、市場の状況に応じて買い入れを弾力的に変動させるものとされた。おそらく、J-REIT指数が下落した時期に、重点的に買い入れを行う意図と見られる。

融庁に大量保有報告書が提出されている 20 銘柄及び大量保有報告書の報告義務のない日銀が買い入れ対象となし得る AA 格の J-REIT 投資法人 13 銘柄は以下通りである（図表 2）。

（図表 2）日銀の J-REIT 大量保有銘柄一覧（大量報告書報告義務発生日の早い順）

①阪急リート	⑪日本プライムリアルティ
②日本プロロジスリート	⑫ユナイテッド・アーバン
③大和ハウス・レジデンシャル	⑬日本ロジスティクスファンド
④積水ハウス・レジデンシャル	⑭オリックス不動産
⑤GLP	⑮アドバンス・レジデンス
⑥アクティビア・プロパティーズ	⑯産業ファンド
⑦プレミア	⑰日本アコモデーションファンド
⑧野村不動産マスターファンド	⑱東急リアル・エステート
⑨ジャパンエクセレント	⑲ジャパンリアルエステイト
⑩福岡リート	⑳日本ビルファンド

- （注） 1. 日本銀行、金融庁等資料に基づく日本経済新聞出版社「金融正常化へのジレンマ」による（P187）による。  
 2. 各法人名には最後に付く「投資法人」という名称を省略している。  
 3. AA 格であり、上記大量保有に該当しない投資法人は上場日の古い順に以下の 13 法人である。

（参考）日銀の J-REIT 大量保有銘柄以外の AA 格投資法人（上場日の早い順）

①日本リテールファンド	⑦森ヒルズリート
②グローバル・ワン不動産	⑧コンフォリア・レジデンシャル
③森トラスト総合	⑨イオンリート
④フロンティア不動産	⑩ヒューリックリート
⑤ケネディクス・オフィス	⑪ラサールロジポート
⑥大和証券オフィス	⑫三井不動産ロジスティクスパーク
	⑬三菱地所物流リート

（注）各法人名には最後に付く「投資法人」という名称を省略している。

また、2018 年 3 月末時点で日銀が保有する J-REIT の残高は時価ベースで 5140 億円であり（日本経済新聞出版社「金融正常化へのジレンマ（P186）」による）、市場全体の時価総額約 12 兆円に対し 4%程度を占めている。こうした中で J-REIT の運用損益額の推移をみると、買い入れ後の売却実績はなく、保有額の拡大とともに分配金による運用益が拡大し、2017 年度には 181 億円に達している（図表 3）。これが、日銀が保有する国債の利払い収入や ETF の株式配当とともに、日銀の国庫納付金の原資を構成している。ちなみに、2017 年度日銀国庫納付金は国債利息や株式関連収入の増加を主因に前年度比 51%増の 7265 億円となっている。

(図表3) 日銀の J-REIT 運用損益

年度	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	累計
分配金 (億円)	1	23	51	66	77	108	138	181	645

(注) 日本銀行資料による。

#### (日銀による J-REIT 買い入れの課題)

日銀による J-REIT の買い入れは、現在、約 60 の銘柄中、AA 格付のある 33 銘柄に限られ、しかも現実に発行済み投資口に 5%以上が購入されているのは 20 銘柄である。アベノミクス開始当初、2 年で消費者物価上昇率を年率で 2% 上昇を達成するため、できることは躊躇なく何でも実施するという黒田総裁の掛け声のもとで、J-REIT の買い入れを含め、短期間に打てる対策を集中的に実施したことは理解できるものの、日銀が、アベノミクス開始後 6 年目に突入してなお、期限を切らずに何時までも個別企業の J-REIT を買い続けることの是非については議論があるところである。今や、何を目的にした J-REIT の買い入れなのかの目標が必ずしもはっきりせず、結果として J-REIT の買い入れ銘柄の差別化が生じている。このような偏在を伴う J-REIT の買い入れの継続は、J-REIT 市場の流動性の低下や意図せざる個別経営への影響を招かないとも限らない。さらに日銀の買い入れ対象 J-REIT の価額の上昇を通じて、買い入れ対象 J-REIT に係る地域や用途の不動産投資を助長させる怖れも無きにしもあらずであり、望ましいものとは言えない。繰り返しになるが、当初、本対策が、アベノミクス開始後 2 年間で年率 2% の消費者物価上昇率の実現を目指して動員された短期決戦型の対策であったことを考えると、既に開始後 6 年目に入り、対策の位置づけも変容してきていると考えられるところから、日銀には年間 900 億円の J-REIT の購入を今のまま継続することをどう考えるのかについて明確な説明責任を果たすことが求められていると言えよう。

(荒井 俊行)