

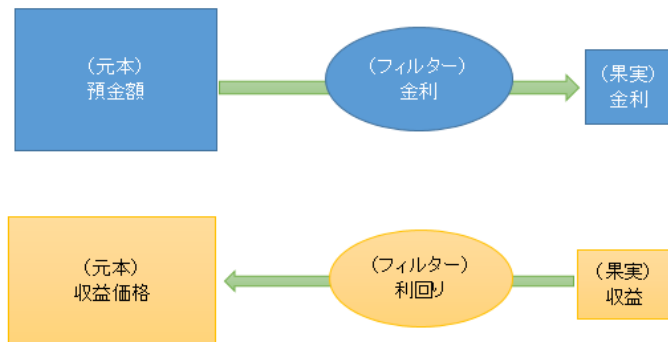


弊社では収益不動産を多数取り扱っていますが、ここ数年価格の上昇傾向が続いています。この傾向がまだ続くのか、あるいはトレンド転換があるのかを正確に予測することは困難ですが、基本に立ち返って何かヒントがないかを考えてみたいと思います。

今世紀に入って「収益不動産の評価においては収益還元法を用いる」という考え方が定着しました。収益還元法はその文字が示す通り「収益（賃料）」を「還元（割り戻す）」するという手法で、賃料という果実をフィルターに通して、その源泉である樹木（元本）の大きさを推測していく手法とも言えます。式で表すと次の通りです。

$$\text{収益価格} = \frac{\text{収益}}{\text{利回り}}$$

この式は「賃料を利回りで割る（＝フィルターに通す）と価格が求められる」ということを示しています。預金に際して利息を計算する場合、預金額を金利というフィルターに通して利息を計算しますが、収益還元法では賃料を利回りというフィルターに通して価格を計算します。起点とフィルターの性質は違いますが、預金利息の計算と不動産収益価格の計算は同じ原理に基づいています。



収益還元法の式の要素は、①分子の収益、②分母の利回り、の二つです。まず①の収益ですが、これは賃料と管理費や税金等の経費のバランスで決まります。不動産市況によって新規契約時の賃料相場は常に変動していますが、稼働中の収益物件で賃料の変動が発生するのはテナントの入れ替え時や契約更新時が大半なので、新規成約賃料の動きに比べると現実の賃料収入の動きは緩慢です。経費についても例外を除いて毎年大きく変動するケースは少なく、その結果として収益は安定的な動きとなります。収益はのんびりした性格なのです。

一方、②の利回りは時に荒々しい動きを見せることもあります。数字として客観的に把握しやすい収益に対して、利回りはちょっとモヤモヤして把握しにくい性質があります。もちろん、取引に精通したプレーヤーの間では相場の利回り水準について一定の共通認識がありますが、この相場の利回りは「この利回りで買いたい（あるいは売りたい）」という各プレーヤーの期待に大きく左右されます。期待は経済情勢や社会情勢次第で一夜にして大きく変わることもあるので、時に荒っぽい動きになります。近年ですとサブプライムローンを発端とした金融危機時の投資家心理の冷え込みが典型例です。利回りは掴みどころがなく、敏感で気分屋なのです。

収益不動産の価格は、のんびり屋の収益と気分屋の利回りの綱引きで決まります。最初に敏感な利回りが動いて現在のトレンドを継続させ、あるいは転換させた後、タイムラグを挟んでのんびり屋の収益が動きだして、利回りが決定づけたトレンドを持続させる。私はこれが収益価格変動の仕組みだと考えています。こう考えた場合、今後の市況を予測するためには利回りの動向に注目すべきで、もっと言えば利回りを変動させる要因、例えば金利の推移や、不動産以外の投資市場も含めた投資家心理にも着目する必要があります。言うは易く行うは難しで、そんな広範囲に常に目を配るのは難しいですが、多少でもその方向にアンテナを向けておくことがマーケットに一步先んじるコツなのかもしれません。

株式会社ジャパン・アセット・アドバイザーズ  
事業戦略部長 不動産鑑定士 千葉 健一



昨年9月のスーパームーン。お天気に恵まれ、非常にきれいに観測できました。今年のスーパームーンは11月14日、翌2017年はスーパームーンが無い年となります。

編集部撮影 2015年9月28日 東京・両国にて。



今回は申し訳ありませんが、世間に対する思いを愚痴でプチマケさせていただきます。こんな通信もたまにあっても良いと、勝手に決め込んでいます。それは何時まで経っても物の本質を見極めない社会に対してかもしれません。物の本質を見極める尺度は「正義」だと思えます。この社会はその正義とやらを何時になったら追求しに行くのでしょうか。正義とは掴みにくくて堅苦しいものですが、そこには一定の正しいルールがあり、それはとてもフェアだと感じます。今報道されているニュースは、正義とは程遠いものばかりです。あるのは「デタラメ」過ぎる事ばかりで、何を信じればよいのか、何が正しいことなのか、混乱してしまう毎日です。デタラメが大手を振って歩いているのですから仕方のないことかもしれません。デタラメの王道は「東京オリンピック」にまつわる疑念の問題です。

オリンピック開催とはそれほどまでに意義のあることなのでしょうか。オリンピックを錦の御旗に、様々なことが深い検証無しにドンドン決められて行きます。この単語さえ出せば大抵の人は反対意見を引っ込めて、反論しなくなってしまう。正に水戸黄門の印籠の様に、皆がひれ伏してしまうのです。異を唱えてもすれば非国民扱いになります。

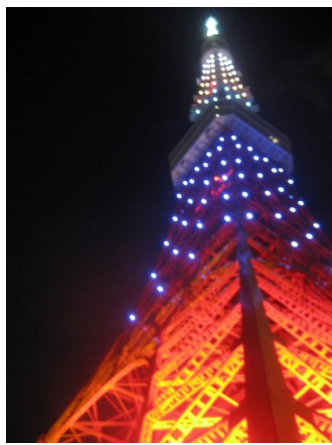
小生も異だけを唱えているわけではありません。四年に一度のこの大会の為に汗を流されているアスリートの皆さんやそれを目指す子供たちの事を考えると、もっと爽やかでクリーンであれば納得できます。しかし今挙がっている問題は「疑惑」ばかりです。そもそも用地決定のプロセスからしてそうです。こんなコンサルタント会社は本当にあったのでしょうか。話が進んで行くと、今度は新国立競技場の設計に対する膨大な費用、検証がハッキリしない膨らみ過ぎた建築費、競技が困難な場所に無理やり誘致される施設の問題。いい加減うんざりしてきて、開催などどうでもよいという気持ちにさせられます。これらを決めてきたメンバーは、相も変わらずの大物政治家や引退した高級官僚ばかりです。昔から構図はちっとも変わっていませんよね。町内の世話役たちが勝手に仕切って住民がほっておかれるお祭りと、何ら変わりません。

もうひとつのデタラメの象徴が、「中央市場の豊洲への移転問題」です。当初は反対する人たちに対して「何をノスタルジックな事を言っているのだ、新しい設備のもとに移転するのに問題など無いのでは無いか。」などと小生も政府の戦略に素直に乗せられていました。

一週間にわずか一日登庁するだけで見事にリーダーシップを発揮できる知事を、見事だと尊敬さえしていました。しかしよく考えると、この複雑怪奇な都政をそんな事で運営できるはずは無いですよ。小生など毎日入社していますが、ろくな経営は出来ておりません。小生と能力のある人とを同一で考えるのは失礼な事ではありますが、やはりコソコソですよ。

そしてもう一つ、くだらないゴシップ記事ばかりが報じられる事にも憤慨しています。そんな事よりいじめや虐待等の犯罪を徹底的に報道して、そういった事が二度と起こらないようにキャンペーンを張って貰いたいですね。

愚痴ばかり言ってきましたが、こんな国でも非常に頑張っている一面があるのも事実です。小生は何時も講演会では「この国の外交の難しさ」の話をします。資源も軍備もない国が、その両方も備えている大国としのぎを削っているのです。言わば大きなハンディキャップを背負っての外交なのです。我々の唯一のポイントは、世界地図の中で重要な場所に位置しているということ。即ち切り札は立地の点だけなのです。資源や軍備というハードが元々無いのですから、ソフトな面で補うしかありません。誤解しないでください、小生は軍備を持つと言っているではありません。持たないためにもソフトの強化だと言っているのです。ソフトとは物の考え方であり、そこにはその尺度を測るしっかりとしたルールが必要なのです。この国にも守るべきルールは沢山あります。又それを真面目に守って来たことも事実です。しかし公に守るべき人達が守らないのですから、ルールは自然と崩壊してしまっています。世界一優しく思いやりのある国民性なのですから、そこからもう一度正義ののっとった新しいルールを作ることには、そんなに難しい事ではありません。それが定着すれば、知性という一番強い武器を持つことになります。未だ遅くはありません。次の世代へしっかりと残していかななくては、これからもデタラメな事ばかりが起きてモラル自体が無くなって行きます。何を信じ、誰を信じて良いのか解らない社会にだけにはしたくないですよ。



### 【総括的な検証】

9月20日から21日にかけて日本銀行（以下「日銀」という。）において金融政策決定会合が開催される予定であるが、ここで行われる「異次元金融緩和」の総括的な検証に注目が集まっている。勿論、総括的な検証の結果導かれるであろう追加金融緩和が期待されるのだが、もう一つマーケット関係者が注目していることがある。それは黒田総裁自身も「一般国民への説明責任と同様に重要なのは、市場との対話だ」と語っているように、日銀による市場との対話再構築についてである。

### 【黒田バズーカ砲、第一弾・第二弾のサプライズ効果】

アベノミクスの先陣を切った「黒田バズーカ砲」とは、2013年4月4日、正式就任間もない黒田総裁率いる金融政策決定会合において、バズーカ砲第一弾として①マネタリーベース採用と長期国債残高を年間50兆円増えるよう買付ける量的緩和および平均残存年数7年程度への期間延長。②ETF年間1兆円、J-REIT年間300億円へ買入れ額拡大。③物価2%上昇のインフレターゲット採用。以上の異次元の（黒田総裁曰く）量的金融緩和政策を事前の市場対話が無いばかりではなく、逆にサプライズ効果を狙って行われた。このサプライズ効果は2014年10月31日のバズーカ砲第二弾による追加緩和までは非常に効果的であった。市場もこのサプライズ効果を好感し株価や為替の値動きに方向性を与え、相乗作用を伴って非常に力強いウネリとなった。

### 【岐路に立った黒田バズーカ砲第三弾】

しかし2016年1月29日の黒田バズーカ砲第三弾で行った、金融機関が保有する日銀当座預金口座に-0.1%の金利を適用するいわゆるマイナス金利政策の導入決定も、今まで同様サプライズ発表であった。しかしこのマイナス金利政策について、市場は好感するどころか波乱と混乱という反応を示した。これは、サプライズ効果による相乗効果を狙っていた黒田総裁にとっては大きな誤算であったはずである。この誤算から日銀はサプライズ効果の限界を知る事となった。

### 【サプライズ効果の限界、黒田バズーガ第四弾】

2016年7月29日、黒田バズーカ砲第四弾として、ETFについて、保有残高が年間約6兆円に相当するペースで増加する買入れを行う事（現行の約3.3兆円からほぼ倍増）を発表した。しかしサプ

イズ効果は短期間で終了し、その後の株式市場の牽引役は米株の高値更新という材料であった。市場がサプライズ発表に対して反応も薄く、効果も限定的となったことから、日銀は市場に対してサプライズではなく市場対話の再構築に舵を切ることになる。

### 【市場対話の再構築試金石「総括検証」】

9月の金融政策決定会合において「総括的な検証」を行うことを事前に総裁自ら記者会見するなどの対応は、既に市場対話の再構築を始めていることを意味する。この対話には長期国債先物から敏感に反応し長期金利は上昇に転じ、-0.2%近辺まで低下していた長期金利は-0.01%まで上昇した。今回の「総括検証」は市場対話再構築の試金石となっていることは間違いない。日銀は「総括検証」のポイントとして①マイナス金利の深堀②国債購入パターンの変化で長短金利差の拡大③2%の物価上昇達成時期の目標の撤回、を事前にアナウンスしている。金融緩和強化の継続等の文言は全く不要な項目であり、外債を購入しない等の文言は為替操作国認定を避ける米国向けメッセージ以外の何物でもない。

### 【お手本はバーナンキ前FRB議長】

バーナンキ前FRB議長は市場との対話を非常に重視して金融政策の運営にあたり、同時に市場との対話の達人であった。米金融市場は彼の市場対話能力を信用してリーマンショックを乗り越えてきたと言える。このバーナンキ前FRB議長こそが黒田総裁のお手本であり目標なのだろう。後は同じようにできるかである。正にこれからが、黒田総裁の正念場である。

