

日銀の今年最大の注目点は、異次元緩和策の見直しと黒田総裁の再任

日銀は1月22、23両日の金融政策決定会合で、現行の金融政策「**長短金利操作付き量的・質的金融緩和(QQE+YCC)**」の現状維持を賛成多数で決定した。

ちなみに日銀は一昨年2月以降現在もマイナス金利政策を続けているので、厳密に言えば「**長短金利操作およびマイナス金利付き量的・質的金融緩和**」が正しい政策名称ということになる。

主な政策骨子を改めて確認しておく。

《長短金利操作 YCC (イールドカーブ・コントロール)》

- ① 短期金利: 日銀当座預金の一部残高にマイナス0.1%のマイナス金利を課す。
- ② 長期金利: 10年物国債利回りがゼロ%程度で推移するように長期国債の買入れを行う。買入れ額は概ね現状程度の買入れペースである年間約80兆円(保有残高年間増加額)程度を目処とする。

《資産買入れ QQE》

- ① ETF (上場投資信託): 保有残高が年間6兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。
- ② J-REIT (不動産投資信託): 保有残高が年間900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。
- ③ CP (コマーシャルペーパー) 等、社債等: それぞれ2.2兆円、3.2兆円の残高まで買い入れた後にその残高を維持する。

黒田総裁は会見で「現在の強力な金融緩和を粘り強く続けることが日本経済にとって必要」として、市場にくすぶる「**早期のテーパリング(Tapering 量的金融緩和の縮小)**

観測」を強く牽制したが、政策決定会合では、審議委員の一部から現行の異次元緩和策の「**副作用**」を懸念する声や、「**金利水準の調整**」の提案等、政策見直しを示唆する意見が出されたことがわかっている。

取り分け黒田総裁自身が、昨年11月にスイスのチューリッヒ大学における講演で「**リバーサル・レート**」の議論として、「金利を下げすぎると、**預貸金利鞘の縮小**を通じて銀行部門の自己資本制約がタイト化し、金融仲介機能が阻害されるため、かえって金融緩和の効果が反転する可能性がある」と述べたことが、**マイナス金利見直し**の布石と市場に受け止められている。

市場は今年日銀が**米国・欧州に続いてテーパリングに踏み切るのか、テーパリングに続いて米国並みの利上げモードに移行するのか**といった政策変更と、**黒田総裁の後任人事**に注目している。

今のところ市場の声は「**黒田の次も黒田**」が圧倒的に多いというが、本当に異例の再任となるのかどうか。

米国REITは好調を維持

2017年の米国REITのパフォーマンスは堅調に推移し、*FTSE NAREIT* 全REIT指数の総合利回りは16年とほぼ同じ水準の9.3%と良好だった。全エクイティREITの総合利回りが8.7%だったのに比べて、**モーゲージREIT**のそれは19.8%と高く、セクター別では住宅モーゲージが23.3%と好パフォーマンスを演じた(一方の商業モーゲージは9.1%)。

エクイティREITのサブセクター別の総合利回りでは、次のように準主力セクターの好パフォーマンスが目立った。

インフラ (Infrastructure) 35.4%
データセンター (Data centers) 28.4%
プレハブ住宅 (Manufactured home) 21.9%
森林 (Timber) 21.9%
産業施設 (Industrial) 20.6%
一戸建住宅 (Single-family home) 17.5%
特殊用途設備 (Specialty) 13.2%

一方で主要セクターでは、オフィス5.2%、住宅6.6%、ホテル7.2%、ヘルスケア0.8%等冴えない動きが目立ち、商業施設にいたっては▼4.8%と最低のパフォーマンスとなった。

もっとも、堅調に見える米国REIT市場だが、昨年は史上最高値を更新した株式市場のパフォーマンスには遠く及ばなかった。S&P500の総合利回りは21.8%に達し、セクター別ではIT部門の総合利回りが38.8%と突出した実績を残した。

一方、中長期投資家にとって重要な投資尺度となる配当利回りでは、S&P500の1.9%に対してエクイティREITは3.9%と大きく差をつけた。また、住宅モーゲージREIT(10.6%)、特殊用途設備(6.2%)、ホテル、ヘルスケア(各6%内外)といった高配当セクターは昨年も健在だった。

最後にFTSE EPRA NAREITグローバル不動産指数によれば、昨年のグローバルREITの総合利回りは15%(配当利回り6.4%)となり、エリア別では欧州28.8%、アジア/太平洋26.8%、中東/アフリカ18.5%、北米4.9%という結果となった。

今年のREITに反転は望めるか

昨年は終始冴えない動きだったJ-REIT相場が年初から堅調に推移している。東証REIT指数は年初から5日続伸して、

1月11日に1694ポイントと約4カ月ぶりの高値を付けた後、1月24日には1768(プラス6%)と昨年4月以来の高値を付けている。

相場反転の理由は、昨年来相場を押し下げてきた「毎月分配型のREIT投信」からの資金流出がピーク時に比べて減少しているからだと思われる。

昨年はJ-REITにとってまさに厄年だった。東証REIT指数は年初から右肩下がりが続き、11月には1603(▼14%)と年初来安値を付け、その後も冴えない動きが続いた(年間では▼11%)。

J-REITにとって市場環境は申し分ないはずだった。裏付けとなる不動産市場が堅調なうえに、金利は長短ともゼロ近辺でコントロールされ、さらにARES(不動産証券化協会)の調べでは、有利子負債比率(LTV)は45%と控えめで、NAV倍率(投資口価格/1口当り純資産価値)もほぼ1倍程度と過熱感もなかった。

そうすると、唯一の誤算は金融庁による毎月分配型投信の撲滅運動の煽りをJ-REITが一身に受けたことか。投資部門別で見ると、投資信託のシェアは約36%と外人投資家のシェア(約25%)を大きく上回り、その影響力の大きさは計り知れない。

もっとも、年初からの市場の反応を見るかぎり、国内REIT投信の資金流出→投信のREIT購入減少→REITのパフォーマンス悪化→さらなる投信の資金流出という悪循環は断ち切れたようだ。

日経平均株価は好調な企業業績を反映して1月に26年ぶりの高値を更新したばかり。J-REITも株に続き反転の狼煙を上げられるか。(文：井出保夫)

首都圏物流不動産キャップレートウォッチ

* 首都圏物流不動産のキャップレートはJREITの評価に示される通り、10bpts~20bpts低下の傾向にある。

REIT保有物流施設のCAP推移（1都3県所在物件対象）

県名	プロジスCAP				ユナイテッドアーバンCAP				野村不動産マスターファンドCAP			
	所在	前回 (2017/5)	今回 (2017/11)	差異	所在	前回 (2017/5)	今回 (2017/11)	差異	所在	前回 (2017/2)	今回 (2017/8)	差異
千葉	市川	4.10%	4.00%	-0.10%	新習志野	4.70%	4.70%	0.00%	浦安	4.10%	4.00%	-0.10%
	船橋5	4.30%	4.20%	-0.10%	新習志野2	4.80%	4.80%	0.00%	船橋	4.80%	4.80%	0.00%
	成田1-A&B	5.10%	4.90%	-0.20%								
	成田1-C	5.10%	4.90%	-0.20%								
	習志野4	4.30%	4.20%	-0.10%								
	成田3	4.90%	4.70%	-0.20%								
	習志野5	4.40%	4.30%	-0.10%								
神奈川	座間	4.40%	4.30%	-0.10%	東扇島	4.70%	4.70%	0.00%	厚木	4.50%	4.40%	-0.10%
	座間2	4.40%	4.30%	-0.10%					相模原田名	4.70%	4.70%	0.00%
	横浜鶴見	4.30%	4.20%	-0.10%					相模原大野台	4.80%	4.70%	-0.10%
	海老名	4.40%	4.30%	-0.10%					厚木南	4.60%	4.50%	-0.10%
									厚木南II	4.60%	4.50%	-0.10%
埼玉	川島	4.70%	4.60%	-0.10%	川越物流	4.60%	4.50%	-0.10%	川越	4.80%	4.70%	-0.10%
	川島2	4.80%	4.60%	-0.20%					春日部	4.70%	4.70%	0.00%
	北本	4.80%	4.70%	-0.10%					羽生	5.20%	5.10%	-0.10%
									川口I	4.70%	4.60%	-0.10%
									川口A棟	4.90%	4.80%	-0.10%
									川口領家	4.50%	4.40%	-0.10%
東京	東京大田	3.90%	3.80%	-0.10%					板橋	4.30%	4.20%	-0.10%
	東京新木場	3.90%	3.80%	-0.10%					八王子	4.70%	4.60%	-0.10%
県名	産業ファンドCAP				GLPCAP				日本ロジステックスCAP			
	所在	前回 (2017/1)	今回 (2017/7)	差異	所在	前回 (2017/2)	今回 (2017/8)	差異	所在	前回 (2017/1)	今回 (2017/7)	差異
千葉	野田	4.70%	4.60%	-0.10%	富里	4.80%	4.70%	-0.10%	船橋	4.50%	4.40%	-0.10%
	習志野	5.00%	4.90%	-0.10%	習志野II	4.80%	4.70%	-0.10%	浦安千鳥	4.20%	4.10%	-0.10%
	柏	5.30%	5.20%	-0.10%	船橋	4.70%	4.60%	-0.10%	船橋西浦	4.40%	4.30%	-0.10%
					船橋III	4.30%	4.20%	-0.10%	習志野	4.60%	4.50%	-0.10%
					袖ヶ浦	4.80%	4.70%	-0.10%	八千代	4.70%	4.60%	-0.10%
					浦安III	4.10%	4.00%	-0.10%	八千代II	4.70%	4.60%	-0.10%
					習志野	4.60%	4.60%	0.00%	浦安千鳥II	4.30%	4.20%	-0.10%
					松戸	4.70%	4.60%	-0.10%	市川	4.30%	4.20%	-0.10%
					市川塩浜	4.40%	4.20%	-0.20%	習志野II	4.50%	4.40%	-0.10%
									市川II	4.30%	4.10%	-0.20%
									柏	4.90%	4.80%	-0.10%
									千葉北	5.20%	5.10%	-0.10%
									千葉北II	4.80%	4.70%	-0.10%
								浦安千鳥III	4.70%	4.60%	-0.10%	
神奈川	厚木	5.20%	4.80%	-0.40%	東扇島	4.20%	4.20%	0.00%	平塚	5.20%	5.10%	-0.10%
	厚木II	4.90%	4.80%	-0.10%	厚木II	4.40%	4.30%	-0.10%	川崎	4.50%	4.40%	-0.10%
	横浜都筑	4.70%	4.60%	-0.10%					横浜福浦	4.70%	4.60%	-0.10%
	厚木III	5.10%	5.00%	-0.10%					新子安	4.40%	4.30%	-0.10%
									相模原	4.90%	4.80%	-0.10%
								座間	4.70%	4.60%	-0.10%	
埼玉	越谷	5.00%	4.90%	-0.10%	加須	4.70%	4.60%	-0.10%	草加	4.30%	4.10%	-0.20%
	さいたま	5.20%	5.10%	-0.10%	深谷	4.90%	4.80%	-0.10%	三郷	4.70%	4.60%	-0.10%
	川口	4.70%	4.60%	-0.10%	杉戸II	4.30%	4.20%	-0.10%	羽生	5.20%	5.20%	0.00%
	三郷	4.60%	4.50%	-0.10%	岩槻	4.30%	4.20%	-0.10%	埼玉騎西	5.00%	5.00%	0.00%
	入間	5.20%	5.10%	-0.10%	春日部	4.50%	4.40%	-0.10%	加須	4.70%	4.60%	-0.10%
					越谷II	4.20%	4.10%	-0.10%				
					三郷	4.20%	4.10%	-0.10%				
					桶川	4.90%	4.80%	-0.10%				
					杉戸	4.40%	4.30%	-0.10%				
				吉見	5.00%	4.90%	-0.10%					
東京	東雲	4.40%	4.30%	-0.10%	東京	3.80%	3.70%	-0.10%	新木場	4.40%	4.30%	-0.10%
	新砂	4.20%	4.10%	-0.10%	昭島	4.40%	4.30%	-0.10%	東雲	4.20%	4.10%	-0.10%
	羽村	4.80%	4.70%	-0.10%	辰巳	3.90%	3.80%	-0.10%	辰巳	4.00%	3.90%	-0.10%
					羽村	4.60%	4.50%	-0.10%	武蔵村山	4.50%	4.40%	-0.10%
					辰巳IIa	3.90%	3.80%	-0.10%	新木場II	4.70%	4.60%	-0.10%
					東京II	4.00%	3.90%	-0.10%				
					新木場	4.00%	3.90%	-0.10%				