

〔第 76 回講演会〕

## Jリートの上場とテロ後の米国の動向について

明海大学不動産学部教授

川口 有一郎

皆様こんにちは、川口でございます。

本日は、雨の中お集まりいただきまして、また、本日は講師としてお招きいただきまして、非常に光栄に存じます。

今日は、Jリートの上場とテロ後の米国の動向について、お手元の資料の内容をスライドを使いながらお話をさせていただきたいと思います。

### ●はじめにー土地月間にまつわる個人的な体験ー

内容に入ります前に、今回の国土交通省の「国際土地政策フォーラム」が都市再生手法の展開ということで、非常にタイムリーなトピックで私自身も興味を持っております。今日のお話でもロンドンのドックランドの例を少しご紹介させていただきたいと思います。私自身は大学におりまして、実務の経験はないのですけれども、学者の役割は予測をすることだとおっしゃった方がいらっしゃいましたが、私自身、学者の社会的な役割というのは、どんどん予測をしながら、それが有効な情報であれば世に出していくことだと思っております。それを基本的な活動の中心に置いているわけです。ただ、私ども大学の方ではあまりスタッフもおりませんし、データもございませんので、民間の研究機関の方に比べると、私どもの見通しは実務の方にはフィットしないピンとこないかもしれません。また、最近いろいろなところへ招かれる機会が多くなったのですけれども、見通しが厳しすぎるということで批判もあり、逆にだんだんもう講演会はやめようかなという気持ちになっております（笑）。

国土交通省の土地月間に関連して、熊本県の鑑定士協会の方に招かれ、そこで、今後不動産ビジネスがどのように変わっていくかという私見を披露させていただきました。ご存じのように、熊本のようなところでJリートができるかといいますと、おそらく住宅系で1つは出てくるのだと思うのですけれども、その程度でございます。やはり、地方都市で不動産の証券化というのは、まだ非常にほど遠いという状況の中で、証券化の話をしてあまり参考にならないと思ったのですが、せっかくの機会を頂きましたのでお伺いしまし

た。

その中で申し上げたことは、土地にしましても不動産にしましても、「投資」、インベ  
ストメントという概念が基礎をなすというふうにマーケットは変わっていく。その一つのリ  
ーディング商品と申しますか、ビジネスが証券化である。投資という概念は、実は私の理  
解では、ポートフォリオ理論であるとか、あるいはオプションの理論であるとか、198  
5年ぐらいから、そういうことを金融機関の方が勉強なさって、それから大体15年ぐら  
いの歴史がございますので、銀行の経営者の方はそういう金融のファイナンスの理論とい  
う枠組みを背景としながら、日本で金融のビジネスをおやりになっている。

ところが、不動産につきましては、昨年11月に不動産金融工学を金融のグループの人  
と、不動産のグループの人と立ち上げたわけですけれども、私がこういうお話をさせてい  
ただきますと、今もって偏見と申しますか、おまえは大体どこの味方だとかいうようなこ  
とを言われまして、金融と不動産には非常に大きな隔たりがあると。その隔たりというの  
は文化の違いでもあろうと思うのですけれども、一つには、金融の方では1985年にそ  
ういう勉強が日本の方でなされたのにもかかわらず、1985年当時の不動産の研究や論  
文を見ますと、そういったものがほとんどない。経済学者の人も、一部そういうものを使  
って土地と住宅の経済学みたいなことをお書きになられているのですけれども、非常に初  
歩的な内容で、グローバルスタンダードからしますと、非常に隔たりがあるというところ  
に一つ大きな文化の違いというのがあるかと思えます。

そういうお話を熊本でさせていただいたところ、聴衆の方へのアンケートでは、「聞いて  
よかった」というアンケートの結果を見ましてほっとしました。その後、東京に帰ってき  
まして、ある不動産業者の集まりで同じような話をさせていただいたのですけれども、結  
果は全く逆で、非常に怒られたと申しますか……。証券化ビジネスが拡大し、投資とい  
う概念が定着していきますと、この都市再生のやり方とか、あるいは不動産のビジネスそ  
のものが大きく変わっていくということが予測されます。例えば、不動産の仲介業者の方  
で宅建取引主任者は、コンサルタント試験とかいうのがあると聞いていますけれども、そ  
ういったものをいわゆる「エージェント」として変わっていくとか、今回初めての試験が  
実施されるマンション管理士というのも、実はエステート・マネジメントとかプロパティ・  
マネージメントという、そういう職種として位置づけられていくと思うのですけれども、  
なかなかその業界の方には、従来のやり方、ある意味ではコンサバティブな、そういう対  
応をなさっており、こうした変化の見通しをころよく受け入れていただけませんで、質  
問というか批判というか、「俺たちに死ねと言うのか？」とかいうことを言われました、も  
う一つは、せっかく集まってきたんだから、「もうかる話をしてくれ！」と言われました。  
そういった事情から最近講演恐怖症になっておりまして、本日も実は恐る恐るここへ上  
がっているわけです（笑）。

●本日の3つのテーマ

本日は、9月10日に上場されましたJリートというものをどのように評価すべきなのか、今後どうすべきかお話をさせていただきます。熊本でもあったのですけれども、どれを買うべきかという質問がありましたので、そういうようなお話をしなければいけないのかなと思います。

それから、テロ後のアメリカの動向ということで、本来であれば、実は、ああいう事件があったところにアメリカでヒアリングをしている予定だったのですけれども、この予定が崩れまして、実は、最近のアメリカの話題というのを現地で足で集めた情報はございませんで、ひょっとしますと、皆さんがもう十分ご存じのことの繰り返しになるかも分かりませんが、私の捉えている範囲でアメリカの動向、不動産ビジネスの動向という、この二つについてお話をさせていただきたいと思います。

もちろん、冒頭に申し上げましたように、私自身、不動産ビジネス、あるいは不動産市場、あるいはJリートの株価がどのようになっていくかということとを予測したいというのが基本的なスタンスでございます、それは日本だけを見ているのではなく、海外の不動産市場を見る、あるいは、それと同時に金融のマーケットも見ていくということで、日本の数年後あるいは10年ぐらいの期間のマーケットの状況を予測したいということでございます。

本日の話題は三つございまして、一つは、世界のオフィス市場の現状と今後の見通しということで、ちょっと大きく風呂敷を広げましたけれども、いくつかの国に行ったり、あるいはいろいろな国に学会等の知人がいますので、そういう人たちからのメール等の情報でどうなっているのかということとです。それから、二つ目が米国の話で、最後に、そういったことを踏まえた上で、Jリートというものがどのように位置づけられて、今後どのように展開していくのかということについて、私の意見を申し述べたいと思います。

### ●世界のオフィス市場の動向

まず、世界のオフィス市場ですが、これは皆さん共通の認識だと思うのですが、10年前あるいは10数年前に世界で同時にバブルが起こって、それがはじけた結果、日本にとってその影響が非常に大きかったということとですけれども、バブルの代償は横に置きますと、みんな同じ形でマーケットが動いてクラッシュし、クラッシュした後の対応はそれぞれの国で違いまして、日本では今のよう状況にあるわけです。それがまた私の個人的な見解では、どうも2回目のバブル破裂ということが起こりつつあるのではないかとことです。

その例としまして、ロンドンのドックランド、カナリーワーフというヨーロッパで一番高いと言われているタワーですけれども、このタワーの中でこの開発の状況をデベロッパーの方からお話をお伺いしたのですけれども、そこに非常にいいモデルルームと申しますか、模型のルームがありまして、非常に精緻にできています。

ご存じのように、1980年代の中ごろ、サッチャー政権が金融ビッグバンということ

で構造改革を図りました。その一つの目玉が、テムズ川の近くに新都心、ここはもともと大英帝国の反映の基礎を築いた海運の中心であったところですが、ここを再生させるということで始まったわけです。

皆さんも何度も行かれたことがあると思うんですけども、私自身も10年ぐらい前から毎年行って見ているのですけれども、8年前位に、パリとロンドンと、それからミュンヘンと東京の鉄道の混雑の比較をやったことがあるのですけれども、そのときに鉄道事業者の方にいろいろヒアリングをして分かったことは、ロンドンの当時の運輸省の人は自信がないというか、パリはお金がたかさんあってよくできるというようなひがみごとばかり言っていました。ここに来ますと、これは20世紀最後の最悪のプロジェクトではないかと言うぐらい、全然見通しが立たない時期があったということかと思えます。

ところが、今年行きましたところ、完成しているビルはほとんど埋まったということでした。すなわち、ロンドンでは新しい集積をつくることに成功したと言えると思います。これは15年ぐらいかかっているということですが、当然その不動産のプロジェクトは都市開発のプロジェクトですから、波がありますので、これからどのような形になっていくかというのはマーケット次第ですけれども、それでもこの15年間を総括しますと、新しい集積が一つできたということです。その一つのポイントは、ハードウェアの方ではジュビリー線というものが開通してしまっていて、例えば、ハロズの周辺から15分ぐらいで行けるようになり、アクセシビリティが非常に高まったということが言えるわけです。

一方で、ソフトウェアの方では、やはりサッチャー政権のときに、金融ビッグバンということで構造改革をしたことが、結局政策の効果というのは10年とか20年で見なければいけないのではないかという一つの例だと思えます。ここが成功した一つの要因は、EU統合という環境の変化の中で、ライバルのフランクフルトであるとか、あるいはブリュッセルであるとかアムステルダムであるとか、ロンドンはそういうところとの競合的な立場に置かれたという中で、サッチャー政権がいわゆるアメリカのグローバリゼーションに基づく金融の自由化というのを行ったということと、英語圏であるということで、私の見方では、EU統合によるメリット、便益というのはロンドンにみんな集中し、ロンドンの一人勝ちということになったのではないかというふうに考えております。

ご存じのように、ロンドンのオフィス市場は、ここが新しいカナリーワーフというところなんです。それからシティがここにございまして、それからウエストエンドという三つのマーケットからなるわけです。ですから、以前はウエストエンドとシティという二つの市場だったのが、サブ市場がもう1個増えたということです。規模ですけれども、ちょっと手元にスクエアメーターのデータがありませんので、スクエアフィートでいいますと、ウエストエンドが121スクエアフィート、それからシティが81スクエアフィートです。シティは、ご存じのように、東京の10分の1ぐらいですけれども、それでカナリーワーフが今6スクエアフィートということです。ですから、121、80、6という形で、オフィスのストックは床面積で見るとそういう規模になっています。ですから、まだ

まだその集積ができたと言いましても、ウエストエンドとかシティーに比べますとまだ小さいのですけれども、これをグレードAのクラスのもので見ますと、ウエストエンドは30、シティーが40、それからカナリーワーフは6という形で、グレードAにつきましては、カナリーワーフが従来のマーケットを脅かすほどに成長してきているということでございます。日本で言えば、お台場が新しいオフィスをマーケットとして出てくる。しかも、そこにグレードAのものが集積しているという、そういうイメージでとらえられるのではないかというふうに思います。

いくつかのデータがあるのですけれども、先月訪れた範囲では、ここのマーケットも非常にホットで、例えば、テイクアップというデータがあるのです。テイクアップというのは、テナントがどれだけ契約したかという、その契約した段階で記帳されるのですけれども、そういうテイクアップのデータでマーケットを見るとというのは皆さんご存じのとおりだと思えるのですけれども、これが大体過去10年で400万スクエアフィートというレベルなのですけれども、2000年が700万スクエアフィートという、倍まで行きませんが、かなり多くのものが供給されています。この700万スクエアフィートというレベルは、1988年のバブルのころ、非常にオフィスが活気を呈したころと同じぐらいの契約率です。これが2001年になりまして少し下がってくると、そういった中でここが、マーケットが伸びていくということです。ご存じのように、ここで床を使う方は、会計士、弁護士、コンサルタントの方、あるいは保険、銀行という方が大半となっています。

シティーにセントポール大寺院というのがございますけれども、約10年ほど前に、その隣に日本のデベロッパーの方が、パタナノタースクエアという再開発をおやりになっています。こちらで学生を連れて毎年状況を見学させていただいており、もう4年ぐらい見ているのですけれども、セントポール寺院では、チャールズ皇太子が非常に都市デザインにうるさくて規制が厳しいという中で、なかなかプランニング・パーミッション（計画許可）を得られないし、駐車場のオーナーは、立ち退き料を要求するというで生きているような会社がイギリスにはあるらしくて、そういう人たちとのネゴシエーションとか、様々な障害があり、最初に訪れた頃にはこれはどうなるんだろうかと思いました。ところが、カナリーワーフが出てくることによって、シティーのプランニング・オーソリティーが危機感を感じてきまして、先ほどの、数字で見ますとまだ3分の1ぐらいですけれども、今、シティーからこちらに移るということが起こっているわけです。当然企業は安い賃料で、しかも床をゆったり使えるということを考えて移っているということです。それから、イギリス全土で見ますと、地方分散と言いますか、ロンドンのオフィスを売って、遠く離れたケンブリッジという町よりもっと先のピーターバラに移転するようなインシュアランス・カンパニーが出ています。そういう企業のお話を聞きますと、長期のファイナンス、財務から見れば、安い賃料で広いところ、環境も非常にいいというところに移った方がメリットがあるということで、移り始めているということです。

ただ、その一方で、社員、ここのプロフェッショナルたちは、もし外郭環状、M25か

ら外のビジネスパークに移転するのであればやめますということで、移転すれば優秀な人が出ていくという状況になっています。イギリスの企業では、短期的には優秀な人材を失ってしまいますが、そのコストと、長期的にはメリットが出てくるという、その長期のプロフィットといいますか、そのバランスを考えているというぐらいシティーが脅かされているということです。

これは日本で開発なさっているパタノスタースクエアというのは、そういうことで逆に再開発でオフィスのこのシティーのポテンシャルを上げるということで、市の方もこのプランニング・オーソリティーの方も協力をしたというようなお話を聞いております。今回訪れたときに、ここにカナリーワーフがありますけれども、これのキャップレートですね、イールドと書いてありますけれども、これは6%ぐらいです。あとは先ほどパタノスタースクエアとシティーのイールド、それからアッシュフォード・アービタルというのは、これはユーロトンネルの入り口であるケントにあるビジネスパークです。

ケンブリッジをここに例示した理由は、今、イギリスで非常に成長が高い町ということです。ご存じのように、イギリス政府がアメリカの大学とイギリスの大学を比べて、いわゆる民活にどれだけ寄与したかというスコアを出したところ、イギリスのケンブリッジやオックスフォードはアメリカに遠く及ばないということで、政府は白書を書いて、大学はもっと民活プロジェクトといいますか、もっと役に立つ研究をなささいということで、どんどんベンチャービジネスとのタイアップを始めまして、ケンブリッジはその一つの核になっています。具体的な例で言えば、ビル・ゲイツのマイクロソフト社も4、5年前にここに入ってきているということです。今、東京の生駒さんのインデックスで見ますと、23区の平均にケンブリッジのオフィスのレントが近づいているぐらい活気を呈しているということです。それから、先ほど紹介したピーターバラとか、あれはもっと田舎町なのですが、一言で申し上げて、非常に高く不動産が評価されているということです。

例えば、先ほどのロンドンのところに戻りますけれども、今年2001年の第2四半期には、平均で、70ポンド／スクエアフィートということで、円に直しますと坪当たり3万4,600円ぐらいになっているということです。それから、ロンドンの郊外のマンションといいますか、フラットといいますか、そういった住宅も非常に高くなっています。いくつかヒアリングすると、もうこんなのでは買えないといった声もあり、バブルといいますか、賃料がかなり上がっています。私自身はもうこれは崩れるのではないかというふうに見ていまして、何人かのコンサルタントの人に聞きますと、確かにそういう傾向があるということでございます。

今、イギリスの状況をご紹介申し上げたわけですがけれども、アメリカは後ほど申し上げますが、テロと軍事行動により混乱の度合いを深めているということです。それから、イギリスでこのままこの水準が維持されるかどうかという点については、少し難しいと思います。バブルと言っていいのかどうかわかりませんが、高値が崩壊する可能性がある。それから、ドイツ、フランスは昔から低調なマーケットです。また、アジアは、日本

と同じようにITバブルの崩壊で空室率が増大してきているということで、香港やシンガポールが厳しくなっているということです。

日本では去年の10月ぐらいに、政府のアイデアマンといいますか、ブレーンをやっている経済の先生は、今から伸びていくんだということをおっしゃっていたわけですが、民間の研究機関のアナリストは、その時にデータを見ながら、いや、これがピークだという議論がありまして、どっちが正しかったかといいますと、民間の研究機関の方でした。IT景気のピークは去年の10月だったようです。Jリートがうまく軌道に乗るためには、Jリートだけでは多分持ちこたえられないと思います。Jリートは、経済再生にとりましても、あるいは不良債権の処理につきましても、ある部分は非常に重要な役割を果たすと思っているのですけれども、それをうまく機能させるためには、ITの成長によって株式市場全体を上げておき、その中でJリートがこのタイミングで出てきて伸びていくというのが、去年の秋ごろに私が個人的に抱いていたシナリオだったわけですが、結局ITがつぶれたということで、株式市場本体が非常に不安定になると、それから、ご存じのように、2003年とか2005年にかけて大量のオフィスが供給されるということで、再び低迷期に入ると、それは東京だけではなくて、世界全体でオフィスというのがそういう方向に動いているのではないかとということです。

なぜそういうふうになるかということでございますけれども、日本ではデフレスパイラルの懸念が非常に高まっております、アメリカでデフレスパイラルというのは考えられないとは思いますが、それでも今回の事件をきっかけにリスクが非常に高まっているということではないかとということです。これがオフィス市場の低迷、その背景をなしているのではないかと思います。

最近、新聞等で政府の経済担当者の発言を見ていまして、日本は異常な状態にあるということが言われるようになりました。異常な状態ということはどういうことかということなのですが、デフレスパイラルというのでしょうか。ご存じのように、戦後の世界経済の中でデフレスパイラルになった国はないということです。あったのは70年前のアメリカの大恐慌ということで、政府の首脳陣もいわゆる異常な状況というのは、大恐慌のおそれ、グレート・リセッションですね、私自身がそれがどうかということはどういうデータで見るといいますと、手近に取れるGDPのデフレーターと、実質GDPというのは4月から6月期ですか、これがともにマイナスになったということは、これはいわゆる数量も価格も下がるということで、一つの指標だと思うのです。ですから、もし、このまま下がっていったときに、後で経済の歴史の先生が、恐らく2001年の6月がここに突入した時点であろうというようなことを、そういうようなものがデータでも見えてきたというのは、非常に怖いと思っています。

それから、今回のITバブルの崩壊が怖いのは、いわゆる日米ということではなくて、世界規模で起こっているということです。日本の今回の「失われた10年」で、1,000兆円ほどなくなってしまったのではないかとされています。それから、アメリカはI

Tバブルの崩壊で、1年半で株式が800兆円ぐらいなくなったのではないかとされています。そうしますと、アメリカと日本という世界経済をリードしている国でこれだけの痛みが生じるということは、それは短期の回復というのは非常に難しいということで、アメリカ経済の回復は早くても2003年ぐらいまでかかるのではないかとか、日本の本格的な回復というのは早くても4、5年では済まないのではないかとということです。イギリスの経済誌「エコノミスト」では、やはりデフレというものを大きく取り上げておりまして、世界経済で今最も大きな関心事はデフレということです。日本だけではなくて、先進国では製品価格は下落し、ドイツ、フランスでは消費者価格はこの6カ月下落し続ける。日本でも賃金が下がるということです。私は、私立大学におりまして、我々もボーナスが減り始めたのです。痛みを感じるというのはこういうことかというのを最近感じて、国立大学の先生はいいなとか、最近思いながらやっているのですけれども、私立大学ですらそういう状況になってきたということです。ブラジル、香港、中国でも物の値段がどうも下がりはじめたのではないかと。ほかのデベロッピング・カントリーでもすぐそういう状況になるのではないかとということが、「エコノミスト」で指摘されておりまして。大恐慌になるということは考えられないかもしれないが、ただ、デフレが世界の経済を支配するということが、当然、金融を量的に緩和してインフレを起こそうという議論があちこちで多分なされると思います（こういう議論が得意な方、MITのクルグマンという人がいろいろな話を出しています）。

結論から申し上げれば、デフレについては、なかなか研究等が進んでいないということで、多分、経済学でも、何か説明はいろいろできても、政策に有効なものというのはおそらく何も出せないだろうと思います。そうしますと、大恐慌はともかくとしまして我々は羅針盤なしに世界経済という船の舵取りをせざるを得ない状況にあるということです。

そのような中で日本はこの10年間苦しんでいるわけで、本当は日本がここで起死回生のデフレ対策というもので、再度日本に世界じゅうのお金を集める、そういうチャンスはあるのかなというふうに思っているのですけれども、デフレについてはなかなか有効な対策がないので、そこが大きなテーマになってくるだろうと思います。ですから、今後そういうテーマが中心になってくるのではないのでしょうか。

#### ●日本経済の回復には長い時間を要する

では、今回のテロ事件を含めまして、こういう経済に対するインパクトがどのくらいで回復するのかということですが、日本ではちょっとデータが見つからなかったものですから、アメリカのデータを持ってきております。アメリカの大恐慌は1929年10月20日から始まりまして、株価がマイナス86%下がっています。そこまでに行く時間が2年9カ月、もとの水準に戻るのに24年5カ月かかっています。先ほど申し上げましたように、私は予測が趣味ですので、1997年ぐらいから、この地価の下げはいつ止まるのかということはずっと予測していたのですが、オペレーションズ・リサーチ学会とい

うところに原稿を書いてくれと言われまして、1997年に予測したときに、1998年  
が底という計算結果が出てきたのです。それは単純な周波数分析というものをやったわけ  
ですが、住宅は七、八年で動いているという波が出てきたのですけれども、地価はもっと  
長い波が出てきました。それで、1998年が底だろうと分析したわけです。そのとき原  
稿に書いたことは、仮にもしこの予測が外れた場合には、これは多分1929年のアメリ  
カの地価の下げ方と同じ構造をしているだろうということでした。それはそのときにシカ  
ゴの地価のデータを見て、このときにどんな下がり方をしたかというこれを見たからです。  
それで驚いたのですけれども、本当に数年で急激に地価がゼロになるぐらい落ちて、  
そこからリカバリーしていったのですが、第2次世界大戦を挟んで、元のすいじゅんに戻  
るのに、結局20年とか30年かかっておりまして、これはもし1998年が日本の地価  
の底というのが当たらなかつたら、日本でもそのようになるんだらうなと思ったのが19  
97年です。

それで、私の予測も外れて悪い方に行っているということで、一部回復したところがあ  
っても、まだ全体としては地価が下がっているということです。ですから、一つの懸念と  
して、このショックの回復力というか、(このグラフの)ここに行っているのではないかと  
思います。しかも、日本政府はじわじわと地価を下落させるという方策をとったわけだ  
けれども、これが失敗したわけです。だから、株式市場も不動産市場もまだ底をついて  
ないかもしれないということが一つの大きな問題であろうと思うわけです。願わくば、今  
年が底で、それからリカバリーしていくにしましても、それは数年というタームではな  
いのではないかというのがここです。真珠湾攻撃のときは、142日下がって、回復するの  
に3倍ぐらいの341日かかっています。それからオイルショックは、これが2番目に大  
きい下げだと思うのですけれども、1年2カ月で40%下がって、回復するのに、やはり  
2倍ぐらいの2年3カ月ぐらいかかっているということです。

今回の米国本土攻撃と書いてありますけれども、あれは攻撃ですよ。旅客機をミサ  
イルにかえて、それであのビルを一瞬にして破壊するというのは、本土攻撃以外の何もの  
でもないと思うのですけれども、これはアメリカの株式市場のデータによりますと、9日  
で底をついて大体30日でほとんど回復した。ですから、今回のテロ攻撃というのはこの程  
度のショックだったのかと思うのですが、ところが、ここにクエスチョンマークがついて  
いますように、完全に回復したわけではない。その後いろいろ生物化学兵器等の懸念があ  
りまして、私個人的には、1973年のオイルショックと同じ程度の時間がかかるのでは  
ないかというのがアメリカ経済に対する見方です。最も重要なことは、我々日本経済に  
対するインプリケーションとしまして、すなわち、底を打つまでに要する時間よりも、も  
との水準に回復する時間の方が長いということです。これが本当だとすれば、10年で底を  
打ったとしても、それよりももっと長くかかるということに、このデータが言っている  
ものがありまして、そういうのがインプリケーションとして考えられます。

ただ、先ほど申し上げた、世界のオフィス市場の背景となっている世界経済、これの回

復がどうも早くても2年ぐらいはかかるのではないかと。ちょうどそのころに東京のマーケットではオフィスが大量に供給されるというタイミングになります。だから、せっかくりカバリーしようというときに、またどんとオフィスが出てくるところに、アメリカとかロンドンよりももっと回復に時間がかかるのかなという感じがします。

### ●米国テロ事件と不動産市場

2番目のテーマのテロ事件の米国の経済への影響ということですが、これは最近新聞でも書かれるようになりました。まず、経済全体としましては、先ほど申し上げましたように、景気が失速したということで、工業生産の急落であるとか失業率が増加する。それから、アメリカ経済というのは、今、日本で構造改革をやっている一つの背景だと思わすけれども、いわゆる公共事業で上げるのではなくて、消費が中心だというのが、ずっとこの10年間アメリカが言ってきたことです。ところが、アメリカの経済を支えてきた消費、小売りの売上げが、上昇したと言ってもほんの0.3%ぐらいしか上がらないということになってきて、次はマイナスになる可能性がある。それから、住宅着工は7%減少しているということです。見通しでは、実質GDPが、今後、第3四半期、第4四半期はマイナスになるということが出されています。これはテロ事件がこの減速にさらにブレーキをかけたということです。それから、今起こっています生物化学兵器の心理的なプレッシャーという、いわゆる新しいリスクが入ってきたということです。不動産とのかかわりでは、投資家が資産、アセットに対してより高いリスク・プレミアムを要求してきているということが、アナリストたちの大体共通した見方であろうと思うわけです。

これが2000年の9月1日から今年の10月8日までのリートのプライス・インデックスです。リートは去年からずっと大体2万5,000という水準を維持してきました、ITバブルの崩壊とともに、逆にリート、つまり不動産の方にシフトしてきています。大体ハイテク産業と不動産はこういう逆の関係にあるということですよね。それが上がってきました、キャップレートが小さくなっていくわけです。不動産の値上がりは8月が大体ピークだったようでして、それから下がり始めたところにあのテロの事件が起こったということです。それで、このインデックスで見ますと、最大の下げ幅は大体マイナス8%程度ということです。それで、この8%というのが、奇しくも、今回テロ事件によって機能しなくなったニューヨークとかニュージャージー州、いわゆるニューヨークのオフィス市場の全体の8%に相当するということです。これはデータによると300万㎡となっています。日本の大規模Aクラスビルが3万㎡とすると、その100個分ぐらいですね。Jリートで言えば、日本ビルファンドさんが42万㎡で、ジャパンリアルエステイトさんが23万㎡ですから、合計で65万㎡で、この二つのファンドの5倍の量がふっ飛んだということになります。

ただ、懸念されることは、9月11日以前の水準にまだ回復していないということです。テロ事件の直接の影響は、二、三日前の日経の夕刊にも出ていましたけれども、いわゆる

ビルの保険、つまり、テロが起こったときの損保の支払い問題ということです。これはアメリカ政府がサポートするにしましても、料率が上がることは間違いない。そうしますと、ネットオペレーティング・インカム、いわゆる純収益が落ちるといふことがあるので、それが下げ要因ということです。その一方で、政府は金利を0.5%下げるといふことで、これによって逆に不動産はプラス要因になるといふことです。アメリカのリートの協会の知人の話では、これをどう見るかといふことで、アナリストの見解は分かれており、ちょっと判断は難しい状況にありますねといふことでございます。

それから、不動産市場への影響といふことで、もう一つはCMBS、商業不動産の担保ローンの証券化債券です。日本でもマイカルさんの件でどういふふうになるかといふのは、再生委員会の方の判断といふか、それを見守らなければいけないといふことですが、アメリカの場合には、これはCMBSの格付けごと、各トランシェごとのスプレッドを示しているわけです。青いスプレッドが8月10日の時点、それから赤がテロ後の時点といふことで、赤い方が背が伸びているといふことは、少なくともスプレッドが25から35ベースポイントを拡大している。これがいわゆるテロによる定量的な影響の一つといふふうには理解できると思います。

#### ●質への逃避

ご存じのように、アメリカのCMBSは、歴史的には1998年6月のロシアのデフォルトのときに、スプレッドがその水準になったのです。ですから、1998年の8月以前はもっと低いレベルにあったのですけれども、急激に階段がぼんと上がるといふことです。どうもアメリカのアナリストたちの見方は、そのときの状況を思い出しているといふことのようにです。ただ、今回のテロ事件がロシアのデフォルトと比べてどのぐらい違うのかといふ定量的なところよりも定性的にそういうことを考えているみたいだといふことです。つまり、ロシアのデフォルトが起こったときに、金融市場だけではなくて商業不動産の方も、今後日本で起こるような供給過剰といふ要因が入ったわけです。それでぼんと上がった、つまりスプレッドが開いたといふことです。それはなぜかといふと、いわゆるフライ・トゥー・クオリティーですよね。投資家が質へ逃避する。最近、日本の金融機関のアナリストの方も質への逃避といふことをレポートでお書きになられていますけれども、そのときに起こったといふことです。つまり、株式やリスクなCMBSといった債権からお金を引き上げて国債などにどんどんシフトさせる。そのために、特に格付けの低いCMBSのトランシェのスプレッドが拡大したといふことです。今回のテロ事件も同様の影響を与えたのではないかといふことでございます。

それで、これはリターンといひますか、先ほどはスプレッドで見たわけですが、このグラフは何を言っているかといひますと、CMBSの収益率は8月は他の債券を上回っていました。8月は37です。他のは住宅のMBSよりも高いのですけれども、上回っていたといふことです。当然リスクがあるので、それだけの収益率がないとバランスしないとい

うことですが、ところが、この9月1日から19日で見ますとマイナス80ということで、この9月はほかの債券を下回っています。これよりももっと下回っているのもありますけれども、全体的に見てCMBSの収益率は他のものを下回っています。それは何かといいますと、商業不動産の信用リスク、クレジットリスクが高まったということを言っているということだと思います。ですから、リートで見た場合には、マイナス8%いったん下がり大元の水準に回復したけれども、先ほど申し上げたように幾つかの懸念材料があって、あれで回復したと言えるのかどうかというところがあるということです。そういうことが一つと、CMBSで見ますと、商業不動産の信用リスクが高まっている。日本ではこれとは別に、マイカルさんのものでCMBSに対する信用リスクというか、それから社債そのものが、個人投資家さんがたくさん買っていたところに冷や水を浴びせかけたみたいなことが起きているというようなところだと思うのです。

#### ●不動産市場への影響は遅れを伴う

では、不動産市場全体はどうかということですが、これはレンド・リースのデータですが、赤色はGDPの変化で、青いのはNCREIFのインデックスです。ちょっと横道にそれますが、今、土地総研さんとか国土交通省さんとインデックスの委員会をやっていまして、インデックスを何に使うんだと言われるんですが、こういうものに使うので、ぜひ作らなければいけないと思っています。

これは何を言いたいかといいますと、いわゆるこういう経済全体に対するショックというのは、不動産市場にラグを伴ってあらわれるということについて、日本でどうかということ、地価とGDPの関係を見てきたわけですが、これからはそうではなくて、いわゆる投資用物件でこれを見たいので、こういったNCREIFの様なインデックスが必要だと思っています。アメリカの場合、これを見ますと、やはり明らかにラグが読み取れるわけですから、今見たリートへの影響とCMBSの影響という以外に、もっとそのファンダメンタルズなところでの影響が、テロによって経済の減速がさらに加速されてGDPが低迷し、第3、第4四半期がマイナスになる。そのラグがどこに来るかということになるわけです。そうしますと、最初に申し上げた、世界的なオフィス市場が低迷するというのを、来年ぐらいにもっと底というか、この辺からずっと下がっていくということが懸念されるということでございます。ただ、そんな悲観的なところはあるのですけれども、まとめますと、投資家、あるいは不動産に対して融資する貸し手、そういう方は投資に慎重になるけれども、クレジット・クランチにはならないというのが見方です。その反面、不動産市場とか各セクターにいるビジネスサイドでは、これはピンチだと感じ始めているということです。ビル・ゲイツでも、この前の新聞の記事を読みますと、ずいぶんと自信を随分なくしているような印象ですから。

それから、不動産というのは、皆さんの方がご存じだと思うのですけれども、インフレヘッジは期待できるのですけれども、デフレのときにどうなるのかということです。これ

は逆にリスクを高めるかもしれないが、それは研究がないので判断がつかないというところで、アメリカのアナリスト、不動産のビジネス界ではそのところは難しいと言われていてます。ただ、一つ、オフィスとか商業不動産はそうなのですけれども、商業不動産の中でもいわゆる賃貸住宅、アパートメントはそのインベスターがチョイスをするというのはずっとキープされるであろう。それはリスク・リターンのポジションが非常にフェイバブルであるというようなレポートになっていますので、どんな賃貸住宅かという幾つかの条件があるのですけれども、賃貸住宅が、逆にアメリカの商業不動産のダウナーン（不景気）を支えるようなことになる。一方で、ホテルとか、いわゆるホスピタリティーセクターは、短期には大きな打撃を受けるということがアメリカの不動産市場であろうと思います。ということで、なかなか先の見通しを立てるのが困難だということですから、幾つかのコメントを申し上げれば、先ほど申し上げたことだということなのです。

#### ●損保の料率が上がる

特に私自身も驚きましたのは、火災保険は、たまたま火事を消せなくて10階分ぐらいの床が燃えてしまうというのが損害保険の最大、最悪のシナリオだったというのが新聞にも出ておりましたけれども、こういうテロのシナリオを現実的に考えなければいけないということ自体が非常に大きなことでして、日経でも報道されておりましたように、今回は大体5兆円から6兆円ぐらいの費用になると聞いていますが、これは支払い可能である。しかし、将来に対しては同じようなことはできない。だから、政府が支援するか、あるいはロンドンでテロ事件が相次いだときにのように、再保険制度の新しいそういう会社をつくる、どっちかの方法でやってもらわないと困るということで、ニューヨークの不動産業界のすべての団体がプレジデント・ブッシュにこうやってくれという手紙を送って、今回どうもそれは短期間ですが政府の方で支援をするようになった。

我々としては、こういったリスクというのにもプライスにどのようにコストとして計算するかということになるわけです。結局、定量化しなければいけないのですけれども、定量化できないので、悪い方といいますか定性的に、例えば、従来の3倍とか4倍のプレミアムを保険会社の方では取るということでないといけないだろうということになります。そうしますと、このコストはビル建設の融資に当然上乗せされますので、そういったことを通じて影響を及ぼすということです。ただ、金利を下げることで不動産価格を押し上げるようになって、この辺で確たることはちょっと言いづらいということです。

#### ●ITバブル弾けてJリート頼み

最後のテーマでございますけれども、日本に話題に移らせていただきたいと思います。

先ほど申し上げましたように、ハイテクセクターと、それから不動産というのはオールドセクターですけれども、去年国際土地政策フォーラムに参加させていただきました、そのときに不動産証券化がテーマだったので、経済の先生が、「いや、先生、もう

不動産なんて古いですよ。今からはITですよ」ということを言われて、がっかりしたことがあります（ITも重要だが、不動産を無視して日本経済の回復はありえないのに分かってらっしゃらない、という落胆）。私は不動産にいるわけですが、大体ハイテクと不動産の関係は逆の関係にあって、ITが崩れて、皆さんがどこにお金を移すかというところから旧エコノミー。実際に、三井不動産さん、三菱地所さん、それから住友不動産さんのいわゆる不動産株の出来高を2001年7月から直近までみてみると、（IT株が崩れて）8月にこういうふうには不動産に非常に人気が出た。株式市場で人気が出たかどうかの指標というのは、何を以て人気と言うかというのはなかなか難しいかと思うのですが、出来高が高い水準で1週間ぐらい続くことが一つの判断基準と解釈すれば、このあたりに人気が出たということであったと思うのです。リートとの関係では、リートが出てくる少し前に一つのピークがあったのかなというふうには考えております。ですから、不動産は2001年7月には大体100ぐらいの水準から低目に価格が推移していたのが、人気が出て大体すりついて、あとはTOPIXとか、日経225と一緒に動いたということで、あのテロの事件を迎えるわけです。テロのショックは日本ではこれだけですね、あとはこう動いているということです。

#### ● 厳しい経済環境のもとでのテイクオフ

これは幾つかのことを示したいと思ったのですが、その一つは、リートがこうして誕生したということです。悲観的な環境下でのリートの誕生というのは個人的な予想がぴったり当たりました。アメリカで不動産会社が上場されるのが決まったのがちょうど1928年ぐらいです。上場されるという直前に1929年の大恐慌がおきました。そういう上場不動産株の生い立ちを、2年ほど前にアメリカのリートに関する文献を読んでいる時に知りました。そのとき、日本でこのJリートがこうならないといいと思いました。しかし、Jリートみたいなものが必要になるということは、不動産の流動性が枯渇しているということを示している。また、お金のマーケットでもその流動性が枯渇しているということで、何らかの対策を打たなければいけないということで、70年前にはいわゆる不動産の株式を上場させるということになった。今の日本と同じような期待があったわけです。日本でも同じように不動産の流動化ということを経験として証券化への期待が高まり、しかも、その4番バッターとしてJリートへの期待が高まった。経済の環境としては非常に厳しい状況の中にあるということです。それが奇しくも70年前のアメリカと同じようなタイミングで出てきた。そういうときには混乱というか、軍事的なきな臭い話が出てきます。文献や歴史を読んでいますと、そういうことなので、Jリートはそういうことにならなければいいなと思ったら、その翌日にテロが起こってしまいました。ただ、現在のところショックとしては小さくでこれだけの下げということです。私はこの時にはロンドンにおりまして、その後ニューヨークに行くという予定だったので、その後も・・・。

### ●Jリートをインデックスでみる

テロから約一ヶ月が経過してその影響が多少日本では薄れてきたところで初めてJリートの評価ができるような形になりました。Jリートが上場された時点を100としまして、それでそれ以降の推移を見たものです。赤い太線がリートのインデックスです。これは勝手につくったのですけれども、ここを100として、あとはその価格を見ているわけですが、全体としては安定しているということです。

このグラフの中で黒っぽく見えるのは日本ビルファンドさん、赤がジャパンリアルエステイトさん、黄色はトピックスという形で、株価市場全体と不動産株との関係を見ているわけです。何を見たいかといいますと、これの相関を見たいわけです。それで、これは単純に指数の相関だけをとっているのだから、変化率をとっていないのですけれども、9月20日以降で言いますと、Jリートは最も相関が高いのは、トピックスの小型株なのですね。アメリカでもリートと最も近い動きをするのが小型株であろうということが統計的に言われています。それで日本でも同じ傾向があるかどうかを見ているのですけれども。おもしろいことに、アメリカの小型株は、不動産のキャップレートがかなり説明力を持っているのです。ですから、その辺はアメリカに似ているように思えます。ただ、これは1カ月程度で、しかも20日以降でとっていますから、これが1年ぐらいたまってくると、いわゆるリートという株式のような商品が、他のものと比べてどうなのか、すなわち、独立の商品としてマーケットで評価されるかどうか、独立であれば、いわゆるいろいろな投資家さん、年金さんであっても、いわゆるポートフォリオに組み込むことがいいという裏づけが出てくるということになります。

それから、これは日本ビルファンドさんと、ジャパンリアルエステイトさんの価格変動、日足をろうそくと呼ばれるもので見たものです。

私自身は、先ほども申し上げましたように、学者というのは予測というのが一つの仕事だということで、大学のゼミでも株の予測みたいなことをやっているのですけれども、ただ、ロウソクのようなテクニカルな、投資の神様がやるような判断は私はできませんので、ただこれを見ているだけです。ここから先は皆様の方で読み取っていただきたいと思います。総じて日本ビルファンドさんの方は少し苦戦されているのかなと。何をもちて苦戦かというのは、後で申し上げます。取得価格というか、鑑定価格が表示されているのですけれども、これはちょっと高いのではないのかなということと、それから、私自身、計算しようと思っても、やはり計算できないのです。だから、もう少しデータを出していただくありがたいなと思っているのですけれども。それから、ジャパンリアルエステイトさんの方は公募価格を上回って、高い水準で動いているというのがそれぞれの傾向かなと思います。

### ●Jリートは何とか飛び立った

全体的にはJリートはまずまずのスタートをしたのではないかというのが私の見方でして、これは二つのファンドさんの価格の推移を見たものです。それで、下がJREさんですが、こういう比較で見ますと、もうほとんど安定しているといえますか、変化は小刻みです。それに比べて、NBFさんの変動は少し大きいと言えます。でも、私個人的な願いとしては、Jリートは貯金にしたいというか、安定した貯金のような商品として国民の皆さんに理解していただけるようなものになるといいなと思います。といいますのは、今の政府の構造計画は、貯蓄奨励といういわゆる戦時体制にできたものをやめて、いわゆる投資奨励になっています。そのためには安全な（比較的安定した）投資商品がなければいけないということで、Jリートがそのようなもの、どちらかというとオーストラリアのトラストみたいな商品になって、貯金を吸い上げるようなものに成長してくれればいいなという、そういう願いを込めています。

それから、人気をどう見るかということですね。これは非常に難しいのですが、Jリートの出来高をそれぞれのファンドで見ると、両方とも同じような動きをしながら急速に減っています。でも、これはある専門家の人に、「Jリートは人気がないというふうに言われていますけれども、どう思いますか。」という話で、株式市場の人からすれば、値がつかない株もたくさん日本にはあるわけですから、そういう意味では、毎日商いが行われて値がついているというのは、これはまずまずのスタートであろうということだと思います。しかも、このような状況の中でこういうふうに動いているということだと思います。

#### ●Jリートのファンド

具体的にそれぞれのファンドを評価してみましょう。もちろんその予測に基づいて、買うべきか売るべきかというその判断をしたいわけですが、日本ビルファンドさんとジャパンリアルエステイトさんの公募価格でマーケットの価格が、10月15日がビルファンドさんは少し低くなっています。ジャパンリアルエステイトさんの方は少し高いということです。それから、発行済みの口数、株式数みたいなものの合計ですね、ビルファンドさんの方が大きいということですね。それで、一口当たりの配当額、これは年間に換算したものがここに挙げているような数値ということです。

それで、レバレッジは書いてありませんけれども、大体こちら側が40%ぐらいでこちら側が20%ぐらいだろというふうに、幾つかのレポートの分析を見ますと、そうなっているということです。こちらが20%ということは、恐らくこの二つのファンドさんはやはり成長をつくり出していかなければいけないということで、低目に抑えてということだと思うのですが、なかなかあまりデータがないものですから、ちょっと詳細な分析ができないのですけれども。

それから、不動産のポートフォリオの比較ですが、ポートフォリオの規模、皆さんご存じのように、これは目論見書に載っていた数字を足し合わせて、床面積で見た規模

ですが、日本ビルファンドさんの方がかなり大きくなっています。賃貸可能面積で見ましても、大きいということですね。それで、資産価値がその鑑定評価額で出ているということで、226万円に対して91万円という資産価値であるということです。それで、これを単純にこの面積を使ってこれで割りますと、大体1平方メートル当たり0.818と0.686ぐらいになります。これを先ほどの発行済みの口数で割りますと、計算間違いではないと思うのですけれども、資産価値が、80万7,000円と57万4,000円ということになるのですね。これはちょっと大きいのではないかなということですね。この価格で買われたのか、鑑定の評価がこのような形になっているのかということなのですけれども。

### ●Jリートの評価方法

それで、よく聞かれますのは、買ったらいいですかとか、いつ売ればいいですかとかいうことがありますので、後で少し時間があれば詳しく述べたいと思いますけれども、いわゆるリートの評価については、基本的に株の評価と同じように、ゴードン・モデルという、配当を利回りで割ると、いわゆるエクイティの平均資本コストを要求利回りで割るということですね。それに成長があれば成長分を引くという、ゴードンの成長モデルというものを使って評価するわけです。

評価には基本的に三つの方法があると考えています。それで、ここではFF0を使っていますけれども、ご存じのように、不動産投資信託の評価、つまり適正な価格がどうかということ、割安、割高の判断ということについては、一つは、ここに挙げていますように、FF0倍率、あるいはFAD倍率というものを使う。それから、二つ目は、ネット・アセット・バリューということですね。純資産価値とその株価を比較する。それから、その他の方法として、金融のモデルでCAPMとかAPTというようなモデルを使うということですね。アメリカのアナリストはほとんどの人はFF0倍率を使っているということです。あるいは会社によってはFADを使うとか、それはいろいろ幾つかありますけれども、ネット・アセット・バリュー、いわゆる純資産価値を使ってやるのはマイナーということです。比率で言えば、ニューヨークでは大体75%対25%ぐらいだと思います。ここだけの話ですけれども、CAPMや他のモデルは大体、付録でつけているということですね。すなわち、アメリカのリートはCAPM等では計れないというのが大方の実務のアナリストの見方ですね。ある勉強会でそういうことを申し上げましたら、後でメールでそれは言い過ぎではないかと言われたのですけれども、私がヒアリングしたところではそういうことだということです。

それで、これはどういうことかと言いますと、日本や他のアジア、あるいはイギリスではあまり不動産をそういったFF0倍率で計るということではなくて、ネット・アセット・バリューで見るわけです。ですから、日本のファンドでは鑑定評価をとっているんだと思うのですけれども、これは基本的にイギリスを中心としたヨーロッパとかアジアで用いられている方法ですね。アメリカはもともと株式投資に長い歴史のある国ですから、投資と言えば株式ということになります。ですから、株式市場で用いられている収益と価格の倍率

で見ていくということで、アメリカのリートはFF0で見ていくということですね。

ところが、最近ネット・アセット・バリューがアメリカで注目されたということで、アナリストの中にはネット・アセット・バリューを中心にやっていくという人が出てきたということです。それはどういうことかと言いますと、アメリカだけがやっていないのは変だということもあるということが本に書いてありましたけれども、結局、リート of 株価と実物資産のネット・アセット・バリューを、いわゆる純資産額を比較して、割高、割安というか、どちらかが大きくなるわけです。それによって株式市場がリートにプラスの成長機会があるかどうかということ判断するためには、ネット・アセット・バリューを出して、もしリートの株価がネット・アセット・バリューよりも高ければ、それは株式市場が、いわゆるプラスの成長の機会があるというふうに見ているというふう判断できる。逆に、リートの株価の方がネット・アセット・バリューよりも低ければ、株式市場はリート不動産をプライベート市場よりも低く評価している。だから、下がっていくのではないかと見ているということですね。

#### ●二つのファンドの評価

仮にその目論見書に載っている二つのファンドの鑑定評価が正しいとした場合に、ネット・アセット・バリューを鑑定評価で見て、一口当たりを先ほど計算してみましたけれども、それと株価を比べますと、NBFさんは下がっていますから、投資家はこれは負の成長といいますか、成長しないと、成長は下がっていくというふうに評価している。一方でJREさんの方は、投資家は株式市場はプラスと評価していますから、成長の機会があると見ているというふうな解釈ができるということですね。ただ、鑑定評価がネット・アセット・バリューにかわるほど正しいかということが非常に大きな問題であろうと思います。

これはそのFF0倍率というので見たものです。もちろん皆さんも計算なさっていると思うのですが、ジャパンリアルエステイトさんの方は、これはみずほ証券の石澤さんのレポートの中に数字が出ていましたので、それに基づいて計算したものです。大体収益に対して株価が何倍かというのが、これで公募価格で見ますと、JREさんが16.90という数字です。これを10月15日の株価でやると、17.60という数字です。

比較をしたいので、日本ビルファンドさんのものを計算してみました。と言っても、数字が出ていないので、特に減価償却費が全部出ていないので、そこは鉛筆をなめながら試算というか、いいかげんな数字ですから、あまりあれかもしれませんけれども、これを使って投資の判断をしていただくと困るのですけれども、試算をしてみました。私の試算では、日本ビルファンドさんは公募価格に対して15.12と。それから、10月15日の価格に対して14.40ということです。もちろん日本ではまだ出たばかりで、ベンチマークというか、比較するものがないので何とも言えないのですけれども、98年10月19日にゴールドマン・サックスさんのレポートが参考になります。そこに出ていたデータを整理したものです。これとJリートと単純な比較はできないのですけれども、当時の三井さん、

三菱さん、住友さんのいわゆる価格に対して収益が何倍かというのは、三井さんが約10、三菱さんが17、それから住友さんが9ぐらいという数字になっています。奇しくもこの17とこの17が大体同じぐらいだということですね。この株価で見ましても、その価格、FFO倍率でも三井さんの方は低い。それがファンドの方にも同じような傾向としてあらわれているということですね。

では、アメリカのリートはどのぐらいかということで、ここにアメリカ最大のエクイティ・オフィスが大体12.9とか、大体13ぐらいであろうというふうに最近言われているわけですが、それからしますと、日本ビルファンドさんの14というのは、単純な比較をすれば、ある意味でアメリカのリート並みかなということですね。日本だけで考えますと、結論としてはどうなのかと言いますと、JREさんのは適正価格がついているのですけれども、NBFさんの方は少し割安に評価されている。そういう意味では「NBFは買い、JREは保有」という一つの判断ができるかということです。ただ、この水準が高過ぎるということになれば、JREさんは間もなく売った方がいいだろうということになるわけですが、そこのところはベンチマークがないので分かりません。

では、あなただったらどう評価しますかということですが、それは先ほどのネット・アセット・バリューとの比較でその判断を入れて判断をしなければいけないと思うのです。ただ、ネット・アセット・バリューは鑑定価格ではないのです。鑑定価格で純資産価値は計りませんで、やはりそのファンドから公開されるデータに基づいてアナリストがキャップレートを見積もって、それではじくということで、やはりそのキャップレートのデータもなかなかよいものがないということで、それが見られないということですね。ですから、もう一つ、そのネット・アセット・バリューが出て、それとマーケットでの二つのファンドさんの価格と比較して、マーケットは成長性をどう見ているのかということが加われば、売り買いの判断というのは多少、もう少し責任を持ってレポートすることができないのではないかと思います。ですから、おそらく証券会社のアナリストの方も、この辺は成長をどう読むかということについては、なかなかデータがない中でやはり苦しんでおられるようです。

#### ●Jリートを的確に評価するにはデータが必要

そういうことでJリートの評価にはデータが必要なので、ぜひファンドの皆さんはデータを出してくださいということで、これは日本で議論されていますように、全部テナントの個別ごとの家賃を開示しろということではなくて、今、我々がやりたいこういう分析ができる程度にまとめられたもので結構ですので、出していただきたいということですね。テナントの個別のものはあった方がいいですが、そんなものは多分出せないんだと思うのです。情報開示というのは、結局マーケットは、不明なものはリスクとして処理するというのがアメリカでの経験ですし、日本でもそういうことが今後起こってくるであろうと思います。

そこで、どんなデータが欲しいかと言いますと、FFO や FAD を計算するためには、賃貸収入、減価償却費、それからその他の収入・支出データと、こういったものを、例えば、マーケットごとに集計したものを出していただければ、全体のファンドを評価するには各ビルごとにこういうふうに賃料が入っているとか、そういうものはとりあえずは要らないと思います。幾つかのビルをまとめて、いわゆるプライバシーが保護できる範囲で出していただければ、計算はできますということですね。

それから、これは最近出してもらえそうだということで、今から立ち上げようというファンドさんでは、先生、全部データを出しますから、レポートを書いてくださいというような人も現われましたので、この辺は出てくるだろうと思います。問題なのは、その価格ですね、いわゆるネット・アセット・バリューとか、あるいは先ほど冒頭に申し上げましたように、不動産の投資市場を築こうとすれば、不動産の価格というものがやはり必要で、それは残念ながら地価ではないのですね。いわゆる土地と建物、いわゆる収益、その一体の時価の時系列データが欲しいわけですね。それで、国の方でもインデックスの委員会を作って、これをやろうとしているのですけれども、なかなか抵抗が大きい。抵抗が大きい中、そういうことをやっていると、日本で不動産投資市場が根づくのはもっと遅れることになることを、ぜひご理解いただきたいということですね。

それで、第1段階として、機関投資家の皆さんが保有されているビルは、鑑定には問題があるとは言われながらも、定期的に評価なさっているはずなので、これを出していただく。出していただいてインデックスを作りますと、価格がどう動いているかということが分かる。NCREIF やイギリスの IPD、そのレベルのデータで結構なので、出していただければありがたい。価格が出ますと、それぞれ皆さん、ご自分でこういうデータをお持ちですので、自分の不動産というのを評価することができる。ところが価格が分からないと、やはり投資の意思決定といいますか、ポートフォリオの判断なんかは難しいということですね。それに加えて、不動産業界の方から、仮に取引データを部分的につけ加えていただくようなことができれば、ここができるということだと思います。

それからもう一つ、最近鑑定士の方も、いや、ここの価格のところは難しいが、賃料は観測できる。だから、投資家がどういうふうに不動産を見ているのか。いわゆる投資家の要求利回りというものを、アンケートあるいはもっとほかの方法でインデックスを作ってくれないか。これは各サブマーケットごとに、そこでの最大値、最小値というものが分かれば、アナリストはこの範囲の中でその全体のファンドの目論見書を見ながら、ああ、このファンドは大体平均としてキャップレートはこれだけだということで、ネット・アセット・バリューが出せるということです。ですから、そういうことをやるが必要で、そういうことをやれば、Jリートの価格判断というのができてくる。そうしますと、不動産投資に貯金の一部を回せる。昔の土地本位制とは異なる、土地や不動産を再び日本の経済の基礎に置くという新しいシステムを作ろうとするためにはこれが不可欠で、これがなければ、日本経済再生は絵に描いた餅といいますか、土地を捨てただけで何も我々は富の基

盤は築けないということで、不動産投資市場の育成は非常に重要なことであろうということですね。

●株価や不動産価格は予測できるか？

それで、時間も迫って参りましたので、あとはまとめに入りたいと思います。今、FF0倍率で一つのJリートの判断をしたわけですが、これはそういうものに使えるのかということですね。これはその実証研究がございまして、いわゆる金融の理論、ブラック・ショールズのオプションの公式とか、そういうのを前提としている株式市場は、こういうものは役に立たないというモデルです。ところが、1988年ぐらいからキャンベルとシラーといった研究者が、いや、株式であっても全く予測できないということはない。すなわち、ファンダメンタルズというのは長期的に価格を決定しているということを実証研究でサポートするわけですね。すなわち、その価格の変動を時系列でとっていきますと、自己相関があるというわけですね。ですから、ある意味で、株式市場に癖があるので、その癖を見出せば予測ができるというのが彼らの主張です。それで、先ほど申し上げたように、いわゆるアメリカのリートのアナリストがFF0倍率を多く使っているというのは、一つはこれがあるわけです。株価はランダムウォークしていない。ましてや、不動産はランダムウォークしないだろう。いわゆる癖がある。その癖が一つここで出てくるだろうというのが、この判断基準の一つの裏づけになっております。

ところが、当然これは研究ですから、反論するものがあって、それは回帰による予測は幻影である、という主張がある。これは単なる回帰分析のまやかしにすぎないと意見もありますので、皆さんがどちらを採用なさるかというのは、それぞれの選択になるわけですが、結局この実証研究等と言っている、あるいはこれを裏づけているものは何かというと、平均回帰性ということなのですね。すなわち、価格というのは、ある長期的なトレンドの周りを短期に変動する。ですから、その癖を見出すということがその投資判断になるということですね。その癖を見る方法がこれだということです。

株式市場ではなかなかこれは難しいのですが、実物の不動産市場ではもっと平均回帰性というのがあるわけです。例えば、今の日本の地価は、バブルで上がって下がりましたよね。それは、例えば、50年たって50年後に多分50年後の人が線を引くと、それは日本の地価の長期トレンドの周りを平均回帰的に動いているというプロセスとして描けるというのがキャンベルとかシラーという人たちが主張していることです。ところが、それに反論する人は、リバースではなくて平均回帰しない、平均から離れていくという、そういう主張なのですね。ただ、マクロ経済はそういう平均からとめどもなく離れていくということはないので、こちらの主張の方が私は採用できるのではないかとということで、不動産市場とかリートの市場については、こういう見方で見ています。ですから、一つには、FF0倍率とか、あるいはこれをモディファイしたものが日本でも少しずつ定着していくのではないかとこのように考えております。ただ、これはここに書いてありますように、

統計的な幻影、いわゆるスターティスティカル・ミラージュではないかということは常にありますので、そこのところは今後の研究を待つところが大きいと思います。

●日本の不動産市場には分散効果はあるか？

それから最後に、恐らく今、ファンドの方とかアナリストの方がテーマとして悩んでいらっしゃるの、やはり不動産を地方にも持った方がいいか？でしょう。ポートフォリオの理論で考えると、分散投資効果ということを考えますと、東京だけではなくて、いろいろな地方のオフィスビルを入れるべきではないのかということが、ファンドを評価する上でも、格付機関の方でもその辺についてはお悩みだと思っておりますけれども。

私がどう考えるかということですが、二つのファンドさんともある程度を東京に置いて、ある程度を地方に置くということですが、JREさんの方は、5年間のキャッシュフローといいますか、ネット・オペレーティング・インカム、すなわち純収益が計算できますので、その変動率の標準偏差をとったものがこれですね。例えば、三菱総合研究所さんのビルの賃料からコストを引いたものですね。そういうものが5年ありますので、結局その変化率の5年のデータがあります。間に4回ありますから、四つのデータがありますけれども、その四つの平均が、例えば、このビルであれば3.4%と。これはプラスですから、このビルの場合には、5年間でいけば変化率は3.4%だと。だから、もし皆さんがDCF法で計算なさるといときに、では、賃料をどのぐらい上げていけばいいかという、この3.4%平均ということで年率を上げていけばいいという判断を実務でなさっているとありますが、その3.4です。その標準偏差がここに示されています。そうしますと、このビルの場合には大体5.2%となります。ところが、これは東京圏と地方圏に分けてこの標準偏差をアグリゲートして平均しますと、東京圏は大体13.4%、地方圏が24.9%ということで、地方のネット・オペレーティング・インカムのばらつきが大きい、すなわち、リスクがかなり大きいというふうに読めると思っております。

では、これはどう評価するかということですが、これがいわゆるキャップレートとの関係になると思っておりますけれども、例えば、日本不動産研究所さんと土地総合研究所さんがアンケートをおやりになっておりますけれども、投資家が、例えば東京は5%ぐらいとか6%ぐらいで見ている、地方に行きますと7.5%とか7%ぐらいで見られている。そうしますと、単純に言いますと、東京と地方では2%の利回りの差があるわけですが、その2%の差とこの差というのがバランスしているかという問題がこのファンドの分散効果と言うんでしょうか、それを見る上で重要になってくる。ただ、ここのところというのは、今はこれがどうかと、その利回りと比べてどうかということはここで断言できないのですが、感じとして、オフィスはもっとリスクが小さいものと思っていたのですが、やはり結構、特に地方は大きいなという印象をもちました。

それで、では、その分散効果はあるかということですが、これはいわゆる金融のポートフォリオ理論ですね、マーコウィッツの平均分散アプローチで計算した結果です。

計算したのは、これは都心3区、横浜、大阪、名古屋、札幌、福岡にあるオフィスビルです。そのインデックス、これは生駒さんのインデックスを使って、例えば、これをここにあるオフィスを組み合わせて4.2%の収益率を得たい。そのときのリスクを一番小さくしたい。そういう組み合わせはどうかというと、福岡を100%入れろという結果ですね。6.3%得たいという場合には、都心3区と、それから札幌と福岡に入れろということで、いずれも横浜、大阪、名古屋への配分はゼロになる。だから、これは入れても分散効果はないというか、この計算上ではですね。すなわち、東京、福岡、札幌でポートフォリオを構成すればいいということになります。

ただ、これは生駒さんのインデックスでして、これは本当に単純計算ですので、これですべてが言えるわけではないのですけれども、ただ、こういうことを幾つか計算しますと、やはり東京の一極集中というのはかなり進んでいまして、新幹線であるとか、いわゆる日本の国土計画は東京一極集中ということでやってきましたので、多分消費の勢力圏を変えても、恐らく日本の本州はほとんど東京の勢力圏に包まれているだろう。そうしますと、そういうところで分散効果というのは働かない。これは距離ではありませんから。これはアメリカでも実証されていまして、分散効果というのは距離ではないのです。例えば、アメリカで南北方向よりも東西方向の方が分散効果が効くのです。ですから、南北方向でたくさん距離を稼いでも、分散はしない。東西方向にちょっとずらただけで分散効果が起こるといようなことが実証研究で示されていて、我々はそういうデータを蓄積して、そういう判断、もう少しきちんとしたことをやらなければいけないと思うのですけれども、これと言う限り分散はそうではなくて東京圏、いわゆる首都圏で、オフィスであれば、分散させたファンドの方がかえってパフォーマンスはいいのではないかと。そう言われますと、また地方を見捨てるということになりますので、また怒られるかも知れませんが、それは日本の国土政策がそのようなことですし、今度の10月31日に国際土地政策フォーラムをやられるときに、地方分散、あるいは東京においても、いわゆる分散核都市というものをとるのか、それとも今の都市再生、都心部に一極集中させた再生をするのかというのは、今後のJリートへのファンドの構築の仕方にとっても非常に重要な大きな分かれ目になるであろうと思います。

今後、不動産の金融をエクイティサイドで見えていきますと、日本版のリートの市場は、ものが少ないながらも拡大していく、今後、住宅あるいはショッピングセンターというのが出てくるということになると思います。当然その物件が少ないと言われていまして、その辺の伸びは新しい投資適格のビルがどれだけ出てくるかにかかわると思うのですけれども、その時に地方のオフィスはどうかというのは、ひとえに国土土地政策というか、政府のそういう大きな政策によっていると思います。もしそこで東京への一極集中により、お金が東京に集まれば、これは地方へ分散する効果はますますなくなるということですね。すなわち、これはハイリスク、ハイリターンの商品になるということですね。それから、ショッピングセンターは、アメリカに比べると、日本はマイカルさんの例もありますけれ

ども、なかなか安定した商品を作るのは難しいのかなと思います。その辺は情報を開示しながら、ハイリスク、ハイリターンではなくて、もっとオフィスよりも安定していますよというのであれば、そういう情報開示が必要であろうということです。いずれにしましても、こういった形で拡大していこうと思います。

それから、デッド・サイドの方では、CMBS ということで日本でも質への逃避ということが起こっていますので、それが CMBS の拡大の腰を折る可能性があるかもしれないということで、マイカルさんのそういう動向を見据えていきたいということでございます。ですから、この辺を予測と言えるのかどうかということですが、今年から来年にかけてがこの不動産の金融市場といいますか、あるいは不動産証券化市場を占う上で、一つのターニングポイントになるのではないかと考えていますし、それは土地政策であるとか国土政策というのと密接に絡み合っているというふうに考えております。

最後に、こういう不動産市場の発展を阻むものとして、よく言われていますように、Jリークの税務は複雑で未確定の部分があるから、簡素化して確定しなければいけないということですね。だれでも分かっていることですが、また、その貯蓄本位制から投資本位制へ移行しようというのが構造改革ですが、なかなか政策と税制が乖離して進まない。個人的には財務省の担当の方とか税調の委員の先生とか、やはり合理的な人を投入して、分かっていることは合理的に処理していただきたいということですね。だから、先ほどの国土政策として、一極集中なのか多極分散なのかという政策とともに、この税制というものが大きく不動産投資市場の行方にかかっているというのは、私だけではなくて、皆さんもそのようにお考えかと思えますけれども、このままであるのか、それとも変化するのかによって、Jリークの将来ということも大きく左右をされるというふうに見ていまして、願わくば、この辺の改正といいますか、ぜひこの間を埋めていただければ結構かなというふうに思います。

用意しました話題は以上でございます。どうもご清聴ありがとうございました。

◆第76回講演会 2001年10月18日 於：東海大学校友会館