

不動産価格、コロナ逆風下で下げ渋り

カネ余り・移転分散・正常化期待など、関連株に上値余地

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2021/2/26 (金)

日銀の企業向けサービス価格指数では、最新1月にコロナ逆風下で不動産関連価格が下げ渋りとなってきた。事務所賃貸は前年比+3.0%とプラス幅縮小ながらも14カ月連続で+3%台を維持したほか、地域別では東京圏の低迷に対して、名古屋圏、大阪圏、その他地域が打たれ強さを示している。内外でのカネ余り余波や株高を受けた資金余裕とマインド改善、コロナ対策での移転・分散化需要、コロナワクチンによる先行き正常化期待などによるもので、出遅れてきた不動産関連株やREIT（不動産投信）には上値余地がある。

事務所賃貸、東京低迷も他都市は打たれ強さ

「横浜ビジネス地区の1月時点の平均空室率は、2カ月連続で低下した（改善方向）。1月は解約の影響も出ていたものの、大型空室の募集中止があったことや、拠点の統合や分室の開設などによる中小規模の成約が見られた。平均賃料も40カ月連続の上昇となっている」――。

オフィス仲介の三鬼商事は、1月の空室率調査でこのような解説を行っている。全体的には感染被害の大きい東京地区で空室率が11カ月連続の上昇となるなど、コロナ打撃による市況悪化が続いたままだ。

それでも地域別では、横浜だけでなく、「名古屋ビジネス地区の空室率は9カ月ぶりに小幅に低下。新築の大型ビルが高稼働で竣工したほか、既存ビルでは縮小や撤退に伴う解約の動きが出ていたものの、建物の閉館予定による大型空室の募集中止や、ビジネス地区外からの移転などの成約が見られた」、「福岡ビジネス地区の空室率は上昇が続いているが、1月は小幅な上昇に。既存ビルでは拡張移転や分室の開設などによる成約の動きが見られたことや、解約の影響が少なかった」といった、打たれ強さが示されている。

その中で日銀の企業向けサービス価格指数（消費税を除く）では、最新1月に事務所賃貸が前年比+3.0%となった。前月の+3.4%からプラス幅縮小となっているが、直近最高である昨年10月の+3.8%からの下落は下げ渋りとなっている。昨年からのコロナ打撃下でも、実に1993年以来という「14カ月連続での+3%台」を維持させた。

地域別では東京圏が+2.6%と全体平均を下回り、2019年4月以来の低水準となる低迷が続いた。一方で他の都市部では三鬼商事の空室率と同様、東京以外で打たれ強さが見られている。大阪圏は+4.7%と、3カ月連続で同水準での高止まりとなった。名

古屋圏は+3.7%と、前月の+3.5%から上昇。その他地域は+2.7%と、昨年9月以降は+2.7%から+2.8%で横這いの安定化となっている。

先行きコロナ打撃などの長期化リスクは残るものの、現状段階での下げ渋りの背景としては、内外でのカネ余り余波や海外勢などによる安値拾い需要（米国や中国などとの比較での割安感）、株高を受けた資金余裕とマインド改善、コロナ対策による移転・分散化需要（東京一極集中の是正など）、コロナワクチンによる先行き経済の正常化期待などが影響している。

とくに株高影響については過去実績として、「同じリスク資産である株価が先行上昇したあと、不動産市場は1年から1年半のタイムラグで遅行改善する」という循環が観測されてきた。日本株市場では出遅れてきた不動産関連株やREIT（不動産投信）について、出遅れ修正と上値余地の残存が注視されやすい。

REITに関しては、引き続き在宅勤務の定着やネット通販（非店舗）の拡大などが重石となる。一方で組み入れ不動産の質と内容によっては、1) 内外での超低金利の長期化に対する配当利回りの高さ、2) 内外での超金融緩和継続に伴う国債・貨幣の価値希薄化やインフレに対するヘッジ需要、3) コロナ共存社会における物流センター・倉庫・データセンターなどの個別不動産需要――などがプラス要因となる。

賃貸価格前年比リターン、金利上回る純ザヤ堅持

超低金利との相対見合いでいえば、賃貸価格は日銀の長期金利押し下げ努力もあって、前年比の変化率（リターン率）が10年債金利を上回る「純ザヤ」好環境が維持されたままだ。コロナ危機から約1年が経過した今年1月に10年債金利は上昇となったが、それでも月間最高は0.058%にとどまっている。直近最高である昨年7-8月の0.061%や、リーマン・ショック1年後である2009年9月の1.373%を大きく下回っている。

結果、1月は日銀サービス価格指数「事務所賃貸」前年比が+3.0%に対し、10年債金利は0.058%となったことで、双方の格差は+2.9%の賃貸優位となっている。同格差は昨年5月の+3.7%をピークに縮小しているが、それでも2019年5月からは+3%前後の純ザヤを堅持させたままだ。1980年代後半のバブル期を含め、過去に例のない「純ザヤ・プラス幅」の長期定着となっている。こうした資産デフレの抑止は未曾有のコロナ打撃下であって、底流部分でデ

フレ・円高の再現阻止や、約 30 年ぶりの日本株高値をサポートしている。

なお、東証・不動産業指数は 2 月からの出遅れ修正的な上昇もあり、月足テクニカルでは 2 月から重要節目ラインである 24 カ月（2 年）移動平均線 1338 前後を上抜け突破してきた（22 日終値は 1426）。同時に長期のトレンド方向を示す 24 カ月平均線の方角角度は、上向き化へと転換しつつある。

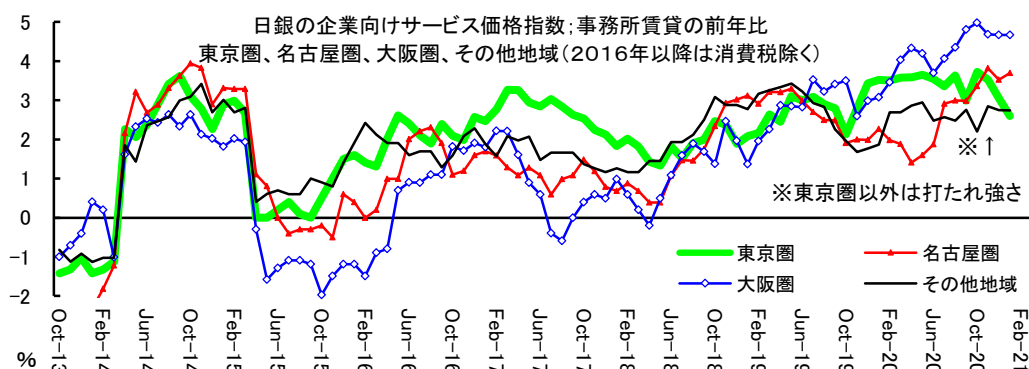
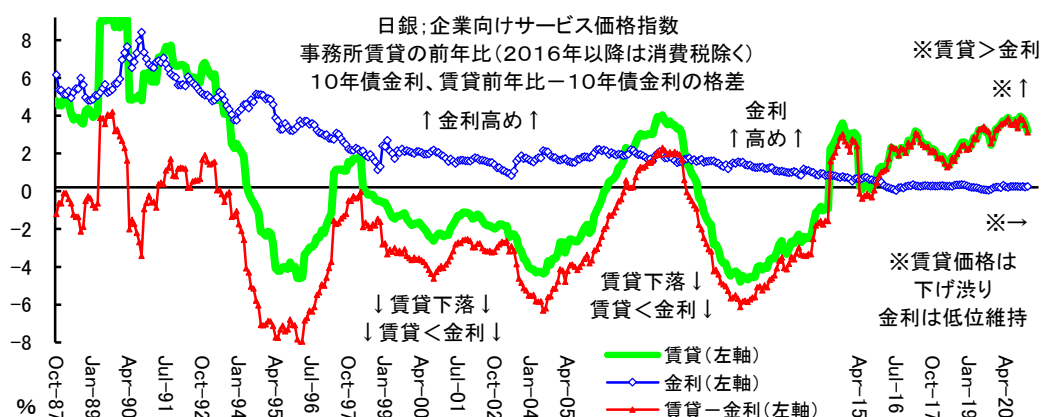
先行き上抜けと上向き化が定着している限り、24 カ月移動平均線を中央値としたボリンジャーバンドでは上値目標としてバンド上限（2 月時点では 1626）方向を試す流れとなりそうだ。過去 50 年超の過去実績として、高確率で実現されてきたテクニカル要因であり、22 日終値からは +14% 超の上値余地が残されている。

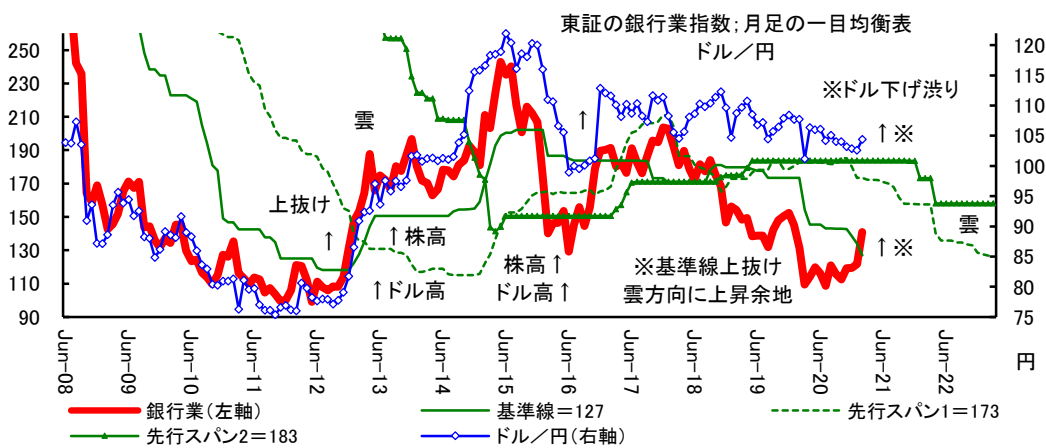
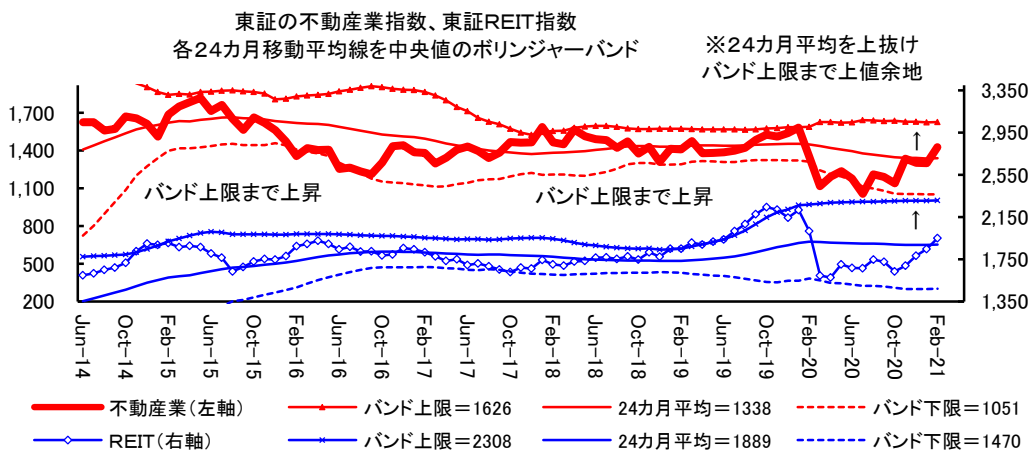
同様に東証 REIT 指数も 2 月からは出遅れ修正などで上昇となり、24 カ月移動平均線 1889 の上抜けと上向き化へと移行してきた（22 日終値は 1949）。こちらも 24 カ月移動平均線を中央値としたボリンジャーバンドによると、過去 16 年実績では 100% に近い確率で、バンド上限（2 月時点では 2308）を目指す可能性がある。22 日終値 1949 からは、+18% 超の上値余地が残存している。

不動産市況の底上げは、銀行株にもプラス要因となるものだ。担保価値の改善や与信リスクの低下、デフレ後退、直接的・間接的な貸出リターンの上昇と損失リスク低下などが好材料となる。すでに東証・銀行業指数は 1 月から米国発の金利上昇などもあって、出遅れ修正の運行上昇へと転じてきた。

22 日終値は 140 となっているが、月足の一目均衡表チャートでは、22 日時点レートで転換線 125 と基準線 127 を同時に上抜け突破している。実に 2018 年 2 月以来の上放れとなってきた。1990 年以降の過去実績として、銀行業指数が現在のように長期低迷となったあと、月足の転換線と基準線を上抜けした場合、100% に近い確率で最低でも先行スパンの雲下限（2 月時点では 173）や雲上限（183）方向に向かう株高モメンタムが点火されている。

同時に日本の銀行株上昇は、為替相場のドル/円でドル安・円高の歯止めやドル反発の材料となりやすい。デフレ・円高の後退やリスク回避の円高緩和、日本企業全体としてのリスク許容度改善による対外証券投資や外国企業の買収拡大、リスク忌避による対外資産の取り崩しと本国回帰（円転）の抑制へと寄与。過去実績として、銀行株とドル/円は密接な連動相関性を有している。





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。