

# 日銀の不動産投資信託(REIT)購入効果に疑問

## —健全な市場形成を阻害するおそれも—

ニッセイ基礎研究所 金融研究部門  
不動産投資分析チーム

上席主任研究員 松村 徹

omatsu@nli-research.co.jp

現在、追加的な金融緩和策として、日銀による株価指数連動型上場投資信託(ETF)や不動産投資信託(REIT)などのリスク資産購入が議論されている。しかし、REITの買いオペに限っていえば、以下の理由から、不動産市場を活性化するような直接的効果がないばかりか、健全なREIT市場の形成を阻害するおそれすらあると考える。

- ①上場されているREIT銘柄に対する買いオペは、株式の個別銘柄(例えば三井不動産株)を日銀が買い上げるのと同じである。REITは投信という名称がつくものの、いずれも会社型投信の形態をとり、実質的には賃貸事業を行う不動産会社の株式と同じといえる。インデックス採用銘柄を市場から吸収して組成されるETFの買いオペでは、価格上昇による株式市場の需給改善効果が期待できる。しかし、そもそもREITは不動産市場を代表するインデックスではなく、仮に買いオペでREIT価格が上昇しても、REITが不動産を新規に買い増す余力がただちに発生するわけではない<sup>(注1)</sup>。
- ②REITは現在わずか6銘柄しか上場しておらず、時価総額は5,000億円弱(売買回転率は0.2~0.3%程度)である。それだけに、大量の買いが集中すれば、価格が高騰する可能性がある<sup>(注2)</sup>。そもそも、現在のREIT価格は、市場全体の株安傾向にもかかわらず、安定的な賃料収入を裏付けとした高い配当利回りを支えに強い下値抵抗力を示しており、一応適正な水準にあると思われるだけに、ようやく2年目に入ったばかりの新市場に政策的な買いを入れて混乱させるべきではない。
- ③仮に、買いオペでREIT価格が上昇したとしても、その結果として当然のように地価も上がる、とはいえない。確かに、投資口の価格上昇で配当利回りが大幅に低下すれば、

(注1) REIT価格上昇の間接的な効果として、増資のための市場環境が改善されたり、他の銘柄の新規上場が促進される可能性はある。

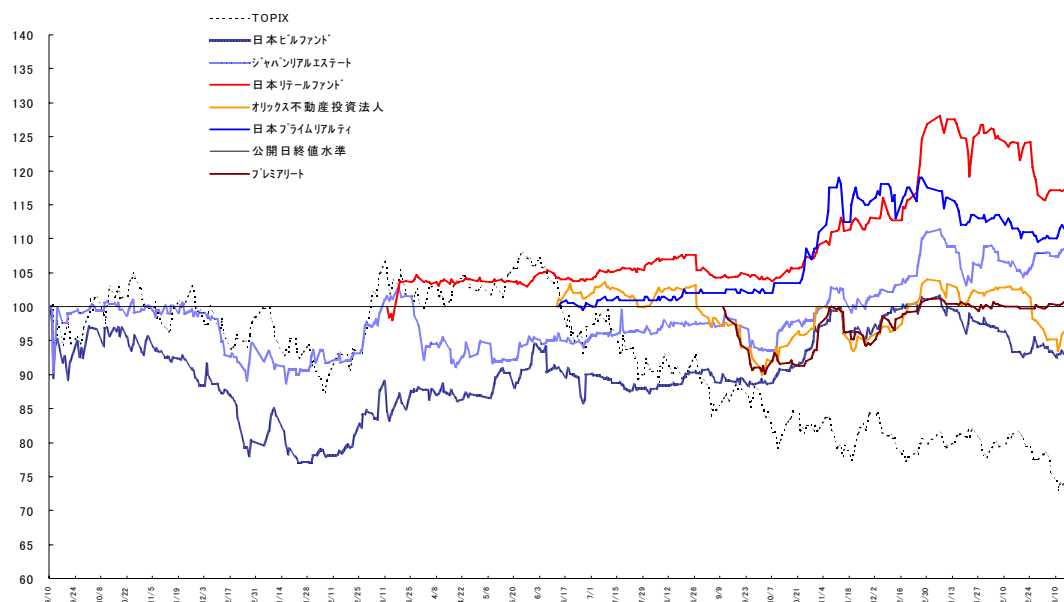
(注2) 現在、REITは東証株価指数(TOPIX)に組込まれていないが、仮にTOPIXに組込まれたとした場合のウエイトで買入れれば大きな影響はないという意見もある。東証一部の株式時価総額が250兆円弱なので、仮にETF(TOPIX型)を1兆円買いオペする場合、時価総額0.5兆円弱のREITは20億円(1兆円×0.5/250)購入する計算になる。20億円という金額自体大きくないが、JREIT6銘柄の1日の出来高が10億円前後であることを考えると、買い方次第では市場に大きな影響を与えることも懸

REIT が新規に不動産投資を行う場合のハードルレートとなる投資利回りを引き下げる（購入価格は上昇する）可能性はあるが、6 銘柄の REIT が年間に買える物件は限られる。また、REIT の投資対象は比較的優良な物件が多く、不動産取引市場全体への影響は限定的でもある。そもそも、オフィス市場の 2003 年問題などによる今後の賃料低下リスクや空室率上昇リスクを考慮すると、投資家の実需に基づかない政策的な買いにより REIT 価格が上昇しても、REIT の運用会社が投資のハードルレートを大幅に下げる可能性は低いと考えられる。

- ④また、地価公示で代表される地価は、過去との連続性や地域間のバランスを重視して決められる、平準化された価格指標であるため、一部の不動産取引価格が急上昇しても、それを敏感に反映するものではない。一方、投資家においても、収益性を基にした不動産評価が基本である以上、特定の物件価格が上昇したからといって、それが無条件に地域全体に波及することはない。REIT が主な運用対象とするオフィス市場の賃料・価格の下落傾向は、長期的な景気低迷や企業リストラ、外資系企業の撤退など不動産需要の減退を背景にしたものであり、REIT の市場価格を政策的に引上げても、実物不動産市場への効果はごく限定的、一時的でしかありえない。不動産市況の本格的な回復は、規制緩和や税制見直しなどによる企業活力の再生、景気回復を通じてしか達成されない。

以上

#### (参考)JREIT と TOPIX の価格動向



念される。