

# 投資戦略リサーチ

2018年4月5日

## アベノミクス 2.0 期の不動産投資戦略

2012年12月の衆議院選挙における自由民主党の勝利は、安倍晋三首相が率いる政府主導の財政及び金融政策が経済成長に大きく寄与してきました。その効果は不動産市場にも波及し、現在もテナント需要及び不動産価格を支えています。そして、2017年10月の衆議院総選挙の結果は、安倍政権の経済政策が第2ステージ「アベノミクス 2.0」へ移行することを決定付けました。今後、政策の方向性はよりバランスのとれた財政政策へ向かうと予想されます。賃金の引き上げを目的とする法人減税は国会における審議を待つ必要があるものの、ラサールでは税制改正の有無に拘らず、アベノミクス 2.0 は次のような基本方針を採ると想定しています。1) 今後 3~4 年間における低金利政策の継続、2) 貿易保護主義の悪影響の抑制に加えて、中国、オーストラリア、欧州連合等との貿易拡大の促進、3) 低所得世帯の支援、4) 企業・高所得世帯から子供がいる世帯を中心とした低所得世帯への所得再分配、5) 2019年10月に予定される消費増税による税収の増加を含めた財政バランスの改善。

アベノミクス 2.0 の成否は今後 1~2 年で明確になるでしょう。過去 5 年間も経済政策が不動産の投資リターンに大きな影響を及ぼしたことから、今後の新たな政策が不動産市場と投資戦略に与える影響を改めて検証する必要があります。ラサールが考える主な影響は以下の通りです。

- 1. 低金利の継続:** アベノミクス 2.0 の目標の一つは、企業・高所得世帯から低所得世帯への所得再分配を軸とした強固な経済成長の実現です。特に、日本の企業セクターはコスト抑制や消極的な賃金引き上げによって収益の増加ほど支出を増やしておらず、経済成長への貢献が限定的です。過去 5 年間、民間企業の貯蓄（現預金）は 32% も増加しており<sup>1</sup>、今後の所得再分配の主な対象となるでしょう。一方で、賃上げする企業を対象とする法人減税が実現する場合には、雇用者の所得増加に伴って家計支出も増加し、インフレに対する上昇圧力が生まれるでしょう。インフレの上昇は、最終的に金利の引き上げという結果を伴う可能性があります。ただし、ラサールでは以下の理由によって、短期的な金利の引き上げの可能性は限定的であると考えています。
  - 2018年2月16日に日本銀行の黒田東彦総裁が再任され、3月16日に国会において承認されました。さらに、3月6日の参議院の議員運営委員会における所信聴取では、黒田総裁が物価目標 2% の実現まで金融緩和を継続することを改めて強

### 連絡先

#### 高野 靖央

投資戦略・リサーチ  
日本・韓国 責任者

#### 宮崎 綾

投資戦略・リサーチ  
日本・韓国

#### エリーシャ・セ

投資戦略・リサーチ  
アジア太平洋 責任者

#### ジャック・ゴードン

投資戦略・リサーチ  
グローバル ストラテジスト

<sup>1</sup> 2012年第4四半期~2017年第4四半期における民間非金融法人企業の現預金の増加率。出所：日本銀行「資金循環統計」、2017年第4四半期時点

調しています。その結果として、日本銀行が今後 3~4 年間はイールドカーブ・コントロールによって低金利を維持する可能性が高まりました。

- 労働市場参加者の高齢化に伴い、賃金が比較的に高い高齢労働者が引退するため、今後も平均賃金の上昇率を押し下げると予想されます。
- 2019 年 10 月に予定される消費増税が一時的に経済成長を減速させるため、金融緩和の縮小が困難になると予想されます。ただし、2018 年 3 月 5 日の衆議院予算委員会において安倍晋三首相が明言した通り<sup>2</sup>、消費増税の悪影響の軽減を目的とした追加的な財政刺激策が実施される見通しであるため、経済成長がマイナスに陥る可能性は限定的です。

一方で、低金利の長期化は銀行セクターの収益悪化というリスクを伴います。2018 年 2 月時点では、国内銀行の新規貸出金利は 1%未満に留まり、2008 年の世界金融危機直前の水準を 50~100 ベーシスポイントも下回っています<sup>3</sup>。ただし、法人の倒産件数も少ないため、銀行のバランスシートは引き続き健全な状態にあります。短期的に、不動産向けローンを含めて貸出金利が上昇するリスクは限定的です。

低金利環境下において、不動産の対債券イールドスプレッドが高水準にあるため、インカム不動産に対する旺盛な投資需要は今後も継続すると予想されます。現在の不動産タイプ及び都市において、不動産のイールドスプレッドは 2007 年以降の過去平均値に近い水準にあります。さらに、国内年金基金が今後 1~2 年間に不動産投資を加速させるため、東京都心部の優良不動産を中心に市場流動性が高まると期待されます。インカム不動産に対する旺盛な投資需要はビルド・トゥ・コア戦略<sup>4</sup>における物件売却の確実性を高め、リスク調整後リターンを向上させます。一方で、コア戦略にとっては激しい物件取得競争が継続するため、レバレッジ前リターンが低水準に留まると予想されます。ただし、ローン金利も低水準にあることから、高いレバレッジ効果が継続するでしょう。

2. **市場流動性の停滞はテイル・リスク<sup>5</sup>：**株式市場の価格は 1997 年を上回る水準にまで上昇しています<sup>6</sup>。さらに、株価バリュエーションの急速な改善、米国の利上げ、米国の関税引き上げとそれに伴う中国や欧州の報復的措置、テクノロジー系企業に対する課税強化の観測やデータ取り扱いに対する批判を背景として、2017 年 11 月半ばから 12 月初頭及び 2018 年 2 月以降はボラティリティが上昇しています。株式市場のボラティリティは資本市場リスクが上昇した結果であり、不動産市場も悪影響を受ける可能性があります。特に、日本の資本市場は海外市場との相関性が高いため、世界的なボラティリティの上昇は日本投資家のリスク回避の重要なシグナルになります。米国、欧州、アジアにおける地政学的及び政治的リスクも日本市場に波及する可能性があります。資本市場のボラティリティが高まる時期には、不動産市場では非優良物件や立地性の劣る物件に対する投資家やレンダの姿勢が軟化するかも知れません。高リターン戦略においては、アセットマネジメント計画が完了し、物件の稼働率を高めた段階で早期に売却することがリスク調整後リターンを最大化させるでしょう。

一方で、ラサールでは資本市場ボラティリティの継続を想定しているものの、市場流動性が停滞するほどの事態はベースケース・シナリオではなく、テイル・リスクであると考えています。理由は以下の通りです。

- 今後 3~4 年間は、家計に重点を置いた財政政策が安定的な経済成長を支えると予想されます。

<sup>2</sup> 出所：2018 年 3 月 5 日付け日経新聞

<sup>3</sup> 出所：日本銀行「貸出約定平均金利の推移」、2018 年 2 月時点

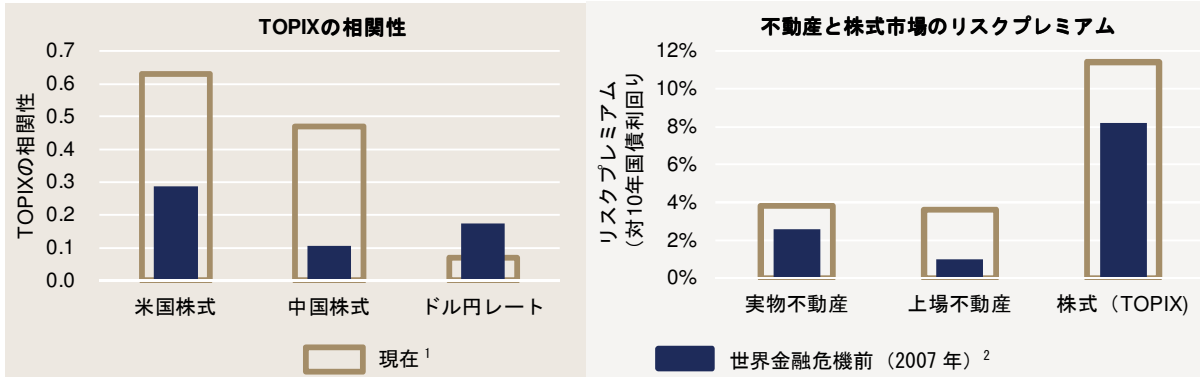
<sup>4</sup> ビルド・トゥ・コア戦略とは、新規開発または再開発し、リーシングによってインカム不動産を創り出す投資を指す。

<sup>5</sup> テイル・リスクとは、発生する確率は低いものの、実現する場合には大きな悪影響を生むリスクのこと。

<sup>6</sup> 日経平均株価に基づく。2018 年 4 月 5 日時点

- 低金利環境下において、インカム不動産に対する投資需要が増加し続ける見通しです。
- 株式及び不動産市場では、世界金融危機前の 2007 年よりも高水準のリスクプレミアムが織り込まれており、今後の資本市場リスクを吸収し、悪影響を抑制する余地があります（図表 1 を参照）。

図表 1: 資本市場の相関性 vs リスクプレミアム



注: TOPIXの対米国株式、中国株式、ドル円レートの相関性は3か月間の日次データを基に算出。米国株式はS&P 500、中国株式は上海総合指数。米国株式はTOPIXの1日前の数値、中国株式とドル円レートは同日の数値を用いて相関性を算出。実物不動産のリスクプレミアムはNOI利回りから10年国債利回りを控除して算出。NOI利回りは純営業収益(全ての運営費用とフリーレントを除き、共用部の収益を含む、稼働率100%を想定)を基に算出。実物不動産はオフィス、賃貸住宅、都心商業、ショッピングセンター、物流施設の東京と大阪のプライム不動産。上場J-REITと株式のリスクプレミアムはEV/EBITDAレシオの逆数から10年国債利回りを控除して算出。EV(企業価値)は時価総額とバランスシート上の純債務の合計。例えば、2018年4月5日現在のTOPIXのリスクプレミアム11.4%はEV/EBITDAレシオの逆数11.47%(レシオ8.7倍)から10年国債利回り0.05%を控除して算出。現在のトレンドが今後も継続しない可能性があります。

1. 現在の不動産のリスクプレミアムは2017年第4四半期時点、上場J-REITと株式は2018年4月5日時点。

2. 世界金融危機前の不動産のリスクプレミアムは2007年第4四半期時点、上場J-REITと株式は2007年第2四半期時点。

出所: ブルームバーグ(10年国債利回り、株式価格指数、ドル円レート)、ジョーンズ ラング ラサール(実物不動産のNOI利回り)、ラサール不動産投資顧問、2018年4月5日時点

3. **選別的商圏における必需品主体型ショッピングセンターを推奨:** 今後、比較的に低所得の世帯が財政刺激策の恩恵を最も受けると予想されます。2016年12月に政府が導入した「同一労働同一賃金ガイドライン案」の下で、非正規雇用者の賃金や手当等の改善が幅広い企業に広がる可能性があります。2018年2月時点で、非正規雇用者は全雇用者の36%を占めています<sup>7</sup>。さらに、低所得世帯を主な対象とした幼児・高等教育の無償化が実現する可能性もあります。これらの政策は必需品か非必需品かを問わず、子供がいる世帯の消費支出を増加させると期待されます。その効果の一部は嗜好品の支出に振り向けられる可能性があるものの、低所得者の支出においては必需品の割合が高いため、必需品の消費により大きな好影響が生じると予想されます(図表2を参照)。その結果、低所得世帯を対象とする一連の政策は、主に必需品主体型ショッピングセンターのテナント需要を支える見通しです。飲食料に対する消費増税の免除も予定されています。ラサールでは、このような政策が不動産市場に与える好影響を最大限に享受するためには必需品主体型ショッピングセンターの改修投資やリースアップ投資が最も有効であると考えています。また、必需品主体型ショッピングセンターのディフェンシブ性も継続するため、コア戦略の対象としても引き続き有望です。

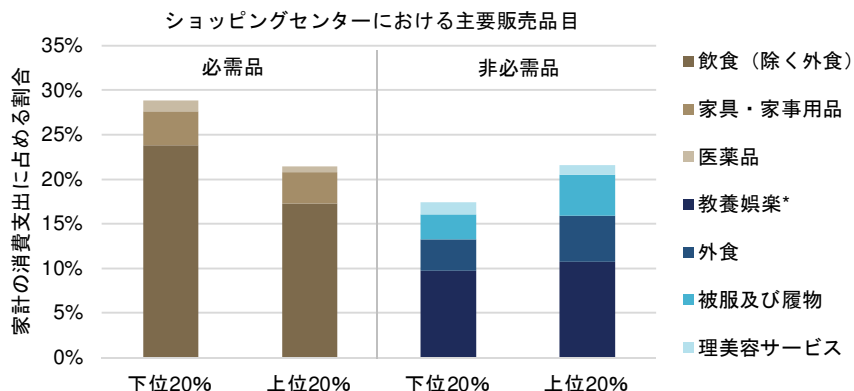
ただし、財政政策が商業施設セクターに与える効果の大きさは、商圏によって異なります。例えば、幼児・高等教育の無償化は子供がいる世帯の割合が高い商圏において消費支出をより大きく増加させるでしょう。東京都の23区及び26市だけでも、子供がいる世帯の割合は25.6%~45.5%の範囲に広がっています<sup>8</sup>。ショッピングセンタ

<sup>7</sup> 非正規雇用者にはパートタイム、アルバイト、契約社員、派遣社員等が含まれます。出所: 総務省統計局「労働力調査」、2018年2月時点

<sup>8</sup> 出所: 総世帯人員に対する子供がいる世帯の世帯人員の割合。総務省統計局「国勢調査」を基にラサール不動産投資顧問が作成、2015年時点

一の投資においては、商圈の選定が今後 3～5 年の投資パフォーマンスに大きな影響を与えると予想されます。

図表2: 家計の消費支出- 年間収入階級別 2017年



\* 教養娯楽は家電を含む耐久財、玩具、書籍、バック旅行、教養及び娯楽関連の授業料等を含む。  
注：現在のトレンドが将来も継続するとは限りません。  
出所：総務省統計局「家計調査」、ラサール不動産投資顧問、2017年時点

アベノミクス 2.0 は日本経済に対してプラスの効果を生むと予想されます。2019 年後半の消費増税の悪影響は、低所得者優遇の政策によって軽減される見通しです。法人減税が実現する場合には、それに伴う賃上げ効果も家計所得の増加を通じて消費増税の悪影響を抑制するでしょう。さらに、安倍晋三首相が 2018 年 3 月に明言した通り、2019 年～2020 年には追加的な財政刺激策が実行される可能性があります。今後、日本経済は過去のトレンドよりも高い成長を実現する可能性が高まっています。低金利環境の継続も、不動産に対する旺盛な投資需要を今後 2～3 年間は支えるでしょう。日本の不動産市場は、多様なリスク・リターン特性を備えた投資機会を提供し続けると予想されます。一方で、日本銀行による質的金融緩和の縮小はラサールのベースケース・シナリオではないものの、短期的なテイル・リスクであり、経済と不動産市場に悪影響を与える可能性があります。さらに、今後の財政政策が全方向的ではなく、所得再分配であることも重要です。不動産のテナント需要に与える財政政策の効果はセクター、都市、立地によって異なるでしょう。アベノミクス 1.0 期（2013 年～2017 年前半）と比べて、今後はマクロレベルからミクロレベルにおける投資対象の選別がパフォーマンスの決定要因として一段と重要になると予想されます。

本資料は、ラサール不動産投資顧問株式会社及びその関係会社(以下「LaSalle」といいます)が、本資料の受領者への情報提供のみを唯一の目的として作成したものであり、証券・金融商品に係る売買若しくはその申込みの推奨又は勧誘を目的としたものではありません。従い、本資料は、本資料の受領者の金融商品取引に関する知識・経験、資産状況、取引目的、意向、実情等を勘案して作成されたものではありません。

本資料において言及される証券、金融商品その他の取引機会は、本資料の受領者によっては適切でないものとなる可能性があります。また、本資料は法律、税務、会計又は取引に関するアドバイスを提供することを目的としたものではありません。本資料において言及される証券、金融商品その他の取引機会について投資、売買その他の取引を検討する際には、法律、税務、会計、投資等に関する専門家にご相談の上、独自に取引に関する判断を行ってください。

本資料には、主観的な見解、見通し、評価、判断、分析等が含まれている場合があります。本資料の記載事項に関する正確性、完全性及び信頼性について、客観的な検証は行われておりません。LaSalleは、本資料の記載事項の正確性、完全性及び信頼性について、明示的にも黙示的にも、一切表明又は保証せず、何ら責任を負いません。本資料中の情報、見解、見通し、評価、判断、分析その他の記載(以下、総称して「情報等」といいます)は、時間の経過や金融市場・経済環境の変化等により陳腐化する可能性があり、また、予告なく変更されることがありますが、LaSalleは本資料中の情報等を更新し、又は訂正する義務を負うものではありません。本資料中の情報等は、前提となる条件、基準の違い等により、LaSalleの関係会社等によって表明される意見、見解、見通し、評価、判断、分析等と一致しない可能性があります。

本資料には、将来の出来事等に関する予測や見通し(収益、支出、純利益、株価の予測を含む)等が含まれますが、LaSalleは、これらの予測・見通し等が正確であること又はこれらが実現することを保証するものではありません。

過去のパフォーマンスは将来の結果を示唆するとは限りません。また、証券、金融商品その他の取引機会に関する価格、価値、収益は、金利、外国為替、経済環境等の変化にともない、変動します。実際の結果が予測・見通し等と異なった場合、その差異が重大な損失につながる可能性もあることにご留意ください。

LaSalle、その役職員、従業者及び代理人は、本資料を利用したこと又は本資料に依拠したことに起因するいかなる結果についても、一切責任を負いません。

Copyright © Jones Lang LaSalle IP, Inc. 2018. All rights reserved. 本資料の著作権はJones Lang LaSalle IP, Inc.に帰属します。Jones Lang LaSalle IP, Inc. 又はLaSalleの、書面による事前の明示的な承諾のない限り、本資料の全部若しくは一部を複製若しくは変更し、又は第三者に配布し、交付し、若しくは転送することを禁じます。