

## <第三回 SATOUフォーラム講演録>

### 講演 1

#### 2019年、日本と世界はどうなる？

#### 「減速しつつも細く長く拡大続く。だが、中国市場の動向次第」

日鉄住金総研(株)ビジネスソリューション部

チーフエコノミスト

北井義久氏

#### ■世界経済は減速始まる

2020年頃までの展望をお話しますが、結論は、日本は大きな問題なし。世界は相変わらず中国が一番心配。まあ、先行き、あまり期待しないほうがいいでしょう。世界経済の成長率(図表1)ですが、19年から20年にかけてGDPは現在の3%から1.5%ぐらいまで鈍化していくと思われれます。ことによると1%か、中国次第で0%まで鈍化するかもしれません。

鈍化はすでに始まっています。図表2はサービス業と製造業の景気動向指数で50のラインを超えると拡大中ということですが、両業種共だいたい18年をピークに拡大傾向が弱まってきています。図表3は世界の鉱工業生産指数伸び率ですが、同様の傾向が見られます。

なぜそうなっているのか。原因は中国です。中国のPMI(購買担当者インデックス)をみると、18年暮れから軽い不況に入り始めたことがうかがえます。また、米国の鉱業分野における投資(図表5)も17年以降の拡大が一巡し横ばいになりつつあります。原油価格の下落が要因とみられます。

ということで、世界はまだギリギリ好況を維持してはいますが、足元は再び勢いを増す力が感じられません。

#### ■米国経済の好況続く

米国の足元は依然として調子がいい(図表7)。トランプとアメリカ経済は関係ありません。人手不足は深刻化しています。図表9を見てください。過去のトレンドですが、雇用が減少し始めて1年から1年半で景気の山がきます。現在はまだ雇用が減少していませんから「好況の惰性」が今しばらく続くでしょう。賃金の上昇率は低下してきていますが、失業率は歴史的低水準となっています(図表10)。しかも米国の家計は今、借金もなく、最も健全な状況にあります(図表12)。

企業収益も引き続き増加しています(図表16)。業種によっては頭打ちもあり

ますが、リーマンショック以降の増加が続いています。オフィスの空き室率と賃料ですが、空き室率がほぼ横ばいなのに賃料は上昇しています。なぜこのようなことが起こるのでしょうか。それは経済の二極化が進んでいるからです。東海岸や西海岸は好況ですが、中西部は空き室率が拡大していますが、アメリカ全体としては平均化されてしまうからです。今、NYに行くとミッドタウンではクレーンが何本も立っています。こんな光景は今まで見たことがありません。東京と同じで大規模ビルがどんどん建てられています。

では、これからもずっと景気はいいのかというところではありません。先ほどアメリカ経済とトランプは関係ないと言ってしまいましたが、17年12月にトランプは減税を実施しています。特に法人税は実効税率で20%から10%まで引き下げました。これが、成長率を1%上振れさせたといわれます。しかし、(その税率が定着してしまえば)19年から20年にかけてその1%分は剥げてしまいます。

金利はこれまでの「超緩和」が「緩和」となり、更に「正常化」へと三段階で移行しつつあります。現在は引き締めに至る一歩手前で止まっています。ということは金融面からの景気に対するプラス効果はなくなったということです。おそらく米国の成長率は昨年の3%から今年は2%、場合によっては1%台半ばまで落ちるかもしれません。ちなみに米国の潜在成長率は1.5~2%といわれています。

### ■ヨーロッパ経済の悪化は一過性か

ヨーロッパ経済は米国と比べれば悪い。それはヘンなことがたまたま3つ重なってしまったからです。その一つ、乗用車の販売台数が昨年異常な上下降を見せましたが(図表29)、その原因は燃費表示の規制強化があったからです。カタログに表示する燃費と実燃費の値を近づけるようにという当局の要請(規制強化)です。そのために、実燃費を第三者機関で認証してもらわなければなりません。検査を受ける車の台数が多過ぎて長期間待たされるそうです。ただ、それももうじき正常化されるようです。

二つ目が異常気象による旱魃(かんばつ)で、ドイツのライン川が干上がってしまい、水運が止まってしまったことです。昨年の夏から秋にかけて起こりました。三つ目は、フランスの「黄色いベスト運動」です。車の燃料税引き上げに反対するデモ活動がエスカレートして、凱旋門やシャンゼリゼ通りでの暴動が起こっています。ただ、偶然重なったこれらの要因はいずれも一過性ですから、その意味ではヨーロッパ経済は今後立ち直る可能性があるといえます。

### ■ “とんでも中国論、が本当になるかも

さて、ここからが本題です。中国のお話を30分ほどして、日本は5分ほどで

済ませます。中国の実質GDPは国家統計局発表によれば、成長率が鈍化していることは認めています、未だに6%も成長しているとしています(図表43)。

しかし、もろもろの指標と照らし合わせると整合性がありません。実態は1~2%程度ではないかという意見もありますが、私はせいぜい4~5%止まりとみています。たとえば、中国の自動車販売台数をみると、昨年明らかにピークを打って下がってきています。3000万台から2500万台へと15%も下がっています(図表45)。17年頃、関係者にインタビューしたときは中国では5000万台まで伸びる、日本の自動車メーカーも4500万台ぐらいいくかもしれないと言っていました。今その勢いはありません。なぜ、だめになっているかというと、日系・ドイツ系メーカーの車は伸びていますが、米系・中国系メーカーの車がだめで、特に中国系は昨年以降35%も販売台数が落ちています。その原因は、中国系メーカーは地方都市の小金持ちに車を売っているわけですが、その地方都市の景気が悪化してきているからです。

地方都市の景気悪化は公共投資の横ばい、または減少が要因と思われます。日本が公共事業を減らして景気が悪くなったときと同じ構図です。たとえば、図表54と55を見ていただきたいのですが、スラム改造に14年4000億元、15年7500億元、16年は9700億元もの貸し出しを国家開発銀行がしています。16年だけで約1兆元(15兆円)のお金を使ってきました(図表54)。でも、もうおしまい。壊すスラム住宅がなくなってしまいました。18年以降は改造見込み戸数が急激に減少しています(図表55)。

地下鉄や高速道路は相変わらずすごい勢いで建設していますが、問題はお金です。中国が国内で発行している国債発行残高(建設国債)が約18兆元(270兆円)、地方債発行残高は15年半ばから急激に増加して約13兆元(195兆円)に膨れています(図表59)。これらは中央銀行が最終的に買っています。いわゆる「禁じ手」です。

更に問題なのが経常収支の黒字がゼロ近くにまで落ちこちてきていることです(図表61)。もはや中国は黒字国とはいえなくなっています。この5年間で地方の大都市にインフラ整備を行ったことで中産階級を大量に(約4億人)出現させました。金がばらまかれたからです。羽振りがよくなった中産階級はアホな中国製品は買いません。みんな日本製品を買いたがりますから輸入が増え経常収支は悪化します(図表62)。原油の輸入量もうなぎのぼりです。これは環境問題の悪化で石炭の使用量を減らさざるを得ないからです。

今、中産階級が政府に要求していることが3つあります。①環境の悪化で子どもの健康を害することだけはやめてほしい。②子どもが高い教育を受けられるようにしてほしい。③質のいい住宅に住めるようにしてほしい。中でも子どもの健康と教育が一番関心があります。

一方、中国は外国からの借金(国際債券発行高)が1兆ドル(110兆円)

にも積み上がっています（図表 65）。これはもはや返し切れないでしょう。“一帯一路、関係の国々に貸し付けるための金を国際社会から借りたわけですが、貸し付けられた国々は特に貸して欲しいと思っていたわけでありませぬ。当然、プレゼントされたと思っていますので返済はしてきませぬ。

ということは、国際債券の償還期限がきたときに借り換えができるかが今後の焦点になります。経常収支が悪化していますから、予断は許されませぬ。アメリカの格付け機関が評価を下げてくることも考えられます。そうなると、中国経済がとんでもないことになる可能性もないとはいえませぬ。私はこれまでさすがにそれは否定してききましたが、いよいよ“とんでも中国論、の現実化があるのかしれませぬ。

### ■日本の景気動向も結局は中国次第

日本の景気動向指数（図表 85）をみると、過去のピークだった 90 年頃とリーマンショック前の 07 年頃の水準に近づきつつあることが分かります。今回 3 度目の挑戦で過去の最もよかった水準を超えることができるのか注目されます。日本の有効求人倍率は正社員も含めて空前の人手不足です。政府が働き方改革とかいってごちゃごちゃやっているのは当然です。正社員も待遇改善をしなければ雇えなくなっているからです。

消費税増税が 10 月にありますが、増税分はそっくり還元する仕組みですから問題ないでしょう。設備投資も企業は山のようにお金を貯め込んでいますので、その気になればいくらでも増やせます。日本銀行短観の設備投資予想（図表 127）をみても 18 年度はここ数年では最も高い 10% 以上になっています。日銀はこの先、日本経済は 1% ぐらいの成長は可能だとしています。ただ、何でも言いますが、それも中国に大きな問題が起きなければということです。中国は 19 年というよりは 20 年頃に、打つ手がなくなってくると心配です。

#### 《質問コーナー》

- Q. 日本政府はいま、外国人労働者の受け入れを増やそうとしています。問題はありますか。
- A. 安倍首相とその一党は本当はやりたくないそうです。にもかかわらず、強引に押し進めているのが、自民党の田舎出身の議員（大臣）だと聞いています。つまり、農業や漁業関係で安い労働力を欲しがっているということでしょう。
- Q. 中国が減速してきていることは聞いていますが、その一方、地方都市ではまだまだ発展余地があるということですが、どうなのでしょう。
- A. 中国には北京、上海などの一線都市から吉林、桂林などの三線都市、さ

らに四線都市まで入れると約 70 もの都市がありますから、そのうち 10 ぐらいはまだ発展余地があるといわれればそうだと思います。ただ、東北地方や西のほうはこれまでお金をつぎこみましたがだめらしいです。

Q. 国の崩壊をおそれて、進出している日本企業が撤退するような動きはないのでしょうか。

A: 自動車でもなんでも、今はまだそれなりの市場を確保しているわけですから、ここで撤退するという選択肢はありません。

## ＜第三回 SATOUフォーラム 講演記録＞

### 講演 2

「2019年、Jリートはまだ買いか？ 2018年の高値圏が持続するか否かは外国人投資家の動向が鍵」

アイビー総研株式会社 代表取締役  
関大介氏

#### ■マーケット

まず、マーケットについて。2018年の東証リート指数と分配金利回りの推移をみると、基本的に2018年初頭の乱高下期を除くと比較的安定した価格推移となっている。2018年2月を底に上げ基調であり、直近（2019年1月）は1850ポイントだ。注目してもらいたいのは、賃貸市場が非常に好調であるため、分配金が増えている点。2013年から日銀が低金利政策をスタートさせ、2016年1月にマイナス金利を導入した。低金利で借りることができる、払う支払利息が減り、配当収益が増える。2018年1月はリート指数が1750ポイントで分配金利回りが4%だったが、今や1850ポイントまで上がっても4%だ。価格が上がると利回り下がるはずだが。この1年リート市場で起きた最大のことは、分配金が順調に増えている点だ。

1850ポイントという水準は、高値感はあるが、分配金利回り（4%）から見ると魅力的な配当商品といえる。

#### ■価格動向の特徴

昨年はどうのような銘柄が上昇したのか。用途別でみると、オフィス系銘柄が上昇した。外国人投資家が購入したためだ。外国人から見ると日本のオフィス市場は良く、市況がよければ分配金が増えるからだ。一方、下がったのは物流とホテルだ。物流については新規上場や増資が多かったことが影響した。需給面の悪化が価格下落の最大要因。たとえば、GLP投資法人（物流特化リート）。2期連続増資している。需給面の悪化懸念を抱く投資家が多かった。

少し変わっているのは、価格が上がった平和不動産リート（複合型）。物件売却により売却益出て分配金上がり、内部留保も評価されて、評価上がった。

新規上場銘柄についてみると、2018年の上場した4銘柄はすべて公募価格割

れをしている。新規上場銘柄を購入しても旨味がないのが今の状況。なぜかという、マイナス金利導入後に上場した銘柄は、それ以前に上場している銘柄よりも借入金利が低い。借り換え時の利息減少が少ないことが予想される。

投資家の傾向としては、直近1年間は、外国人が買い越し基調。金融機関が売り越し基調となっている。憶測だが、金融機関はETFで購入しているのではないかと思う。金融機関が取得したい場合、証券会社を通し、扱いとしては証券会社の自己取引部門になっているのではないか。昨年は証券会社の自己取引過去最高となっていることを考えると、外国人投資家一本に見えるが、実は金融機関も買っていると思われる。

### ■運用動向

2018年の取得額は1兆7000億円で、2年ぶりの増加となった。とはいえ、これは2013～2017年の平均額と同程度であり、「取得が加速したというよりも回復した」といえる。用途としては、オフィスが最も多く、全体の36%を占めた。前年トップだった物流施設から首位を奪還した。

2018年の売却額は前年よりも増え、初めて3500億円を超過した。理由は2つ考えられ、1つ目は、含み損のある物件を、含み益のある物件と併せて売却することでポートフォリオの強化を図ったため。2つ目は、今、取得利回りは低下しているので、売却益を計上することで分配金を増やすためだ。ただ、着目してほしいのは、用途別で全売却額の過半を占めるオフィス（2000億円）について。実は、2018年は「新宿マインズタワーの一部」（669億円）と、「NBF日比谷ビル」（665億円）の2物件で、売却額の半分以上を占めている。つまり、積極的に売却が進んでいるのではなく、たまたま大型2棟の取引が成立した結果といえる。

続いて借り換え効果について。返済の長期化・低金利化は続いており、2018年も借り換えによる支払い利息の減少効果はあった。具体的には、返済は期間5.61年で平均金利が0.91%だった。借入は期間7.08年で平均金利が0.57%。この支払利息が減った分、分配金が増えているとみることができる。ただ、調達期間によって効果は異なり、長期の調達を行っていた借入金の借り換えは効果が高い。例えば産業ファンドがその例。一方、日銀の異次元緩和後の借入金の借り換えでは、金利が上昇していることもある。例えば、ヘルス&メディカルなど、平均調達期間の短い銘柄はそうした傾向がある。

## ■2019 年見通し

昨年秋から 2019 年のリート市場の見通しについて聞かれることが多かったが、その時点から現在まで基本スタンスとしては変わっていない。今年は東証リート指数 1650~1780 ポイントで推移するとみている。ただ昨秋時点では、2019 年は 2017 年や 2018 年と比べて借り換え効果が減少するのではと見ていた。理由は、日銀が 7 月末の金融政策決定会合で、長期金利の上限水準を 0.1% 程度から 0.2% 程度に微調整したため。昨年よりは増配率が落ちると思った。しかし 2018 年 12 月以降、長期金利が急速に低下しているため、昨年同様、借り換え支払い利息の減少による増配傾向は今年も続くという見立てもできる。そういう見立てならば今 1850 ポイントという水準は高値ではあるが、おびえなくてもよい水準だ。個人的には、長期金利がマイナスにへばりつく状況は長く続かないと思う。春先には 1750 ポイント程度に戻ると思う。

2019 年の見通しとしては、価格上昇力は弱いものの、安定した推移になると予想している。

価格上昇の根拠としては、安定的な増配傾向が続いていること。2017 年上期、下期、2018 年上期では、全銘柄の 4 割で、1 口当たり分配金実績が過去最高となっている。更に、前年同期比では大半の銘柄が増配となっている。これは賃貸市場が堅調であるため（郊外型商業施設を除く）。また株式市場の高値更新が企業業績を背景としていると考えると、その恩恵は賃貸市場にも波及するからだ。

一方で懸念材料もある。1 つは、投資信託によるリート売却傾向が続く可能性があること。投資信託は長期目線の顧客が多いため、長期的な売り圧力になる可能性がある。もう 1 つは、規模拡大のためディスカウント増資や借り換えによる利息増加で分配金の減少懸念が高まる銘柄の価格下落が加速する可能性があること。更に、これまで主要な買い手だった外国人投資家が一転売りに転じた場合、どうなるのか。価格下落の可能性が出てくる。

こうした中、日銀のリート買い入れ減額など、政策変更リスクがあること考慮しておくべきだ。実施されると、日銀が投資対象としている AA 格銘柄の価格には悪影響を及ぼすだろう。

長期的にみると、今の J リート市場はかなり高値水準にある。一方で長期金利は改めて下がっており、外国人の買い意欲もまだ強いことを考えると、短期的には腰折れしないと思われる。

不動産事業者のビジネスとしては、取得・売却双方ともニーズはある（銘柄がある）ので、そうした状況を確認していくと、入り込むチャンスはあると思う。

《質問コーナー》

Q 日銀のJリート購入の実態は。

A. 個別銘柄に投資している。AA格以上の銘柄だ。株式保有比率が5%を超えると大量保有報告書を提出する必要がある、それを見る限り、現在14銘柄くらいで5%を超えている。ある意味異常な状況といえる。ほかにも5%を超えない範囲で投資している銘柄はあると思う。

上場した銘柄にAA（ダブル）格を取得しているケースが多かったのは、日銀による購入を期待しているため、という話は聞く。ただ、いずれは日銀も出口（売却）を考える。日銀の出口戦略に左右されないという意味では、A（シングル）格銘柄のほうが、投資冥利はあるかもしれない。

Q. 2013年以降のリート指数の推移をみると、2015年の初頭と、2016年初頭に大きく上昇している。その理由は。

A. いずれも金融緩和の影響だ。2015年初頭は、追加金融緩和があったため。2016年初頭は、マイナス金利の導入時。外国人投資家の購入が多かったため上昇した。