

新しい元号「令和」がスタートしました。思い起こせば「平成」がスタートした1989年の日経平均株価の終値は38,915円と史上最高値でしたから、「平成」の終値（今年4月26日）の22,258円と比較すると、平成の30年間で株価は実に▼43%も下落したことになります。

ちなみにNYダウは当時2,753ドルでしたから、今年4月26日の26,543ドルと比較して、30年間で9.5倍に暴騰しています。

このように日米の経済格差は平成の30年間で二度と追いつけないほど大きなものになってしまいました。日本経済は「平成」の遅れを「令和」でどこまで取り戻せるのでしょうか。

#### 米が「利上げ」も「利下げ」も見送り

F R B（米連邦準備制度理事会）は、5月1日のF O M C（米連邦公開市場委員会）で、政策金利であるF F金利の誘導目標を、投票メンバー10人全員一致で年2.25～2.50%のまま据え置いた。

F R Bは直近では昨年12月に0.25%の利上げを実施したものの、今年に入ってから3会合連続で利上げを見送り、「利上げ停止」モードに転換している。

市場はこの「利上げ」サイクルが停止したことは織り込み済みだが、今年からは一転して「利下げ」モードへの転換も織り込み始めている。

C M E（シカゴマーカンタイル取引所）の30日物F F金利先物の市場価格から推測した「今年中に利下げする」確率は、3月下旬にかけて70%程度まで上昇した。

その後は中国の経済指標が持ち直し、3月の米雇用統計が良好な結果となったことなどを受けて、直近の「年内利下げ」確率

は47%程度となっているが、市場の「利下げ」期待は依然として大きい。

さらに追い打ちをかけるように、トランプ大統領やペンス副大統領の利下げ要求がヒートアップしてきた。F O M C前後に両氏は公然とF R Bに「利下げを検討せよ」と圧力をかけている。

パウエルF R B議長は早期の利下げを否定しているの、当面は「利上げ」も「利下げ」も「忍耐強く様子見する」スタンスが続くと思われるが、今後もF R Bの金融政策は、トランプ政権の口先や人事介入の影響を強く受けることになるだろう。

#### 日銀がフォワードガイダンスを強化

日銀は4月25日の金融政策決定会合で、金融政策の先行き指針（フォワードガイダンス）を変更し、これまで「当分の間」としていた現在の超低金利政策を「少なくとも2020年春ごろまで」続けるとした。

今回の「フォワードガイダンスの強化」は、日銀の緩和姿勢を一段と強化する施策として予てから予想されていたもので、期限を明確化したことで、より強固な緩和姿勢を強調する狙いがあったと解されている。

ところで、予てから追加緩和策として一部で期待されていた「マイナス金利貸し出し」プランは今回も見送られた。

このプランには、日銀がマイナス金利で、すなわち利子を付けて金融機関に資金を供給することで、市中に出回るマネーの量を拡大する狙いがあるが、一方で銀行への補助金ばら撒きとの批判が強いため、有事以外は「禁じ手」扱いされてきた。

ところが、ここにきて欧州中央銀行（E C B）が、市中銀行を対象とした長期資金供給オペとして、この「マイナス金利貸し

出し」を検討しているとの報道があり、E C Bで採用されるのであれば、それに乗じて日本にも導入しようというシナリオが浮上してきた。

マイナス金利の副作用で地方銀行の6割が赤字経営と言われており、破綻懸念が大きい地銀にはいずれ国の資本注入が必要になる。日銀の次の追加緩和は、地銀再編と絡めて実施される可能性が高い。

#### 4月の世界REITは小反落

4月の世界主要REITのパフォーマンスは、日米欧豪ともに前月までの活況相場の反動で小反落となった。

3月末に年初来高値をつけたJ-REITも、4月は最高値から▼2%程度の調整となった。東証が公表したJ-REITの3月の投資部門別売買動向によれば、外人投資家が437億円の大幅買い越しとなっており、海外の投資マネー流入が続いていることを窺わせる。

その他では、投資信託は111億円の買い越しに転じたが、一方で銀行は53億円の売り越しだった。

また、日銀のJ-REIT買い入れは、1月に12億円、2月に48億円、3月に36億円と低調だったが、4月は96億円と大幅増となった。

ところで、日銀が4月公表した「金融システムレポート」では、不動産業向け貸し出しの対国内総生産(GDP)比が、1990年以来初めて過熱を示し、ヒートマップは「赤」が点灯した。

同レポートは、不動産業向け貸出比率を高める金融機関ほど「自己資本比率が低い傾向」があると警告しており、今後は地銀や信金の不動産業向け貸し出しは、縮小を余儀なくされるだろう。

私見ながら、安易な不動産バブル退治論が再び勢い付くことが懸念される。

(論説 井出)

#### ◆◆◆ マーケット情報 ◆◆◆

	2019/3	2019/4	騰落率
日経平均	21,205.81	22,258.73	+4.9%
TOPIX	1,591.84	1,617.93	+1.6%
NY ダウ	25,928.68	26,592.91	+2.5%
NASDAQ	7,729.32	8,095.39	+4.7%
① J-REIT	1,907.36	1,889.13	▼0.9%
② 米国 REIT	217.70	217.19	▼0.2%
③ 欧州 REIT	2,246.62	2,215.48	▼1.3%
④ 豪州 REIT	1,567.0	1,526.9	▼2.5%

<出所>①東証 REIT 指数 ②FTSE Nareit All REITs Index  
③FTSE EPRA/Nareit Developed Europe Index  
④S&P/ASX200 A-REIT 指数

※指数は月末終値 騰落率は前月比

## 首都圏物流不動産キャップレートウォッチ

## REIT保有物流施設のCAP(NCF)推移(1都3県所在物件対象)

リート名	プロロジス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				
	県名	所在	前回 (2018/5)	今回 (2018/11)	差異	所在	前回 (2018/5)	今回 (2018/11)	差異	所在	前回 (2018/8)	今回 (2019/2)	差異
千葉		市川	4.00%	4.00%	0.00%	新習志野	4.70%	4.60%	-0.10%	浦安	3.90%	3.90%	0.00%
		市川3	4.00%	3.90%	-0.10%	新習志野2	4.80%	4.70%	-0.10%	Landport柏沼南Ⅱ	4.70%	4.70%	0.00%
		船橋5	4.20%	4.10%	-0.10%					Landport柏沼南Ⅰ	4.80%	4.80%	0.00%
		成田1-A&B	4.90%	4.90%	0.00%								
		成田1-C	4.90%	4.90%	0.00%								
		成田1-D	4.90%	4.90%	0.00%								
		成田3	4.70%	4.70%	0.00%								
		習志野4	4.10%	4.00%	-0.10%								
	習志野5	4.20%	4.10%	-0.10%									
神奈川		座間	4.30%	4.20%	-0.10%	東扇島	4.70%	4.60%	-0.10%	厚木	4.30%	4.20%	-0.10%
		座間2	4.30%	4.20%	-0.10%					相模原田名	4.70%	4.70%	0.00%
		横浜鶴見	4.10%	4.10%	0.00%					相模原大野台	4.70%	4.60%	-0.10%
		海老名	4.20%	4.10%	-0.10%					厚木南B棟	4.40%	4.30%	-0.10%
										厚木南A棟	4.40%	4.30%	-0.10%
埼玉		川島	4.60%	4.60%	0.00%	川越物流	4.50%	4.50%	0.00%	川越	4.70%	4.60%	-0.10%
		川島2	4.60%	4.60%	0.00%	吉川	4.80%	4.70%	-0.10%	春日部	4.70%	4.60%	-0.10%
		北本	4.70%	4.70%	0.00%					羽生	5.10%	5.10%	0.00%
		吉見	4.60%	4.60%	0.00%					川口B棟	4.60%	4.60%	0.00%
										川口A棟	4.80%	4.80%	0.00%
東京		東京大田	3.80%	3.70%	-0.10%					川口領家	4.20%	4.20%	0.00%
		東京新木場	3.80%	3.70%	-0.10%					板橋	4.10%	4.10%	0.00%
										八王子	4.60%	4.50%	-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 (2018/7)	今回 (2019/1)	差異	所在	前回 (2018/8)	今回 (2019/2)	差異	所在	前回 (2018/7)	今回 (2019/1)	差異	
千葉		野田	4.50%	4.40%	-0.10%	富里	4.60%	4.60%	0.00%	浦安千鳥	4.00%	3.90%	-0.10%
		習志野Ⅱ	4.80%	4.70%	-0.10%	習志野Ⅱ	4.70%	4.70%	0.00%	船橋西浦	4.20%	4.10%	-0.10%
		柏	4.90%	4.80%	-0.10%	船橋	4.50%	4.50%	0.00%	習志野	4.40%	4.30%	-0.10%
		印西	5.40%	5.40%	0.00%	船橋Ⅲ	4.10%	4.10%	0.00%	八千代	4.50%	4.40%	-0.10%
						袖ヶ浦	4.60%	4.60%	0.00%	八千代Ⅱ	4.50%	4.40%	-0.10%
						浦安Ⅲ	3.90%	3.80%	-0.10%	浦安千鳥Ⅱ	4.10%	4.00%	-0.10%
						習志野	4.60%	4.60%	0.00%	市川	4.10%	4.00%	-0.10%
						松戸	4.50%	4.50%	0.00%	習志野Ⅱ	4.30%	4.20%	-0.10%
						市川塩浜	4.20%	4.10%	-0.10%	市川Ⅱ	4.00%	4.00%	0.00%
						野田吉春	4.90%	4.80%	-0.10%	柏	4.70%	4.70%	0.00%
						浦安	4.10%	4.00%	-0.10%	千葉北	5.10%	5.00%	-0.10%
						船橋Ⅱ	4.10%	4.10%	0.00%	千葉北Ⅱ	4.60%	4.50%	-0.10%
神奈川		厚木	4.80%	4.70%	-0.10%	東扇島	4.10%	4.10%	0.00%	平塚	5.00%	5.00%	0.00%
		厚木Ⅱ	4.80%	4.70%	-0.10%	厚木Ⅱ	4.20%	4.10%	-0.10%	川崎	4.40%	4.40%	0.00%
		横浜都筑	4.60%	4.50%	-0.10%					横浜福浦	4.50%	4.40%	-0.10%
		厚木Ⅲ	5.00%	4.90%	-0.10%					新子安	4.30%	4.20%	-0.10%
										相模原	4.80%	4.70%	-0.10%
埼玉		越谷	4.90%	4.80%	-0.10%	加須	4.50%	4.50%	0.00%	草加	4.10%	4.10%	0.00%
		さいたま	5.10%	5.00%	-0.10%	深谷	4.80%	4.80%	0.00%	三郷	4.50%	4.50%	0.00%
		川口	4.40%	4.40%	0.00%	杉戸Ⅱ	4.10%	4.10%	0.00%	羽生	5.10%	5.10%	0.00%
		三郷	4.30%	4.30%	0.00%	岩槻	4.10%	4.10%	0.00%	埼玉騎西	4.90%	4.90%	0.00%
		入間	5.00%	4.90%	-0.10%	春日部	4.30%	4.30%	0.00%	加須	4.50%	4.50%	0.00%
						越谷Ⅱ	4.00%	4.00%	0.00%				
						三郷Ⅱ	4.00%	4.00%	0.00%				
						桶川	4.70%	4.60%	-0.10%				
						杉戸	4.20%	4.20%	0.00%				
東京		東雲	4.30%	4.20%	-0.10%	東京	3.60%	3.70%	0.10%	新木場	4.20%	4.10%	-0.10%
		新砂	4.30%	4.20%	-0.10%	昭島	4.20%	4.20%	0.00%	東雲	4.00%	4.00%	0.00%
		羽村	4.60%	4.50%	-0.10%	辰巳	3.70%	3.80%	0.10%	辰巳	3.80%	3.80%	0.00%
		板橋	4.30%	4.30%	0.00%	羽村	4.30%	4.20%	-0.10%	武蔵村山	4.30%	4.20%	-0.10%
						辰巳Ⅱa	3.70%	3.70%	0.00%	新木場Ⅱ	4.10%	4.00%	-0.10%
						東京Ⅱ	3.90%	3.80%	-0.10%				
						新木場	3.90%	3.90%	0.00%				