

米国株ETFが、東証で取引可能。

世界最大級の運用会社から、米国のETF

STATE STREET GLOBAL ADVISORS.

SPDR スパイダー

www.spdrs.jp



### 編集長のおすすめ

54 マイナス金利局面 おカネどう守る



71 手足縛られた「クジラ」の苦悩

10 サンダース旋風

11 日銀がECBを刺激

17 ドローンが監視

27 底堅い高配当株

60 大家さんへの道

### 7面にINDEX

トヨタ自動車労働組合の鶴岡光行執行委員長は12日の記者会見で足元の急速な円高や海外経済の変調に触れ、こう語った。

今後の焦点は、今月下旬に中国・上海で開かれる20カ国・地域(G20)財務相・中央銀行総裁会議だ。麻生太郎副総理・財務相は12日、「政策協調について検討を進めたい」と述べた。だがそこで何も期待できないとなると、中央銀行の「神通力」の限界が見透かされる。完全崩壊を阻止できるかの瀬戸際だ。

投資家はどうか動けばよいのか。当局も頼れないとなると、世界で事業展開し財務も健全な企業の株の方が有望かもしれない。「ニューソプリン」と称する銘柄探しも広がってきた。

図2・3・4・5面

# 世界市場 危機モード

## マネー逆回転、円高・株安どこまで

日本が休日だった11日夕、財務省幹部が慌ただしく動いていた。円相場がこの日、海外市場で突如大きく上げ、一時1ドル=110円台を付けた。「円はどこまで上がるのか。円売り介入をすべきなのか」。市場関係者へのヒアリングが始まっていた。

翌12日、日銀の黒田東彦総裁が首相官邸に安倍晋三首相を訪ねたのと時を同じくして、為替政策の事務方の責任者である財務省の浅川雅嗣財務官も官邸に入った。政府・日銀の協調をかき取ると、円相場は1円近く下落した。「次の一手」に、市場は過敏なほどに身構える。

### 米利上げ観測後退

日銀が追加緩和「バズーカ2」を打ち出したのが2014年10月。その前の相場水準である1ドル=115円、日経平均株価1万6000円は、アベノミクスの効果を示すため政府・日銀が是が非でも守りたい一線だった。黒田総裁はマイナス金利の導入という賭けにも打って出た。だが「防波堤」はあっさり崩れた。

今回の市場動揺の原因は大きく二つある。一つは欧州要因。ドイツ銀行が過去に発行した債券の利払いを巡る不透明感が浮上し、欧州のみならず世界で銀行株が崩れた。中国経済の減速と資源安に加え「信用不安」というリスクが新たに浮上した。



もう一つが米国要因だ。「経済が下振れすれば利上げペースも減速するのが適当」。イエレン米連邦準備理事会(FRB)議長が10日の議会証言でこう発言すると、市場は3月の追加利上げは無いと受け止めた。米景気に黄信号がともったと感じたマネーは、リスク回避へ雪崩を

打った。「イエレン氏が議会証言で強く利上げする姿勢をみせなければ、110円まで本気で円買い・ドル売りをする」。米ヘッジファンドの運用担当者は議会証言前、こう意気込んでいた。中国が人民元を切り下げた15年8月に比べ、日経平均は約3割、米ダウ工業株30種平均は

1割下げた。約半年で株価が4割下落したリーマン・ショックをほうふつとさせる。市場は警戒から危機モードへと移った。

日本にとって今回の動乱相場は「外部要因」でもある。だが株安・円高に歯止めがかからなければ、実体経済に跳ね返る。

三菱UFJフィナンシャル・グループ(証券コード8306)の保有株は15年末時点で5兆7000億円を超え、評価益は3兆円に迫っていた。株価指数の値動きを基に推計すれば、評価益が1兆円規模で失われている可能性もある。マイナス金利の導入で利ザヤ縮小が避けられないなか、資本が目減りすれば、割に合わない貸し出しの絞り込みを検討せざるを得ない。

### G20の協調が焦点

円高は輸出企業の業績もむしばむ。富士重工業(7270)の16年3月期の為替前提は1ドル=120円。「今期はほぼ為替予約済み」だが、17年3月期は影響が出そうだ。同社では1円の円高が100億円近くの減益要因になるため、今の為替相場が続けば1000億円規模の減益要因になる。みずほ証券の試算では為替相場が1ドル=120円から110円に振れた場合、東証1部企業の1株利益は6%目減りする。

貸上げ交渉にも影を落としそう。厳しい交渉になる。

## マイナス金利の波紋 長期金利が乱高下 初のマイナス後に急上昇

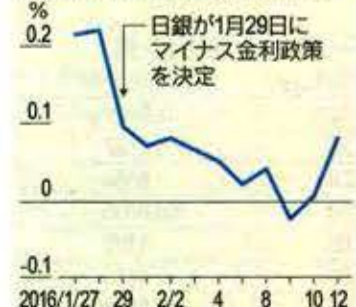
個人の住宅取得や企業の設備投資を左右する長期金利が乱高下している。指標となる新発10年物国債利回りは9日の東京市場で史上初のマイナスに沈んだが、12日は一転して急上昇した。日銀のマイナス金利政策の導入を受けて長期金利の適正水準が失われ、安全資産であるはずの日本国債の変動率が急激に

高まっている。日銀がマイナス金利の導入を決めて以降、長期金利は低下基調を強めた。9日には欧米で信用不安が再燃。株価が下げ足を速めると国債に向かって「質への逃避」が発生、長期金利は一時マイナス0.035%まで下げた。だが、12日は日経平均株価が1年4カ月ぶりに1万5000円を割

り込んだにもかかわらず、長期金利は0.08%に上昇した。激しい相場変動の背景は何か。野村証券の松沢中氏は「実際に日銀のマイナス金利が始まる16日まで、債券相場の「居所」が分かりづらい」と指摘する。国内の機関投資家の多くが取引を手控えるなか、「一部の利益確定売りが出ると金利が反発し

### Chart of the week

長期金利は一時マイナス0.035%まで低下後、0.08%に上昇



やすくなっている」(みずほ証券の丹治倫敦氏)面もある。市場のゆがみは異なる年限の国債利回りをつないだ利回り曲

線にも鮮明に表れる。10日には2年物はマイナス0.220%なのに、5年物はマイナス0.225%を付ける逆転現象が起きた。利回りは通常、満期までの期間が長くなるにつれ上がっていくが、目先の需給だけに注目した取引が活発になった格好だ。

マイナス金利政策は債券市場参加者にとっても文字通り未体験ゾーン。長期金利については3月1日に財務省が実施する10年物国債入札までは変動率の高い状況が続くとの見方が多い。(本多奈織)

# Step 表面利回り4~6%は不可欠 経費かさみ赤字のケースも

「預金するには金利が低すぎ、株式投資も値動きが大きく手が出せない」。こんな悩みを抱える富裕層が、不動産市場にこぞって流入している。「長期金利が一時マイナスに突入しただけに、不動産市場への参加者はさらに増えるのでは」と不動産鑑定士の前野孝明氏は話す。

不動産に人気が集まれば、価格は上がり、その分、賃貸利回りは下がる。3年ほど前までは不動産投資の鉄則は「グロテン」と言われた。管理費や税金負担を考慮しない「グロス」の表面利回りで年10%以上は必要という意味だ。だが、最近は東京都内だと4~6%台が当たり前。過熱気味だとの指摘もある中、どれくらいの賃貸利回りを確保すればいいのだろうか。

不動産業界の多くの「プロ」は「どんな優良物件でも、無借金なら表面利回りで4%台、借金をするなら6%が最低ライン」と口をそろえる。不動産投資にかかる様々な経費を考慮すると、ほとんどもうけが見込めなくなるからだ。図のように、分母となる不動産価格には、不動産取得税や仲介手数料など不動産の購入に関わる経費を足す。分子の賃料収入からは、管理費や保険料などのコストを差し引く。表面利回りと定期預金金利や国債の利回りを比較しても、あまり意味はない。

このほか賃料から差し引くコストとして忘れてならないのは空室損失。優良物件であっても、入居者が替わる際には必ず空室期間が生じる。清掃などの作業を挟むためだ。プロは賃料収入の5~10%を想定空室損失として差し引く。「古い物件など空室リスクが高い場合は30%程度をコストと見なす」（不動産鑑定士の前野氏）という。

こうしたコストを織り込んでシミュレーションすると、分母である不動産

## 典型的な不動産投資の諸経費のイメージ

賃料(利回り計算の分子)	
表面賃料(年間)	250万円
空室損失	▲20
管理費	▲20
火災保険料など	▲5
固定資産税・住民税	▲30
経常的なもうけ	175 (賃料の7割程度)
借金している場合は金利もコストとして差し引く	
物件取得額(分母)	
物件価格	5000
登録免許税	80
不動産取得税	100
司法書士手数料	20
仲介手数料	150
物件取得額	5350 (価格の1.07倍程度)

取得額は物件のみの価格よりもざっくり7%高くなり、分子である賃料収入は表面賃料の30%減になる。例えば5000万円の物件で、年間賃料収入が

250万円なら表面利回りは5%。一方、コストを考慮すると物件取得額は5350万円、収入は175万円となり、利回りは3%強に落ちる。

しかし、これは経常的なコストを織り込んでいない。実物不動産投資では不測の費用が生じることが多い。10~20年に1度は外壁の修復など大規模修繕が必要となる。例えば昨年、福島県のマンションを1棟買った都内在住のある男性。復興工事関係者で満室稼働していたが、1200万円もの大規模修繕を余儀なくされ、収支の計画は大きく狂ったという。

マンションのワンルームを購入した場合もコストはかかる。修繕積立金はエレベーターなど共用部の補修費に充てるため、水回りの故障など部屋内部は全額自己負担だ。大手ノンバンクで不動産投資ローンの回収業務をしてい

た男性は「思わぬ支出がかさみ、破産するサラリーマン大家を何度も見てきた」と話す。十分な利回りを確保し、普段から賃料収入を「貯金」しておかなければ不測の事態に対処できない。

最近購入したマンションを業者に貸し、空室リスクを回避する「サブリース」がサラリーマン大家の間で流行している。こうした物件は表面利回りが4%台と極めて低いことがほとんど。サブリース手数料や、その他のコストを考えると実は赤字になるケースも珍しくない。しかもサブリースは2年程度に1度は賃料が改定されるケースが多く「減額改定になるものとして資金計画を立てた方が無難」（不動産鑑定士）。「サブリースは安心」という業者の甘い営業トークをうのみにせず、冷静にリターンとリスクを考える必要がある。

# Jump 給与と損益通算、見逃せない節税効果 減価償却など活用、法人化の道も

不動産投資をする上では節税効果も見逃せない。確定申告の手間はかかるが、建物の減価償却費などをうまく使ってサラリーマン大家でも税の還付が受けられる。

例えば新築の木造アパートを購入した場合、建物部分が1億円だったとすれば、22年かけて減価償却するため、年間450万円(1億円÷22年)ほどをコストとして税務処理できる。

様々な経費を引いた後の年間賃料収入が400万円であれば、ここから減価償却費450万円を差し引くと、税務上の損益は50万円の赤字となる。サラリーマンとしての課税所得が1000万円

## 法人を設立した場合の節税メリット



納税額などは大まかな目安

あれば、損益通算(1000万円-50万円)して課税される所得は950万円となる。減った50万円にかかる税金が還付される。大ざっぱな計算だが、課税所得が1000万円であれば所得税・住民率は43%であるため、還付されるのは20万円強(50万円×43%)になる。

税務上、損金と認められるのは償却費ばかりではない。「不動産投資の情報収集を兼ねた飲食の代金や、事務作業に使う文房具も経費として認められる」(税理士の小林満春氏)。保有不動産の掃除に行くために自動車を買えば、購入価格の5割程度を減価償却して損金とすることもできる。

ただ、経費が多額になると、税務当局からあらぬ疑いをかけられかねない。小林税理士は「年50万円を超えるような経費は、常識的に考えてさすがにまずい」とアドバイスする。

法人を設立することで節税するサラリーマン大家も珍しくない。法人に不

動産を保有させ、自分や家族を役員にする。不動産からの賃料収入を役員報酬として分割すれば、1人当たりの所得が抑えられるため、税率が減る。

例えば賃料収入1000万円を夫が1人で受け取った場合、所得控除を考慮した税率は28%で、納税額は280万円となる。しかし、夫婦で役員になって500万円ずつ受け取れば、税率はそれぞれ12%に下がる。納税額は夫婦合わせて120万円、夫1人の場合の半額以下だ。

税理士の小林氏は、不動産投資を始めてから16年以上が経過した顧客には、面倒でも法人設立を勧めているという。16年目以降は損金にできる減価償却費が急速に少なくなり、個人だと節税メリットが受けにくくなるためだ。これは多くの住宅設備の償却が15年で満了するからで、「法人を設立して節税しなければ不動産投資のうまみが少なくなる」という。

オフィスビルへの投資を主体としている銘柄を購入すれば、間接的にビルの「大家」となって企業業績の回復に伴う賃料上昇の恩恵を期待できる。同様にホテル系の銘柄に投資すればインバウンド(訪日外国人)需要拡大の追い風を受けられる。

流動性の高さも利点だ。実物不動産は購入や売却に時間がかかるが、REITなら通常の株式と同様に日々の値動きを見ながらリアルタイムで売買できる。上場商品ゆえに価格の透明性が高い点も見逃せない。

こうした利点がある分、REITは実物不動産の価値よりもやや割高だ。1口当たりの分配金を投資口価

格(株価に相当)で割って算出する分配金利回りの市場平均は約3.6%で、多くの実物不動産と比べて低い水準にとどまる。

REITは保有する不動産の価値だけでなく、金融商品としての需給によって価格が大きく左右される点にも注意が必要だ。日銀のマイナス金利の決定時も「国債での運用が難しくなる地方銀行が代わりにREITを買う」との観測から上昇する銘柄が多かった。半面、新興国の景気減速といった国内の不動産市場に直接影響しない材料が出た場合も、株で損失を受けた投資家の換金売りなどで値下がりするリスクがある。