

REITレポート

# 足元の豪州REITの市場環境と今後の見通し

- 17年以降、豪州REITは横ばいで推移。17年は金利上昇懸念は一巡するも、店舗用REITの経営環境が厳しさを増す。
- 豪州REITの本源的価値である保有不動産評価は上昇傾向。不動産市場と株式市場でREITに対する評価に温度差。
- 豪州REITの株価は純有形資産（NTA）を下回る割安水準に。主要な豪州REITは自社株買いによって株価を下支え。
- 豪州REITはテナント入替や資産売却などの経営改善策を進める。今後の収益安定が投資家の信認回復のカギに。

## 17年以降の豪州REIT市場は横ばい傾向で推移

近年の豪州REIT市場は2016年前半までは堅調なパフォーマンスが続いたものの、2016年後半には金利上昇懸念の高まりから下落に転じ、2017年以降は概ね横ばい傾向での推移が続いています（図1）。

もっとも、金利環境の面では、2016年末をピークに豪州国債の長短金利差は緩やかな縮小傾向に転じており、金利上昇懸念による豪州REITへの下落圧力は徐々に後退しつつあると考えられます。

## 17年は店舗用REITの経営環境が厳しさを増した

2017年以降、豪州REITのパフォーマンスが停滞傾向にあるのは、以下に挙げるように、ショッピングモールを保有・運営する店舗用REITの経営環境が厳しさを増したことが背景にあるとみられます。

- ① 2017年12月の米アマゾンの豪州参入など契機に、豪州でオンライン消費市場が大きく拡大。2017年の豪州のオンライン小売売上高は前年比+25.9%と2016年の同+15.0%から伸び率が加速した（図2）。
- ② 雇用環境は改善傾向にあるものの、賃金上昇率の鈍化が続く中、小売売上高は減速傾向。特に2017年は小売売上高の中でも、百貨店や衣料品小売などの実店舗での販売が低迷した（図2）。
- ③ 外資系小売企業の参入などによる小売市場での競争激化や家計の消費スタイルの変化などの構造的な変化が起きつつある。

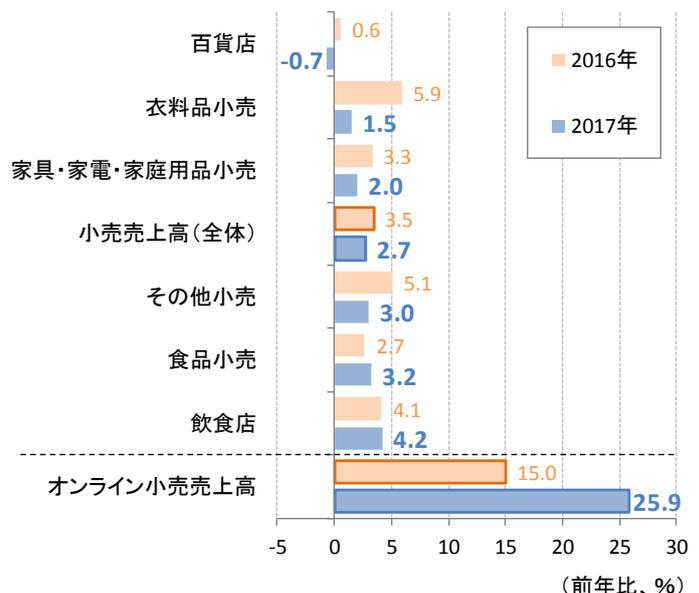
2017年は豪州の小売市場にとって、景気循環的な個人消費の減速と構造的な市場環境の変化が同時に発生したことで、店舗用REITを中心に豪州REITへの投資家の懸念が高まった可能性があると考えられます。

図1：豪州REITと豪州の長短金利差の推移



(出所) ブルームバーグ (期間) 2012年1月1日～2018年4月18日  
(注) シャドーは長期金利の上昇局面。

図2：豪州の小売売上高とオンライン小売売上高 (前年比伸び率)



(出所) 豪州政府統計局 (ABS)  
(注) オンライン小売売上高は現状の小売売上高統計には含まれない。オンライン小売売上高は海外業者からの輸入取引は除く。

### 豪州REITの保有資産価値と株価の乖離が拡大

一方、豪州REITの本源的価値である保有不動産の評価に目を転じると、2015年から2017年にかけては主要豪州REITの一株当たり純有形資産（NTA）は前年比10%前後で安定的な上昇傾向が続いています（図3）。豪州REITの株価が軟調となった2017年も、不動産市場ではREIT保有の不動産への鑑定評価が引き上げられており、豪州REITの保有資産価値と株価の乖離が拡大しています。

**純有形資産（NTA、Net Tangible Asset）**  
REITが保有する不動産などの有形資産の時価評価額から負債を差し引いたもの。NAV（Net Asset Value）に類似したREITの保有資産価値を測る指標で、豪州REIT市場ではNTAが一般的に使用されることが多い。

### 主要豪州REITの株価はNTAを下回る割安水準に

豪州REITの一株当たりNTAに対する株価の割安度を測るNTA倍率に着目すると、2018年3月末時点で主要豪州REIT14社の株価はNTAを3.1%下回る割安な水準にあります（図4）。とりわけ、NTAに対する株価の割安度は株価の下落が顕著な店舗用REITで高い傾向がみられ、主要店舗用REIT5社の株価はNTAを10.1%下回っています。

このように株価とNTAの格差が拡大していることは、株式市場と不動産市場からの豪州REITに対する評価に大きな温度差が生まれていることを示唆しています。

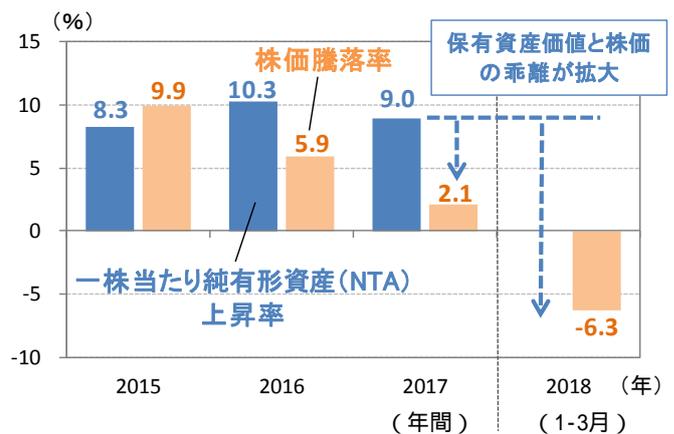
### 豪州REITは自社株買いで株価を下支え

株価がNTAを下回る割安な評価がなされていることに対して、主要な豪州REITは自社株買いなどの対応策を打ち出しています。REITによる自社株買いは一株当たりの利益や配当の価値を高めると同時に、市場に対して自社の株価が資産価値などと比較して割安に放置されていることを知らしめる「アナウンスメント効果」があると考えられます。

2018年初にはREITの株価下落が顕著となった2月以降、ミルバック・グループ（2月8日）やデクサス（2月14日）、センター・グループ（4月5日）などが発行済株式の2～5%前後の規模の自社株買い計画を公表しました（図5）。

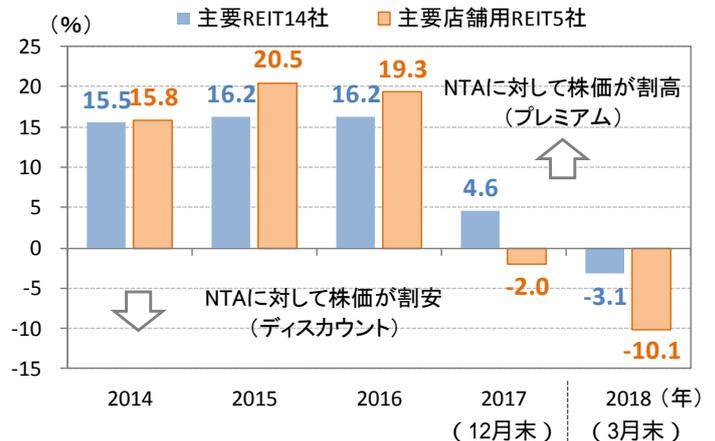
もっとも、豪州REITへの見直しが本格的に進むには、自社株買いなどの施策に加えて、株価低迷の原因となっている豪州REITに対する市場の不安を払しょくすることが必要と考えられます。

図3：主要豪州REITの保有資産と株価の変動率



(出所) 各社公表資料、ブルームバーグ  
(注) NTA上昇率および株価騰落率は豪州主要REIT14社の中央値。

図4：主要豪州REITのNTA倍率



(出所) 各社公表資料、ブルームバーグ  
(注) NTA倍率は株価が一株当たりNTA（純有形資産）に対してどれだけ割高か割安かを測るバリュエーション指標。時価総額加重平均値。2018年3月末のNTA倍率は、2017年12月末時点の一株当たりNTAと2018年3月末の株価に基づいて算出。

図5：2018年初からの豪州REITの自社株買い政策

REIT	セクター	公表日	政策概要
ミルバック・グループ	複合	2月8日	発行済株式の2.6%相当の自社株買い計画を公表
デクサス	オフィス	2月14日	発行済株式の5%相当の自社株買い計画を公表
センター・グループ	店舗用	4月5日	7億豪ドル相当（時価総額の約3.4%）の自社株買い計画を公表

(出所) ブルームバーグ、各社公表資料

### 店舗用REITはサービス業のテナント誘致を積極化

近年の豪州での消費環境の変化に対応し、既に豪州REITが事業戦略の改善策を進めつつあることは、市場の不安払しょくのきっかけとなる可能性があります。

特にアマゾン参入などオンライン消費市場の拡大に対しては、店舗用REIT各社は飲食店やサービス業（美容、医療、レジャー、ジム、保険等）のテナントを積極的に誘致し、オンラインにはないショッピングモールの競争力を高める施策を進めています。

### ビシニティはテナント入替や資産売却を積極化

実際、大手店舗用REITビシニティ・センターズを例に、過去5年間の専門店テナントの賃貸面積変化を見ると、小売店の賃貸面積が軒並み減少傾向にある一方、主に美容院などの小売サービスや飲食店の賃貸面積が大きく拡大しています（図6）。

また、ビシニティ・センターズは2018年1月に就任した新CEOのもと、非中核資産の売却を進めると同時に、保有不動産の質を高めるため複合的な不動産開発の機会を模索しています。不動産市場ではREITの保有不動産への評価が依然高い傾向にあることから、REITにとっては非中核資産の売却を進めやすい市場環境にあると言えます。

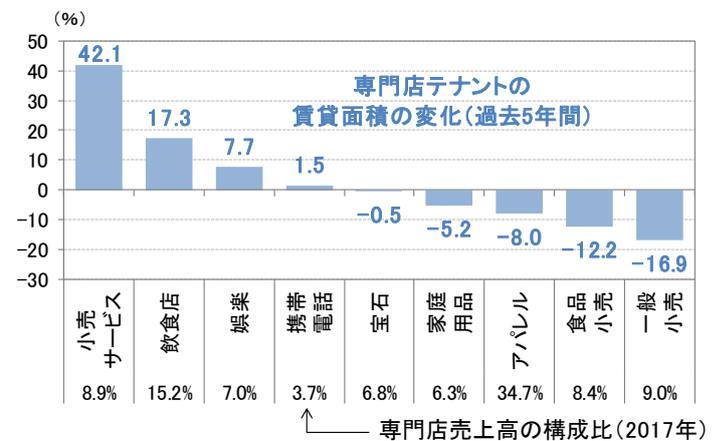
### 今後の収益安定が投資家の信認回復のカギ

豪州主要REITの本業の不動産賃貸事業から生み出されるキャッシュフロー（一株当たりFFO）は、2017年度実績の前年比+4.0%に続いて、2018年度が前年比+3.9%、2019年度が前年比+3.7%と安定した収益拡大が予想されています（図7）。各社が進める経営改善策などを背景に、今後の豪州REITの決算発表で収益安定が確認できるかが投資家の信認回復のカギとなりそうです。

### 配当利回りの面でも豪州REITには投資妙味残る

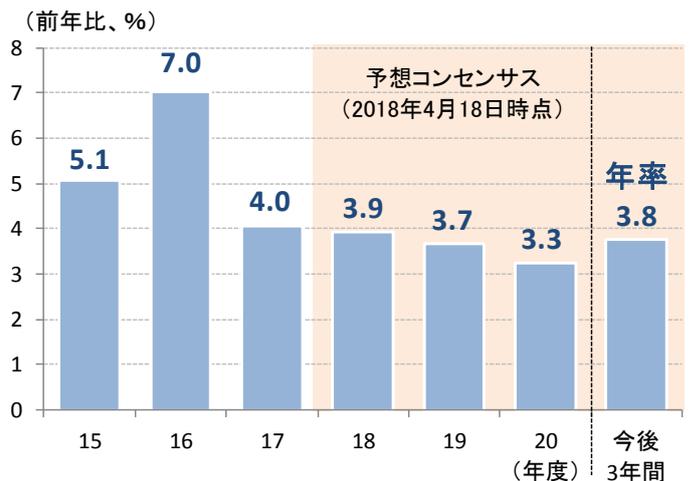
また、豪州REITの配当利回りは、足元の低調な株価を背景に5%台へ上昇しており、豪10年国債利回りとの間に2.40%の利回り格差があります（図8）。キャッシュフローの安定的な拡大という点に加えて、配当利回りの面でも豪州REITには投資妙味が残されていると考えられます。

図6：ビシニティ・センターズのショッピングモールでの業態別専門店テナントの賃貸面積の変化



(出所) 会社公表資料

図7：豪州主要REITの一株当たりFFOの見通し



(出所) ファクトセット (注) 主要REIT8社の中央値。

図8：豪州REITの配当利回りと豪10年国債利回り



(出所) ブルームバーグ (期間) 2010年1月1日～2018年4月18日  
 (注) 配当利回りは実績ベース。豪州REITはS&P/ASX300REIT指数。

## 【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。

## &lt;設定・運用&gt;



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/>