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

# 新型コロナウイルスと投資戦略

## ブラック・スワンの出現

昨年、新型コロナウイルスが日本にここまで深刻な影響を与えると誰が想像しただろう。認識論学者のナシーム・ニコラス・タレブは、従来全ての白鳥が白色と信じられていたがオーストラリアで黒い白鳥が発見されたことで、それまでの常識が大きく崩れ社会に非常に強い衝撃と影響を与えることを「ブラック・スワン」と呼んだ。今回の新型コロナウイルスが世界に与えた影響は、2008年リーマンショック以来のブラック・スワンが舞い降りたと言って過言ではない。

## 不安に包まれる社会

マスクの品不足が社会問題化して政府はマスクの高額転売を禁止したが、欲しいモノが手に入らない恐怖はあっという間に社会を包み込み、除菌スプレーからトイレットペーパーへと広がりを見せた。私はトイレットペーパーが店頭から消えた1973年のオイルショックを思い出したが、半世紀近く経っても同じような社会現象が起きたことは、私の投資哲学の一つ「同じことは起きないが、同じようなことは起きる」の好例であり、投資戦略を立てる上で参考になる。不安心理に包まれたマーケットのアノマリー（習性）はいつもリスクオフ（リスク回避行動）である。

## 不安心理の構造

不安心理を掘り下げてみよう。不安心理とは安らぎが得られない心理状態のことである。ではどうなると安らぎ（安心）が得られるのだろう。それは、人間は日常あらゆることを自動的に「予測」していて、予測の範囲内では安心していられ、予測の範疇を超えた時に不安になる。更に不安心理には「期待」の要素があり、期待どおりに物事が進んでいる時に不安感はない。つまり、不安心理は期待が裏切られる恐怖心の状態である。株式投資に置き換えれば、保有株が期待どおり又は想定範囲内の値下がり程度であれば不安は支配しない。しかし、期待とは裏腹に想定を超える値下りが起きると、恐怖に変わり耐え切れなくなる。そして恐怖に負けて売ると株価が上がるのである。株価は不安や恐怖も価格に織り込んでいるのである。私が不安と恐怖を使い分けたのは、漫然としている状態が不安であり、対象が明確になると恐怖になるのである。

## 株式投資戦略

新型コロナウイルスによる感染拡大が伝えられてから、世界経済への影響懸念と金融緩和期待とでNY市場は史上最高値を更新したかと思えば、下げ幅過去最大を記録するなど乱高下している。新型コロナウイルスの世界経済に与える影響が計り知れないが、それに対して金融緩和も進んでいくので相場感の対立は避けられないが、相場感の対立こそ投資チャンスなのである。

鑑定コラム

# 継続賃料の求め方②

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

前回のコラムでは、継続賃料を求める4手法のうち差額配分法と利回り法の概要についてお話ししました。このうち利回り法は不動産価格の変動率を物差しにして賃料を求める手法でしたが、これに対してマクロ経済の指標や新規賃料等の変動率を物差しにして賃料を求める手法が3番目のスライド法です。

スライド法においてどのような指標を採用するかは不動産鑑定士の裁量に委ねられていますが、一般的には景気動向指数、物価指数等のマクロ指標、土地価格、新規賃料等の不動産に関連する指標が採用されます。これらの指標を比較検討してスライド法で採用する変動率を求め、この変動率を基にスライド法の賃料を試算します。

変動率の査定に際しては、不動産価格よりも変動が緩やかな物価指数等の指標も考慮されるため、スライド法賃料は（相対的にボラティリティの高い不動産価格の変動に左右される）利回り法賃料よりも低位に求められる傾向があります。

4番目の賃貸事例比較法は、賃料改定の事例を基に妥当な改定賃料を求める手法です。例えば同じビルに入居している他のテナントの賃貸借契約の更新に際し、賃料が坪1000円増額された事例があれば、この増額幅（あるいは増額率）を目安に賃貸事例比較法の賃料を求めます。この手法をうまく適用すれば説得力のある賃料を出すことができるのですが、実際に鑑定評価を行う場合には手法の適用自体が断念されることも少なくありません。

その理由は、比較対象として適切な賃貸事例を収集することが必ずしも容易ではないからです。比較対象とする事例は、賃貸借契約締結の時期や契約期間、元来の賃料の水準、賃貸借契約の背景等が似通ったものを選ぶ必要がありますが、個々の賃貸借契約は個別性が強いため、評価対象物件と同じ土俵に乗せられる事例は意外と少ないのです。特に鑑定評価の依頼者が賃借人である場合、建物全体のレントロール等の情報入手が困難でこの傾向が顕著です。

これらの評価手法を適用した結果、4つ（賃貸事例比較法の適用を断念した場合は3つ）の試算賃料が求められます。しかし、往々にして各試算賃料は同水準に収束してくれません。個々の手法において適切なプロセスで賃料を求めたとしても、求められた複数の試算賃料の間で乖離が生じるケースの方が圧倒的に多いのです。

次回のコラムでは、各試算賃料の乖離をどう解釈して鑑定評価額を決定していくのかをお話しします。

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得ます。
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。

# JAA通信

No.40　Mar.2020

突如として発生した新型コロナウイルスにより、
私たちの日常生活、経済活動、国際関係に至るまで
大きな混乱に巻き込まれた2020年の早春でした。
一日も早く終息することを願ってやみません。

菜の花ロード（秋田県大潟村）　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

## 日本の垣根を超えたワンチームで国難を乗り切りましょう

ワンチーム　―　良い言葉です。響きとしては、団結力が有り考えが統一され、目標に向かって皆で同じ方向にわき目も振らずに進んで行く。美しい日本と美しい日本人を想像させます。以前からある言葉なのに、なぜ最近になって良く使われるのでしょうか。しかしこの言葉を聞くたびに、何故かわざとらしさを感じてしまうのは小生だけでしょうか。それはその中に潜む偽善を想像してしまうからです。これを使う全てがそうだと言うのではありません。ワールドカップで大活躍を見せたラガーマン達はまさしくワンチームで戦っていましたし、それ以外でもワンチームで困難に立ち向かっている方々は沢山いらっしゃいます。穿った見方をすれば、団結力がない者ほどそれを求めているのではないでしょうか。その偽善の代表が政治の世界かもしれませんね。国会中継を見ていますとよく分かります。自分たちの非を決して認めない与党に、それをあたかも週刊誌の様にくだらないゴシップで攻め立てる野党。どうして彼らは世論が解らないのでしょうか。解ろうとしないのか、解っていても無視しているのか。本当のところはどうなのでしょうか。どちらにしてもあきれてしまいますね。攻める方も攻められる方も、正しい答えに向かって進めば、立場は違ってもワンチームです。お互いにワンチームだと思い込み、相手を粉砕しようとするだけでは意味がありません。実際にやっていることと言えば、各々の分裂と足の引っ張り合いです。これだから、国難が生じた時には対応が出来なくなっています。経験の無いことに対応するのですから、正解などはありません。ただその正解を求めて、それに向けてベストを尽くし続けるしかないのです。しかしベストの尽くし方がどうも違うようですから、前に進むわけもありません。

それでは何故にベストの尽くし方が違うのでしょうか。それは自分の中に正義がないからです。自分の行動が何から生まれて来ているかを、もう一度考えて下さい。ほとんどの方は、その行動が相手からどの様に見られるかということが基準となっています。周りを気にせず、自分が信じた道を行くのはかなり難しい事です。そんなことをしていたら生きてはいけないと思っている方も多いでしょう。少なからず、小生もその一人かもしれません。それは、自分の行く道を自分の正義に基づいて決めてはいないからです。それを決めるには自分自身の価値観が重要となります。価値観の大きな要素が他人との比較ですから、独自の物差しなどは持ち合わせていません。情けない事に60歳を過ぎた男がこの様ですから、人より自分自身が変わって行かなければなりません。ではどの様に変われば良いのでしょうか。先ずは何事においても自分で責任を持つことでしょう。よく言われる、自己責任です。これまで何事につけ自分で判断して結論を出してきたつもりですが、まだまだ出来てはいません。グローバルスタンダードでは、日本人の劣る部分がここだとよく言われています。何事につけ結論を出さず、有耶無耶にしてしまう。しかし時間によって勝手に解決されてしまっている。でもそれは解決されているのではなく、正しくは忘れ去られているだけなのです。したがって先送り先送りになり、とんでもない事態に追い込まれていきます。怖いのは、この時点でもまだ本当には気づいていないのです。とんでもない事態がさらにとんでもない事態になってしまいます。それは、結論を次の世代に引き継ぐのが結論だからです。次の世代がより良い結論を出せる為にも、我々が今ここで結論を出さねばなりません。

国会の討論を見ていてやり場のない憤りを感じるのは、我々もあの議員先生たちとあまり変わりがないからです。しかし今の日本にはそんな悠長な事を言っている時間はありません。米国の大統領選を対岸の火事の様に見ていますが、もっと大火事が我々の下では起こっています。彼らはトップの首を挿げ替えれば良いでしょうが、こちらはシステムを丸ごと変えなければなりません。それもさび付いたシステムですから、丸ごと新しいものへと。新しいシステムを入れるとなると、それをメンテナンスする新しいエンジニアも必要です。そんなエンジニアはいるのでしょうか。外からの輸入となるのでしょうか。純国産では何も対応できません。考えてみれば、西欧文明を取り入れた明治維新の文明開化の時の様です。日本はまさにその時以来の大きな転換期に来ています。それも第二次大戦後の様に他国から押し付けられたものではなく、我々独自の考えにより変わることができるのです。今出した結論も100年後には古びてしまい再び転換期を迎えるのですから、未來永劫に使えるものではなくても良いのです。永遠のものなどありませんので、臆病にならず勇気をもって変わってみましょう。正解など無いのですから、ベストを尽くすしかありません。既得権益を捨てて立ち向かえば、自ずとワンチームになります。ワンチームになれば奇跡も起こります。それはラグビーのワールドカップで証明されたではないですか。でもそのワンチームは日本の垣根を超えていましたね。あの感動をもう一度ですよ。皆さんの眼の中に焼き付いているはずです。まだ半年も経っていませんよ！

GUEST COLUMN

## リスクマネジメントとしての健康管理体制を考える

一般社団法人不動産総合戦略協会　客員研究員　水谷 敏也

世の中では、いつのころからか「リスク」という言葉が使われるようになってきました。「リスク」とは日本語では「危険」と訳されますが、一般には、「不確実ではあるが、将来起こるかもしれない悪い事象の可能性」という意味で使われます。人々にとって最も重大な悪いことは「生命・健康」に関わることです。幾ら経済的に恵まれていても、生命・健康が脅かされてしまってはどうしようもありません。生命・健康についてはいくら本人が努力しても対応しきれない場合があります。その最たるものは戦争、地震、台風、疾病の流行など外的要因によって生命・健康が阻害されることです。そしてこうしたリスクは、人間がコントロールできない場合が多いのです。

今回の新型コロナウイルスによる感染症拡大では、疾病の流行によって全世界ベースで健康が意識されることになりました。感染症拡大によって「どの程度まで感染者・死亡者が増えていくのか」ということと「いつ終息するのか」という点が見えないことが最も大きなリスクです。今回のコロナウイルスを契機に、企業でも疾病リスクに対する意識が急速に高まりました。ビジネスの世界では、テレワークの推進、時差出勤、テレビ会議などまさに働き方改革を迫られることになりました。特に、不動産業ではクライアントの健康管理が重要なテーマであることが明らかになりました。不動産賃貸業の場合、良質なオフィス空間を提供するだけではなく、ビルの利用者に対しての健康管理も大切なテーマとして浮かび上がりました。オフィスビル、小売店舗、コンサートホールなど不特定多数の人々が出入りする施設であれば、入り口での体温測定、体調不良者に対するビル管理者としての応急ケア、医療機関との提携等が求められることになります。既に諸外国では、ビル管理会社がこうした対応をしているようですが、わが国でも遅ればせながら取り組み事例が出てきたようです。

ところで、日本企業の場合、会社がトップダウンで伝達し、現場はそれに沿って行動するといったパターンが多いようです。ある種のリスクが台頭しつつあるとき、会社側から「〇〇の対応をしてください」という伝達がなされます。これに対して現場からは、「いつまでやるのですか」「キチンと説明をしてくれなければ困ります」といったやり取りがなされます。何か問題があれば、上司の責任、部門長の責任、社長の責任となるわけです。当然、社内的立場の違いによって責任の取り方は違いますが、まず大切なことは現場でどう考えて行動するかであり、そのうえで問題があれば上司に相談するということになります。この点に関しては、政府に対する国民の意識も同様な印象があります。政府の意思決定が常に正しいとは限りません。現場を最も知っているのは、現場従事者であることはいうまでもありません。

ある外資系企業が、今回のコロナウイルスの件で、社内向けに行動原則を発表致しました。それは、「社員の皆さんの安全と健康が最も大切です。私たちは企業としての社会的責任があり、現在の状況下では、公共交通機関を利用する人の数を最小限に抑えることが極めて重要です」というものでした。そして、「私たちは、働き方改革とテレワークの姿を日本社会、お客様、パートナー企業に提示する優れた立場にあります。お客様やパートナー企業に対して、この危機を迎えた期間に、このような新しい働き方を採用するよう呼び掛けてください」というものでした。このような行動指針、企業としてのメッセージ、そして危機をビジネスに結び付けようという姿勢は見習うべきだと思います。

これからの企業は従来以上に従業員の健康管理を経営的視点から捉えて、戦略的に実践していくことが大切になっていくと思われます。企業によるリスク情報は、財務リスク、災害リスク、事業リスク等に関して言及することが殆どとなっています。勿論、こうしたリスク情報を整理し開示することは重要なことですが、今回のコロナ騒動をみていると、「従業員や利用者に対する健康リスク」「今回のような感染症拡大が事業に与えるリスク」「リスク低減のための投資と費用の算定」といった内容の開示も必要になってくるのではないでしょうか。既に海外企業においては、気候変動リスク、健康リスクといった事象についても言及しているケースが増えているようです。危機というのは起こってから対処しては遅いと言われています。危機が起こる前に予め準備しておくことが必要になります。これからも世界を巻き込んだ感染症拡大といった事態がいつ突然やってくるかわかりません。従業員が「避難」「隔離」「入院」することによって企業は大きなダメージを被ることになります。こうしたリスクに真摯に向かい合わなくてはいけない時代になってきたといえるでしょう。