

米国リート：物流施設の現状と今後の見通し

2024年6月21日

お伝えしたいポイント

- ・ 物流施設は一部で弱さも、おおむね堅調に推移
- ・ 株価は業績見通しの引き下げに過剰に反応、バリュエーションは割安に

物流施設の足元の状況について

物流施設リートは、2024年4月に大きく下落

図1にあるように、物流施設リートは2024年4月に大きく下落しました。長期金利上昇などを背景に4月は米国リート全体が軟調に推移しましたが、そのような環境下でも物流施設の下落が目立ちます。主な要因としては、4月17日に物流施設リート最大手のプロロジスが、2024年1-3月期決算発表において、2024年通年の業績見通しを引き下げたことがあげられます。プロロジスは2024年の一株あたりFFO(※1)の見通しをこれまでの前年比9.2%増加から前年比7.8%増加(※2)に引き下げました。またプロロジスは、新規物件供給の増加により南カルフォルニアなどの一部地域で需給が軟化していると言及しています。次ページ以降で、物流施設の需要と供給の状況や地域別の動向を確認していきたいと思えます。

図1：物流施設リート指数と米国リート指数の推移

(2023年1月3日～2024年6月18日)



※2023年1月3日を100として指数化

※物流施設リート指数: FTSE NAREIT Industrial REIT指数 (配当込み、米ドル)

※米国リート指数: FTSE NAREIT All Equity REIT指数 (配当込み、米ドル)

(出所) ブルームバーグ

※1: FFO(Funds From Operation) とは、純利益に減価償却費と不動産の売買損益を加え算出されます。リートが営業活動(不動産賃貸事業)でどれだけキャッシュフローを生み出しているかを見るもので、投資家に配分することが可能な金額に相当します。

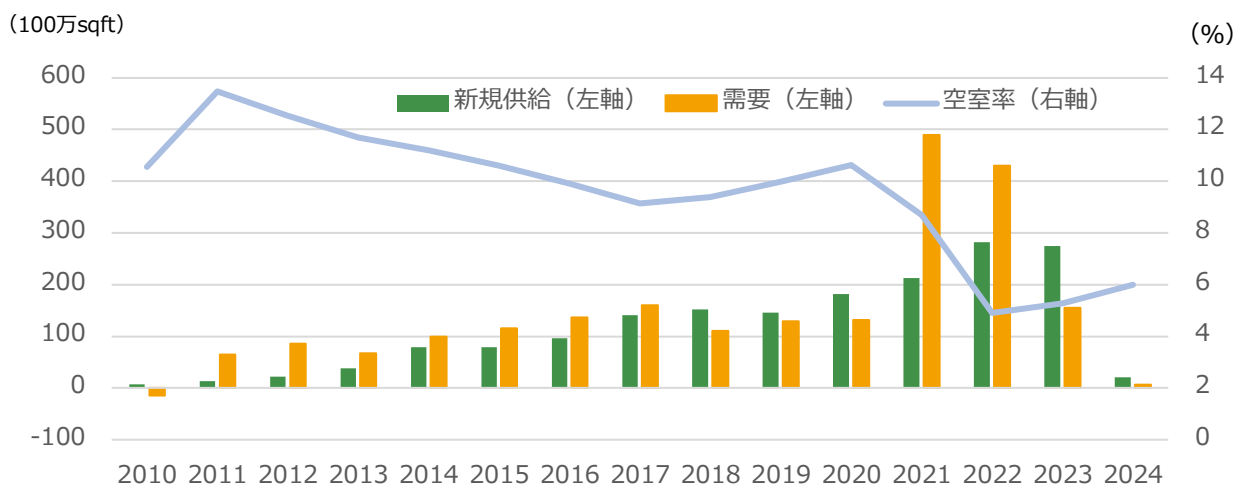
※2: Core FFO(除くNet Promote Income/Expense)の会社予想中央値の変化

コロナ下で需要は急拡大、新規供給が遅れて増加

図2は、米国における物流施設の新規供給と需要の動向を表したものです。2021年から2022年にかけては、新型コロナウイルスの感染拡大を受けて、Eコマースの普及拡大やサプライチェーンの安定化対応などにより需要は急拡大しました。新規供給以上に需要が増加したため空室率は大きく低下しています。その後、2023年は需要が落ち着いてきた一方で、新規供給が高止まりしています。不動産の物件開発には一定程度の期間がかかるため、供給は需要に遅行する傾向があります。需要以上の新規供給を背景に、空室率は足元上昇傾向になっています。

図2：物流施設の新規供給、需要、空室率の推移

(2010年～ 2024年1-3月期)



※四半期データ、2024年は1-3月期のみ
 ※sqft: スクエア・フィート (面積を表す単位)

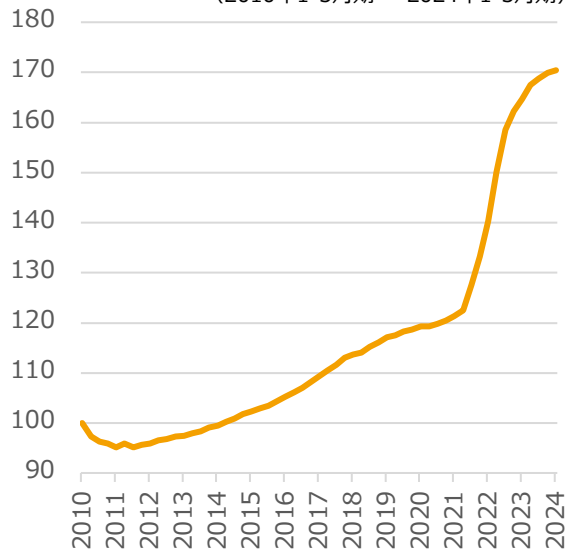
(出所) REIS、ブルームバーグ

賃料はおおむね堅調に推移

図3は、米国における物流施設の賃料推移になります。2021年から2022年にかけては、前述のとおりタイトな需給バランスを背景に、賃料は大幅に上昇しています。2023年以降は、需給の軟化を受けて賃料上昇は鈍化傾向にありますが、それでも大幅な下落にはなっておらず、おおむね堅調に推移しています。不動産においては、契約更新のタイミングで市場賃料に賃料が改定されるのが一般的です。また物流施設の契約期間は長期（5年以上）に及ぶことが多いため、足元賃料上昇は鈍化しているものの、契約更新のタイミングで改定される賃料は過去と比べ大幅に高いことになりません。そのため物流施設リートの賃料収入は今後も堅調に推移する見込みです。

図3：物流施設の賃料推移

(2010年1-3月期～ 2024年1-3月期)



※2010年1-3月期を100として指数化、四半期データ

(出所) REIS、ブルームバーグ

南カルフォルニアは足元軟調だが、長期的な重要性は変わらず

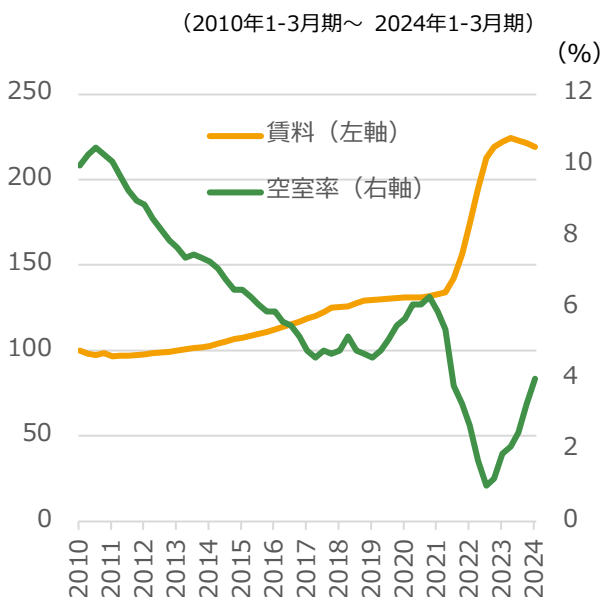
図4と図5は、南カルフォルニアの二つの都市の物流施設の賃料と空室率の推移になります。サンバーナーディーノはインランド・エンパイアと呼ばれる物流施設が集積する地域の主要都市の一つです。二つの都市ともに空室率が足元上昇しているのが分かります。特にサンバーナーディーノの空室率は、コロナ前の水準まで上昇しています。賃料については、二つの都市ともに2021年と2022年に大きく上昇し、その後おおむね横ばいとなっています。2024年1-3月期は若干ですが、前期比で賃料は下落しています。

インランド・エンパイアを含む南カルフォルニアは、米国の重要物流拠点の一つです。アジアからの輸入品は、ロサンゼルス港とロングビーチ港で陸揚げされ、全米各地に鉄道やトラックで運ばれます。港湾労働者のストライキやパナマ運河の動向などで両港の取り扱いコンテナ量のシェアは変動しますが、ロサンゼルス港とロングビーチ港が米国にとって最も重要な港湾施設の一つであることに変わりありません。また鉄道網や道路網、倉庫などと併せて巨大な物流インフラを形成しており、新規に同様のインフラを構築することは容易ではありません。

歴史的に見ても、インランド・エンパイアは景気サイクルや需給バランスの調整弁としての役割を担ってきました。物流拠点としての利便性は高いものの、人口密集地から距離があり比較的容易に開発用地を確保しやすいことから、供給増をまねきやすい構造です。今回のケースにおいても、短期的には新規供給増により軟調な地合いが続く見込みですが、米国の経済成長やEコマースの普及拡大に伴い、時間の経過とともに新規供給が消化され、長期的な成長軌道に回帰すると考えています。

また図3にあるように、米国全体ではコロナ前（2019年10-12月期）から足元までの賃料上昇は4割程度ですが、図5のサンバーナーディーノでは賃料はコロナ前と比較して2倍以上に急激に上昇しています。これはコロナ下におけるインランド・エンパイアの需給環境がいかにタイトであったかを物語っていますが、経済環境が落ち着いてきている現在、インランド・エンパイアにおいて賃料面で一定程度の調整が入ることは自然な流れと考えます。

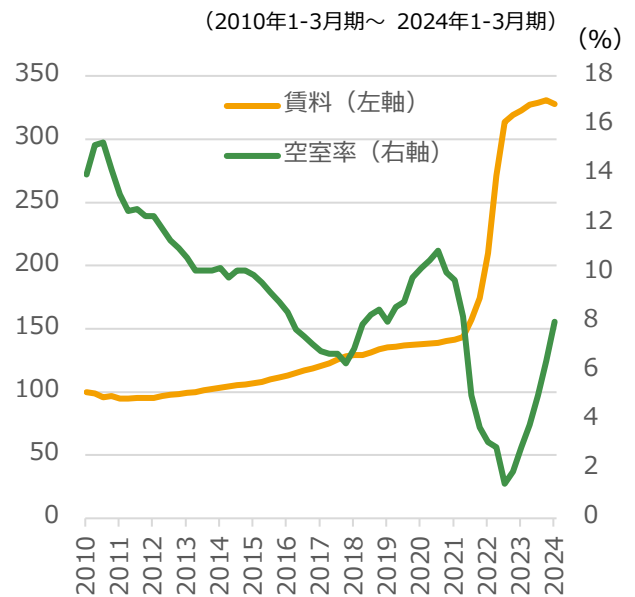
図4：ロサンゼルス賃料,空室率推移



※賃料は2010年1-3月期を100として指数化
※四半期データ

(出所) REIS、ブルームバーグ

図5：サンバーナーディーノ賃料,空室率推移



※賃料は2010年1-3月期を100として指数化
※四半期データ

(出所) REIS、ブルームバーグ
Daiwa Asset Management

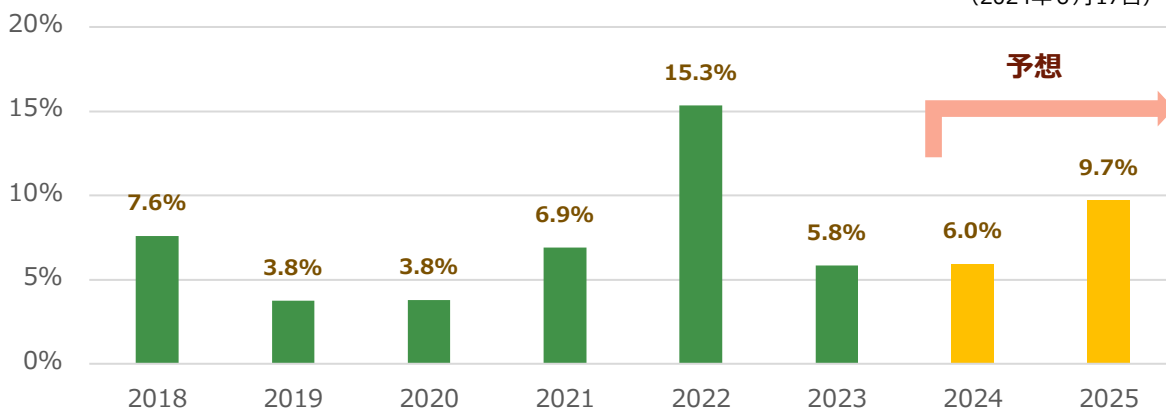
物流施設リートの今後の見通しについて

物流施設リートのキャッシュフロー成長は堅調

図6は、物流施設リートの1株あたりFFO成長率の推移を示したものになります。プロロジスの決算発表にもあるように、2024年の業績予想は引き下げられましたが、それでも依然堅調なFFO成長が継続する見込みです。物流施設の契約は5年以上に及ぶことが多く、図3でも分かる通り足元の賃料は5年前と比較して大幅に高い水準にあります。そのため契約更新を経て、物流施設リートの賃料収入は今後も継続的に増加していくことが想定されます。一つ業績が短期で悪化する可能性があるとするならば、それは空室率の上昇です。テナントが契約を更新しないなどして空室率が上昇した場合、リートの業績は悪化します。しかしながら、米国の経済成長やEコマースの普及拡大を背景に需要は堅調なこと、リートの持つ物流施設の多くはロケーション面で優位性があること、Eコマース向けの物流施設は自動化等の設備投資が行われており移転コストを考慮すると短期での移転リスクが低いことなどから、空室率が短期的に大きく上昇する可能性は低いと考えています。

図6：物流施設リートの1株あたりFFO成長率（前年比）推移

(2024年6月17日)



※2023年以前は実績値

※2024、2025年の予想値はブルームバーグ予想

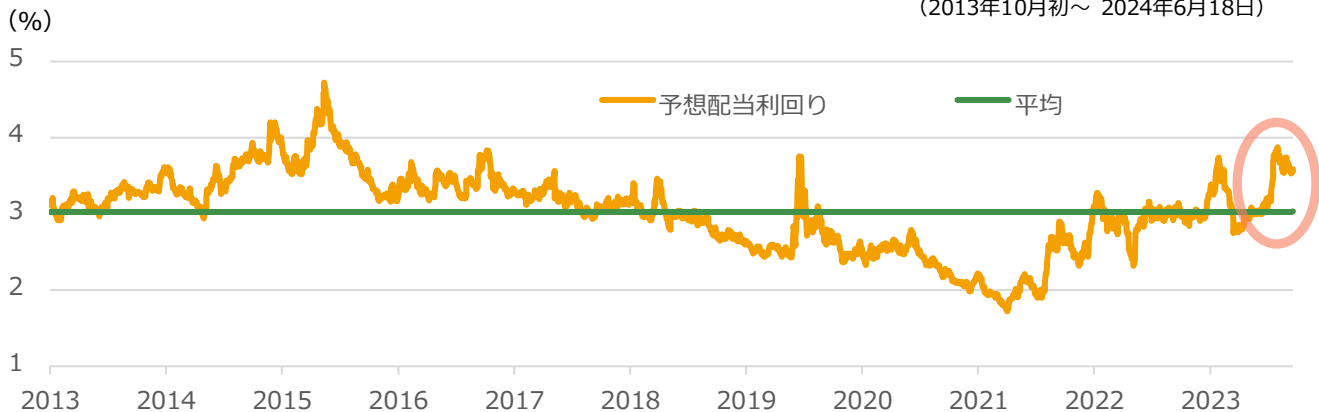
(出所) ブルームバーグから大和アセットマネジメント作成

物流施設リートのバリュエーションは割安水準に

次ページの図7は、物流施設リートの予想配当利回りの推移になります。足元（2024年6月18日）の配当利回りは3.6%と過去平均から18%程度割安な水準にあります。物流施設リートの多くは、成長投資を重視し、高い配当利回りを謳うリートではありません。そのため絶対水準としては、それほど高い配当利回りではありませんが、バリュエーション水準をみる上では過去平均との比較が有効です。プロロジスなどの業績予想の下方修正に株価は過剰に反応しており、図6にあるように今後も堅調な業績が予想される中、物流施設リートのバリュエーションは割安な水準にあると考えます。過去10年を振り返ると、現在の水準より優位にバリュエーションが割安なのは2015年後半から2016年前半しかありません。この期間は中国経済への懸念などから世界的に株式市場が軟調だった時期で、現在とは経済環境は大きく異なります。その点からも現在のバリュエーションが割安水準にあると考えます。

図7：物流施設リート指数 予想配当利回りの推移

(2013年10月初～ 2024年6月18日)



※FTSE NAREIT Industrial REIT指数

(出所) ブルームバーグ

まとめ

物流施設リートは、2024年4月にプロロジスの業績見直し引き下げをきっかけに大きく下落しました。業績見直しの引き下げは確かにネガティブな材料ですが、今回の、プロロジスの一株あたりFFOの引き下げ幅は1-2%程度です。それと比較してプロロジスの株価は4月単月で2割ほど下落しており、過剰な反応と考えます。物流施設のファンダメンタルズについても、インランド・エンパイアを含む南カルフォルニアなど一部地域で弱さが見られるものの、米国全体ではおおむね堅調に推移しています。また足元弱さが見られる地域においても、主な要因は新規供給の増加であり、需要が極端に弱いわけではありません。現在は、コロナ下で発生した異常な状況が、徐々に通常の状態に戻る過程にあると考えています。時間の経過とともに新規供給が消化され、米国の経済成長やEコマースの普及拡大を背景とした長期的な需要の増加に後押しされる形で、物流施設は堅調に推移すると考えています。

業績動向に対して、株価が過剰反応していることの表れとしてバリュエーションは割安な水準になっています。過去平均と比較して、配当利回りなどのバリュエーション指標は割安な水準に達しており、バリュエーション面でも魅力度が増していると考えます。

物流施設は、人口密集地では住宅との競合があるため、新規開発用地の確保は難しくなっています。またデータセンターやリショアリングと呼ばれる米国国内への製造拠点回帰などによる新たな用地需要も発生しており、既存物件や取得済み開発用地の価値は将来的に上昇していくことが想定されます。Eコマースの普及拡大だけでなく、それら多くの要因が物流施設リートの業績を下支えすると考えています。

当資料のお取扱いにおけるご注意

- 当資料は投資判断の参考となる情報提供を目的として大和アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする「投資信託説明書(交付目論見書)」の内容を必ずご確認ください。
- 当資料は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。運用実績などの記載内容は過去の実績であり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。記載内容は資料作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。また、記載する指数・統計資料等の知的所有権、その他一切の権利はその発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の中で個別企業名が記載されている場合、それらはあくまでも参考のために掲載したものであり、各企業の推奨を目的とするものではありません。また、ファンドに今後組み入れることを、示唆・保証するものではありません。