

# 豪州REITの急落の背景とバリュエーションの再評価

以下、レグ・メイソン・アセットマネジメント株式会社提供のレポートをご紹介します。

- 世界的なREIT下落の中、豪州REITの価格も急落。世界的な金利上昇や経済封鎖策への懸念がREIT下落の背景。
- 豪州REITの価格は解散価値を大きく下回る。リーマンショックと同等の純資産下落を考慮しても豪州REITは依然割安。
- 08年から健全性の改善が進んだ豪州REITの財務基盤。保守的な負債比率は経済ショックへの耐性の高さを示す。
- 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への見直しが進む可能性。

## 世界的なREIT下落の中、豪州REITも大幅に調整

新型コロナウイルスの感染拡大を巡る混乱が広がる中、世界的に不動産投資信託(REIT)の急落が顕著です。3月23日時点では、豪州REITの年初来下落率が43.9%に拡大しているほか、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1)。

3月以降、世界的にREITの急落が広がる背景には、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が強まり、金融市場で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。各国のREIT市場では金利上昇懸念がREITの下落に拍車をかけたとみられます。

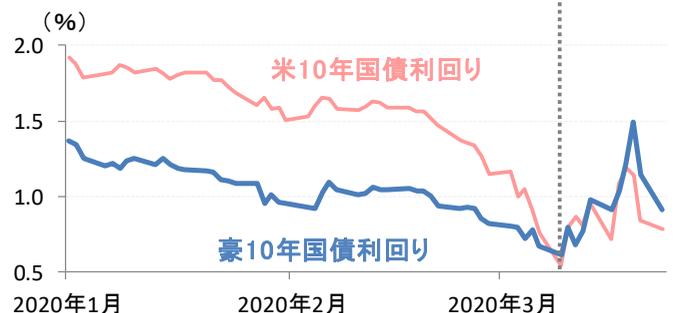
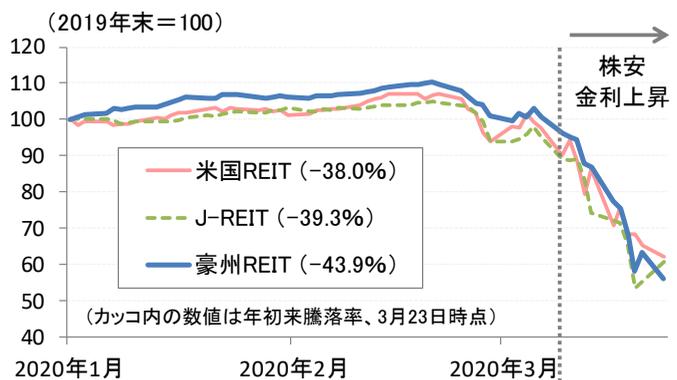
## 各国の経済封鎖策によりREIT収益の懸念が浮上

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を制限する経済封鎖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。

実際、豪州では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、パブなど人が多く集まる一部施設の閉鎖が決定されています(図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で、現時点では営業継続が許可されている模様です。

図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  
(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

また、豪州REITのPBR(株価純資産倍率)は、3月23日時点で0.64倍まで急低下しています(図3上段)。PBR=1倍はREITの価格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の価格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。

### 純資産の大幅下落を考慮した修正PBRでも割安

ここで懸念されるのは、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口当たり純資産(BPS)の下落に波及する可能性があることです。過去、BPSが大きく下落したケースとしては、2008年のリーマンショック後の事例が参考になりそうです。リーマンショック後の2008年末から2009年末までの一年間で、豪州REITのBPSは32%の下落に直面しました(図3下段)。

このリーマンショック後と同等のBPSの下落(-32%)という保守的な想定を現在の豪州REITのPBRに当てはめると、修正PBRは0.93倍と依然として解散価値を下回る割安な水準にあると推定されます。実際に豪州REITのBPSがどの程度下落するかは不透明ですが、この推定は豪州REIT安が行き過ぎている可能性を示唆しています。

### 08年から大きく改善した豪州REITの財務基盤

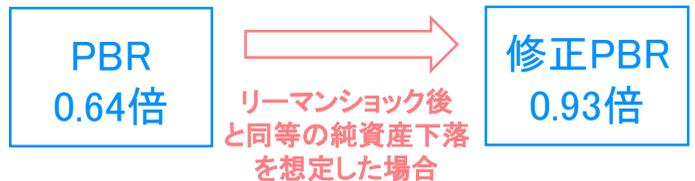
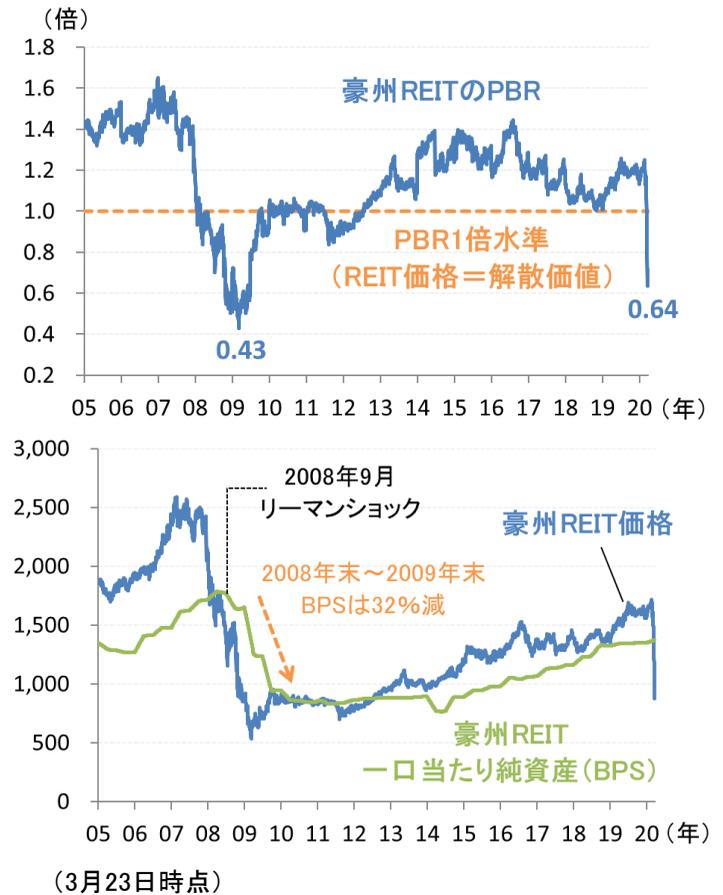
また、リーマンショック前後と現在の豪州REITの違いとして、財務基盤の健全性の大幅な改善が挙げられます。

リーマンショック前の豪州REITは負債への依存度(レバレッジ)を高め、海外不動産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には高い負債依存度が裏目に出たことで、豪州REITは海外不動産の売却を含む大規模なリストラを余儀なくされました。

一方、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4)。豪州REITの保守的な負債比率は、不動産価格下落などの経済ショックへの耐性の高さを示すものです。

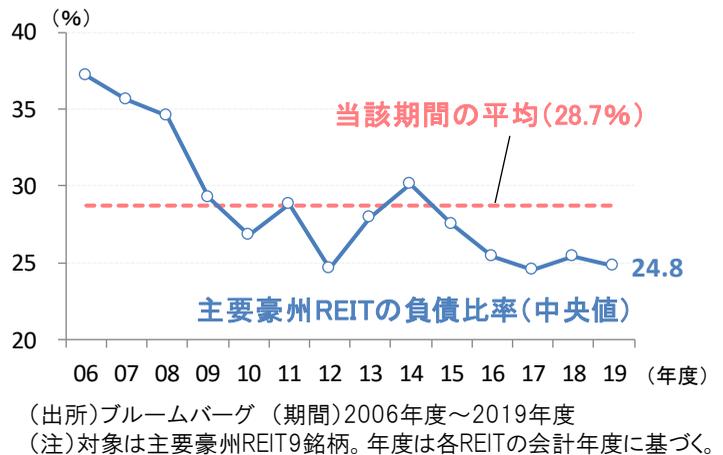
今後、豪州政府による感染抑制策と財政刺激策によって豪州景気の底割れが回避されれば、市場からの豪州REITへの見直しが進む可能性もありそうです。

図3: 豪州REITの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  
(注)PBR(株価純資産倍率)=REIT価格÷一口当たり純資産(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年度~2019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。

## 当資料の取扱いに関する留意事項

- ◆当資料はレグ・メイソン・アセットマネジメント株式会社の情報を基にスカイオーシャン・アセットマネジメントが投資判断の参考となる情報提供を目的として作成したものであり、金融商品取引法にもとづく開示書類ではありません。
- ◆ご購入のお申込みの際は最新の投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認ください。
- ◆投資信託は値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替変動リスクをとまいません。）に投資しますので基準価額は変動します。したがって、投資元本や利回りが保証されるものではありません。ファンドの運用による損益は、すべて投資者の皆さまに帰属します。
- ◆投資信託は預貯金や保険契約とは異なり預金保険機構および保険契約者保護機構等の保護の対象ではありません。また、証券会社以外で購入いただいた場合は、投資者保護基金の保護の対象ではありません。
- ◆当資料は信頼できると判断した各種情報等にもとづき作成していますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、今後予告なく変更される場合があります。
- ◆当資料中の図表、数値、その他データについては、過去のデータにもとづき作成したものであり、将来の成果を示唆あるいは保証するものではありません。
- ◆当資料で使用している各指数に関する著作権等の知的財産権、その他一切の権利はそれぞれの指数の開発元もしくは公表元に帰属します。