

### 日経平均株価 2万円目前

5月11日には日経平均2万円にあと10円09銭(19,989.94円9)にまで迫った。引け値で2万円台を付けたのは2015年7月のことなので、マーケット関係者は大いに期待しているところだ。この2年間は、日銀マイナス金利政策の突然の発表によるパニック、ブレグジット、トランプ大統領誕生とサブシナリオ相場に振り回されてきた。そしてそのサブシナリオは、实体经济に対しても、将来に対する不透明感が増すことによる投資の手控え行動などの影響を与えた。しかしその不透明感を徐々に払拭していったのが米経済の力強さだ。米4月雇用統計は失業率4.4%と、転職数などを考慮すると完全雇用状態であり、25年ぶりの低水準である。

### 何度も現れる日経平均2万円

1989年大納会の日経平均株価38,915円からバブル崩壊が始まり、92年8月に14,309円まで下落、そこで政府による総合景気対策発表で1993年4月に2万円台に乗せた。そこから住専等の不良債権問題表面化と共に下落し、95年阪神淡路大震災と70円台超円高による底値からの反転円安進行とともに95年末から97年春まで2万円台。次に銀行、証券会社の破たんによる金融恐慌により又しても下落。金融システム維持のため60兆円公的資金注入で底入れし、ITバブルで2000年2月に2万円台乗せ。そこで小泉竹中ラインによる不良債権処理により再び下落。持ち直してきたところでリーマンショックが世界を駆け巡り世界同時株安となり、昨今のアベノミクスを待つのである。つまり失われた20年は常に日経平均2万円が節になっているのである。今回の日経平均2万円挑戦も、後日絶対に語られることになるだろう。

### 日経平均2万円超の世界

日経平均2万円超で推移する為には、今までの様な日銀頼みだけでは維持できないであろう。むしろ真逆で、日銀金融政策に頼らない株価上昇シナリオが必要なのである。それは何か？それは、金利上昇局面が現実になった時ではないか？日銀金融政策は米FRBによるQE政策を参考にしているのは間違いないが、日米では決定的な相違点がある。それは個人消費までも借金に頼っている米経済は、当然に金利低下による経済浮揚効果が大きい。しかし1600兆円の個人金融資産を持つ日本はどうだろう？1600兆円の個人金融資産に3%金利が付けば50兆円近く個人所得が増える。これは日本の税収に匹敵する規模だ。ゼロ金利政策はこの50兆円の金利収入を国民から奪っているのだ。日本のデフレ脱却の為の切り札は金利上昇政策なのである。ではなぜ金利上昇政策が議論されないのか？それは、最大の借金をしている国及び地方公共団体にとって、金利上昇は死活問題だからだ。



## 鑑定コラム

### 銀座再開発

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

4月20日、銀座6丁目の松坂屋跡に「GINZA SIX」がオープンしました。道路を付け替えることで隣の街区と一体開発が可能となり、敷地面積は約9,080㎡になりました。銀座でこれだけ大きな区画は他に無いのではないのでしょうか。建物は地上13階、地下6階で延床面積は約148,700㎡もあります。低層階には物販店舗を中心に241テナントが出店、高層階はオフィスフロア、地下は観世能楽堂や駐車場という構成になっています。まずは様子を見てこようと思いきや足を運んだのがゴールデンウィーク後半の祝日でしたが、地下鉄の銀座駅からGINZA SIXまでの歩道が大混雑、店内も人が多すぎて偵察どころではありません。かくいう私も人のことは言えませんが、大半の人は話題の新名所ができたということで見物に来ている様子で、じっくりと建物内を見て回るには時期尚早のようです。

帰りに銀座の表通りから一本入った通りを歩いて帰りましたが、いつの間にか所々に新しい中小ビルが増えていることに気づきました。ご承知の方も多いと思いますが、銀座には独自の地区計画がありまして、この地区計画に則ると道路斜線制限の緩和を受けることができます。これによって容積率を存分に活用した高層建物を建てられるようになり、徐々に8階建てや9階建てのビルが増えているという訳です。

GINZA SIXのような大きな施設にはブランド店や有名店が出店して注目を集めますし、銀座の核となる施設となるのは間違いありませんが、多種多様な店が集まって回遊性が生まれなければ街の魅力は高まりません。大型施設の陰に隠れて話題になることは決して多くありませんが、銀座では大型施設を補完する中小の商業ビルの再開発が着々と進んでいます。このようにバランスの良い街の新陳代謝が続いている限り、銀座ブランドが衰えることはないでしょう。やはり銀座は凄い街です。

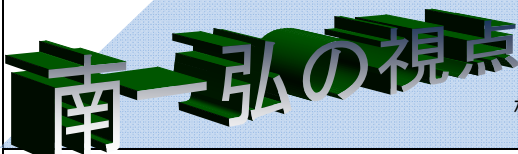


このニュースレターのバックナンバーはホームページでご覧になれます。http://www.j-a-a.com/ 禁無断転載 ©Japan Asset Advisors Co.,Ltd. All Rights Reserved. 本誌に含まれる将来の予想に関する記載内容は現時点における情報に基づき判断したものであり、今後の動向や法改正により変動することがあります。従って、数値、条件等の真実性、正確性を保証するものではありません。



6月は色とりどりの紫陽花が美しい季節です。同時に不安定な気候が続く梅雨時期でもあります。皆様ご自愛してお過ごしくださいませ。  
編集部撮影：東京都中央区にて。昨年の紫陽花。





## 賞味期限をよく考えて自分造りに励みます

株式会社ジャパン・アセット・アドバイザーズ 代表取締役 南 一弘

賞味期限と消費期限の違いを御存知ですか？冷蔵庫の奥に忘れていた佃煮を見つけて食べようとしてチェックしてみた、しかし表示されている賞味期限はとっくに切れている。まだ一カ月以内だから大丈夫だと思い食べてみたところ、あまり味も変わっていないしおかしくないので安心した。この様な経験は皆さんもおありだと思います。「賞味期限」とは「品質が変わらずにおいしく食べられる期限」の事です。賞味期限を過ぎても食べられなくなるとは限りません。食べても問題は無いですが、しかし品質は保証しませんよ、というものです。当然「賞味期限」の前に食べるのがベストですし、生産者もこの期間中に味わってもらいたいと考えています。一方で「消費期限」とは、「安全に食べるのでできる期限」、概ね5日以内に品質面で著しい低下が認められる、傷みやすい商品に表示されます（弁当、総菜、生肉など）。では、「賞味期限」の切れたものはどの様に考えれば良いでしょうか。人によればスパッと捨ててしまう人もいますが、多くの方はどうでしょうか悩みます。小生も悩んだ末に食することが多いです。一般的に許されはしますが、ナーバスになると切り捨てられるということです。まして「消費期限」切れとなりますと、躊躇なく捨てられます。

小生は何時もこれがマーケットの中での、自分自身のパロメーターなのだと思っています。どの様な事かと言いますと、自分の「賞味期限」が未だ切れていないかどうかをチェックしています。自分が人と会った時に、相手の需要に答える話が出来ているかどうか。又、自分の話に興味を持ってくれたのかどうか。チェックの仕方は色々ありますが、最後には、また会って話を聞きたいと思ってくれるかどうかです。ですから定期的なアポがとれなくなったら、それはその人にとって「賞味期限」が切れた時だと思うようにしています。幸いに未だその様な事態にはなっておりませんが、安心はしてられません。相手より「賞味期限」切れのサインが出るような事が決して無い様に、自分自身で何時も心がけています。

心がけにはいくつかのポイントがありますが、一番は「自分自身の意見をしっかり持っているかどうか」です。自分で興味を持ったり、知りたいと思う事象が発生した時は、出来るだけ多くの方の意見を聞くようにしています。そしてその意見を基に、考えを巡らせて自分の意見をまとめます。この作業には、フットワークの軽さと少々の事では妥協をしない粘りというかなりのエネルギーを必要とします。当然体調の問題も絡んで

きますので、元気でないと出来ません。ですからこのエネルギーが無くなった時は、「賞味期限」切れと言う事ですね。もう一つのポイントは「新しいものを受け入れられるか、そのキャパが自分に残っているか」です。過去のマーケットの数字や事象に捉われて新しい流れに気付けないようでは話になりません。気付いていても受け入れることが出来なく、扉を閉ざしてしまっは始まりません。過去の話だけで盛り上がる同窓会では駄目なのです。久しぶりに行くから同窓会は楽しいものなのです。頻繁に開催しても意味がありません。話を戻しますと、そのキャパはどれだけ若い人の意見が聞けるかどうかに係ってきます。経験があるだけが良いのではなく、経験が無いからこそ新しい斬新な考えも浮かぶものです。

最後のポイントは、「物事をグローバルに見ることができているかどうか」です。幸いにも海外に多くの友人がおりますので、頻繁にコミュニケーションを取るようになっています。彼等との話で最近よく出て来るのが、グローバルの中のローカル化です。何が何でもグローバルを押しつけるのではなく、それぞれのローカルに適したグローバルを造る事です。グローバルも基本形があって、その上に柔軟性を持つ時代になっています。とは言ってもそれぞれのローカルで何が起きているのか、これだけは現地を訪れてマーケットを肌で感じない事には始まりません。しかしながら長いフライトと時差を考えると少しおっくうになるのも事実です。こんな事ではいけないのですが、本当に体力勝負ですね。これらのポイントを考えながら会社経営をしています。JAAも昨年創立10周年の節目を迎えました。会社の存続から考えますと「賞味期限」は未だ大丈夫なようです。しかしこれに甘んじてはられません。新しい期限造りは、新しい自分造りでもあります。これまでの経験に新しい風を加えて、独自のマーケット観を作るのが使命だと思っています。混沌としたマーケットだからこそ、冷静かつしっかりとした物の見方が益々重要となるでしょう。この自分造りに欠かせないのがエネルギーです。エネルギーの源は、スポーツと食事と好奇心ですね。この三種の神器を一人では満たすのは難しいしまらないですから、皆様の暖かいご支援を宜しく願いいたします。次の10年に向けての「賞味期限」造りのプロジェクトはスタートしています。

## 固定資産税 新時代

— 手っ取り早いNOI増加策。ガバナンス上も必須。 —

せおん代表取締役/建物鑑定 ACS 代表取締役 越 純一郎

「株主総会の事前質問状に、固定資産税の関係が増えていますね。」と語ったのは、某大手証券の元役員の方でした。つまり、固定資産税（の適正課税確保）は「コーポレート・ガバナンス」上の新しい問題になってきているのです。固定資産税の制度は1950年から基本的には変わってないのに、急にこうなったのは固定資産税の過誤徴収が余りにも多いためです。

### ◆ 固定資産税の過誤納の還付は3年間で25万件！（総務省発表）

固定資産税の課税がデタラメなことに気づいた総務省は、2014年に初めての調査結果を公表しました。それを報じた日本経済新聞（同年9月9日）によると、「固定資産税の課税を誤って、正しい税額よりも過大な金額を徴収していた」ため、それを還付した件数が「2009年からの3年間に全国で25万件」もあったのです。すべての納税者が気づいているわけではないので、25万件でも「氷山の一角」にすぎず、本当は天文学的な件数の過誤徴収があると、専門家の方々は考えています。

### ◆ 報道例の増加と実態の暴露

その後、報道例は増えました。昨年3月29日に日本経済新聞は、「固定資産税の過誤徴収の多発はかねて指摘」され、「固定資産税に関する企業の不信感が強い」とし、固定資産税の過誤徴収を還付してもらった事例として、上場REIT15社、エーザイ、パナソニック、京阪電鉄などの例を紹介しています。（なお、固定資産税の過誤徴収の還付を受けたJREITは、実はもっと多く、それは各社の損益計算書で簡単に確認できます。）この記事は、日経自身の「税金考」という本にも転載されています。

週刊エコノミストも、固定資産税の過誤徴収問題の報道に熱心です。昨年6月7日号で「固定資産税を取り戻せ」、今年4月11日号で「固定資産税の大問題」という特集を組み、また「固定資産税を取り戻せ！」という本も出版しました。その中から、2つの事項をご紹介します。

- ① ある自治体の固定資産税担当者は、覆面座談会で「高層ビルの固定資産税額を決める際に、何回計算しても合わないのに、腰だめの数字を書いて納税させているが、納税者から文句はでていない。」と述べています。
- ② 総務省の固定資産税課長として活躍された片山善博氏（元鳥取県知事）はインタビューで驚くべき発言をしています。
  - 固定資産税の制度は、すでに限界だ。公平性も保たれていない。
  - 実態が分かると大変な騒ぎになるが、パンドラの箱を開ける覚悟が必要だ。

### ◆ 件数も莫大だが、金額も大きい → 手っ取り早いNOI増加策

固定資産税の過誤徴収を取り戻した事例では、いったい、どのくらいの金額が還付されているのでしょうか？

| 納税者     | 物件            | 還付額       |
|---------|---------------|-----------|
| 某JREIT  | 倉庫数件          | 約1億2000万円 |
| 某上場投資会社 | 北関東のホテル(120室) | 約3000万円   |
| 某機関投資家* | 都内オフィスビル      | 2億5000万円超 |
| エーザイ**  | 岡山県真庭市の倉庫     | 7000万円超   |

(\*株式会社建物鑑定資料より \*\*日経2016/3/29。他は筆者調べ。)

過大徴収があってもその差額(過誤分)は過去5年分しか還付されません。だから還付額が1億円なら、単年度分は2000万円。つまり、まず1億円が還付され、その後の毎年の税額は以前より2000万円少ない状態が続きます。つまりNOIが2000万円増えるのです！！

### ◆ 「適正課税の確保」はガバナンスの問題に → 実務上の必須事項に

このように還付額が大きいケースは多く、報道も増えてきましたので、たとえば不動産ファンドなら投資家から聞かれるわけですが、「ウチの物件にも還付のチャンスはないのですか？」と。実際に、多くのファンドでは固定資産税の過誤納還付に注力しています(特に外資系)。

同様に上場会社では「株主に対する説明責任」として、「固定資産税の過誤の有無はチェックしました。過誤はありましたが、適正化し、還付も受けました。」と説明できるようにすることが必要になってきたのです。このような事情で、「固定資産税(の課税の適正化の確保)」はコーポレート・ガバナンスの問題になったのです。最近、急に。

### ◆ 固定資産税新時代 - 重大な内容で東京都主税局が敗訴

今後、固定資産税は増々大問題になるでしょう。大半の大手不動産会社、生損保、JREIT等は、固定資産税の還付・適正化を実施済みです。しかし、固定資産税は製造業(倉庫や工場)でも医療法人(病院)でも支払っています。ところが、これらの業界では、固定資産税の還付の実務を、これまでは殆んどやっていません。まだ、知らないからです。しかし、気がつけばどンドン行うでしょうから、還付の実務例も報道例も増えるのは確実です。

数年前から大手不動産鑑定会社などには、パニック状態の自治体が「正確に固定資産税を計算できるシステムを作ってください！！」とおしかけてきています。三菱地所の固定資産税の裁判で、三菱地所側の意見書を中里実東大教授(政府税制調査会の会長)が提出したのは、時代の変化を象徴する出来事でした。昨年は、別の固定資産税の裁判で東京都が敗訴するという重大な判決が確定しました。

固定資産税の「闘」には、「租税法定主義に違背する重大問題」という面があり、憲法違反だとの意見もあります。いよいよ「固定資産税新時代」の到来です。 **【上記の日経の2つの記事をご希望の方は、ジャパン・アセット・アドバイザーズ、または koshi@seon-inc.com に御連絡ください】**