

米銀行破綻の影響と米国リートの見通し

2023年4月4日

米国リート 米銀行破綻の影響と今後の見通し

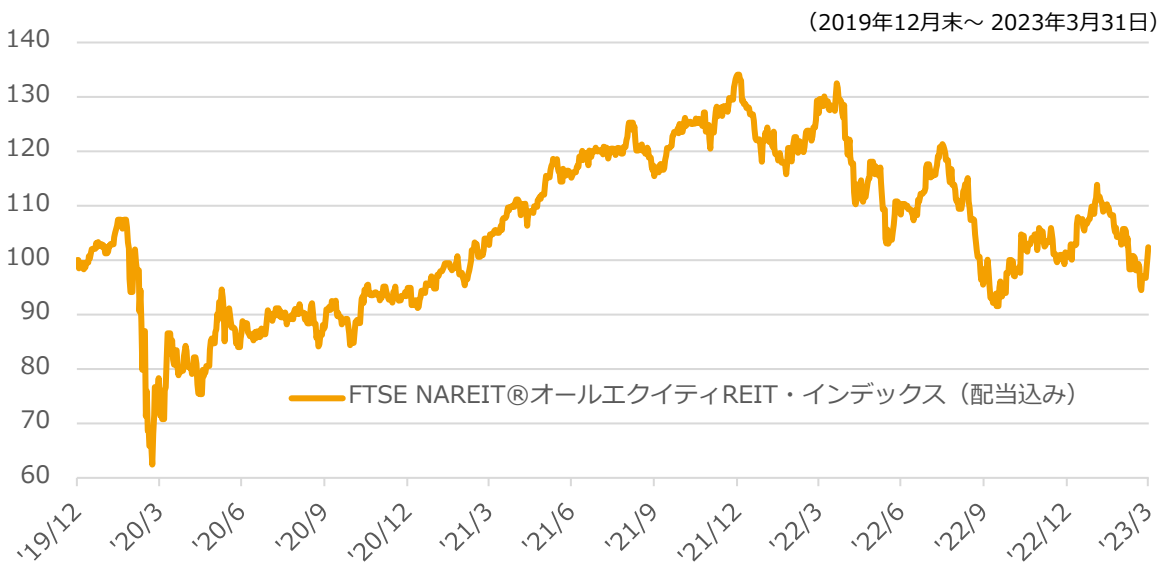
米銀行破綻で下落もその後反発

米国リート指数（FTSE NAREIT®オールエクイティREIT・インデックス、配当込み）は、3月9日のSVBファイナンシャルグループの増資発表以降、信用不安への懸念などを背景に3月後半にかけて一時9%超下落しましたが、その後米当局の預金者保護や銀行救済策の進展などを背景に投資家のリスク回避姿勢が後退し反発、3月月間では1.7%程度の上昇となりました。

セクター別の3月月間騰落率では、通信インフラ、産業施設、データセンター、セルフストレージがプラスのリターンになった一方で、商業施設、住宅、ヘルスケア、オフィスなどがマイナスのリターンになりました。特に軟調なファンダメンタルズを嫌気される形でオフィスセクターは15%超の大幅な下落となりました。

今回は、米銀行破綻の米国リートへの影響および、米国リートの今後の見通しについて解説していきます。

図1：米国リート指数の推移（配当込み）



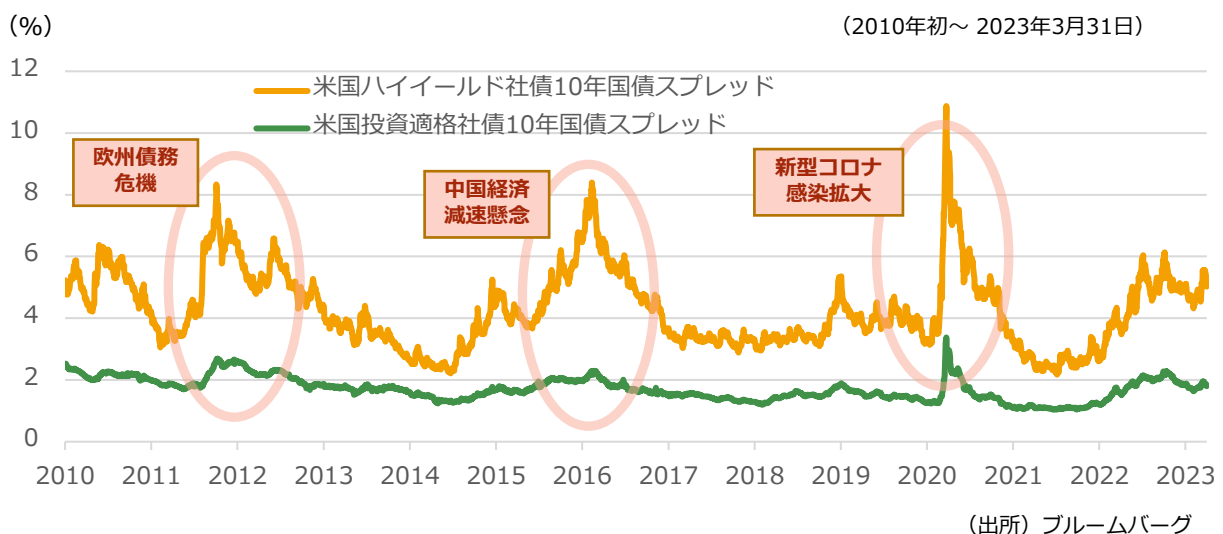
※2019年12月末を100として指数化。

（出所）ブルームバーグ

投資適格社債は比較的落ち着いた動き

銀行破綻の影響で懸念すべきことは、信用不安がどの程度高まるかになります。図2にあるように、足元の信用スプレッド（国債と社債の利回り差：信用不安の度合いを見るのに有用な指標です）はハイイールド社債においては大きく拡大していますが、投資適格社債に関しては比較的落ち着いた動きになっています。またハイイールド社債に関しても、2011-2012年の欧州債務危機や2015-2016年の中国経済の減速懸念が広がったときと比べると低い水準にあります。またリーマンショック時と比較すると明らかに低水準です。米国リートの多くは大型銘柄を中心にBBB格以上の格付けを保有しており、負債の借り換え時に問題に直面するような銘柄はごく一部に限られると考えます。

図2：米国投資適格社債とハイイールド社債の信用スプレッドの推移



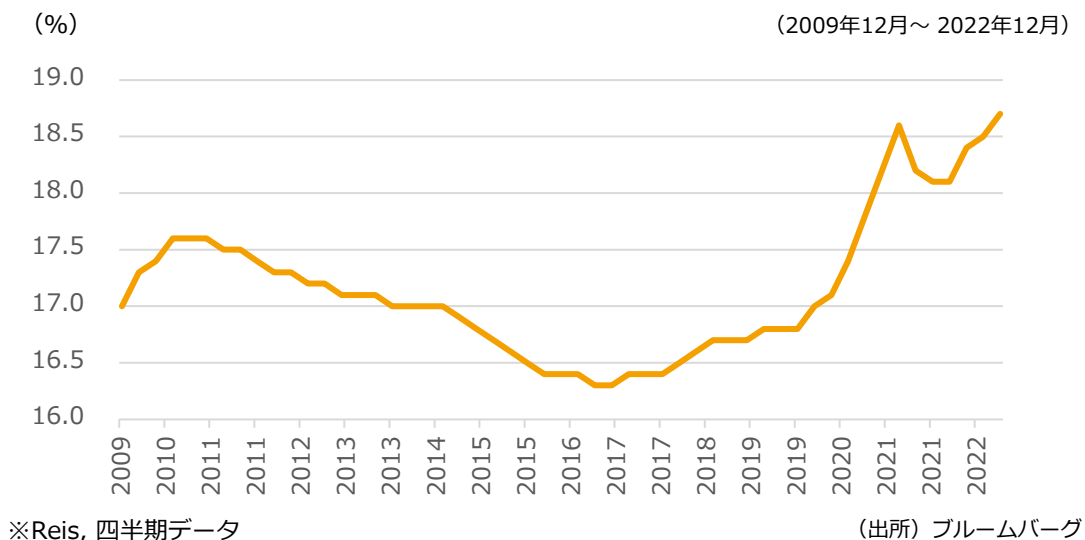
オフィス市場は軟調、銀行業績の足かせのひとつにも

次ページの図3にあるように、米国オフィス市場の空室率は上昇傾向にあるだけでなく、過去と比較しても高い水準にあります。新型コロナウイルスの感染拡大以降、米国では在宅勤務の普及を背景にオフィス需要が減速しています。また税制の違いなどを背景に大企業の拠点の移設等も発生しており、企業が移転してしまう地域ではオフィス需要の減少にみまわれています。加えて足元ではテクノロジー企業を中心に雇用削減が行われており、オフィス需要にはネガティブに働いています。

これら厳しい環境下で企業に選ばれるようなオフィスであるためには、従業員が出社したくなるような魅力的な共用設備（駐車場や駐輪場、シャワー設備、食堂など）が求められており、それらへの設備投資もオフィスオーナーの重荷になっています。そして金利上昇により、利払い費は上昇しています。

これら幾重にも重なる苦境を背景に、私募のオフィスファンドなどではデフォルト等が発生している模様です。中小の銀行を中心に商業不動産への融資を拡大してきた過去もあり、オフィス市場の悪化が銀行業績にどの程度影響を与えるかは今後も注意が必要と考えます。またバランスシートが脆弱な小規模なリートなどでは資産売却などを行う必要が出てくると考えます。

図3：米国オフィス空室率の推移

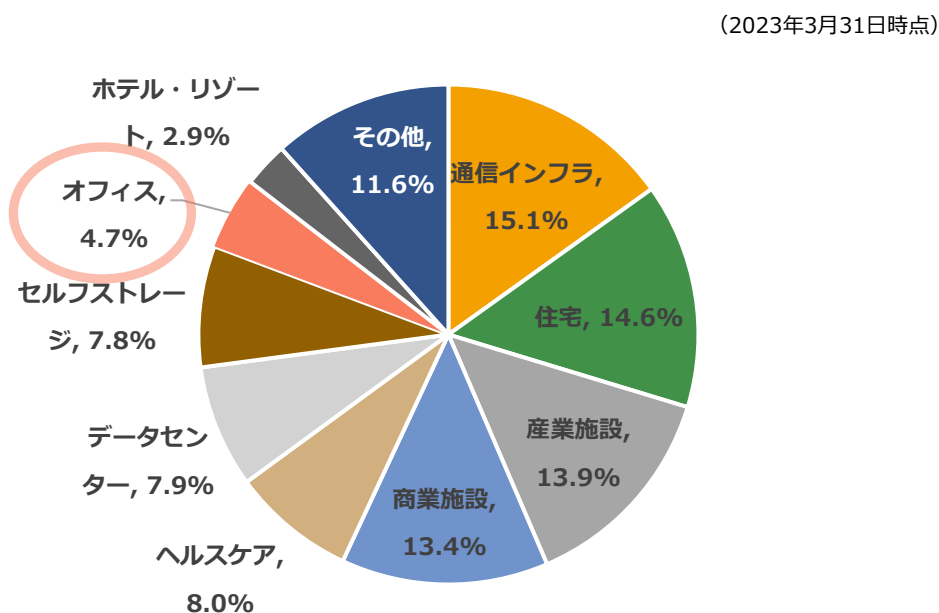


オフィスセクターの米国リート全体への影響は限定的

図4にあるように、米国リート全体に占めるオフィスセクターのウェイトは5%を下回っています。そのためオフィスセクターの動向が米国リート全体に与える影響は限定的と考えます。また米国リートは、通信インフラや住宅、産業施設、ヘルスケア、データセンター、セルフストレージなど景気動向の影響を受けにくいセクターが大部分を占めます。

また実物不動産市場においても、住宅と比較するとオフィスの市場規模は小さく、その他のセクターへの波及効果も限定的と考えます。時間をかけてオフィスが他の用途（住宅やホテルなど）に転用されることで需給がゆるやかに調整されるとみています。

図4：米国リート セクター別ウェイト



※FTSE NAREIT® オールエクイティREIT・インデックス

(出所) ブルームバーグ

今後の米国リートの見通し

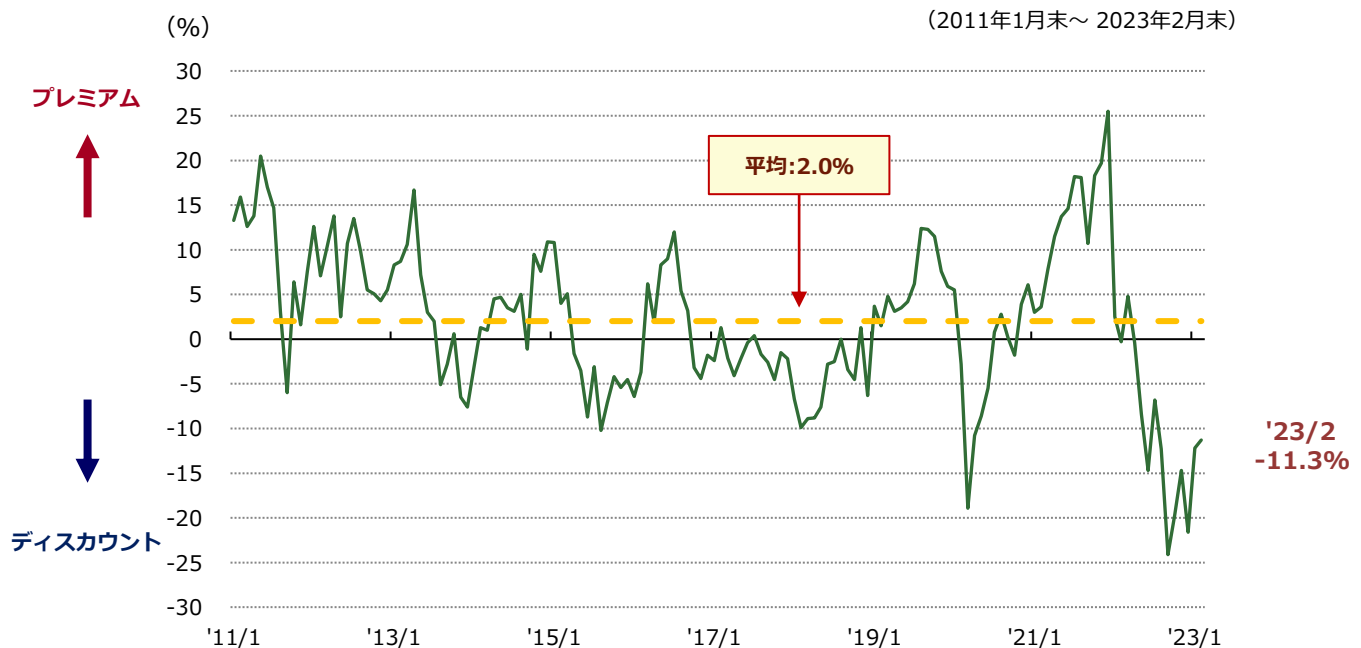
銀行破綻の発生は、金融引き締め効果が着実に実体経済に波及しつつあることの証左と考えます。金融引き締めのサイクルとしては終盤に近づきつつあると考えますが、その道のりは時々の経済環境によって異なるため、今後も注意深くモニターしていくことが重要と考えます。

業績面では米国リートは、2023年もプラスのキャッシュフロー成長が見込まれています。オフィスセクターは業績面においても逆風にさらされていますが、その他のセクターではおおむね堅調な業績動向が想定されています。また長期金利が低下するのは、リートにとってはポジティブな動きになります。特にバランスシートが健全で顧客基盤が強固な銘柄にとって、景気減速による金利の低下は、負債調達コストの低減のみならず、割安な価格で資産を購入できる良い機会になります。

バリュエーション面では、図5にあるように、米国リー트의NAV（純資産価値）に対するディスカウントは過去平均と比較して大幅に割安な水準にあります。米国リート価格は景気減速を背景とした不動産市場の悪化を、先行して織り込んでいると考えられ、この割安感が株価の下支えになると考えます。

図5：米国リーートのNAVに対するプレミアム/ディスカウントの推移

(2011年1月末～2023年2月末)



※データは、不動産有価証券市場全体に対する数値です。

(出所) UBS、コーペン&スティアーズ・キャピタル・マネジメント・インク

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のうえ、ご自身でご判断ください。
- 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。