

演題:

「世界大動乱！ 今後 J-REIT の株価・配当利回りはどうなる？」

・用途別（オフィス、住宅、商業、物流）の動向は？-ウクライナ・オミクロン
・長期金利・インフレ・日銀の購入等はどうなるー」

講師: 関 大介先生（アイビー総研株式会社 社長）

■主宰者 佐藤一雄氏

日本のJリートはどうなるのか。今、リスク要因が多々ある中で、先生の見通しを聞きたい。

■講演

まずは、足元の振り返り

直近1年の動きとして注目してもらいたいのは、東証リート指数が 2021 年4月から 22 年1月までの間、2000 ポイントを超えたこと。リーマンショック後で最長だ。そして 2022 年1月に急落したが、これは米国の金利上昇が要因だ。3月には再び 2000 ポイントを超えた。これについては後で述べる。分配金利回りは価格上昇に伴い2月末で 2.89%。いろいろと状況が変わってきたので、新しい常識をもって投資判断しなければならぬ。

同じく直近1年の株式市場（日経平均株価）と東証リート指数を比較すると（2019 年3月を起点とした場合）、株式市場のほうが常に上をいっている。株式市場と比べると出遅れ感がある。

続いて用途別の価格と利回りの動向について

価格騰落率上位（2019年2月末比）は物流系と住宅系と商業系だ。コロナの影響を受けたと考えられる商業系だが、それなりにしっかりとした動きで、マーケット全体と同じ動きだった。外国人が買ってくれない代表例だが、「分散投資の一環として安定配当のため」と考えると、商業系は価格は上がらないもののリートらしい投資しやすいものと言える。一方、価格騰落率下位は、総合分散系、総合複合系、オフィス系（ホテルは別途）。最も振るわなかったのがオフィスで、マーケット全体と比べると劣後している。今後も賃貸市場は厳しいという見方が投資家にも浸透している。過去を見ると 2011 年後半から中盤にかけての空室率は9%超で、今は上がっているといっても 6%であり、投資家はオフィス系に対して悲観しすぎだ。

リート会社は「半年後には回復する」と2回ほど言っていたが、足元の決算説明資料を見ると、立ち直るのが今年の後半の予想。投資家からすると「また言っている」という印象で、それゆえ弱含んでいる。ホテル系は悲惨な状況。まさに、リートではなくなった。ホテル系ではスポンサーがホテルを運営しているが、そのホテルにだけ固定賃料を下げているケースがある。利益相反といえる。リートは収益の変動が少ないのが基本だが、固定賃料を大幅に減免すると、そもそもリートと捉えてよいのか。ホテル系は個人投資家に人気があるが、おおざっぱに言うとリートではない。

2022年3月に入ると景色が変わった。米国の長期金利が上がると東証リート指数は下がる、というのがこれまでの動きだったが、3月中旬からは米国利回りが上昇すると、リート指数がなぜか上がる。その要因は、「こんなに金利を上げて米国はやりすぎ。すぐに下げるのではないか」という考えが投資家に広がり、下げるならば株式よりも目先で安定しているリートを買っておいたほうがよい、という判断があったためと思われる。

投資家の売買動向(2021年3月～2022年2月)を見ると、前半は外国人、後半は証券会社(自己売買)が主な買い手だった。証券会社の自己売買は、実質的には地銀の依頼によるものだろう。証券会社に委託して“ETFもどき”を作ってもらい、それを地銀が買っているのではないかと。売り手は個人、投資信託、銀行。なお、日銀が2月に買っているが、コロナショック後では久しぶり。なぜ再び買うようになったかという点、従来の政策を続ける姿勢を示すため。体面を取り繕うために買ったのだろう。そのため、今後もどんどん買ってくれると期待しないほうがよい。

今後の見通しについて

価格は本日(4月12日)終値が1980ポイントだが、下振れリスクのほうが大きいと思う。

オフィス市場は厳しいと見ているが、回復すると、それは都心勤務者が増えるということであり、賃貸住宅市場にもプラスに働く。オフィス市場の回復はその他の銘柄への波及効果が大きい。賃料単価の下落が止まっていないことが、オフィス系銘柄の収益を圧迫していく。今後、賃料単価の下落は止まらないだろう。来年、オフィスは東京23区内で大規模ビルの大量供給が予定されている。企業のテレワーク導入による解約も続く。多くの企業は5年間の定期賃貸借契約を結んでいるため、コロナ流行を機としたテレワーク普及で広い床面積が不要になっても途中解約ができなかったが、ここにきてやっと満期が来て解約できるようになってきた。こうした解約がこれから五月雨式に出てくるうえ、大量供給が待っているという状況。ゆえにオフィス系の悪化は続く。2023年を越えても2025年も大量供給の予定だ。マーケットが立ち直る暇を与えない。

物流施設は大量供給の見込み。コロナ下でテナント需要が拡大しており、供給が多い割には吸収している。物流系は死角なし。商業はインフレの悪影響を受ける可能性がある。コストアップ型インフレになった場合、テナントが利益率を維持できるか。来年以降、賃料減額交渉や退去テナントが出てくると見る。

住宅について。地方への移動数としてはインパクトはまだそう大きくない。シングルタイプは賃料を下げることによって需要が戻ってきている。テレワークや地方移住という話がよく出る割には大丈夫だ。

ホテルについて。ネガティブにいうと、国内の宿泊需要の喚起策が打ち出されているが、海外の緩和策のほうが早い。制限が緩くなっているので、資金がある人は、帰国時隔離が撤廃（緩和）されると、海外渡航に動き、その分は国内需要が減るのではないかと思う。

米国金融政策の先行きと影響について

FRBは2022年3月に利上げしている。今後も利上げは継続方針で、2023年のFFレート中央値を2.8%と想定している。なぜ米国利回りが上昇しているのにJリート価格は上がるのか。それは、マーケットは利上げ幅が限定的と想定している可能性があるからだ。つまりマーケットから見ると、「FRBがインフレファイターになるのは構わないが、いずれどこかのタイミングで利下げせざるを得ないだろう」と見て、Jリートを購入している。3月に外国人が300億を超える買い越しをしたのが、そういうことだろう。

インフレになった場合、Jリートはどうなるか。インフレは、分配金にはマイナスに働くだろう。Jリート価格への影響は未知数だ。インフレ局面の賃料上昇期待用途を見ていくと、オフィスは企業収益が上がれば賃料負担力が増える。都市型商業施設は、消費者の所得が豊かになれば購買意欲につながる。物流施設は企業間取引であり、値上げによる賃料負担力が拡大する。また、所得が伸びると考えるとホテル投資も悪い選択ではないだろう。

続いてハイパーインフレになった場合。解散型TOBが増える局面になるだろう。通常、スポンサーとの関与が強いリートは基本的に買収できないが、ハイパーインフレになればこのブレーキが全くかからない。投資家からも物件売却が求められ、市場規模としてはシュリンクしていく。まずNAV倍率が低い銘柄が標的になる。これは物件売却が目的となるため、NAV倍率が高い銘柄はリターンが少ないためだ。

最後にまとめ

直近のJリート市場は、コロナで厳しいとはいえ増配だった。買い手としては外国人と証券会社が占める状態が続いた。2022年の見通しとしては、オフィス賃貸市場は厳しい状況が続くとみている。米国のイールドスプレッド縮小が2022年3月のリート価格上昇の要因だったが、楽観視の影響が強すぎるため、下落リスクは高まるとみている。

<質問コーナー>

Q. 佐藤一雄氏: 買い手の外国人というのは、どの地域の人が多いのか。

A. 関氏: 明確には分からない。ただ、感覚としては2006年、2007年頃は欧州系の

投資家からの問い合わせが多かったが、直近はその動きがなく、米国系の投資家がメインのように感じる。

Q 喜多秀正氏(喜多金属):インフレ要因として、米国は人件費が上がっているからというが、その持続性をどう思うか。

A 関氏:昨年後半から賃金の上げが強すぎる。労働状況がひっ迫して賃金が上がりすぎている側面があるので、ここは収まってくると思う。賃金上昇に伴う物価上昇は若干抑制される。ただ、今回のエネルギー価格の上昇は、要素として賃金上昇よりもインパクトが強くなりそうだ。インフレという部分では続くのではないか。

Q 喜多秀正氏(喜多金属):日本はどうして賃金が上がらないのか。

A 関氏:自分も経営者をやっているが、きついのは昔と違って社会保険負担が大きくなっていること。例えば給与を2万円上げても、手取りが増えないこともありうる。給料を上げたとしても購買につながるような賃上げができるのかということも厳しいのではないか。企業も頑張っていると思うが。

Q 宮下真氏(㈱ジーク):ホテルの状況が悪いが、用途変更等はどの程度あるのか。

A 関氏:三井物産系の投資法人みらいのホテルは SOHO 型に代わった。ホテル系銘柄はオペレーターが親会社ということもあるので、オフィスに変えるのは総合型のほうがその動きがある。

Q 宮下真氏(㈱ジーク):海外需要の回復をどう見る。

A 関氏:円安なので海外の人は日本で快適に過ごせるのではないか。日本は出入国関係が厳しいが、コロナの治療薬ができて緩和されていくと今の円安は観光業にとってよい。一方で気になるのはゼロコロナ政策を実施している中国の動き。過去、外国人観光客3000万人の半分が中国人だった。中国のインバウンド需要が期待できないと観光業も厳しいと思う。

Q 小島氏(わたや):都心のワンルームは空室が増え、周辺部の賃料が上がっている。これから住宅系リートはどうなのか。

A 関氏:都心ばかりで購入していたが周辺部に広げているので住宅系銘柄は拡大余地が出てきた。不動産の価格ベースで見ると、さすがにきついが幸いなことにポートフォリオ全体ではダメージ少ない。価格は高いものの、まだリートとしては買う余地がある。

Q 米津氏(フリー):2025年には団塊世代が75歳を超える。人口問題、何か考えておくべきことはあるか。現在、バブルのように感じているので。

A 関氏:完全にバブルだ。不動産の価格から見ると過熱感ある。日銀が異次元金融緩和をしてから、気づけば10年。低い金利が続く限りは不動産の価格は高い状

態になってしまう。リートは人口密集地にしか物件を保有していないので、人口減で深い傷を負うとは考えにくい。

■次回講師 澄川工務店顧問 米津正五氏

この3月末でエーディーワークスグループのグループ会社である澄川工務店を退職し、50年間の会社生活を終え、フリーになった。その前は野村不動産の仲介部門の役員だった。この25年間は経営職。最近、これまで培ってきた部下の育て方などを冊子にまとめた。次回のフォーラムでは、これまでの会社生活を振り返り、経営者としての考え方など、若い人にも参考になるような話をしたい。

〈参加者の声〉 アンケート(印象に残った点)より

★金利上昇に対する予想・見解が印象に残った。
(東京建物不動産販売(株)投資商品開発部)

★銘柄別の価格等動向
→それぞれ違う動き
その理由を詳細にご説明いただきわかりやすかったです。
(株)荒井商店不動産事業部)

★大変参考になりました！ ありがとうございます。印象に残ったのは、
・今後の賃貸市況の見通しについての部分
・ハイパーインフレ到来時の影響
(株)ジーク代表取締役)

★1 金利動向の影響
2 インフレについての言及 が印象に残った
(株)ジーク不動産事業部)

★外国人投資家が2022年3月に買い越した点<環境>
(米国の金利上昇下でも)
(REIT指数が上昇2000ポイントを超えた)

★J-REITの安定利回りの商品 (デフレ向け商品) (有)わたや常務取締役)

★米国の高金利傾向が外国人の日本への投資は継続するのか? (質問)

★インフレ到来時の今後の影響について (フリー)
以上