

吉崎誠二の REIT NOW

本連載は、不動産エコノミストの吉崎誠二が JREIT や私募 REIT など、証券化された不動産商品に関する、最近の話題、注目トレンドなどをお伝えするものです。

第 4 回：政策金利の上昇がもたらす JREIT 市場への影響

7月30-31日に開かれた金融政策決定会合で、政策金利が引き上げられました。(7月31日：日銀発表)。政策金利は、それまでの0%~0.1%程度とされていたものが、0.25%となりました。政策金利がこの水準になるのは2008年12月に0.3%だった以来で、約16年ぶりとなります。マイナス金利を解除したのが3月の会合でしたが、今回は追加利上げということになります。

政策金利の利上げにより、預金金利等は上昇する恩恵を受ける一方で、住宅ローン(変動型)の金利(利息分)は増え、企業等による借入金利は上昇します。

また、合わせて、国債買い入れ額を現在の月6兆円程度から2026年1-3月に同3兆円に減らす方針を決定しました。原則として8月から減額を開始し、四半期ごとに4000億円ずつ段階的に減額し、月3兆円にもっていくようです。これにより、日銀は現状600兆円近くある国債保有残高は、買い入れ減額により26年3月までに7-8%ほど減少するようです。この減額決定により、長期金利は上昇する可能性が高くなります。しかし、国債金利が大きく上昇してくれば、「上限を超えた介入もあり得る」としていただきますので、「急に、一気に」という国債金利上昇はないものと思われれます。

(JREIT 市場への影響)

政策金利上昇が決定しましたが、上昇幅が僅かですので、JREIT 市場は、それほど大きな影響はないとおもわれれます。

しかし、理論上は以下のような事が考えられます。

キャップレート(投資家による要求利回り)は、長期国債金利+不動産リスクプレミアムで理論上計算されますので、国債の買い入れ減額による長期国債金利上昇可能性が高まり、キャップレート上昇の可能性があります。そして、キャップレートの上昇は不動産価値(≒投資口価格)の下落を招きます。昨今の JREIT 価格下落の要因は、このことを織り込んでいたものと解釈できます。

次に、利上げに伴い借入金利の上昇つまり支払利息増加の可能性が高まります。支払い利息が増加すれば、分配金の減少可能性があります。現在の JREIT 各銘柄の借入比率(LTV)は40%台の銘柄が多く、平均は45%程度です。JREIT 各銘柄は、政策金利上昇を見越して変動金利の割合を下げ固定金利での借入れを増やしたり、借入期間を短くして金利上昇リスクを軽減させたりしていただきますが、多少影響はあるものと思われれます。

また、先に述べたキャップレート上昇可能性は、収益還元法に基づいて鑑定される不動産価格の下落につながる可能性があります。収益還元法では、分子が NOI で分母は利回りで計算しますが、分母だけ上昇すれば価格は下がり、その結果 NAV が下がり、投資口価格が横ばいなら NAV 倍率も下落します。

しかし、利上げ局面は物価上昇期ということですから、賃料上昇可能性が高まりますので、NOI も上昇する可能性が高まりますので、時差はあったとしても影響は限定的でしょう。

（政策金利上昇から 2 週間の株価と JREIT の動き）

本原稿の執筆は 8 月 14 日ですが、JREIT 全体の動きを示す東証 REIT 指数は 1730 前後で推移、日経平均は 36400 円台で推移しています。このところの動きをみれば、政策金利上昇発表直前の 7 月 31 日の東証 REIT 指数は 1711.25 ポイント、日経平均は 38525 円。そして日経平均が記録的な下げ（終値：31458 円）となった 8 月 5 日の東証 REIT 指数は、1618.96 ポイントでした。

8 月 14 日までをみれば、JREIT 指数は金利上昇前よりも高くなっており、株価はまだ戻していない、という状況です。

（JREIT 市場の 9 月末までの見通し）

このところの値動きの大きい株価に対する警戒感から、JREIT への資金流入（そして価格の上昇）の可能性はあるでしょう。

加えて今後、JREIT 市況に大きな影響があるのは米国債金利とされます。米国債金利が下がれば、その資金が JREIT 市場に流れる可能性があります。

米国債（10 年物）金利は、24 年年初から 4%を超える利回りでしたが、徐々に下げ基調にあり 14 日時点では 3.8%台で推移しています。9 月の FOMC での利下げの影響がどれくらいあるかは分かりませんが、大きく下がることはないと思われます。

（利上げがもたらす好循環と家賃など賃料上昇可能性）

「安定的・持続的な 2%程度の物価上昇を実現する」ということから、「金融の「緩和状況」を調整する（つまり、緩和状況を徐々に戻す）」という声明を日銀は発表しています。

日銀による今回の利上げの判断材料として、「2%以上の安定した物価上昇見通し」が見えてきたことと、最後まで懸念材料として残っていたのが賃金の動向が、好転していることが要因であると思われます。24 年の春闘では賃金上昇率（ベアと定期昇給合計）が 5%を超え、中小企業においても 4%を超えている状況ですが、実質賃金は 2%台後半の物価上昇が続いていることもあり、まだプラスとなっていませんが、秋以降はプラスとなると思われます。

すでに物価上昇は顕著であり、このあと賃金上昇が顕著となれば、すでに上昇傾向の家

賃が、もう一段上昇する可能性が高まります。「家賃は物価上昇に送れて上昇する」ことはよく知られたことです。また、賃金が上がれば、家賃に回すお金が増え、家賃上昇に耐えうる状況となり、好循環が生まれます。こうした傾向はレジ系の JREIT 銘柄には好材料となります。

また、全国民の総額で 1100 兆円を超えるとされている現預金に対しての利息が増えることとなりますので、これも好循環となるでしょう。また、日銀の利上げにより円高が進むと思われませんが、このあとの米国 FRB の金融政策（利下げ）によりさらに円高基調へ動くかもしれません。仮に、円高基調が続けば、輸入原材料などのコストは減少し、コストプッシュ型の物価上昇にはブレーキがかかるかもしれません。