

マーケットを、評論家のように外部（アウトサイド）から見るのと内部（インサイド）から見るのでは、その分析結果が大きく異なることが多いものです。昨年11月の、トランプ氏の大統領選挙当選後が顕著な例と言えるでしょう。今回はその、マーケットのインサイドとアウトサイドに注目したいと思います。

トランプ氏当選直後、NY株式市場は急落→反転上昇トレンドを形成しました。一般に保護貿易主義を主張するトランプ氏が当選すると株は下がるというのが市場コンセンサスでした。反転上昇するとアウトサイドは一転、「大規模な公共投資が経済成長に寄与」と説明し始めました。しかしこれは後講釈であり、真実は、トランプ氏当選サプライズでヘッジファンド等ビッグプレイヤーが一斉にロングポジションを整理し、先物オプションを売り込みました（ショートした）。しかし米経済は既に好転しており、売りポジションと実態に乖離が生じました。その為、ショート（株式下げ）ポジションは思惑通りのパフォーマンスを実現できず、買戻しに動いたのです。その買戻しこそが反転上昇のきっかけです。更に買いポジションを整理した投資家は、新たに買いポジションを作る必要に迫られました。売りポジションの買戻しと買いポジションメイクの両輪によって、NYダウ及びNASDAQは史上最高値を付けることになりました。

さて、今後はどのようなになるのか。マーケットインサイドの目線で推察すると、トランプ大統領令は議会の立法プロセスを経ていないので、マーケット関係者から見ると不確実性が高く、又公共投資財源問題などは今後米国が本当に良くなるのかどうか、疑心暗鬼に陥ります。その為、下落に備えてのショートポジション（下落ポジション）を持たざるを得ません。実は常にショートが入るマーケットこそ長期に上昇する秘訣なのです。私は、実態乖離した上昇はいずれ反動が訪れるが、それまで意外な上昇を演じる可能性を示唆したいと思います。

有限会社アッシュ インベストメント テクノロジー ストラテジスト 萩原 淳



鑑定コラム



インバウンドと不動産 (2)

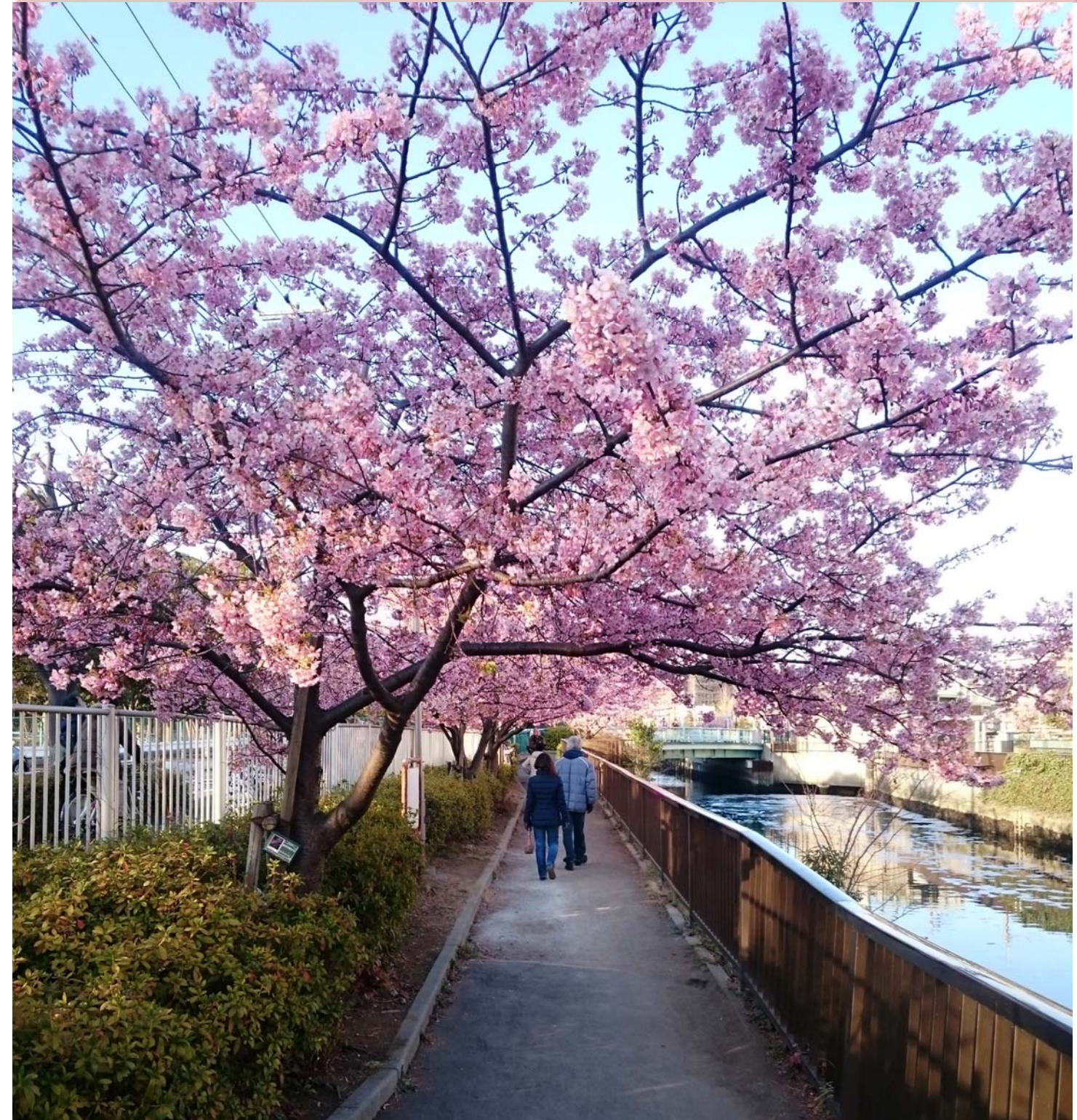
前回は訪日外国人が急増していること、国籍別に消費傾向に違いがあるという話をしましたが、今年1月に発表された最新の調査でもこの傾向は変わっていないようです。昨年の訪日外国人は過去最高の2,400万人に達しましたが、一年前に比べるとインバウンドブームの熱気、勢いはやや落ち着いてきているのも確かです。銀座の免税店の様子を見てきましたが必ずしも盛況とは言えない状態ですし、爆買いという言葉を目にする機会も減ったように感じます。インバウンドビジネスは第2ラウンドに入ったようです。

不動産という観点から考えてみます。インバウンドという言葉から真っ先に連想する不動産はホテルで、大都市圏ではホテルの開発計画が目白押しです。しかしよく調べてみると最近では既存ホテルの客単価や稼働率が伸び悩み、投資家や開発業者が頼みとするオペレーターも少々弱気になっている地域もでてきました。期待だけで突っ走る時期はもう終わり、これからは目利きの良し悪しで不動産投資の明暗が分かれていきそうです。大都市圏以外の地方都市はどうでしょうか。訪日外国人の中で圧倒的なシェアを有する東アジアからの訪日外国人は、その地理的な近さもあってリピート率が高いのが特徴です。東京や京都、大阪といった定番の大都市を回った後は地方都市にも足を向けるのがセオリーで、既にその動きが見られます。大都市圏に比べてマーケットが小さい分、地方都市にとってのインバウンドのインパクトは大きく、地方都市のインバウンド関連不動産は加速度的に盛り上がっていくものと予測しますが、選別が大切というのは地方都市でも同じです。地方都市は導線の良し悪しが割とはっきりしているので、これを把握することは必須です。私は仕事で地方都市に足を運ぶことが多いのですが、インバウンドの恩恵を早々に受けている地方都市は、民間での盛り上がりに加えて行政がバックアップに熱心であるところが多く、これも選別のヒントになるかもしれません。

一口にインバウンドといっても、訪日外国人の属性や特徴は少しずつ変化しています。潮目も頻りに変わっていくことでしょう。非常に先読みが難しいマーケットですが、これまで培ってきた不動産の目利き力があればこの荒波を乗り越えられるはず。地方都市インバウンド不動産という投資カテゴリーができる日も遠くはないでしょう。

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

このニュースレターのバックナンバーはホームページでご覧になれます。http://www.j-a-a.com/ 禁無断転載 ©Japan Asset Advisors Co.,Ltd. All Rights Reserved. 本誌に含まれる将来の予想に関する記載内容は現時点における情報に基づき判断したものであり、今後の動向や法改正により変動することがあります。従って、数値、条件等の真実性、正確性を保証するものではありません。



2月中旬、東京都内の河津桜は見ごろを迎えていました。ソメイヨシノが咲き始める少し手前までの間楽しめる、早咲きの桜です。編集部撮影：東京・木場公園（江東区）東側を流れる大横川の散歩道にて

*本号より誌面および構成等をリニューアルいたしました。引き続きご愛顧の程よろしくお願い申し上げます。



このあいだ神田の交差点で信号待ちをしていましたら、一台のトラックが通り過ぎました。その時に目に入ったのは高齢者のドライバーでした。昨今、高齢者の相次ぐ運転ミスで事故が多発していますので、少し恐ろしく感じました。このドライバーも生活がかかっているので一概に運転をするなどは言い難いですし、雇う運送会社も人手不足でやむを得ないのが実態でしょう。地方都市に行きますと、交通インフラの悪さから、高齢になっても車が無ければ移動手段がなく何も出来ません。若い者が都市へ移住した後、残された高齢者が生活の為に車を運転するのは仕方ない事でしょう。でも仕方が無いとそのまま放置して良い訳はありません。買い物や医療といった生活必需のサービスを近隣で受けることが出来なくなった高齢者たちは、どの様に生きていけば良いのでしょうか。慣れない都会で一から生活を始めるには余りに受け入れ体制が未熟です。為すすべなく、このまま高齢者の運転を放置していく訳にも行きません。反射神経や運動神経の衰えは運転にとって最も危険な事です。本人達にも、自分の現実を受け入れるところから考えてもらわなければなりません。数年後に還暦を迎える小生に至っても、それを感じるのですから。まして後期高齢者には推して知るべきです。

痴呆の問題も大きく心を揺さぶられます。若年性もあるので高齢者だけの問題ではないのですが、自分だけは大丈夫とは言えない深刻な問題です。小生の周りでも身近にこの問題に取り組んでいる方が沢山います。いや溢れているぐらいです。本人が辛いのは当然ですが、それを見守り介護されている方々の御苦勞は並大抵ではありません。医療制度があるとは言うものの、金銭面やルール・システムの不備により多くの方がそれを満足には受ける事が出来ません。痴呆も含めた介護の問題は今や大きな社会問題です。社会問題としては、これから一番関心の高い最重要課題かもしれません。

これは日本だけの問題ではありません。健康保険料がべらぼうに高い米国においては更に深刻な問題です。高齢者夫婦で医療保険を月額20万円近く払っている例もあるのです。オバマケアで高額所得者の医療保険料が上がり、これを問題視したトランプはケアの撤廃を決めました。これにより低所得者は医療保険に入れなくなりました。病気や怪我をしても病院に行けないって事です。誰が真の平等を謳っているのか解らないですね。先進国は全て出生率が悪く医療の進歩で平均寿命が延びていますから、人口の逆ピラミッドが勢いよく進んでいます。近い将来、若者が高齢者を支え切れずに世界中の福祉が破綻するのは目に見えています。日本でも年金受給年齢が益々上がり、65才が70才になるのも遠い将来ではありません

ん。小生の世代でさえも年金は期待できなくなっています。家族制度が変わっているのにそれを取り巻くシステムは何も変わっていません。昔のように親子の同居は当たり前、両親の面倒は当然に子供が見るという建前があったため、高齢者の運転の問題や介護の問題や年金の問題もそれ程クローズアップはされませんでした。何も手をつけずに置いてきた事が、火を噴き始めています。こんな事では歳をとる事への希望が何も無く、只不安の上に時間が過ぎていくだけです。極端に言えば長生きなどしたくないと考えるのも、無理な事ではありません。でも医療の発達で否応なしに長生きしてしまうのです。何か切ない無常の話ですね。金銭面ではもっと無常ですよ。

寿命が益々延びているのに一般企業の定年年齢は以前と殆ど変わりません。中には世情を鑑み年齢を引き上げている企業も始めているようですが、それでも数年の問題です。今や定年から更に20年近くの人生設計が必要となり、且つその人生設計を企てるにはかなりの大金が必要となってきます。死ぬまで稼がなければならない時代になってしまいました。その為には何が何でも病気をせずに元気であるしかありません。生涯現役とは聞こえの良い言葉ですが、現役を続けるしか選択の余地がないのです。でも暗いことばかり考えても仕方がありませんので、何か目標をもって生き活きとしていたいです。将来の事は成るように成るさ、位の気持ちで行かないと始まりませんから。しかし無理な事は無理ですから、現実をしっかり受け止めて頂きたいと思います。老いる事実と、行政のサービスとシステムとの整備は当分相容れないでしょうから、若いうちから覚悟し準備しなければなりません。物事の進歩で何事も便利になってきましたが、それはそれを使う事の出来る人々への進歩であって、使いきれない高齢者にとってはメリットがあるのでしょうか。メリットがあるとしても、それらにはかなりの金銭的負担も必要です。すべてがそうだとは言いませんが、今求めている進歩は本当に必要な物なのでしょうか。もう一度考え直したいですね。



昨今、大きな時代のうねりのなかで、ルール変更の波が押し寄せていると感じています。政府の号令の下、「働き方改革」なる言葉が連日のように報道され、過剰労働、賃金未払い、パワーハラスメントなどの労働問題が世間を賑わしています。働き方くらい自分で決めさせてくれ、というのが多くの働く人々の実感ではないでしょうか。そうはいっても、時代が求めるものに逆らっては生きていけません。その時代にどのように自分を合わせるのか、今まさにこのことが問われているのだと思います。明治維新、第二次世界大戦に次ぐ第三の波が押し寄せているといっても過言ではありません。

ところで、時代が変わったと言えば、ゼネコン業界の変貌ぶりは眼を見張るばかりです。ゼネコン業界といえば、低収益体質でバランスシートリスクを抱えている代表的な業界でした。経営は「どんぶり勘定」であり、工程管理は「突貫工事」と背中合わせといった状況でした。それが、どうでしょう。前年度からゼネコン業界は高収益体質に生まれ変わりました。今年度はさらに収益改善に拍車が掛かっている模様です。

【ゼネコン業界の長期療養生活からの脱却】
それでは何故、ゼネコン業界が大きく変わってきたのでしょうか。そもそもゼネコン業界の特徴として、プレーヤーが多く、事業の差別化が図りにくいことが挙げられます。バブル期には、造注活動（建設工事受注を獲得するための手段）と称して不動産を積極的に取得した結果、財務体質が大きく悪化しました。その後、ゼネコン各社は長い時間を掛けてバランスシートリスクという病気に向かい合わなければなりません。そして、バブル期から20年という長い歳月を経て、ようやく病気が完治することになりました。

【ゼネコン業界の意識改革】
ここ1~2年のゼネコン業界の状況をみてみますと、バブル期を上回る収益力を実現しています。この要因として、(1) 過年度に受注した低採算案件の一巡、(2) 受注時採算の大幅な改善、(3) 労務や資材等の早期調達などコスト管理への取り組み、等が指摘されます。ゼネコン業界にも、人並みに収益を上げたいという願望はあったのですが、業界環境がそれを許してくれませんでした。業界環境とは、建設需要低迷から適正価格での工事契約が実行できないことでした。建設労務需給の逼迫、アベノミクスによる建設需要の覚醒で状況によって、ゼネコン業界の事業環境は一変したのです。

【居酒屋経営から一流レストラン経営へのシフト】
ゼネコン業界の活況は精々東京オリンピックまでであり、オリンピックが終わったら元の木阿弥に戻ってしまうという見方が支配的でした。構造的に建設需要がドンドン増え続けることは考え難いので、ゼネコン業界では少しでも景気の波に左右され難い収益構造を作り上げようとしたのです。従来のゼネコン経営は、「居酒屋経営」でした。すなわち料理の単価を引き下げて、無料クーポンを付けたりして、お客さんを沢山呼び込むことに熱心でした。営業時間も延長して売上高競争に明け暮れている有様でした。振り返ってみれば、確かに、それなりに売上高は確保できましたが、商品ロスも多く、アルバイトの件費は嵩んで、肝心の利益が殆ど残らない状態となってしまいました。

これでは、貧乏暇なしを地で行くようなビジネスモデルです。そうこうしていると、何時の頃からか「人手不足」という魔物がやって参りました。魔物はドンドン増殖して、退治する術はありませんでした。退治できないのだとすると、魔物と上手く付き合っていくしかありません。それでは、魔物とどのように上手く付き合っていけば良いのでしょうか。まず「人手不足」は業界全体の問題なので、お客さんを沢山呼び込むことは止めなくてはなりません。次に、客単価を引き上げてメニュー改定を進める必要があります。お客様をお待たせしないように、予約システムを完備し、お越し頂いたときには「最高のおもてなし」をするようにしなければなりません。従業員教育、IT投資にもお金を掛ける必要があります。このように、人手不足という魔物と上手く付き合うことによって、ゼネコン業界は収益力を劇的に改善してきたのです。

【不断の努力が必要】
スポーツ、音楽・芸術、企業経営とどんな分野にも当てはまりますが、歩みを止めてしまうことは最大の大敵です。ゼネコン業界は類まれにみる高技術産業であるにも拘わらず、そのことが十分に収益に反映されていませんでした。ゼネコン業界が歩みを止めていたかについてはいろいろな見方がありますが、少なくとも他の産業に比べるとバブル崩壊後の歩みが遅かったのは事実だったのではないのでしょうか。ゼネコン業界の現在の状況を一言でいえば「収益力改善を実現できて、将来への投資余力が生まれてきた」という状況です。今後とも、ゼネコン業界の不断の努力によって経営力を高めるとともに、発注者との良好な関係を作っていけるものと期待したいと思います。