

2013. 5 No.13

三井住友信託銀行

調査月報



時論

アジアのマネーフローの課題と日本の役割……………1

経済の動き

「量的・質的金融緩和」の効果とリスク

(月例グローバル経済金融レビュー)……………3

収益不動産取引活発化の背景と展望……………12

時論

アジアのマネーフローの課題と日本の役割

アジア開発銀行（ADB）は、2013 年のアジア地域（日米豪加などを除く）の経済成長率について、2012 年を 0.5%ポイント上回る 6.6%になるとの見通しを発表した。住宅価格の再高騰から先行き不透明感が漂う中国の見通しを 8.2%としているのはやや楽観的過ぎる嫌いはあるが、インド、インドネシア、ベトナムの成長率はやや加速し、台湾、韓国も持ち直すと予測している。欧州経済は景気後退局面が続く、米国経済も本格回復にはもう少し時間がかかると見られる中、アジア新興国には世界経済の下支え役として、また日本の景気回復のカギを握る輸出の牽引役として期待が一層高まるが、まずは朗報と言える。

個人的には、アジア新興国がかくも底堅く推移したのは、やや意外でもあった。と言うのも、BIS の「国際与信統計」によると、アジア新興国は域外銀行部門から約 2 兆ドルの投融資資金を受け入れているが、そのうち約 4 割は欧州からのものである。欧州債務問題で欧州銀行が軒並み資産圧縮に走る中では、その影響はアジア新興国の資金調達環境ひいては実体経済に多少なりとも影響が出てくるのではないかと見ていた。

実際、2012 年 9 月末時点では、欧州からの投融資残高は前年同期比▲7.1%（ドイツでも同▲9.9%）と大きく減少したが、これを邦銀が相当程度補い（同+10.3%）、アジアの地場銀行も地力をつけてきたようであり、杞憂に終わった。

しかし、ADB は一方で「先進国の金融緩和策によって生み出された余剰マネーが新興国に流入し、資産バブルを引き起こす恐れがある」とクギを刺したことから窺われるように、アジア地域は金融面ではなお課題と脆弱性を抱えている。

すなわち、高い経済成長により生み出される豊富な貯蓄が、域内の膨大な投資機会や資金需要に直接、向かうような金融市場・金融システム・金融商品が域内で十分整備されているとは言えず、欧米市場を経由してアジア域内に還流するマネーフローにまだ多くを頼っている。アジア通貨危機を引き起こした根源である「通貨と満期のダブルミスマッチ」問題はなお残存しており、欧米投資家の投資スタンスの変化によって各国為替レートや株価が左右されやすく、資産バブルの生成も崩壊も起こりやすい。

これは直接金融機能や資本市場が十分発達していないこと、金融仲介の主な担い手は銀行部門であることと同義であり、チェンマイ・イニシアティブ等有事の際の域内協力体制はあるものの、先進国ほど資本力やリスク管理能力を有していない銀行部門に動揺が走ると、実体経済へ大きなマイナスインパクトをもたらす、グローバルマネーフロー次第で金融危機と経済危機が同時に起こりやすい体質は、かつてほどではないにせよ払拭し切れていないと言える。

また、増加する富裕層の資産運用ニーズに適うコンサルティングや、人口高齢化が進む中で老後の生活設計を見据えた年金型金融商品開発等を行える資産運用・管理サービス業も十分発達し

ているとは言えず、これも余剰マネーが域内に止まらない一因になっていると思われる。

さらに、自己資本や流動性の安定確保と商業銀行モデルへの回帰を求める今日の国際的な金融規制の潮流も、アジアにおける多様なリスクの取り手や資本市場の育成の足かせになっている可能性もある。

近年、邦銀のアジア進出は加速し、欧州銀行退潮の穴を埋めてアジア経済を支える役割を果たしているが、わが国の当局・金融機関・市場関係者は、上記の課題解決—換言すれば「アジアの貯蓄をアジアの投資につなげる」「アジアにおける資本市場や資産運用会社の未発達を補う」「アジア富裕層（含む機関投資家）の運用ニーズを満たす」ことに資する制度設計、市場育成に、一層の関心と努力を傾けるべきだろう。

このことは、①アジア経済の安定的な成長持続、②アジア経済の成長の果実を取り込むわが国の成長戦略の側面支援、③1500兆円の個人金融資産のグローバルな活用、アジアマネーの運用受託、アジア資本市場における投融資等わが国金融産業のビジネスチャンス拡大、④多様な投資家と多様な資金調達ニーズをつなげる場としての東京市場の地位向上、⑤アジア地域の安全資産多様化によるグローバルストレス時の円高（＝アジア各国通貨減価）の緩和—など多様なメリットを同時に追求することに通じよう。

私見では、証券化・信託機能の活用はもっと検討されて良いのではないかと思う。

同機能は、①保有債権をバランスシートから切り離すオフバランス&リスク移転機能、②金融仲介機関へのリスク集中を緩和し、資金の出し手にリスクを取らせる直接金融機能、③投資家それぞれのリスク許容度に応じて投資することを可能ならしめるリスク分散・分割機能、④資産運用者それぞれのニーズに合わせたオーダーメイド商品設計機能—を有しており、上記諸課題への処方箋として、展開・応用が可能なのではなかろうか。

（調査部長 金木 利公：Kaneki_Toshikimi@smtb.jp）

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

「量的・質的金融緩和」の効果とリスク

（月例グローバル経済金融レビュー）

＜要旨＞

4月4日、日本銀行は「量的・質的金融緩和」の導入に踏み切った。これまでの日銀のスタンスを大きく変えた緩和策は、まさに「アベノミクス」が志向する金融政策を形にしたものであり、国内経済主体の期待の変化が経済を上向かせる効果を重視し、期待に働きかけることを第一に考える点を最大の特徴とする。

昨年秋以降、円安と株高が進み、マインド改善によって消費を押し上げた点では、一連の緩和策は成功を収めたと言える。しかし、輸出・生産の動きは必ずしも芳しいものではなく、企業の設備投資に対する姿勢は慎重なものに留まっているなど、国内実体経済の動きはまだ弱い。回復への動きが続くために外需の牽引が必要である点は、今回の緩和策導入後も変わらない。

海外では、欧州景気が今後も厳しい状態が続くと見られる他、中国には再び高騰し始めた住宅価格を抑えることで景気が下振れるリスクが出てきた。今回の日銀の緩和策は、今のところ国内経済に好影響を及ぼしているが、この先の海外経済動向によっては、日本に対してデメリットやリスクをもたらす可能性もある。

1. 大きな転換点を迎えた日本の金融政策

（1）「量的・質的金融緩和」の導入

2013年4月4日、黒田新総裁率いる日本銀行は「量的・質的金融緩和」を導入、「2年程度の期間を念頭に置いて消費者物価上昇率2%の実現を目指す」と、期限を伴った物価上昇率目標をはっきりと打ち出した。

今回の決定内容の柱は、大きく3つある。

① マネタリーベース・コントロールの採用

金融政策における操作の対象を、無担保コールレート翌日物という金利からマネタリーベースに変更。マネタリーベース残高を2012年末実績の138兆円から、2013年末に200兆円、2014年末には270兆円まで、「2年で2倍」に増加させる。

② 長期国債買入額の増加と年限の延長

長短含む金利全般を低下させるために、長期国債の保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加するよう買い入れを行う。また、長期国債の買入れ対象を40年含む全年限とし、保有国債の平均年限を、現状の3年弱から7年程度まで、これも2倍程度に延長する。

③ETF、J-リートの買入れ拡大

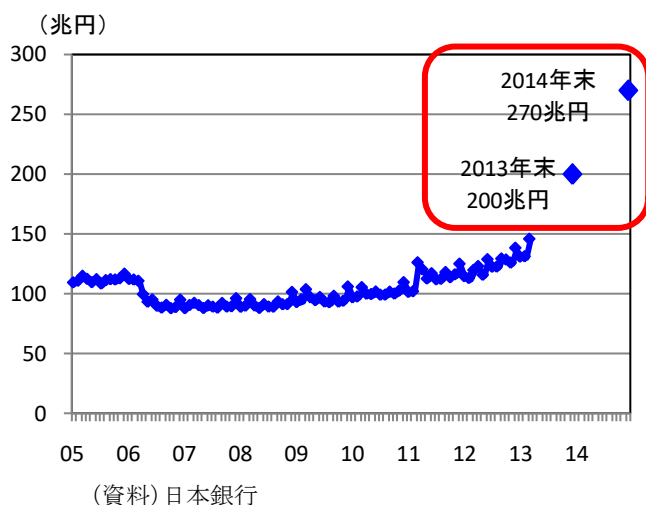
ETF、J-リートの保有残高が、それぞれ年間約1兆円、約300億円のペースで増加するよう買入れを行う。結果としてETFの保有残高は2012年末の1.5兆円から2014年末には3.5兆円に、J-リートは1,100億円から1,700億円に増加する。

今回の政策では、マネタリーベースの残高を今の2倍にまで拡大させることで「量」を追及するとともに、残存期間の長い国債とETF・J-リートといったリスク性資産を購入することで「質」にも配慮しており、これが「量的・質的」という名の所以となっている。

今回の決定の背景にある思想は、「期待の効果を重視し、期待に働きかけることを第一に考えていること」で、ここが経済成長力強化とのバランスを取りながら金融緩和を進めていた従来のスタンスとの最大の相違点であり、まさに所謂「アベノミクス」が考える金融政策を形にしたものと言えるだろう。これは270兆円という非常に大きい数字を前面に出すことで日銀の強い姿勢を示した他、声明文において「2年で2倍」や「次元の異なる金融緩和」といった、印象に残りやすい言葉を使っていることにも、期待重視のスタンスが表れている(図表1)。

この政策が狙うのは、日銀が物価目標達成に向けた強い姿勢を示すことで家計・企業が抱く物価上昇期待を高め、家計に対してはデフレ下での買い控えをやめて消費を増やすこと、そして企業に対しては実質金利低下による設備投資促進を狙ったものである。それを後押しするために、金融緩和強化で進んだ円安による輸出押し上げ効果と、株価上昇による資産効果を側面支援材料とする。これによる企業収益増加は人件費増につながり、更に国内需要が増える—という好循環を起し、実際のデフレ脱却に到達させるシナリオである。昨年秋から安倍政権が志向する金融緩和への期待が円安と株高を招き、マインドの改善によって2013年以降の消費を押し上げていることや、今回の政策導入後株価が更に上昇した点では、今のところ期待を上向かせることに成功していると言える(図表2)。

図表1 マネタリーベース残高の推移



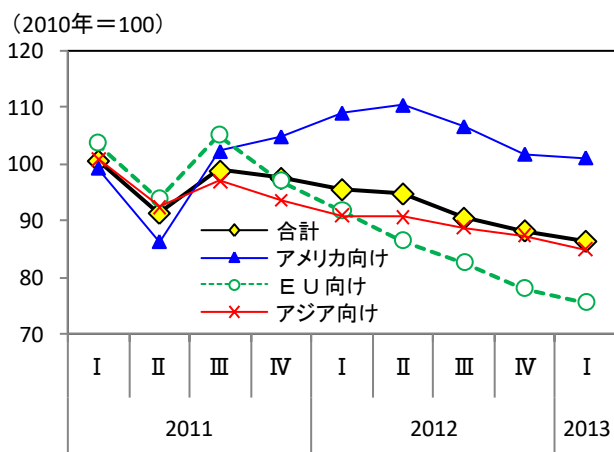
図表2 個人消費の動き



(2) 国内実体経済はまだ安定回復に至らず

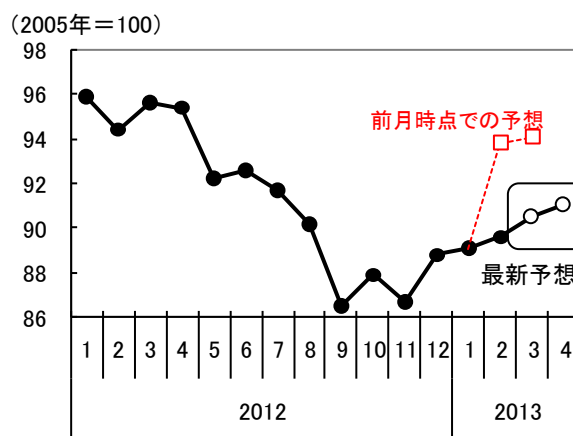
しかし、国内景気全体が安定した回復基調にあるわけではなく、昨年来の株価上昇はなお期待先行の色を残している。過去において度々日本の景気後退局面脱却のきっかけになった輸出は、欧州・アジア向けを中心としてなお弱い(図表3)。そして輸出と連動性が高い鉱工業生産は、2月に前月比+0.6%と増加基調は維持したものの、前月時点での予想+5.3%を大きく下回る弱い結果となった(図表4)。

図表3 輸出数量指数の動き



(資料)財務省「貿易統計」

図表4 鉱工業生産指数の動き

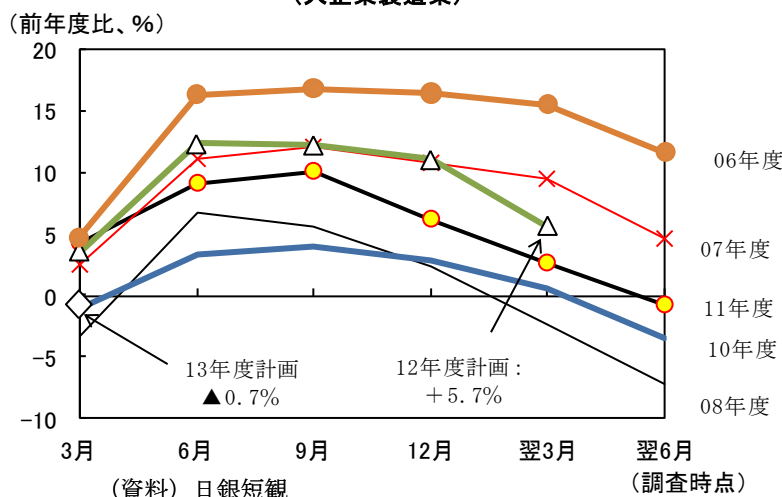


(資料)経済産業省「生産・出荷・在庫統計」

企業の設備投資に対する姿勢もまだ慎重なままだである。日銀短観(2013年3月調査)における大企業製造業の2012年度設備投資計画は前年比+5.7%とプラスだが、前回(2012年12月)調査の同+11.1%から4.8%の下方修正となった(図表5)。例年は前回調査比でほぼ横ばいとなるこの時期では異例の下方修正であり、昨年来進んだ円安の下でも「業況は改善しているものの投資は減らす」という形になっている。

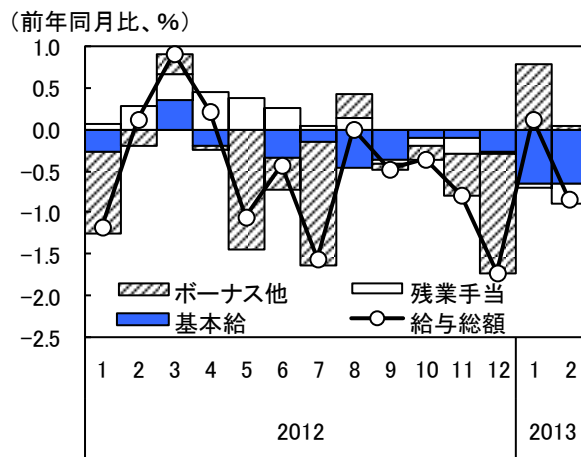
また、マインド改善によって増加した個人消費に関しても、足許の賃金がおお弱いことに鑑みれば持続性に乏しく、安定した消費回復を確信できる状態にはまだ遠い(図表6)。民間需要の基盤はなお弱く、国内景気が自律的な回復過程に入ったわけではないと判断するべきだろう。

図表5 日銀短観の設備投資計画修正パターン
(大企業製造業)



(資料)日銀短観

図表6 一人当たり賃金の動き



(資料)厚生労働省「毎月勤労統計」

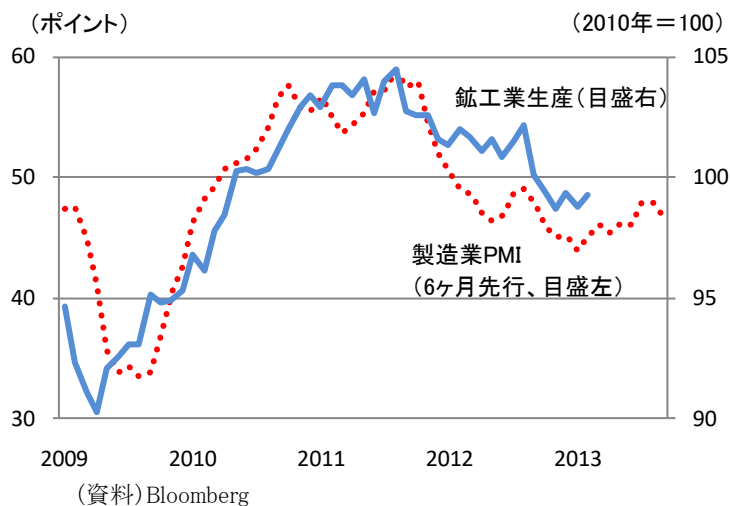
過去十数年の日本経済の動きから見て、非製造業部門が国内経済の牽引役たり得るほどの力強さを持続させることは期待し難く、輸出増に支えられた製造業部門の回復なくして景気は安定しないと見る。また、海外景気失速というネガティブな外的ショックがあった場合には、量的・質的金融緩和が狙う景気の持続的回復とデフレ脱却の実現は難しくなるだろう。海外経済の順調な推移と輸出の増加が必要である点は、量的・質的緩和政策導入後も変わらない。

2. 海外経済・金融情勢

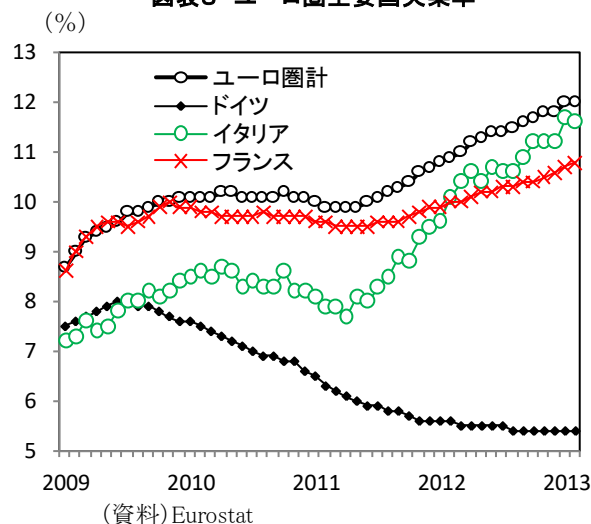
(1) 欧州 ～ 実体経済は現状も先行きも厳しい状態変わらず

そこで海外経済・金融情勢に目を転じれば、ユーロ圏は依然として厳しい情勢にあり、実体経済の芳しくない状態が続くと見られる点で従来と変化はない。昨年9月以降、欧州中央銀行による無制限の国債買入れ策(OMT)導入以降、生産の先行指標であるPMIなど企業マインド指数が改善していたことは数少ない明るい材料であったが、その後の鉱工業生産は、輸出減少や緊縮財政をはじめとする内需低迷の影響を受けて低迷が続いたまま推移した。かかる中、先行指標である製造業PMIは3月に再び悪化に転じ、今後もユーロ圏景気の厳しい状態が続く可能性を示唆している(図表7)。家計部門に関しても、失業率の悪化に歯止めがかかっておらず、ユーロ圏全体で12.0%に達している(図表8)。

図表7 ユーロ圏の製造業 PMI と生産指数



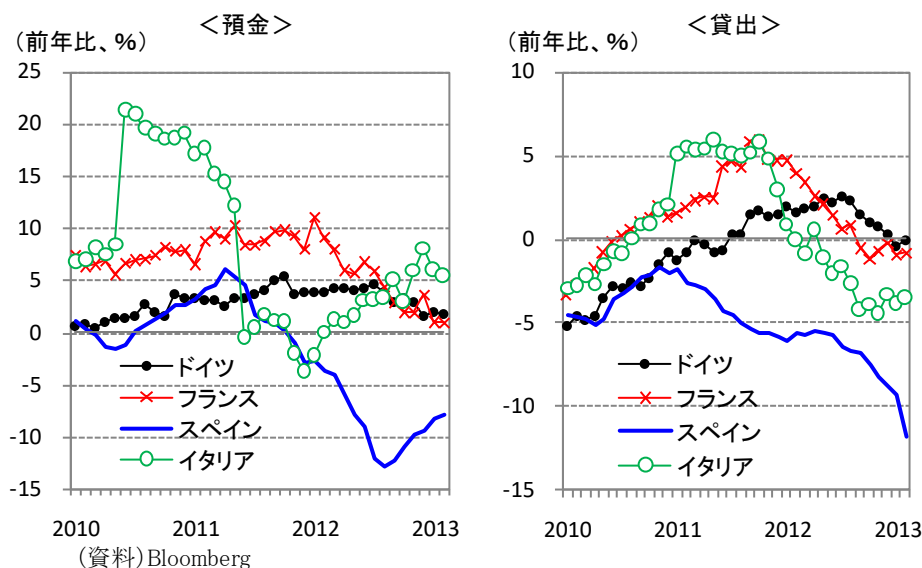
図表8 ユーロ圏主要国失業率



3月に欧州金融市場緊張化のきっかけとなったキプロスについては、4月12日のユーロ圏財務相会合において最大100億ユーロの支援で合意、欧州金融市場は国債利回りなどで見ても落ち着いた状態を維持している。しかしこの先、同国政府が支援を受ける条件として130億ユーロを調達する必要があり、現時点で予定されている銀行預金への課税や国有財産売却による調達と、その結果としての救済がスムーズに進むかについては依然として不透明感が残っている。

この結果、なお預金と貸出の減少が続くスペインをはじめとする他国銀行部門への伝播リスクは解消されていない(図表9)。加えて、2月の選挙以降政権樹立の見通しが立っていないイタリアで再選挙になった場合、同国の失業率が2011年夏以降ユーロ圏平均と比べても速いペースで上昇してきたため、財政再建を拒む投票結果が出て国際金融市場にとって悪材料となる可能性がある。

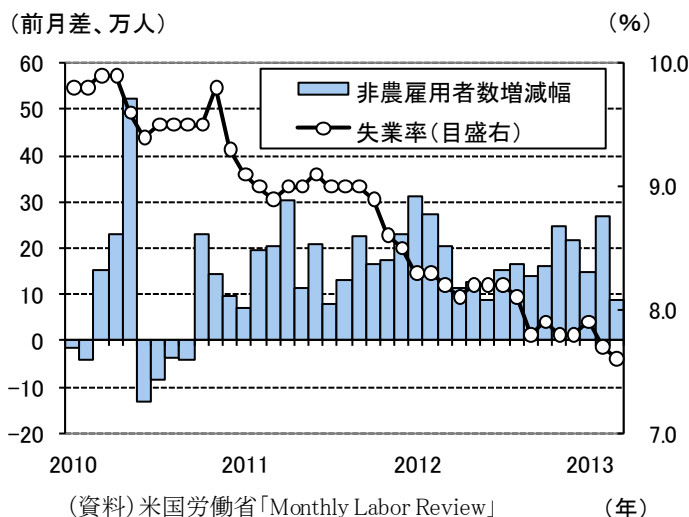
図表9 ユーロ圏主要国銀行の預金と貸出の動き



(2) 米国 ～ 減速は一時的、年後半から再加速を見込む

米国経済については、3月の非農民間雇用者数の増加幅が前月差8.8万人と2月の26.8万人から縮小した他、製造業ISM指数が2月の54.2から51.3に低下するなど、景気回復ペースが鈍化する動きが見られた(図表10)。

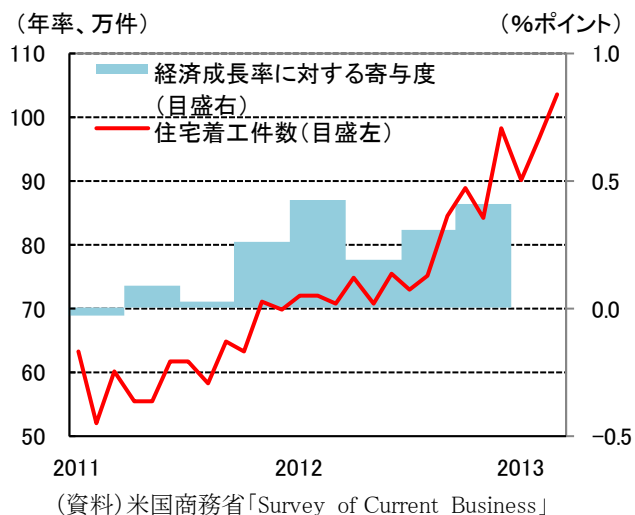
図表10 米国雇用情勢の動き



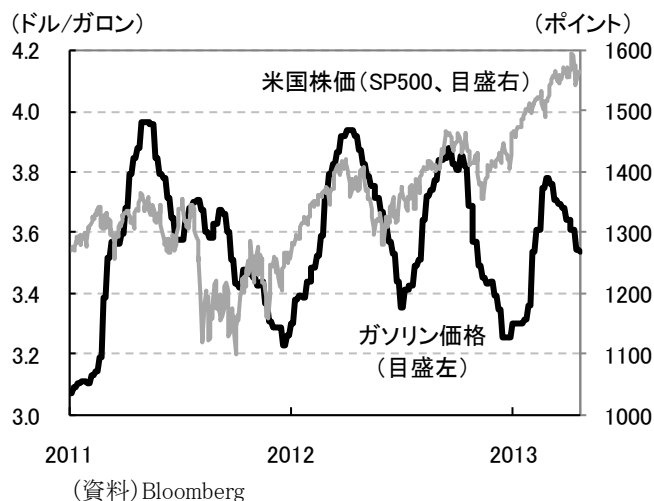
しかし、当部は米国経済の回復基調は維持されると見る。その最大の根拠は、住宅着工戸数が年率100万戸を超えるなど、住宅市場回復の流れが続いていることである(次頁図表11)。住宅市場の回復は、この先の建設業中心とする雇用増加要因となる他、耐久消費財への需要を誘発す

る効果も期待できる。更には、2月下旬からのガソリン価格低下は家計の実質購買力を向上させる上に、株価上昇は資産効果を通じて消費にプラス要因となる(図表12)。3月の雇用者増加ペース鈍化は一時的なものに留まり、夏以降の成長ペースは再び加速し、世界経済の下支え役になるだろう。

図表11 米国住宅着工件数とGDP成長率への寄与度



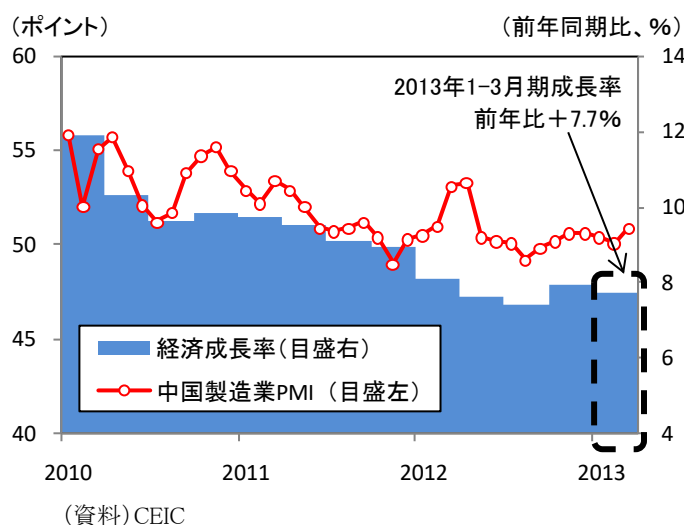
図表12 米国ガソリン価格と株価



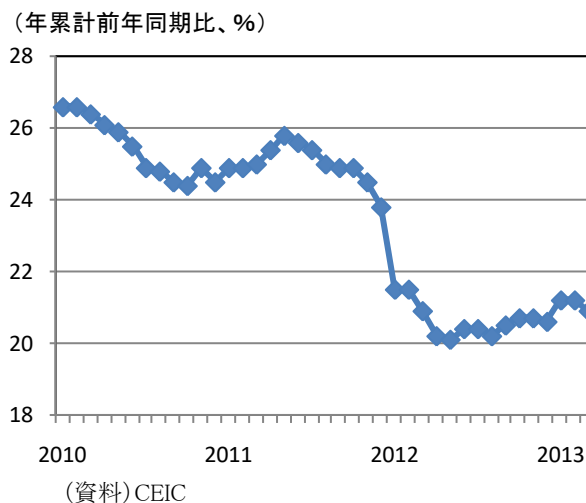
(3) アジア新興国 ～ 中国の回復は緩やかなものに留まる見込み

米国と並ぶ世界経済の牽引役として期待される中国経済の拡大ペースは、依然として遅い。10-12月期に前年比+7.9%だった経済成長率は、1-3月期に8%を回復すると見られていたが、実際には+7.7%と低下した(図表13)。最も大きな要因は個人消費の弱さで、背景には腐敗防止を目的とした倏約令や大気汚染の影響があると見られる。また3月の固定資産投資伸び率(年累計)が前年比+20.9%と横ばいの範囲に留まっていることは、緩やかな成長を許容する政府のスタンスを示すものと言えるだろう(図表14)。

図表13 中国の経済成長率と製造業PMI指数

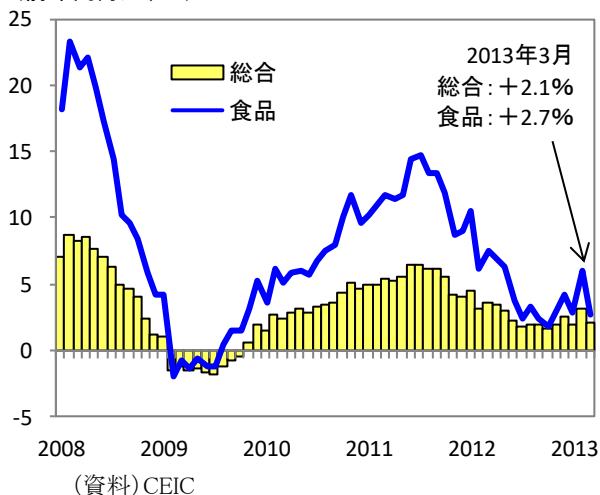


図表14 中国固定資産投資伸び率

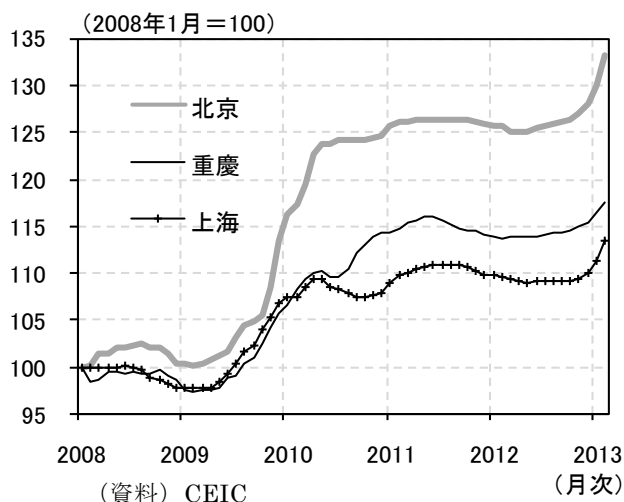


消費の弱さを反映して、中国の消費者物価上昇率は3月で前年同月比+2.1%と依然として低くなっている一方、住宅価格高騰が顕著になっている(図表15、16)。既に当局は住宅保有規制を厳格化するなどの対応を取っており、これによって住宅価格が下落し、内需がさらに押し下げられるのが、短期的な中国経済のリスク要因である。こうした材料を踏まえると、日本を含めた周辺国にとって、少なくとも今年前半は中国向け輸出増加が期待できない可能性が高い。

図表15 中国の消費者物価上昇率
(前年同月比、%)



図表16 主要都市の住宅価格指数



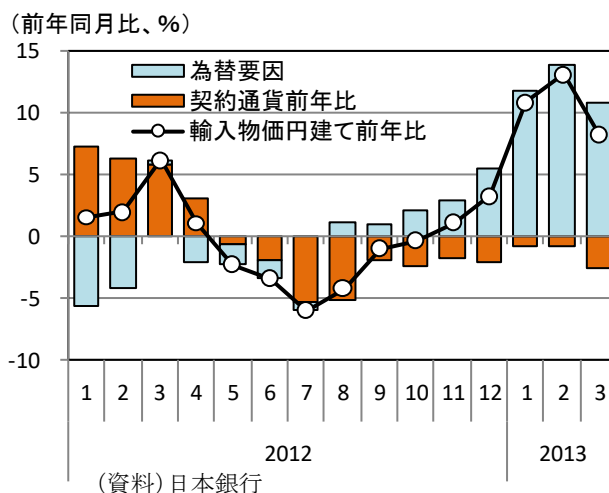
3. 「量的・質的緩和政策」の効果とリスク

安倍政権が発足以来志向してきた金融政策は「量的・質的緩和政策」という形となり、今のところ株価上昇やマインド改善による消費増加という効果をもたらした一方で、今後の経済金融情勢にどのような影響を与えるかを見る上では、いくつかの留意点やリスクもある。上で見てきた内外実体経済の現状との関連も踏まえて整理すると、以下ようになる。

○世界経済低迷が続いた場合の円安のデメリット

円安は自動車をはじめとする輸出企業の収益に対してプラス材料となる一方で、輸入する原材料価格上昇というマイナス要因にもなる。実際に2013年3月の輸入物価を見ると、契約通貨ベースでは前年同月比▲2.5%とマイナスであるにもかかわらず、円安要因で+10.8%ポイント押し上げられたために、結果として+8.2%上昇している(図表17)。ここ半年の円安進行ペースが急激な

図表17 輸入物価上昇率の内訳

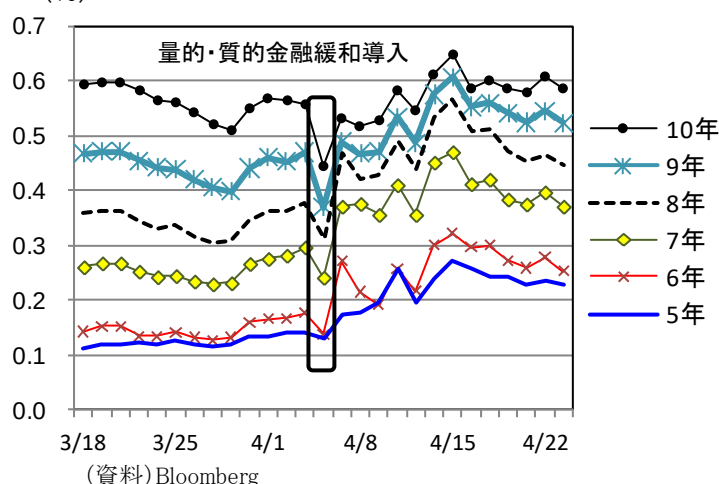


ものであったために、素材系の製造業を中心として円安による原材料価格の上昇が収益圧迫要因になる企業も少なくないと見られ、家計部門にとっても、ガソリンや電気料金などエネルギー価格上昇という負担増加につながる。欧州はもとより、中国景気がこの先停滞色を強め、米国景気も想定より下振れて海外経済全体の低迷が続いた場合には、わが国は円安のメリットを享受できないまま、燃料価格上昇をはじめとする円安のデメリットだけを受けることとなる。

○国債の流動性低下による価格・金利の振れ幅拡大のリスク

今回の決定後、投資家のポジション組直しなどで長期金利の振れ幅が大きくなった(図表18)。日銀がこの事態への対応策を打ち出し始めたために徐々に落ち着きを取り戻してはいるが、この先年限によっては新規に発行される国債以上の買い入れが行われることになるため。日銀の大量の買入によって民間投資家間での国債流通量と取引機会が著しく減少した状態が続く、市場の価格決定機能が低下して金利が不安定になる可能性は将来的にも残る(図表19)。

図表18 5年以上国債利回りの推移



図表19 日銀が買入れる国債の額と発行計画額

日銀買入額 (5月)		2013年度発行計画 (月平均)	
1～5年	3.0～3.5	5.6	2年・5年
5～10年	3.0～3.5	2.4	10年
10年超	0.8～1.2	1.9	20・30 40年
合計	7.5程度	9.9	合計

(資料) 日銀・財務省

○長期金利の更なる低下による特定資産の価格高騰リスク

今回の緩和策によって、この先の長期金利は低く抑え込まれる期間が長くなったと考えるのが妥当だろう。今まで国債に向かっていた資金の中には、少しでも高い利回りを求めて他の資産に向かう分もあると見られ、これが不動産をはじめとする特定資産に集中すると価格高騰を引き起こす可能性が強まる。

同様のことは、銀行貸出においても起きる可能性がある。銀行が今まで国債によって運用していた資金を貸出に回そうという動きが強まると考えられる中、現在と同様にこの先も設備投資が弱いまま、資金需要が少ない状態が変わらなければ、その資金が不動産をはじめ特定部門に集中しやすくなる。

○将来的な政府の財政規律に対する懸念

発行済紙幣残高以上に長期国債を保有しないという「日銀券ルール」は、日銀が保有する国債残高に上限を設け、中央銀行による財政ファイナンスに対する歯止めとしての性格を持っていたが、今回は大規模な国債買入れを行うために撤廃され、これに代わるものは今のところ用意されて

いない。新規に発行される長期国債の7割を日銀が買う中、政府が財政規律を守らないと判断されれば、いわゆる「悪い金利上昇」が起こる可能性が高くなる。この政策を採用して一定の期間が経った後に消費者物価に動意が見られなかった場合や、海外経済の減速した状態が長引いて国内景気も停滞色を強めた場合、政府と日銀は何らかの追加対応を求められることとなろう。その際に、財政支出を増やすといった手段に出た場合、この懸念はさらに強まる。

今回採用された量的・質的金融緩和は今のところ金融市場に歓迎され、国内経済に好循環をもたらすきっかけとなった。しかし、緩和策の中心的位置を占める「期待」を明確な基準で測ることが難しいこともあって、この先の日本経済にどのような影響をもたらすかについては現時点では明らかでない。この先の海外景気が下振れた場合など、今後の環境変化によっては悪影響やリスクを及ぼすものにもなり得ると見ておくべきであろう。

図表 20 日米欧中の経済・金利見通し総括

		単位	2013			見通し総括
			1-3	4-6	7-9	
実質経済成長率	日本	前期比年率 %	+ 1.8	+ 2.6	+ 3.1	2013年度前半は公共投資、後半からは米国向け輸出と消費税率引き上げ前の駆け込み需要で高成長に
	米国		+ 3.0	+ 1.5	+ 2.4	2013年前半は増税などの影響もあって成長率は2～2.5%、年後半から2.5～3%に加速
	欧州		▲ 1.0	▲ 0.5	+ 0.2	マイナス成長脱するまでになお時間要し、キプロス問題を契機に更なる下振れリスクを抱える
	中国	前年同期比 %	(実績) +7.7	+ 7.9	+ 8.1	2013年の経済政策発動が緩やかなものに留まるため、成長率も8%前後で推移
金融市場	日本 10年債利回り	%	(実績) 0.51～0.84	0.40～0.70	0.40～0.80	年後半は米国長期金利とともに若干上昇するが、量的質的緩和で低水準に抑え込まれる状態続く
	米国 10年債利回り		(実績) 1.76～2.06	1.70～2.10	1.90～2.40	財政に関する不確実性の悪影響が弱まる年後半から2%を超えて上昇
	円ドル レート	円/ドル	(実績) 86.7～96.3	97.0～ 101.0	98.0～ 103.0	年後半の米国成長加速を背景に円安持続
	ユーロドル レート	ユーロ/ドル	(実績) 1.28～1.36	1.26～1.32	1.24～1.30	振れの大きい展開ながら、後半からの米国成長加速によりトレンドはドル高

(資料) 三井住友信託銀行調査部マクロ経済調査グループ作成

(マクロ経済調査グループ 木村 俊夫: Kimura_Toshio@smtb.jp
 花田 普: Hanada_Hiroshi2@smtb.jp
 黨 貞明: To_Sadaaki@smtb.jp
 鹿庭 雄介: Kaniwa_Yuusuke@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

収益不動産取引活発化の背景と展望

<要旨>

不動産投資で期待される投資利回りの低下と不動産市場への資金流入増加を背景に、J-リートによる物件取得が活発化している結果、オフィスビルに代表される¹収益不動産の価格上昇が生じやすい状況となっている。

一方で、オフィスビル賃料は緩やかな下落が続いており、現状は賃料回復期待ほどにはオフィスビルそのものの収益力の本格的な改善を確認するには至っていない。

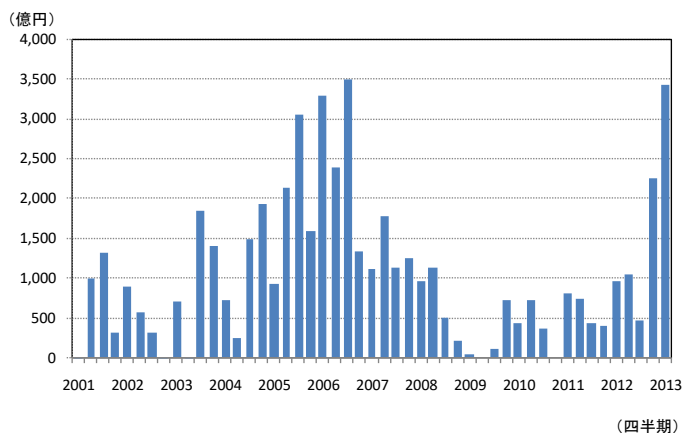
従って、金融緩和による期待投資利回り低下と資金流入増加がある限り、収益不動産価格の上昇が生じやすい状況は続こうが、実体経済の改善を伴った賃料上昇が確認されるまでは、金利上昇など金融面のショックに対し脆弱である点には注意が必要だろう。

1. 不動産取引の活性化をもたらす J-リートの投資口価格上昇

J-リートの投資口価格上昇が収益不動産取引市場の活性化に繋がり、不動産価格も上昇するとの期待がこのところ高まっている。本稿では J-リートが不動産取引市場に与える影響という視点から、オフィスビルを中心とする収益不動産価格の動向を考察してみたい。

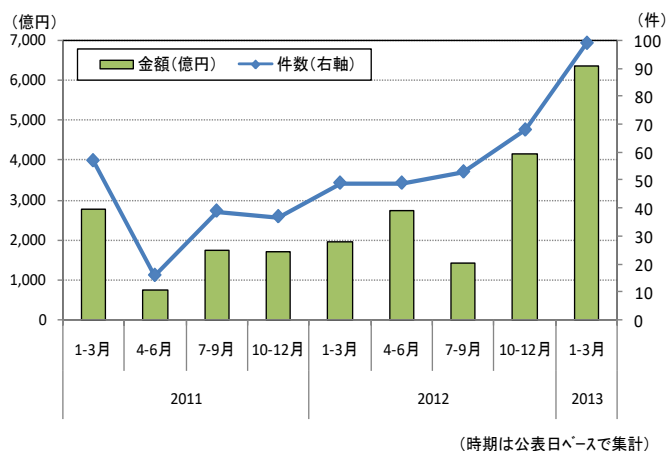
東証リート指数は金融緩和強化とデフレ脱却期待もあり、4 月 23 日時点で昨年末比 44% 上昇している。こうした投資口価格の上昇を受けて昨年 10～12 月期以降、J-リートによる公募増資が増加しており、その資本調達額は前回のピークである 2005～2006 年に匹敵する水準となっている(図表1)。公募増資は新たな物件取得を目的とするものなので、物件取得の増加を通じて収益不動産取引の活性化につながっている。事実、2013 年 1～3 月に発表された新規の物件取得は約 6,400 億円と過去 2 年間に比べ大幅に増加している(図表2)。

図表1 J-リート 資本調達額(IPO 含む)



(資料) 三井住友トラスト基礎研究所データより
三井住友信託銀行調査部作成

図表2 J-リート 物件取得



(資料) 各 J-リート開示資料より
三井住友信託銀行調査部作成

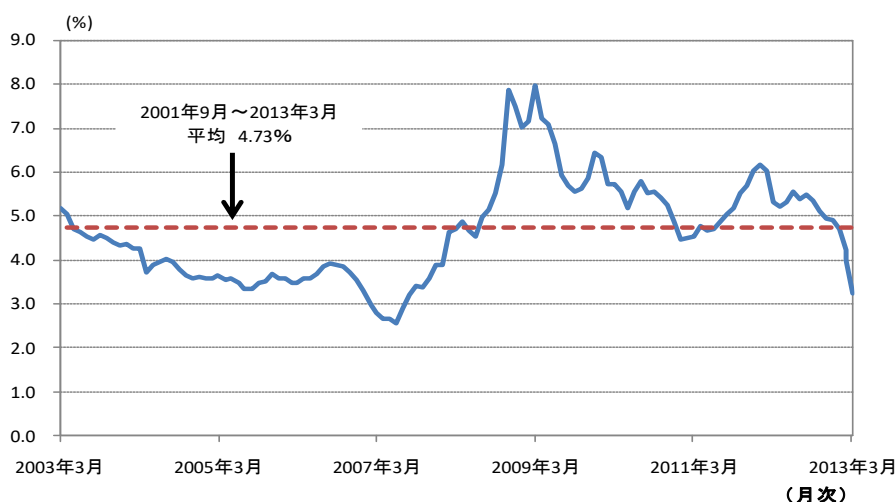
¹ 賃貸オフィスビル、賃貸住宅のように賃貸収益の獲得を目的とした不動産。

このように、J-リートの投資口価格上昇は、公募増資による資金調達と物件取得の増加に結びついているが、背景にある経済合理性と収益不動産に及ぼす影響は以下のように整理される。

投資口価格の上昇はJ-リート市場への資金流入が増加していることを意味しているので、新規発行投資口の順調な消化が期待される。また投資口価格が高ければ公募価格も高く設定され、同じ金額を調達するのに新規の発行口数を少なくすることができる。これにより既存投資主の権利希薄化を抑えられるので、既存投資主に配慮した形で公募増資を行い易くなる。

さらに投資口価格が上昇し配当利回りが低下していると、それに応じて新規に取得する物件に期待される投資利回りの水準も下がるので、低下した期待投資利回りを満たす物件の選択機会が広がり積極的な物件取得が可能となる。現状をみると、投資口価格の上昇に伴い3月末のJ-リート配当利回りは3.24%と過去平均4.73%を1.5%ポイント下回る水準まで低下しており、物件取得の許容範囲が拡大することで実際の取得につながり易い状況にある(図表3)。

図表3 J-リート 配当利回り推移



(資料) 三井住友トラスト基礎研究所データより三井住友信託銀行調査部作成

2. 期待投資利回り低下を主因とした不動産価格上昇

このように現在は投資口価格上昇や期待投資利回りの低下を通じ、J-リートの物件取得増加が主導するかたちで不動産取引が活性化している状況だが、今後の収益不動産価格をどのように見通したら良いか展望してみたい。

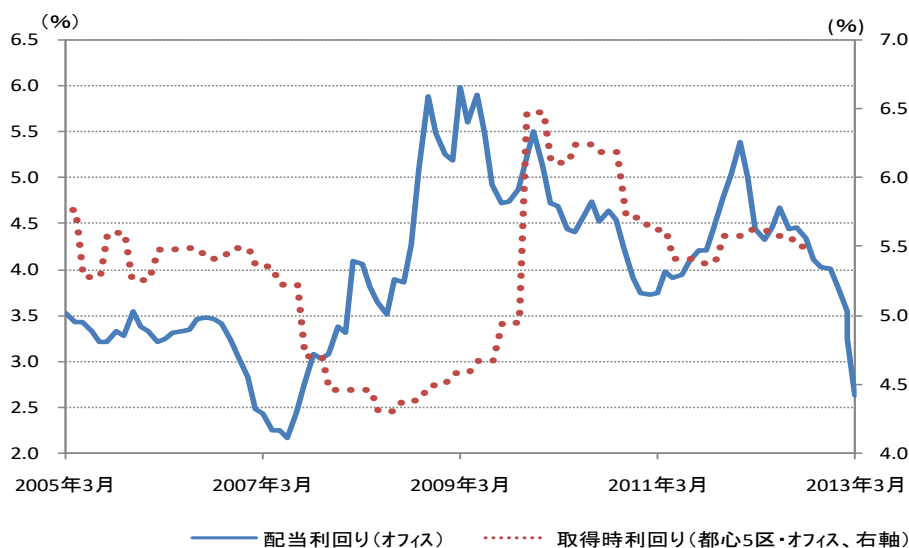
賃貸オフィスビルや賃貸マンションなどの収益不動産の価格は単純化すれば、

$$\text{収益不動産価格} = \frac{\text{賃貸事業利益}}{\text{期待投資利回り}}$$

と表される。つまり分子の賃貸事業利益(=賃料収入－賃貸費用)が一定であれば、分母の期待投資利回り(収益不動産に対して投資家が期待する投資利回り)が下がるほど収益不動産価格は上昇することになる。

図表4はオフィス系J-リートの配当利回りと、J-リートが実際に都心5区²のオフィス物件を²取得した時の投資利回りを比較したものだが、配当利回りが取得時の投資利回りに先行して動いていることが読み取れる。今後についても、こうした過去のパターンと同じように動くとなれば、足元の配当利回り低下が取得時の投資利回り低下につながる可能性も十分にあるだろう。

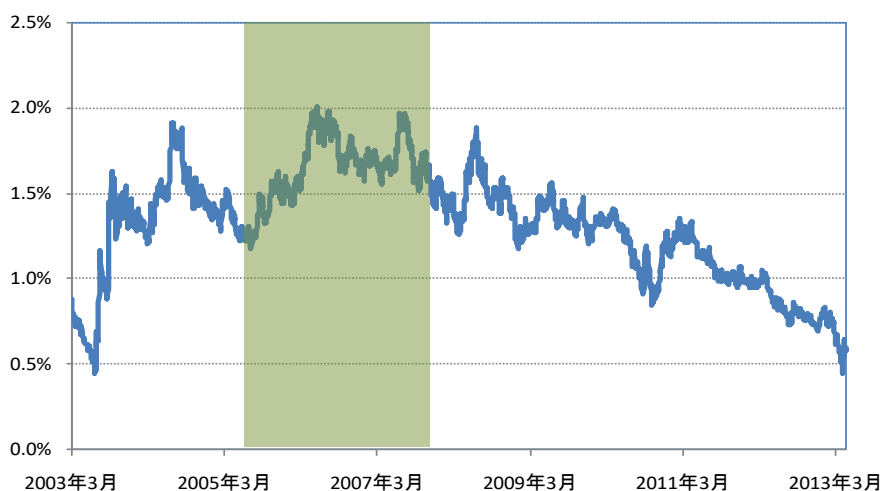
図表4 J-リート 配当利回りと取得時利回り



(資料) 配当利回りは三井住友トラスト基礎研究所
取得時利回りは四半期移動平均を用い三井住友信託銀行調査部作成

加えて、低い金利水準も収益不動産に期待される投資利回り低下の要因となる。現在の長期金利(10年国債利回り)は0.5～0.6%で推移しており、前回に投資利回りが低下した2000年代後半に比べて1.0%ポイント低い水準にある(図表5)。

図表5 10年国債利回り



(資料) Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

(日次)

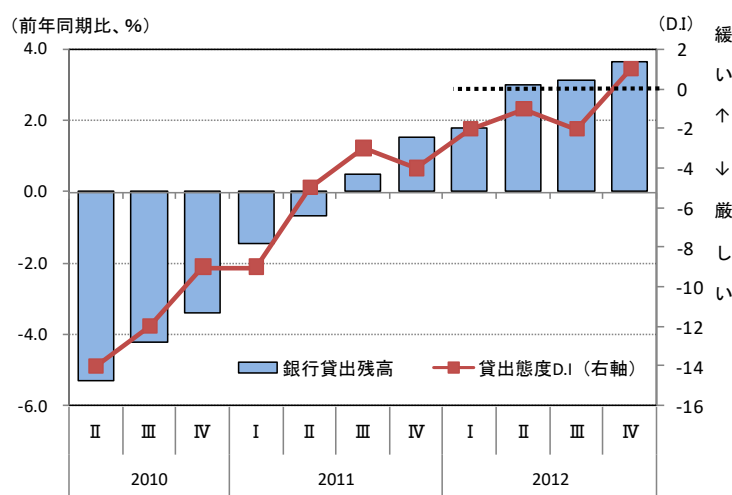
²物件取得時の決算で計上した賃貸事業利益を年率換算し、取得価格で除したもの。

一般的に株式や不動産などリスク性資産の投資に期待される収益には、より安全と見られる国債金利に上乗せした利回りが求められる。その上乗せ分が変わらないとすれば、リスク性資産に求められる投資利回りも国債金利の低下に相当する分、すなわち 2000 年代後半に比べ 1%ほど低くても、十分投資に値するということを意味している。

このように、もともと投資口価格上昇に伴う配当利回り低下により、期待投資利回りが下がりやすい状況にあったところに、日銀による大規模な金融緩和が加わりさらに長期金利が低下したことも背景として、一段と収益不動産の期待投資利回りが下がる可能性が高まっているというのが現在の状況と言える。

ところで、J-リートによる不動産取引市場の活性化もあり、銀行貸出による不動産市場への資金流入も増加傾向となっている。³不動産企業向けの銀行貸出残高は 2011 年第 3 四半期から増加に転じ、前年同期比の増加率は拡大傾向にある。日銀短観における不動産業(全規模)の貸出態度 DI も 2012 年第 4 四半期に+1と 5 年ぶりにプラス圏へ浮上した(図表6)。

図表6 不動産企業向け銀行貸出残高増加率と
不動産業(全規模)貸出態度 DI



(資料) 日本銀行「貸出先別貸出金」「日銀短観」より三井住友信託銀行調査部作成

貸出態度 DI は 2013 年第 1 四半期でも +1 とプラス圏を維持しており、今後についても日銀による大胆な金融緩和策が継続することで、不動産市場への貸出資金流入は更に増加し、投資利回りの低下と相俟って不動産取引を活発化させ不動産価格上昇につながる可能性が高まっている。

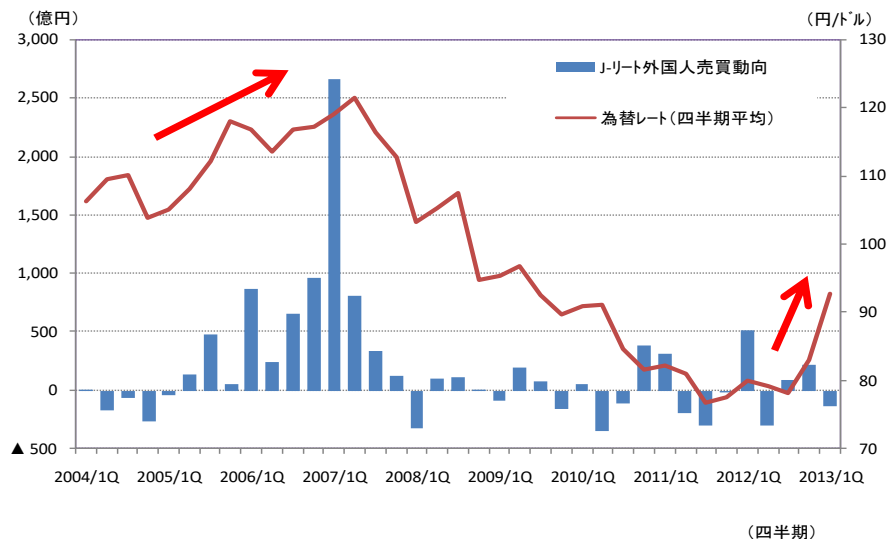
また、不動産市場への資金流入という点では、外国人投資家の動向も影響を与える。日本の不動産に対する外国人投資家の投資動向を表す代替的な指標として、J-リートの外国人投資家売買動向を示したのが次頁の図表7である。過去の推移を見ると、2005 年第 2 四半期から 2007 年第 4 四半期までの間、為替が円安傾向だったこともあり 11 四半期連続で外国人投資家は J-リート

³ 不動産業向けから「不動産流動化等を目的とする SPC」「個人による貸家業」「不動産関連地方公社等」を除いたもの。

を大幅に買い越していた。

現在は、2012 年第 3 四半期と第 4 四半期は 2 四半期連続して買い越したが、2013 年第 1 四半期は再び売り越している。J-リート の売買動向を見る限りでは、外国人投資家の投資スタンスは 2005～2007 年ほど高まっていないと解釈することもできるが、為替は急速に円安へ動いており、今後再び外国人投資家による日本の不動産市場に対する投資が活発化することも考えられる。

図表7 J-リート外国人投資家売買動向と為替レート

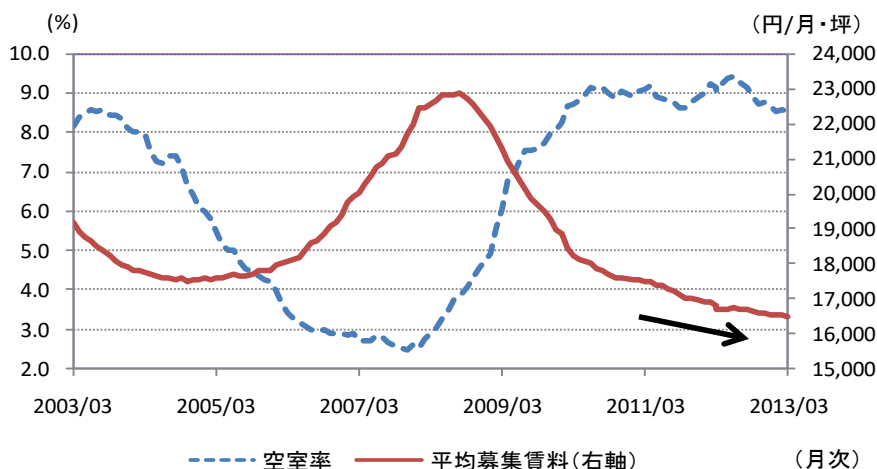


(資料) 東京証券取引所、日本銀行より三井住友信託銀行調査部作成

3. 収益源泉であるオフィスビル賃料は下落が続く

しかしながら、収益不動産価格を決定するもう一つの要素である「賃貸事業利益」についてはまだ本格的に回復しているとは言い難い。賃貸事業利益の動向を表す代表的な指標である都心 5 区オフィスビルの平均募集賃料は、前回のサイクルでは 2004 年 10 月にボトムを打ち上昇に転じていたが、現在はまだ緩やかな下落が続いている(図表8)。

図表8 東京都心 5 区 空室率と平均募集賃料



(資料) 三鬼商事データより三井住友信託銀行調査部作成

空室率は 2012 年 6 月をピークに改善が続いており、景気回復・物価上昇期待も強まったことで今後の賃料上昇に対する期待感が高まっているが、平均募集賃料のボトムはまだ確認できていない。

つまり、これから収益不動産価格が上昇するとしても、賃料が上昇しない間は、期待投資利回りの低下と資金流入の増加によるものであり、賃貸収益力の本格的な改善を反映したものではないということに注意が必要だろう。期待投資利回りの低下は言い換えれば、金利水準が低位安定する、すなわち金融緩和が長期化するという期待に支えられたものとも言える。

4. まとめー収益不動産価格上昇の背景と今後の留意点

今後収益不動産の期待投資利回りは低下の可能性がある、また不動産業貸出態度 DI や不動産業向け銀行貸出残高に見られるように、不動産市場への資金流入は増加傾向にある。緩やかな金融環境が当面続くと見られることから、これらの傾向はしばらく継続すると考えられ、収益不動産価格を上昇させる要素となり得るだろう。

しかし、実体経済の回復とオフィスビル賃料の上昇が、まだ確認できていないことには注意が必要である。当調査部では調査月報 2012 年 11 月号「都心オフィス賃料反転の条件は何か」において、オフィス賃料回復は単なる空室率の水準だけではなく、企業収益や設備投資の回復がポイントと指摘したが、企業収益・設備投資の動きは 2012 年 10-12 月期に底打ちの兆しが見えたとはいえ、明らかな回復とは言えない状況にある。

しばらくは、金融緩和による期待投資利回り低下と資金流入増加により支えられた収益不動産価格の上昇が生じやすい状況は続こうが、実体経済の改善によるオフィスビル収益力の回復が確認されるまでは、金利上昇など金融面のショックに対し脆弱である点には注意が必要だろう。

(不動産調査チーム 小林 俊二 : Kobayashi_Shunji@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。