

REITレポート

豪州REIT急落の背景とバリュエーションの再評価

- 世界的にREITが下落中、豪州REITも急落。世界的な金利上昇や各国の政策への懸念が下落の背景。
- 豪州REITは解散価値を大きく下回る。リーマンショックと同等程度の純資産の下落を考慮しても割安な水準。
- 2008年から財務基盤の健全化が進んだ豪州REIT。負債比率の低さは、不動産価格下落への耐性の強さを示す。
- 豪州政府の感染抑制策や財政刺激策により景気底割れが回避されれば、豪州REITが見直される可能性も。

世界的なREIT下落の中、豪州REITも大幅に下落

新型コロナウイルスの世界的な感染拡大による混乱から、不動産投資信託（REIT）の急落が顕著となっています。豪州REITの年初来騰落率が-43.9%に拡大しているほか（3月23日時点）、米国REITやJ-REITも年初来で40%弱の大幅な下落となっています（図表1）。

3月以降の世界的なREIT急落の背景には、次の二つの要因が複合的に関連しているとみられます。

世界的な金利上昇懸念がREITの下落要因に

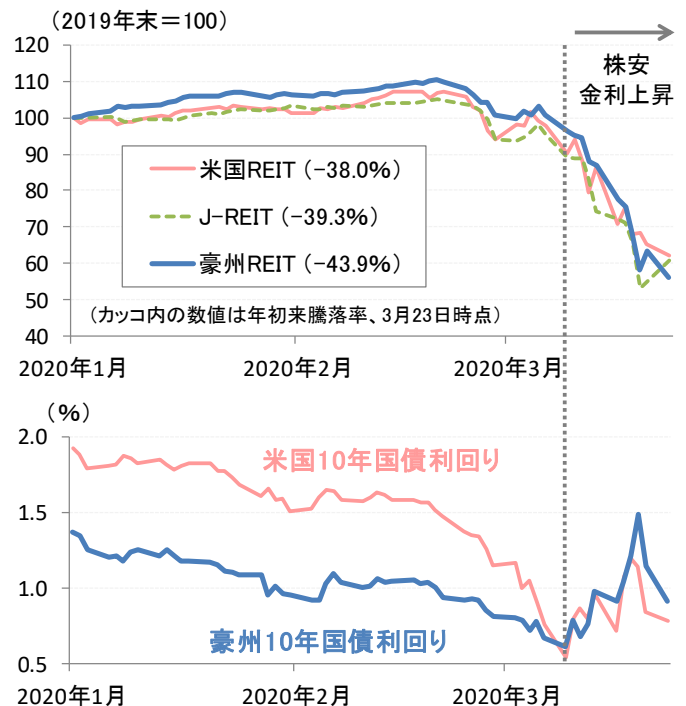
第一に、世界的な金融市場の混乱による投資家心理の悪化です。特に3月中旬以降の世界的な株安の連鎖局面では、投資家の現金確保志向の高まりから、金融市場において株安と金利上昇圧力（国債への売り圧力）が同時発生する不安定な状況が生まれました。このような世界的な金利上昇懸念が各国のREIT市場の下落に拍車をかけたとみられます。

各国の政策からREITの収益低下懸念が浮上

第二に、新型コロナウイルスの感染拡大を抑制するため、各国政府が人の移動や集会などを制限する政策を打ち出したことで、REITの保有不動産（商業施設、オフィス、物流施設等）のキャッシュフローへの影響を懸念する見方が浮上しつつあると考えられます。

豪州政府による新型コロナウイルスの感染防止策として、3月23日よりレストラン・カフェ内での飲食が禁止され、映画館やカジノ、ジム、パブなどの人が多く集まる施設の閉鎖が決定されています（図表2）。ただし、豪州REITが保有・運営するショッピングセンターに関しては、映画館やジムなどの施設の部分閉鎖を行うこととし、現時点では営業継続が許可されている模様です。

図表1：豪州・米国・日本のREIT指数と長期金利の推移



（出所）ブルームバーグ（期間）2020年1月2日～3月23日（日次）
 （注）豪州REITはS&P/ASX300REIT指数、米国REITはFTSE/NAREITオール・エクイティREIT指数、J-REITは東証REIT指数。

図表2：豪州政府による店舗・施設の閉鎖措置

封鎖対象の施設	営業中の施設
パブ、クラブ	ショッピングセンター、小売店、酒屋
ジム、インドア・スポーツ施設	ホテルなど宿泊施設
レストラン・カフェ内の飲食	レストラン・カフェ（持ち帰り・デリバリー）
宗教的な集会および礼拝場	銀行、郵便局、宅配・物流ビジネス
映画館、ナイトクラブ、カジノ	ガソリンスタンド
ギャラリー、ミュージアムなど文化施設	病院、歯医者、動物病院、床屋・美容室

（出所）各種報道等
 （注）閉鎖措置は3月22日に豪州政府が公表（3月23日正午より適用）。

豪州REITは解散価値を大きく下回る割安水準に

豪州REITの株価純資産倍率（PBR）は、0.64倍まで急低下しています（3月23日時点）。PBR=1倍はREITの株価と解散価値が等しくなる水準であることから、現在の豪州REITの株価は保有資産の解散価値を大きく下回る割安な水準にあることが示されています（図3上段）。

純資産の大幅下落を考慮した、修正PBRでも割安

現在、豪州での新型コロナウイルスの感染拡大による個人消費の低迷などから、豪州REITの先行きの収益低下が一株当たり純資産の下落に波及する可能性が懸念されています。過去に純資産が大きく下落した2008年のリーマンショック後のケースでは、2008年末から2009年末までの1年間で、豪州REITの1株当たり純資産は32%下落しました（図表3下段）。

リーマンショック後と同等程度の純資産の下落（-32%）という想定を現在の豪州REITのPBRに当てはめた場合の修正PBRは0.93倍と、純資産の下落を考慮しても解散価値を下回る割安な水準にあると推定されます。豪州REITの純資産が実際にどの程度下落するかは不明ですが、この想定は豪州REIT安が行き過ぎている可能性を示唆しています。

2008年から大きく改善した豪州REITの財務基盤

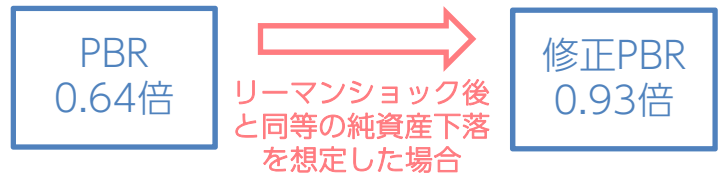
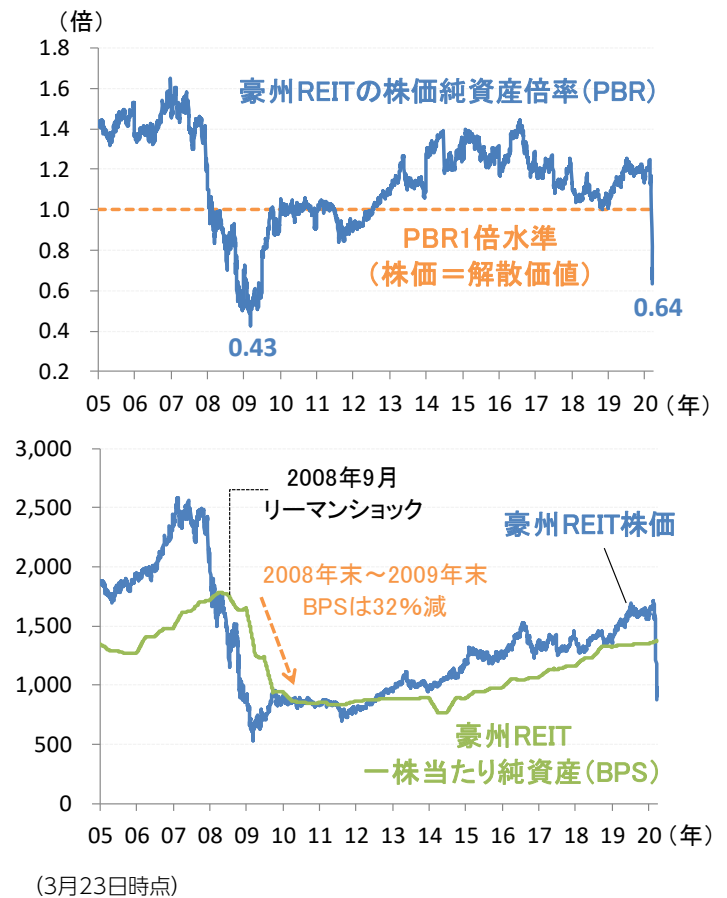
また、リーマンショック前後と現在の豪州REITの違いとして、財務基盤の大幅な改善が挙げられます。

リーマンショック前の豪州REITは負債の依存度（レバレッジ）を高めることで、海外不動産などにも積極的な投資を行っていました。しかし、リーマンショック後は、高い負債依存度が大きく影響し、豪州REITは大規模な海外不動産の売却を余儀なくされました。

現在の豪州REITの保有不動産は、一部銘柄を除けば豪州国内の不動産が中心であり、足元の負債比率は3割以下の低水準に抑えられています（図表4）。豪州REITの負債比率の低さは、不動産価格下落などへの耐性の高さを示しています。

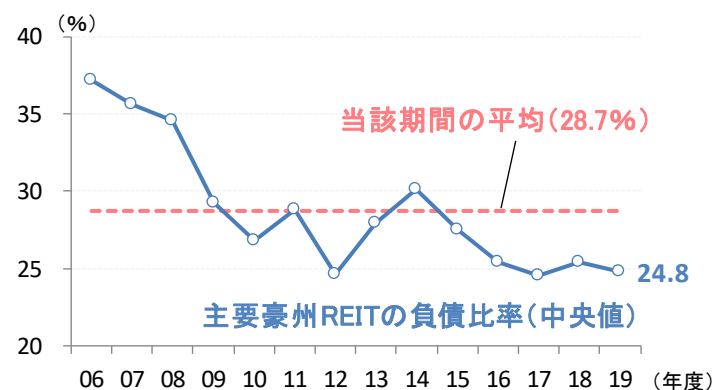
今後、豪州政府による感染抑制策と財政刺激策により豪州景気の底割れが回避されれば、市場において豪州REITの見直しが進む可能性もありそうです

図表3：豪州REITの株価純資産倍率（PBR）の推移



(出所) ブルームバーグ
 (期間) 2005年1月4日～2020年3月23日 (日次)
 (注) 株価純資産倍率=株価÷一株当たり純資産 (BPS)
 豪州REITはS&P/ASX300REIT指数。BPSは3ヵ月移動平均値。

図表4：主要豪州REITの負債比率の推移



(出所) ブルームバーグ (期間) 2006年～2019年 (年度)
 (注) 対象は主要豪州REIT9銘柄。年度は各REITの会計年度に基づく。

【当資料に関する留意点】

- 当資料は、市場環境に関する情報の提供を目的として、レグ・メイソン・アセット・マネジメントの情報を基に、ニッセイアセットマネジメントが作成したものであり、特定の有価証券等の勧誘を目的とするものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。実際の投資等に係る最終的な決定はご自身で判断してください。
- 当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。
- 当資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料のいかなる内容も将来の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料に投資信託のグラフ・数値等が記載される場合、それらはあくまでも過去の実績またはシミュレーションであり、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。また税金・手数料等を考慮しておりませんので、実質的な投資成果を示すものではありません。
- 投資信託は投資する有価証券の価格の変動等により損失を生じるおそれがあります。
- 投資信託の手数料や報酬等の種類ごとの金額及びその合計額については、具体的な商品を勧誘するものではないので、表示することができません。

<設定・運用>



ニッセイアセットマネジメント株式会社

商号等：ニッセイアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者

関東財務局長（金商）第369号

加入協会：一般社団法人投資信託協会

一般社団法人日本投資顧問業協会

ニッセイアセットマネジメント株式会社

コールセンター 0120-762-506（受付時間：営業日の午前9時～午後5時）

ホームページ <https://www.nam.co.jp/>