



# 日銀の「包括緩和」がJ-REIT市場に与える影響について

**Q** 報道によれば、昨年10月に日銀が導入した「包括緩和」の影響で、不動産投資信託（J-REIT）市場が復調したとのこと。この「包括緩和」とはどのような金融政策なのでしょう。また、包括緩和はJ-REIT市場にどのような影響を与えているのでしょうか。

**A** 包括緩和とは、日銀が2010年10月5日の金融政策決定会合で導入を決定したいくつかの金融緩和策の総称で、量的緩和と信用緩和の両方の側面を併せ持つことから、日銀の白川総裁が自ら「包括」と命名したと言われています。

包括緩和の骨子は、①政策金利引き下げ、②一定の条件を満たすまでゼロ金利政策を維持する、③リスク資産購入、の3つの政策です。より具体的には、①金利を0～0.1%程度に抑える実質ゼロ金利政策の導入、②物価の安定が展望できる情勢になるまで実質ゼロ金利政策を継続する、③国債、コマーシャルペーパー（CP）、社債、指数連動型上場投資信託（ETF）、不動産投資信託（J-REIT）などの金融資産を買い入れる5兆円規模の基金創設を検討する、等の金融政策パッケージです。

今回最もサプライズな政策だったのが③の資産買い入れ基金ですが、日銀が株式や不動産を原資産とする市場性商品まで含めた金融資産の購入に踏み出したという点において、日銀の経済浮揚・デフレ脱却に向けた覚悟を示すものとして市場でも歓迎されました。各資産ごとの買い入れ額については、続く同月28日の決定会合で、長期国債1.5兆円、国庫短期証券（TB）2兆円、CPと社債は各5,000億円、ETF4,500億円、J-REIT500億円とすることが決まりました。

そもそも日銀をここまで動かした背景には、同年11月上旬に開かれる米連邦公開市場委員会（FOMC）で、米国が更なる金融緩和策に打って出る可能性が高かったという事情があります。当時の情勢からして、米国が金融緩和を実行したにもかかわらず、日本が緩和姿勢を示さなければ、更なる円高ドル安が進むのは避け

られないと見られていました。FRB（米連邦準備制度理事会）は2008、09年の金融危機に対処するため、住宅ローン担保債（MBS）を中心に1兆7,000億ドル相当の買い取りを行い、住宅ローン金利とその他の長期金利を低く抑えてきました。このプログラムは2010年3月にいったん終了しましたが、景気回復ペースが鈍いことから、FRBは8月10日、証券ポートフォリオの縮小を避けるため、MBSなどの償還資金を米国債に再投資すると発表していました。

そしてFRBは11月3日、2011年6月までに計6,000億ドル（約48兆円）の米国債を買い入れるという大規模な追加緩和を打ち出しました。結果的に日銀の包括緩和は米国の10分の1程度に過ぎませんでした。

当時白川総裁は、日本の金融緩和の度合いが米国に比べてダイナミックさに欠けるとの批判に対して、「資産買い入れ金額で金融緩和の程度を押し量るのは適当でない。あえて答えれば、日米の長期国債の買い入れ額は、ともに国内総生産（GDP）比で4%だ」と反論しています。また、「国債を買うのとETF、あるいはREITを買うのとでは、取っているリスク量が全然異なる」「5年物の米国債を買う場合のリスク量とETFを買う場合のリスク量を計算すると約13倍違う、つまり中身が濃い」と指摘するなど、包括緩和の効果在必死にアピールしていました。

## 日銀のJ-REIT買い入れの影響

J-REITの買い入れ額の上限が500億円とされたことで、当初市場では期待外れとの反応が多かったようですが、それでも翌29日のJ-REIT市場はほぼ全面高の展開となりました。相場の主役は投資法人債の格付がAA格のJ-REITで、市場全体の4割に相当するAA格15銘柄全てが上昇しました。買い入れ規模は期待できなくても、とりあえず買い入れ対象になりそうな有望銘柄を先回りして買っておこうという、一種の思惑買いが働いたようです。日銀は2009年1月に投資法人債を担保適格として認定した際も、AA格以上を対象にしましたが、今回も大方の予想どおり、AAという格付を銘柄スクリーニングの基準に置きました。

日銀はこれに続く11月5日の金融政策決定会合で、「包括緩和」の現状維持を決め、ETFとJ-REITの買い入れを12月から始めることを決めました。具体的な買い入れ策は次のとおりです。

＜買い入れ対象＞①上場投資信託（ETF）で、日経平均株価または東証株価指数（TOPIX）に連動するもの、②不動産投資信託（REIT）で、AA格相当以上であり、信用力その他に問題のないものとする。REITは、取引所で売買の成立した日数が年間200日以上あり、かつ年間の売買の累計額が200億円以上のもの。

＜買い入れ方式＞信託銀行を受託者とし、信託財産として買い入れる。

＜買い入れ価格＞原則として取引所での売買高加重平均価格とする。

＜銘柄別の買い入れ限度額＞①ETFは買い入れ額が時価総額におおむね比例するよう銘柄ごとの上限を設定し、②REITは各銘柄の発行残高の5%以内で、買い入れ額が銘柄ごとの時価総額におおむね比例するよう上限を設定する。

＜議決権の行使＞投資主の利益最大化を目的とする指針を日本銀行が定め、信託銀行に行使させる。

＜買い入れ資産の処分＞REITについては銘柄別残高が5%を超過した場合、監理銘柄・整理銘柄に指定された場合、公開買い付けに応じる場合には速やかに当該銘柄の処分を行う。

上記以外の場合に処分を行う際は、損失発生や市場へのかく乱的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。

## J-REITの上昇率がトップに

ウォールストリートジャーナル紙によれば、J-REITの2010年のパフォーマンスは、主要国のREITのなかでトップになりました。米格付会社のスタンダード&プアーズ社（S&P）が算出する指数では、J-REITの上昇率は年率45.5%となり、主要国平均（17.9%）の2.5倍に達したことになります。J-REIT躍進の要因としては、①日銀が包括緩和策の目玉としてJ-REIT購入を決定した、②08年のリーマンショック以降買いを控えてきた地銀がJ-REIT投資を再開した、

③J-REIT投信の設定急増、④外国人のJ-REIT買いが再開、といった買手サイドのマインドが改善されたことが挙げられます。

ちなみに、代表的なREITのグローバル指数とされるFTSE EPRA/NAREIT Global Real Estate Indexの2010年のパフォーマンスを見ると、上昇率は米国36.9%、アジア24.3%、欧州16.2%（グローバル平均28.3%）となっており、米国・アジアの回復と欧州の低迷という世界のトレンドが見えます。これで、好調なアジアのなかでも、とりわけ日本のパフォーマンスが良好だったことがわかります。

もともと、J-REIT相場の上昇は年明け以降一服した感があります。東証REIT指数は日銀が買い入れ計画を公表した昨年10月5日以降、ほぼ一本調子で20%ほど上昇しましたが、今年1月に入ってから1.140ポイント前後で推移しています。この間相場の牽引役となった地銀や外国人投資家、投信等に高値警戒感が始まったようです。また、最大手の日本ビルファンド投資法人が公募増資を発表したように、株価回復を背景にJ-REITの増資が相次ぐことを嫌気する声も大きくなってきました。市場が回復する過程では、増資による需給悪化と一口利益の希薄化リスクが相場の頭を抑える働きをします。

今回のJ-REIT相場の回復期では、こうした悪材料を払拭する大仕掛けとして、日銀による本格的な買い入れ始動に注目が集まっています。日銀によるJ-REIT買い入れは、昨年12月16日に22億円の実績があるだけで、それ以降実施されていないようです。500億円の購入予算に対して、買い入れ実績はほんの0.4%に過ぎません。

日銀のJ-REIT買い入れ期待が残っているうちに実物不動産市場のファンダメンタルズが回復して、不動産の資本・実物両市場が本格的な回復期に向かうのがベストシナリオですが、現実のマーケットがこのように動く保証はどこにもありません。

不動産金融アナリスト

井出 保夫