

緩和恩恵の海外 REIT、円換算でも底堅さ

2019/6/10

カネ余りと低金利対策の受け皿、対不動産で銀行株割安も

世界的な中銀の緩和回帰が追い風となってきた海外 REIT（不動産投信）だが、日本勢から見た円換算でも底堅さが示されている。グローバルなカネ余りや国債金利低下を受けた運用難の受け皿となっているほか、貿易摩擦や世界減速の相対的な打撃に限られる逃避先になってきた。日本でも REIT や不動産関連株は打たれ強さが注目される一方、同じ内需株である銀行株は深刻な低迷を受けて、対 REIT や不動産株との相対比較では過去下限ゾーンへと割安感や出遅れ感が強まっている。

先進国物価は現状安定、その中の緩和は資産支援

「人生 100 年時代を見据え、『95 歳まで生きるには、金融資産 2000 万円が必要』という試算を示して批判を浴びている金融庁の報告書（高齢社会における資産形成・管理報告書）だが、政府の政策課題として、長期スパンでの（株価・不動産・住宅などの）資産価格安定化が重要性を増していることは間違いない」――。

ある内閣府の経済財政担当者はこのような指摘を行う。すでに今年 1 月に開催された安倍政権の経済財政諮問会議では、今年の政権課題として「全世代型社会保障の推進」が明示され、「長生きがリスクにならない、人生 100 年時代の安心の充実」が優先項目に盛り込まれた。具体策として、「リバースモーゲージを活用した生涯保障型個人年金保険の整備」などが提案されている。

本格的に人生 100 年時代を政権与党が国策サポートしていくとなれば、年金財源の安定確保といった社会保障の制度改革のみならず、公的・個人年金や老後向けの資産確保を含めて、「100 年時代に対応した資産形成の政策支援」は重要性を増していく。短期的には来年・東京五輪後の不動産「反動下落対策」（同）も政策課題となってきた。

一方で現在の内外金融市場では、消去法的に REIT（不動産投信）や不動産株などが打たれ強さを示している。6 月以降は米利下げ観測などもあり、世界的な中銀の緩和回帰や規模限定の流動性相場期待が支援材料になってきた。その他のプラス材料としては、1) 世界的な投資先難とカネ余りの受け皿化、2) 各国の国債金利低下を受けた運用難の補完先、3) 貿易摩擦や世界減速の相対的な打撃に限られる避難先――といった要因がある。米国の住宅減速とは別次元で、バーチャルな不動産関連の金融資産に余剰マネーがシフトされている。

日本の投資家は現在、円高・ドル安の圧力に見舞

われているが、為替差損を凌駕する形で円換算でも底堅さを保っている海外 REIT は少なくない。例えば S&P500 の業種別株価指数（ブルームバーグ算出）によると、米株安・円高に見舞われた 6 日までの直近 1 カ月間リターンでは、「円換算ベース」でヘルスケア REIT が +3.42%、専門 REIT が +2.84%、住宅用 REIT が +1.46% などとプラス化を保っている。

同じ円換算では S&P500 総合が -5.32%、日経平均株価が -4.74% となっており、消去法的ながらも不動産関連の底堅さが目立つ。ドルベースでも MSCI 先進国株指数の業種別では、REIT 指数が過去最高値を突破してきた。その他の米国の主要 REIT 指数も高値更新が散見されており、バブル過熱が警戒されながらも、テクニカル面で上値余地の広がりが注目されやすい。

現在は世界的に景気深押しが警戒されながら、物価環境はまだ本格的なデフレ圧力が尚早であることも不動産を下支えしている。OECD 公表の先進国 CPI（消費者物価指数）は、加盟国総計ベースが最新 4 月に前年比 +2.5% となった。原油反発の影響が大きいとはいえ、3 月の +2.3% や 1-2 月の +2.1% からは上昇となっている。

前回の世界減速局面である 2015 年には、+0.5% にまでデフレ圧力が激化した。FRB が前回利下げを開始した 2007 年についても、+1.9% へと先進国の物価は低下している。ひるがえって現在は不動産にポジティブなマイルドなインフレ環境が維持されながら、米国などで金融緩和観測が高まってきた。長期金利の低下と実質金利の上昇抑制（金利低下で物価は下げ渋り）とあいまって、不動産の下支え要因となりやすい。

FRB の資産圧縮が終了へ、資産価格を下支え

しかも米国では利下げ観測だけでなく FRB は今年 3 月、バランスシート縮小について今年 5 月から資産圧縮ペースを緩やかにし、9 月末には完全に圧縮を停止すると発表した。こうした流動性引き締め的一段落もまた、不動産などの資産価格には下支え要因となっていく。

FRB の週間マネタリーベース残高については、52 週前比（前年比）ベースで昨年 3 月のマイナス転換以降、昨年 11 月には -11% から -12% にまで資産圧縮が加速された。それが昨年後半の株価を含めた資産価格急落の一因となっている。しかし、今年 2 月の -13% をボトムに急減ペースが鈍化。最新 6 月 5 日週には、-11% とマイナス幅が縮小している。先

行き 9 月末以降には一段のマイナス幅縮小が見込まれ、米国内外の不動産関連資産は連動した底上げが期待されやすい。

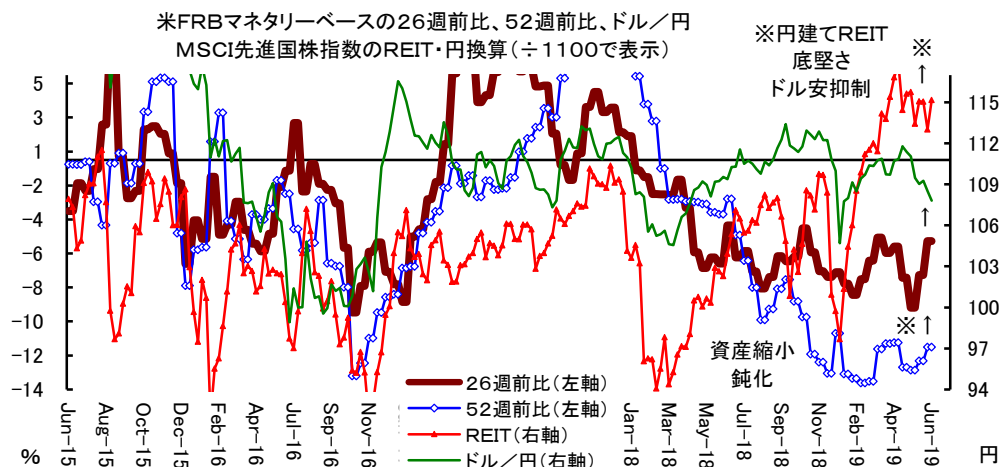
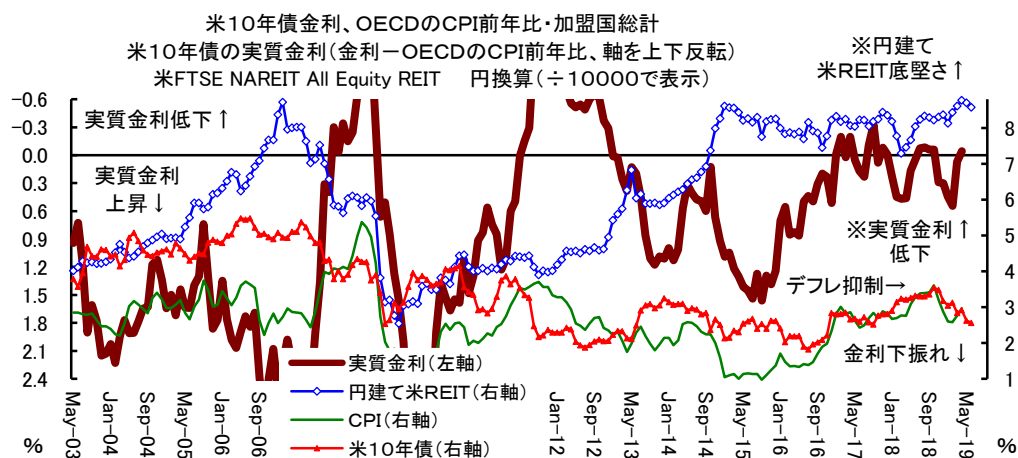
同時にFRBが量的緩和を開始した2008年以降、FRBのバランスシート増減は米国投資家のリスクテイク姿勢や投資心理に間接的な影響を及ぼしてきた。米株式投資家の不安心理の度合いを示すシカゴ・オプション取引所（CBOE）のボラティリティー・インデックス（VIX 指数）では、マネタリーベースの52週前比や26週前比（半年前比）などの変化率が、増加となればリスク選好でVIX低下、減少となればリスク回避でVIX上昇という相関性が観測されている。

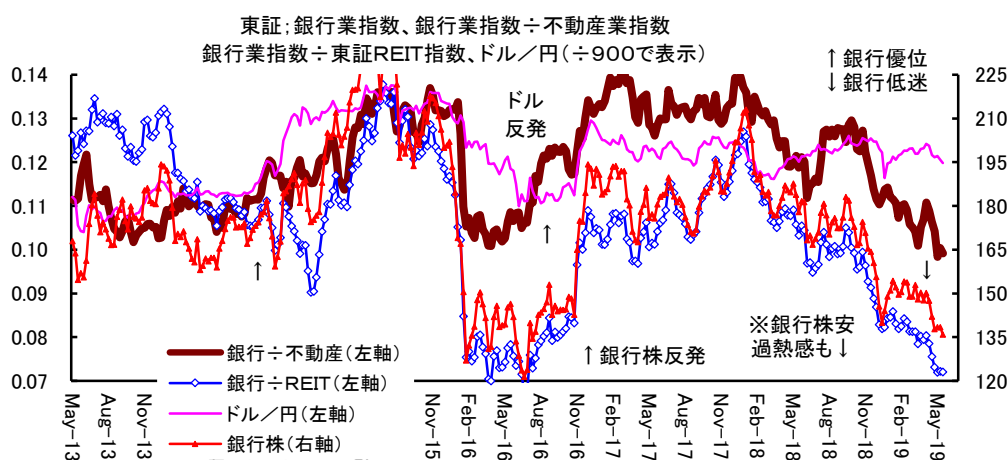
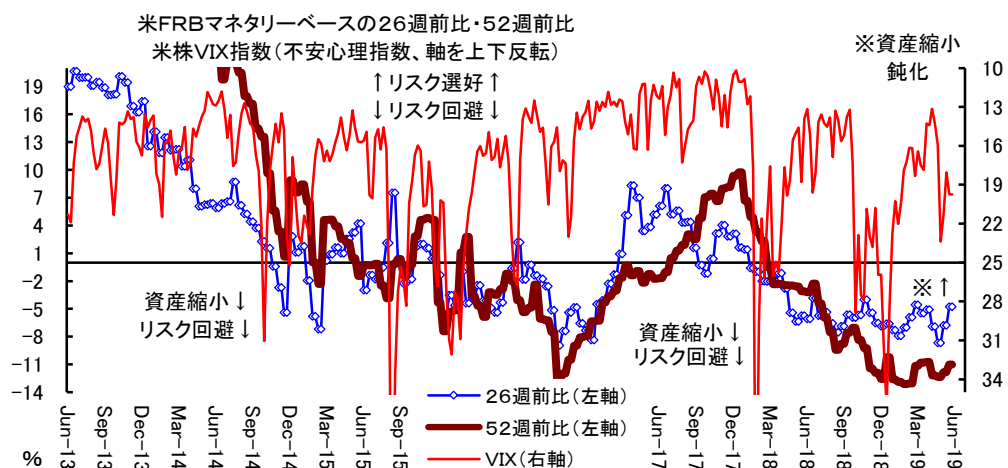
昨年後半にかけては、まさにマネタリーベースの急減に連動してVIXは急上昇となった。その点で今後の9月以降に向けては、短期的なVIX上昇局面があっても、量的引き締め終焉というバッファが一本調子のリスク回避の歯止め要因となりやすい。少なくとも2014年10月の量的緩和終了から現段階までに比べると、下押しショックの緩衝材となる。

日本でも REIT や不動産関連株は打たれ強さが注目される一方、同じ内需株である銀行株は深刻な低迷が続いている。足元では世界的な利下げ再開や、日銀による緩和強化の思惑などもダメ押し的な逆風になってきた。しかし、銀行の融資担保にも関係する不動産関連資産が底上げされ、国内でデフレ圧力が緩和されると、銀行株には「下げ渋りと底割れ回避」や「一旦の割安物色」の追い風も受ける。

すでに東証・銀行株指数を不動産業指数で割った相対倍率（銀行業÷不動産業）は、週間の安値比較で6月7日週に0.0099となった。直近最低である2016年4月や2013年4月の0.101を下回り、過去下限ゾーンへの銀行株劣勢となっている。同じく「銀行業÷東証REIT」についても、過去最低である2016年7月以来の低水準となってきた。過去実績では割安感や出遅れ感が高まっている。

すでに銀行株にはPBR（株価純資産倍率）が解散価値の1を大きく割り込んできた銘柄も散見されており、一旦の売られ過ぎ修正が注視されそうだ。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。