

新マーケットからのメッセージ

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

新興国債券償還ラッシュ

いつかは表面化するだろうと国際金融関係者なら誰もが頭の片隅に置いていた新興国債券の償還問題を、新聞などのマスコミが取り上げ始めた。2008年のリーマンショック以降、世界の中央銀行は空前の金融緩和政策を取り続け、その影響で世界中に低金利が定着し、結果として債券バブル現象を誘発した。運用難に陥った余剰マネーは収益を求め、リスクオンの流れが加速し、高いリスクを取っても高金利で運用できる新興国債券投資に向かった。そのマネーの流れは新興国の政府や企業の低金利での資金調達を債券の発行により可能とし、経済復調に貢献したことは間違いない。

しかし、その時に発行した債券の償還が今年から大量に始まることになる。調査会社ディールロジックによると今後3年で償還を迎える債券は3兆2,297億ドル(約360兆円)にのぼり、その内訳は国債が1割、社債が9割である。償還額ランキングの1位は中国で、リーマンショックの影響を食い止めるために財政出動を大規模かつ継続的にやり、その時期に発行した債券の今後3年間の償還額は195兆円にのぼり新興国全体の54%にも達する。そして、更にブラジル(1360億ドル)、ロシア(1330億ドル)メキシコ(881億ドル)と続いていく。

この大量の債券償還も金融緩和が継続されていれば大した懸念材料にはならなかっただろう。しかし、米国はQE政策(量的緩和政策)を既に終え、現在は利上げ局面に入っている。欧州中央銀行(ECB)も金融緩和から利上げに向けて舵を切る方針が表明されている。このような金融政策の転換が起きると、低金利で発行された債券償還の借り換えが以前のような低金利では発行できなくなる。そのような事態に至ると、金利負担が急増し債務に耐えられなくなる可能性があり、新興国のデフォルトリスクがにわかに注目され、新興国に対する資金供給の風がアゲインストに変わる可能性がある。

リーマンショック以降の金融緩和政策は長期に及び、特に日本人は本当に長い期間の低金利状態に馴れてしまっておりリスク感覚がマヒしている。日本人投資家は感覚がマヒしたままだといずれ取り返しがつかないことが起きることは遙か遠い記憶で誰しも理解しているため、金融市場は日銀量的緩和政策を維持している間にも金利正常化を見越して動き始めている。

今年後半の株式投資において一番重要なポイントは、長い間の低金利政策によってマヒしていた投資家は、金利上昇局面においてどのような動きになるかの想像力が問われることになる。

継続家賃

株式会社秋葉原不動産研究所
代表取締役・不動産鑑定士 千葉 健一

最近、家賃に関する相談や依頼を受ける頻度が増えました。もう何年も不動産価格の上昇が続いていますが、特に今年は固定資産税の評価替えの年なので高くなった税金を見てそれを実感される方も多いと思います。そうなるとオーナーが家賃の値上げを考え始めるのも自然な成り行きで、不動産ファンドが保有している物件では、積極的な賃料増額交渉が行われているケースもあります。

家賃には新規家賃と継続家賃の2種類がありますが、不動産鑑定業をやっている相談や依頼が多いのは継続家賃です。入居の際には貸主借主が条件に同意して契約が成立しますが、その後市況が変化の中で、当事者のどちらかが「今となっては家賃が不相応だ」と感じれば問題が顕在化します。当事者同士で話がまとまれば良いですが、話がまとまらない場合には調停や裁判になるケースもあり、このプロセスの前後で適正な継続家賃を評価して欲しいとか、相手方がこんな評価書を出してきたけど内容を見て欲しいといった話が舞い込んできます。

近年の最高裁の判例では「直近で合意された条件を尊重し、その後のどのような状況の変化があったか」という視点が重視されているようです。例えば、坪2万円が相場のビルに坪1万円で入居している借主がいたとします。この場合、坪1万円で合意したのが1年前なのか、10年前なのかで(経済情勢も含めた)状況変化の程度も違ってきますから、当然妥当とされる改定賃料も違ってきます。単純に真ん中の坪1万5千円、という話にはならないでしょう。最高裁判例に合わせる形で、数年前には不動産鑑定評価基準が改訂されました。不動産鑑定評価基準では、継続家賃を求めるための評価手法として差額配分法、利回り法、スライド法、賃貸事例比較法の4手法が列挙されていますが、賃貸借契約の背景や経緯は個々の契約ごとに違いますから、案件ごとにどの手法を重視すべきかという判断も異なります。

利回り低下が主導する不動産価格の上昇局面において、賃料の底上げは不動産運用担当者に課せられた重要なテーマですが、このような背景を知らずに強気なシナリオを作ってしまうと絵に描いた餅になってしまう可能性もあります。逆に、借主はこのあたりの事情を知っていれば、経験豊富な貸主に対して有利に交渉を進めることも可能ですから、賃料交渉の仕事に携わる可能性がある方には、一度リサーチしてみることをお勧めします。ざっと転ばぬ先の杖になるはずです。



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/>

©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。

禁無断転載

JAA通信

No.34 Sep.2018

江戸時代から続く東京・日本橋の秋祭り「日本橋べったら節」。小伝馬町駅近くの宝田恵比寿神社の周囲に500近くの露店が並びお神輿や盆踊りなども行われる、大変にぎやかな市です。毎年10月19日・20日に行われますが、今年は19日(金)20日(土)と曜日に恵まれており、例年以上の賑わいが予想されます。東京都中央区日本橋本町、宝田恵比寿神社前に掲げられた昨年の大提灯 2017年10月 編集部撮影



株式会社ジャパン・アセット・アドバイザーズ

〒101-0045 東京都千代田区神田鍛冶町三丁目3番地4 サンクス神田駅前ビル2階
TEL. 03-5207-9231 FAX. 03-5207-9232 <http://www.j-a-a.com>

南一弘の視点

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

これからはテクノロジーを踏まえたアナログがプロの条件です

テクノロジー、テクノロジー、テクノロジーそしてAI。アナログ代表選手の小生には頭の痛い全く縁のない話でした。度々米国出張しますが、そのたびに経済を引っ張っているのは金融やメーカーではなくITだと感じてはいました。しかしこんなに早くそれが現実のものとなり、かつ疑う余地さえないものになるとは思っていませんでした。ニューヨークにおいてはロックフェラーセンターやウォールストリートを中心とした金融街がビジネスの中心であり、そこに働く者こそが「ヤッピー」でした。ピシッとした仕立ての良いスーツにダブルカフスのワイシャツ、派手なネクタイ。あまり例としては出たくないのですが、ファッションはドナルド・トランプそのものです。それが今、マンハッタンで手を振って歩いているのはデニムにTシャツといったカジュアルそのもの、休日に公園で多く見かけるファッションをした連中です。彼らこそIT族なのです。背広族(我々が思うにはビジネスの王道)を嫌う彼らはこれまでのビジネス街に一線を引き、過去に倉庫や工場が並んでいたチェルシー(ミッドタウンと呼ばれるこれまでのビジネス街より南西の方角)という地域に事務所を構えています。倉庫や工場は低層ですがフロアの床面積は馬鹿でかいので、同じフロアで色々な部署の人間が働けます。これまでの型にはめられた様な職場では自由な発想など出ないで、遊んでいるのか働いているのか分からないような自由奔放な職場です。当然机に向かって黙々と働いているわけではないで、PCを抱えてはオフィスの周りをウロウロしています。その証拠に彼らのオフィス周辺にはお洒落なカフェが立ち並び、昼夜を問わずお茶をしながらパチパチとキーボードを叩いています。

驚くことにこの波が我が業界にも浸食してきました。流れは当然なのですが、テクノロジーに最も縁のなかった不動産業界だけに大激震です。勤と経験に頼ってきた業界ですからアナログそのものです。不良債権問題の処理で米系ファンドが黒船のようにやって来ましたが、それはグローバルスタンダードにおける金融システムを使っただけです。実際に処理をしたのは、アナログの個人技でした。金融商品として扱われることで不動産も俄かデジタルのように思われたのですが、それは商品を作るうえでのシステムの問題であり、商品化するまでは物の選定も含めて旧来の手法がまかり通っていました。しかしマーケットにおいて商品を購入する投資家の若年化が進むと共に、広く一般に分かるような手法でなければ理解されないようになってきた事も事実です。ですから物件の購入から売却まで、誰でも分かるシステムの導入へと変貌しかけているのです。そこには顧客ファーストの概念があるのかもしれませんが、まさしく、売ってあげる・買わせてあげる、のではなく売る方も買う方もそれをお世話するプロフェッショナルも皆がフラットな状態なのです。主役はプロフェッショナルではなくあくまでも顧客なので、常に顧客のペースで進んで行く事が当たり前なのかもしれません。言い換えれば、気軽に訪れることのできるマーケットが必要になってきています。場所も時間も顧客が決めることができ、気軽に検索できる不動産なのです。しかし検索だけならばかなり古くからネットのサイトにありましたが、多くのサイトで見られたのは検索した後はやはりアナログな工程が待っていたのです。このアナログな工程も近い将来にはテクノロジーの進化でデジタルになって行くのでしょうか。我々がこれまで進化したと思っていたのは「ウェブサイト」上のマッチングの世界であって、適正な売買を推進する「テクノロジー」ではありませんでした。しかしこの世界も只のマッチングゲームから本格的な資産の活用に進んできたのです。今までタブーとされてきた分野での革新が進んできていますので、そこには意識改革も必要となります。

最近世間を騒がせているスポーツの世界においても、問題となっている根底にあるのは旧来のアナログでの公正さの立証です。求められているのはアナログな判定ではなくデジタルで誰もが納得の行く判定です。それには普通のマネジメントからして誰にでも理解されるシステムが必要となってきます。すべてがデジタルに頼ったテクノロジーを使っただけで解決されるとは思いません。最後の最後はアナログなフェイスとフェイスの交わりですが、そこに至るまでの工程はほとんどテクノロジー化されて行くのです。ですから、それに携わるプロフェッショナルも独自性と高いスキルを持ち合わせなければ、存在の意味がなくなってしまいます。最後の最後の仕上げは経験と勘かもしれませんが、それを引き立たせるテクノロジーの開発が出来れば「鬼に金棒」ですね。この諺をつかうこと自体がアナログでした。

小生はアナログを持ちながら出来るだけテクノロジーの世界を見てやろうと思っています。これから米国出張が増えそうです。フライト時間や時差を考えるとときついのですが、弱音は吐いてはられません。次の目標は不動産テックの申し子です。頑張りますよ！



GUEST COLUMN

外資系法人の不動産取得が活発化する一方で、外資系企業の日本離れが意味するもの

株式会社都市未来総合研究所 常務執行役員 平山 重雄

1 日本の不動産投資市場では外資系法人の存在感が拡大

日本の不動産投資市場で、外資系法人による物件取得額が過去最高水準となり、活況が続いています。今年7月19日、日本経済新聞は不動産投資市場で外資の存在感が高まっていると報じました。筆者らへの取材で構成した記事で、海外の政府系ファンド(SWF)や不動産投資ファンドなど、比較的長期(コア系)の投資方針を持つ大規模海外資本による不動産取得が活発で、外資系法人による日本の不動産取得額(2017年度)は、都市未来総研が調査を始めた1997年度以降で最高の約1兆3千億円となったことなどが報じられました。

背景は、日本での不動産投資におけるイールド・スプレッドの大きさや資金調達容易性、政治・経済情勢の安定、市場規模の大きさ、国際分散投資のニーズ、オポ系ファンドの利益確定売り等(による物件の市場供給)などとみられます。他の投資対象や他国の不動産市場と比較した上での優位性から、日本で不動産投資を始める好機と判断したものと考えられます。

2 日本市場から撤退する外資系企業の割合が増加

不動産投資の活況が報じられた1週間前の7月12日、米ウォルマートが西友を売却する方針を決めたこと、日本経済新聞電子版などが報じました。日本ではウォルマート系列の実店舗は西友だけですが、事実であれば、地域子会社の売却にとどまらず事実上の日本撤退です。撤退の理由について、人口減少や少子高齢化など将来の日本の消費構造に係るマイナスの要因と、業態間競争の激化、デフレ環境の中でのEvery Day Low Price(毎日廉価)戦略の有効性の低下、西友店舗の老朽化などが推測されています。日本市場の環境変化に対応し、利益を創出していく見通しが得られなかったことが背景と概括できそうです。

6月末に経済産業省が発表した第52回外資系企業動向調査(2016年度実績)とその既存調査結果を使って外資系企業の日本への参入・撤退状況を企業数ベースで集計すると、2014年度から2016年度にかけて新規参入率¹⁾が低下し、撤退率²⁾は上昇しています。2016年度は新規参入率が0.8%、撤退率が4.6%で、差し引き後の純減率³⁾は3.8%となり、判明する2010年度以降続いてきた撤退超過が拡大しました。小売業や金融・保険業、運輸業など非製造業に限らず、石油や木材・紙パルプ、汎用機械など、特に製造業で撤退超過の割合が高い傾向があります。また、2016年度に撤退した企業のうち2006年度より前に参入した企業が64.1%⁴⁾を占め、撤退した企業の過半数は10年以上の事業展開の未、撤退を決めています。日本市場は、高い所得水準と顧客ボリュームの大きさ、インフラの充実などが魅力とされつつ、人件費や税などのビジネスコストの高さと人材確保、市場の閉鎖性や特殊性などが阻害要因に挙げられています。

3 外資の撤退超過は日本市場の先行指標か、そのとき不動産市場は

日本の不動産投資市場に対する大規模海外資本の参入活況という事実と、外資系企業の新規参入が僅かです。外資系企業の日本撤退は不動産市場からみればテナントの減少であり、不動産市場にとってマイナス要因です。日本市場の魅力とされる高所得水準と顧客ボリュームは人口減少等で縮小が見込まれ、インフラの老朽化が社会問題となっています。日本市場の将来性や成長性の低さが撤退の原因ならば、日本における企業活動の先行指標となっており、今後日本企業でも同様の動きが生じる可能性は否定できません。現在の金融・経済環境は投資参入に好適で10年程度の投資期間中は堅調な環境が見込めるとしても、その先テナント需要が減少すれば賃貸収益が減少し不動産価格にも影響が生じるでしょう。

4 企業成長のための変化に本腰を入れる好機

日本撤退の報道があったウォルマートは、アメリカでも、新規店舗投資は2015年比で1/3程度に抑え、改装投資と電子商取引関連の技術投資などに資本を振り向け始めています⁵⁾。事業そのものを、従来の店舗を中心にした業態からドラッグストアに変えるのが目的です。日本でも、金利上昇の兆しとともに、デフレが収束に近づくという観測が強まっています。人口減少や消費構造の変化が顕在化する一方、特定の都市や属性に価値や成長力の集中が進む中で、デフレ時代のようなコストカット偏重や防御中心の連続的経営で市場の評価を得ることは難しくなります。外資系企業の日本撤退の動きを「日本における企業活動の先行指標」としなため、事業環境対応と成長のための変化を日本企業も本腰を入れて取り入れるべき好機だと考えます。成長志向の下で、一部の企業では創造性や自由なオフィス環境や自由度の高い雇用制度などの試みが始まっています。不動産市場の側でも、これらのニーズに適応した物件や空間、環境の開発が今後さらに求められていくことでしょう。

外資系企業の新規参入率(企業数ベース)



外資系企業の撤退率(企業数ベース)



出所: 経済産業省「外資系企業動向調査」から都市未来総合研究所が作成

¹⁾ 当年度的新規参入企業数÷(当年度的操業中企業数+当年度的設立後初決算前企業数)として算出した。新規参入企業とは、「設立又は外資参入の時期」が当年度中のもの(設立後初決算前を含む)を集計したものである。
²⁾ 当年度的撤退企業数÷(当年度的操業中企業数+当年度的設立後初決算前企業数)として算出した。分母は前年度の企業数とするほうが適切だが、毎年の回答企業数が異なるため、当年度ベースに時点を揃えた。
³⁾ 諸外国でのデータは見当たらないが、開業率率の国際比較(中小企業庁編「2018年版中小企業白書」)によると、日本(2016年度)での開業率は5.6%で廃業率3.5%、純増率は2.1%。同じくアメリカ(2011年度)は開業率9.3%で廃業率10.0%、純減率0.7%で、日本市場での撤退超過ほど大幅な縮小傾向はみられない。
⁴⁾ 参入時期が不明の企業を除く割合 ⁵⁾ Walmart「2017 Investment Community Meeting」