



## 政策に翻弄される株式市場

資本主義経済の米国や日本だけでなく、社会主義国も東西冷戦の終結以降、市場経済を上手く取り入れて成長してきた。経済活動の自由こそが世界経済の基本であり、成長の原動力であることに疑いはないだろう。しかしリーマンショック以降、米FRBやECB（欧州中央銀行）、日銀など中央銀行の金融政策が株式市場に大きな影響を与えるようになった。特に日銀はETFの購入により株式市場に対して直接の介入を行ってきた。この中央銀行による非伝統的金融政策と言われる株式市場直接介入も、償還が無くいつかは売却の判断をしないとイケないという弊害はあるのだが、株価の上昇に関しては市場関係者との対立は無く利益を共有する関係であった。結果として世界の株式市場は高値圏で推移したのだが、ここきて中央銀行による金融政

策ではない政治的な動きが株式市場に与える影響が懸念され始めた。

そもそも政治は株式市場に大きな影響を与えてきたが、それは肯定的なものが多かった。現在日本の輸出産業を牽引する自動車は、軍需産業として政府主導で自動車製造事業法（1936施行）により保護育成された。その時最初に許可された会社が日産自動車と豊田自動織機（現在のトヨタ）だ。戦後、フォードなど米国車が世界を席巻していた状況から、通産省（現在の経済産業省）が「国民車育成要項（案）」をまとめいわゆる「国民車構想」となり、外為法改正に伴い現在の日本の自動車産業の土台を築いた。又、日本は新車の承認に膨大な時間のかかる国であったが、安倍政権になり新車の承認が世界トップクラスに早くなった。これにより日本の新車開発は世界から資金を集めることが可能になった。私はこのことがアベノミクス最大の功績だと考える。

このように政策が新たな経済成長を呼ぶのが望ましいが、最近では逆の政策が巻き起こっている。代表的な例として、米国が名指して非難し世界に同調を求めているファーウェイ排除の動きであろう。日本ではドコモ、au、ソフトバンクの大手3社が5月に発売予定であったファーウェイのスマホ機種について取り扱いを停止するなど、影響は米中貿易に留まらない。ファーウェイの業績が悪化すれば日本の得意分野である半導体製造装置にも影響が出そうである。そしてトランプ政権による対イラン経済制裁も、日本とイランの長年の友好関係から鑑みてもビジネスチャンスを逸することになる。カスピ海を鉄んでロシアと対峙してきたイランにとっては日露戦争でロシアに勝利した日本をリスペクトしている。私は第二次世界大戦の導火線となった、1930年代のブロック経済にだけにはならないでほしいと願っている。



## 平成31年地価公示

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

今年も3月後半に国土交通省から地価公示が発表されました。地価公示は今年で50回目という節目の年で、私も今回から評価員として参画しましたが、作業や検討に相当の時間を要する大変な仕事でした。50年に及ぶ諸先輩の努力に敬意を払わずにはられませんし、このようにして出来たデータが有効利用されることを期待してやみません。

前置きはこれくらいにして内容を確認しましょう。まず住宅地ですが、都市圏で地価が上昇した結果、全国平均で2年連続の上昇となりました。ただし、地価が上昇したのは18都道府県（前回は+4）のみで、横ばいが1県、残りの28県では下落が続いています。商業地も都市圏で力強く地価が上昇した結果、全国平均で4年連続の上昇となりましたが、こちらも22都道府県（前回は+1）で地価が上昇、1県で横ばい、24県では下落が続いているという状況です。住宅地も商業地も地域によって地価の方向性が異なっており、「何年連続で地価が上昇」という見出しに納得感がない人も少なくないでしょう。住んでいる地域によって肌感覚にだいぶ差がありそうです。

地価上昇率が高い標準地のベスト10も確認してみます。住宅地の1位は北海道のニセコに近い倶知安の標準地で、上昇率は50%です。公示価格は㎡75,000円で絶対的な水準が高いわけではありませんが、逆に言えばまだ上昇余地があるので、今後もランキングの上位に顔を出してきそうです。その他にも複数の倶知安の標準地がランクインしたほか、沖縄県那覇市や名古屋市の複数の標準地も上位に入りました。昨年は名古屋がベスト10入りしていませんでしたが、マンション需要の高まりが地価上昇を後押ししており、住宅地でも利便性が重視される傾向が年々強まっています。商業地の1位も北海道倶知安の標準地で上昇率は58.8%、公示価格は㎡63,500円です。2位以下は大阪市、京都市、那覇市の標準地が続いていますが、関西圏の都市が多くランクインしており、インバウンドの恩恵を受けている地域が好調です。

平成最後となった今回の地価公示、キーワードは「利便性」と「インバウンド」でした。ライフスタイルや産業構造が変わる中で、高い利便性を提供できる街や地域の魅力をうまく発信できる街が、今回の地価公示でも上位にランクインしてくるはずですよ。

### 変動率上位順位表

住宅地			
順位	所在地	H31年公示価格 円/㎡	変動率 %
1	北海道虻田郡倶知安町字山田	75,000	50.0
2	北海道虻田郡倶知安町北7条西4丁目	22,500	32.4
3	沖縄県那覇市おもろまち3丁目	315,000	30.0
4	北海道虻田郡倶知安町南3条東1丁目	36,000	28.6
5	愛知県名古屋市中区栄5丁目	720,000	26.1

商業地			
順位	所在地	H31年公示価格 円/㎡	変動率 %
1	北海道虻田郡倶知安町南1条西1丁目	63,500	58.8
2	大阪府大阪市中央区日本橋1丁目	1,200,000	44.4
3	大阪府大阪市北区茶屋町	5,810,000	44.2
4	京都府京都市東山区祇園町	2,800,000	43.6
5	大阪府大阪市北区芝田1丁目	4,500,000	42.9

出典：国土交通省開示資料に基づき作成

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いただけます。 <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。

## 鑑定コラム

禁無断転載



東京・上野恩賜公園内に位置する不忍池（しのばずのいけ）。毎年夏が近づくと、池の表面をうっそうと覆う蓮の葉の間から花が開き始め、7月中旬になると満開に咲き誇ります。蓮の花は早朝に花を咲かせて昼には花びらを閉じてしまいますので、早い時間帯の鑑賞がおすすめです。

東京都台東区にて

2018年7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

## 恐れを楽しみに換えるのが挑戦の醍醐味ではないでしょうか

最近、新聞記事にもなっていますが、日本の若者の海外志向が下がっている様子です。実際のところ世界的に見てもかなり低い順位まで落ちています。これは何を示しているのでしょうか？

世界を見てやろうという冒険心が無くなっているのか。それとも現状で満足しているのか。新しい発見を恐れているのかもしれませんが。冒険心の前には必ず恐れが立ちだかりますし、それが当たり前のことです。小生も新しい事へ挑戦する時には、実際には何事にも怖がりビビリながら進んでいます。五里霧中を手探りで進み、一つ一つ解決して自分自身で納得して、また前に進みます。逆に自信を持って進んで行った事の方が、大きな障害にぶつかることが多いのです。ですから、怖がりビビる事の重要性を感じています。怖がる事もビビる事も、とても疲れるしエネルギーを使います。でも、それだからこそ色々なことを考えさせてくれるのです。時には頭の中が真っ白になるまで考えると、すべてが想定内の事となり、怖がることもビビる事も無く前を向くことができるようになります。この一連の流れへと向かわせてくれるものは、勇気かもしれません。ですから、冒険心が無いのは勇気が無いとも言えます。現状を受け入れて常に楽な方を選ぶという事は、次のステップを捨てにかかっている事になります。当然そこからは何も生まれてきません。正に今の日本が直面している問題です。グローバルスタンダードに逆行したジャパニーズスタンダードです。

しかし以前のジャパニーズスタンダードは、グローバルスタンダードに逆行してはいませんでした。むしろそれを追いかけて必死に食らいつこうとしていたのです。ですから若者も常に前を向き外の世界に飛び出して行きました。何故この様になってしまったのか。何が変えてしまったのか。当たり障りのないことを支持する世論も問題ではありませんか？何か不祥事が起きるとその根本的な解決を考えるのではなく、それが起こらなかつたかのようにするための火消しに躍起です。早く葬り去らなさいといけな、そのような風潮です。ごく最近、一人の政治家が「北方領土問題」で過激な発言をしました。当然社会的な常識を逸脱した発言ですから、容認することは出来ません。しかし世論はこの政治家の辞任要求ばかりです。注目すべきことは、この政治家に最も欠けている、外の世界を知らない「井の中の蛙」現象なのです。グローバルスタンダードで考えていけば、この様な発言をすることが如何にずれているかは明白です。この様な国際感覚は絶滅品種ですよ。

日本が世界のマーケットに頼らなければ生きていけないことは、誰もも感じていることです。しかし、具体的にどのようにすればマーケットが拡がるかなどはあまり考えられてはいません。ハードの世界においては、真面目な物づくりをして高度な技術を持っている我が国は世界一ではないでしょうか。一方で、そのハードに対しての付加価値に当たるソフトの部分ではかなり遅れています。色々な素晴らしいソフトがあることは事実ですし、開発も行われてはいます。しかしそれは単体の開発であり、それを応用して何かのプラットフォームを作ることへの興味は薄いようです。まるで、そこには興味が無いかの様にも映ります。

個々の能力は凄いのですが、それをコラボするネットワークの構築がかなり遅れているのです。それは「井の中の蛙」現象ですから、自己満足なのかもしれません。ここにきてネットワークづくりの重要性を日々感じさせられています。そのネットワークも、如何に海外との間で作るかが大きな課題です。この夏には小生も50日間ほど米国に滞在します。目的はそのネットワークづくりであり、ニューヨークを起点としてテクノロジーを持って起業しようとしている全米の若者に会う事です。既に仕掛けている案件も数あり、子供と同世代の若者から

は疲れるまでのエネルギーと夢が発せられてきます。その大胆不敵にも感じられる構想は驚きの連続ですし、テクノロジーの進化は信じがたい様なものばかり。小生が簡単に理解できるようなテクノロジーでは既に時代遅れでしょうから、解らないことに嘆かず挑戦し続けるしかありません。時には疲れ果ててもう付いていけないと弱音を吐きますが、その時には若者達に逆に励まされます。何と遅いのでしょうか。この遅さと情熱を分けてもらいに行くようなものです。還暦を過ぎたおじさんが頑張っているのですから、小生から見た若者(おじさんも含め)はもっと外に目を向けて頑張ってください。それは日本の為なんて大きなことではなく、これから生き抜いていくために必要な事です。情熱の発散をハロウィンやカウントダウンの集まりに向けるのではなく、世界に飛び出すように向けてほしいと思います。残念ながらそのような支援体制に国があまり興味を示さないのですから、我々おじさんが作っていかなければなりません。未だ未だ遅くはありません。日本だってソフト王国になれるはず。そのためには先ず先端技術を知り尽くしましょう。「諦めません、勝つまでは」

今年は米国からの暑中見舞いとなります。益々猛暑になるでしょうが、お互い身体には気を付けて乗り切りましょう。帰国後、皆さんと土産話をしながら一杯やるのが今からの楽しみです。



GUEST COLUMN

## 現物不動産市場と不動産株

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社  
シニアアナリスト

姉川 俊幸

### 現物不動産市場とは対照的に不動産株は低迷

現物の不動産市場は、都心オフィスやホテルを中心に、数年来、活況が続いていて、Capレートの低下余地は限定的になったなどと言われつつも、毎年5-10bpsじりじりと低下する状況が続いている。

さぞかし株式市場では不動産株が人気化していると思われるかもしれないが、実際には、J-REITを除く不動産株指数(TOPIX不動産)は、2012-13年に市場平均(TOPIX)をアウトパフォームしたものの、2014-17年と4年連続でアンダーパフォームした。P/NAV倍率で3-4割のディスカウントが常态化するなど、株価バリュエーションがリーマンショック後のボトム付近に低下し割安感が増したため、2018年以降、不動産株は漸くアウトパフォームに転じてきているが、現物不動産と不動産株では、このように価格の動きに大きな差がある。

本稿では、証券アナリストの視点から、現物不動産とは異なる不動産株の特性、株価形成の最近の変化、金融緩和長期化を踏まえた今後の見通し等について論じる。

### 不動産株は、大きな局面転換の初期にアウトパフォーム

まず、不動産株の株価特性については、①現物不動産はもちろん、他の株式セクターと比べても先行性が高い、②上昇局面が短命で、投資機会の見極めが難しい、③リスクオン(投資家がリスクを取って、リターンを追及する相場局面)局面で強い、④株価ボラティリティ、すなわちβ(個別証券のリターン÷市場全体のリターン)が高い、などを指摘できる。

最近の例では、安倍政権が誕生する前の2012年初のかなり早いタイミングで、不動産株は反発に転じ、1年を通じて上昇した後、黒田日銀総裁の金融緩和発表後の2013年5月にピークを付けている。安倍政権誕生後、或いは金融緩和発表後に不動産株を買ったのでは、ほとんどリターンが取れない。



### 不動産株の最近の株価形成の変化

このような不動産株の株価特性は長期的には不変と考えるものの、2019年1-3月に米中貿易戦争やBrexit等の悲観的な報道が増える中、市場のリスクテイク力が低下する局面で不動産株がアウトパフォームし、4月にデリスク圧力が一旦緩和する中で不動産株がアンダーパフォームするなど、最近では株価形成が真逆へと変化している。

また、最近では不動産株のβが1倍未満に低下するなど、従来はβが1倍以上で推移していた不動産株の株価ボラティリティが低下してきているのだ。これは、不動産の代替投資先としてJ-REITのプレゼンス拡大、成長性の高い他のセクターの人気の陰で、不動産株をアクティブに保有する投資家が減少したことが一因と思われる。

他方、金融緩和により堅調な不動産ファンダメンタルズを長期化し、これにより不動産会社の業績や資産価値の安定性が飛躍的に増しているため、ディフェンシブとして評価できるようになってきた、との前向きな説明もできそうだ。

### 金融緩和は長期化し、不動産の売り時市況が続く

今後の不動産市況について概観する。

リーマンショック級の世界経済危機のシナリオ、或いは消費税増税を延期し、財政出動を増やすことによる景気再浮上のシナリオもあるが、金融緩和が長期化し、現物不動産価格はコア型を中心に高止まりし、物件売却益は出し易いが物件取得は難しい"不動産の売り時市況"が続く、というのが現時点の私のメインシナリオである。

売り時市況が長期化する場合、2003年或いは2012年の買い時市況の初期局面のような不動産株の大相場は期待薄である。これは、既に土地が値上がりしている状況では、不動産会社本来のデベロップメントによる価値創造が一層難しくなるため、との説明ができる。

相対での土地取得では収益の高い開発が見込めないため、容積率アップを伴う旧ビルの再開発か、或いは地道な地上げを行う能力等が鍵を握る。

### 売り時市況で問われる不動産会社の真価

魅力的な投資先がない場合、自社株を取得するのは合理的な経営判断だが、売り時市況時に増幅する市場からの自社株買い要求に押されて、不動産会社がそれだけに終始してしまえば継続企業体としての存在意義を問われる。

買い時市況が中々訪れないことを前提に、人のモビリティの将来変化を見据えて、街づくりをする、その土台となる土地を作る、異業種と大胆に連携するなど、次のフェーズでの成長の種まき、売り時市況では一層求められると考える。