

マーケットに変調の信号一部出始める 銀行貸出態度、REIT、長期金利などに注目

ドイチェ・アセット・マネジメント オルタナティブ運用部
アジア太平洋地域の不動産市場リサーチ責任者の小夫孝一郎氏に聞く

2016年、GP I F（年金積立金管理運用独立行政法人）などの公的年金がオルタナティブ投資（代替投資。株式や債券といった伝統的資産以外の新しい投資対象や投資手法）を開始することが明らかになり、昨年よりそれに向けた動きが本格化している。そのような中で機関投資家は不動産市場に対して熱い視線を送り始めている。ドイチェ・アセット・マネジメントのオルタナティブ運用部でアジア太平洋地域の不動産市場リサーチ責任者を務める小夫（おぶ）孝一郎氏に、グローバル投資家の視点と国際比較を交えて、金融面からの分析と、20年に及ぶ調査実績から得た独自の分析に基づく国内不動産投資市場の現状と見通しを聞いた。

■4つのリーディング・インディケーター

不動産市況の変化を見る上では、金利変動、REIT（不動産投信）市場の変化、レンダーの融資態度、貸出市場の変動の4つがポイントとして挙げられる。これらはリーディング・インディケーター、つまり、市場を先読みする際に変化の兆候が表れやすいポイントと考えられ、不動産マーケットに変調する時の最初に信号が出るところである。実際、こうした信号は既に出始めており、以下ではこれらにも触れながら市場を概観していきたい。

■アジア太平洋地域の不動産取引額

アジア太平洋地域の不動産取引額を見ると、リーマン・ショックを受けて減少、その後回復したが、実は15年に取引額はいったんピークを打っている。先進国では取引額がそれ以降頭打ちかやや減少傾向にあるが、最近では中国などが盛り返している。

■日銀短観の貸出態度DI

日本の国内不動産の売買額推移と、日銀短観にある6カ月前の貸出態度DIの推移を比べると、二つの指標はよく連動している。銀行が融資を出すか出さないかでその後の不動産売買額が左右されるといえる。貸出態度DIでは足元で若干金融機関が融資に慎重になっている傾向も見られるが、過去20年間の長期スパンで見れば不動産への融資姿勢は引き続き良好な水準にあるといえ、大きく崩れる地合いにはない。メーカーの設備投資があまり伸びない中、不動産

融資を大きく絞るところは見受けられず、銀行融資全体に占める不動産向け融資の割合も約16%と過去最高水準になっている。一部の高値取引やリスクの高い案件への警戒感は強くなっているが、18年も銀行融資が大きく絞られることはないとみている。

■国内不動産売買額に占めるJ-REITの割合

国内不動産の売買取引額の合計値を過去10年で平均するとJ-REITによる取引が4割ほどを占めている。最近ではJ-REITの占有率が全体の5割ほどに高まっていたが、足元ではその勢いが弱まっている。J-REITの投資口価格（株価）が17年以来軟調に推移し増資がしにくくなっており、物件を多く取得できるという環境でなくなりつつあるためだ。これが不動産マーケットの変調の一つだが、それに合わせて買い手の顔触れもJ-REITから外資系へと主役交代が起きつつあると言えるかもしれない。17年の国内大型不動産取引トップ5を見ると、上位4位までの取引はすべて外資系の会社による取引（国内系企業とのジョイントベンチャー含む）で、投資主体として中国・香港系企業やノルウェー、シンガポールのソブリンファンドなどが目立った。

■東証REIT指数とAクラスビルの資産価格

東証REIT指数とAクラスビルの資産価格を比較すると両者には強い連動性があり、ビルの価格より1年先にREIT指数が動くという傾向が見られる。つまり東



証REIT指数は、実物の不動産価格の先行指標になっている。08年9月のリーマン・ショックの時に不動産価格が暴落したのは記憶に新しいが、実際それより1年以上前の07年5月からREITの価格が大きく落ち込み始めている。REIT価格が不動産の暴落を先読みしていたともとらえられる。

もっとも、最近はこの連動性が若干弱くなっている。個人向け投資信託の人気商品であった毎月分配型のREITファンドについて、この半年間は資金の流出が続き、REIT指数の下押し圧力になっている。これは必ずしも不動産マーケットとは直接関係ないところで動いているものだが、REITファンドにおけるこうした動きはしばらく続きそうである。

■REITと長期金利

日銀が金利を下げれば下げるほど、また長期金利が下がれば下がるほどREITの投資口価格には上昇要因となる。REITは基本的に金利敏感銘柄となっている。アベノミクスが始まって以降、黒田日銀総裁は金利の低め誘導でインフレを起こして、デフレからの脱却を図っているが、不動産に関してはこの政策がかなり成功したといえる。実際マイナス金利の導入でこの傾向は一層強まり、REITの価格がまず上昇し、つれて実物不動産価格、つまり住宅価格や収益不動産価格も上昇した。現在は長期金利がマイナスからプラスに転じたため若干この動きが逆回転しつつある。長期金利は当面、これ以上は上がらないとみているが、長期金利がマイナスだったところに比べるとREITには上値の重い材料となるだろう。