

## 物流不動産市場への投資資金流入が高水準となった理由

2013年4月24日

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

研究統括部 兼 投資調査第1部 主任研究員 菊地 暁

2012年以降、物流不動産市場への不動産投資資金の流入が高水準となっている。これは、荷主企業の施設ニーズを背景に高機能な大型物流施設需要が拡大していることに加え、物流不動産市場を取り巻く不動産投資環境の変化に多くの不動産プレーヤーが注目したことが理由として挙げられる。

一方、東京圏で見込まれる2013年の大量供給により、新規賃料の引き下げ競争が発生し、既存施設からのテナント移転を喚起するのではないかと懸念がある。本稿では、物流テナントの事業特性から、新規供給が既存施設の賃貸収益に与える影響についてまとめる。

### 物流不動産市場に国内外の不動産プレーヤーが参入

2012年以降、物流不動産市場への不動産投資資金の流入が高水準となっている。既に、三井不動産、三菱地所などの国内大手不動産会社が参入し、さらに大和ハウスリート投資法人、GLP投資法人、日本プロロジスリート投資法人が物流施設を主な投資対象としたリートとして相次いで上場するなど、物流不動産市場は活況を呈している。(図表1)。

図表1 不動産プレーヤーの主な動向(2012年9月以降)

時期	企業名	概要	内容
2012年9月	グッドマングループ アブダビ投資評議会 (ADIC)	共同投資	共同で日本の物流施設に10億ドル超の投資を行うと発表。東京圏や大阪圏の開発プロジェクト3件に投資を行う。
2012年9月	日本ロジスティクスファンド投資法人	物件取得	三井物産・三菱地所のSPCから辰巳物流センター(延床面積29,394㎡・竣工2012年)を取得。取得価格は90億円。投資法人が想定するNOIは5億100万円で、NOI利回りは5.6%。
2012年11月	大和ハウスリート投資法人	J-REIT上場	11月28日に大和ハウスリート投資法人が東京証券取引所に上場。ポートフォリオは19の物流施設、5つの郊外型商業施設。運用資産総額は取得価格ベースで約1,145億円。
2012年12月	GLP投資法人	J-REIT上場	12月21日にGLP投資法人が東京証券取引所に上場。ポートフォリオは30の物流施設。運用資産総額は取得価格ベースで約2,087億円。当初運用資産の鑑定利回りは5%後半から6%前半が中心となっている。
2013年1月	産業ファンド投資法人	物件取得	産業ファンド投資法人は、物流施設3物件(東大阪市、神戸市、柏市)を取得。物流施設3物件の取得価格は合計92億8,300万円。
2013年1月	三井不動産	開発加速	三井不動産は物流施設の開発を加速する。中期経営計画「イノベーション2017」では物流施設事業をコア事業のひとつと位置づけ、2017年度までに約2,000億円、年4~5件の物流施設の開発を行うとしている。
2013年2月	GLP投資法人	物件取得	GLP投資法人は2013年2月にGLP辰巳、GLP仙台、GLP堺の3棟を総額125億8,000万円で取得。売主はいずれもGLPの特定目的会社。3物件の取得により同法人の運用資産は33物件、取得金額ベースで2,213億1,100万円となる。
2013年2月	GLP カナダ年金基金投資委員会 (CPPIB)	追加出資	GLPとCPPIBは、両者の折半で日本の物流施設を開発する対日投資ファンドへの追加出資を発表した。今回の増資により、2011年8月設立当初に比べて資産規模を約2,200億円規模に倍増する。
2013年2月	日本プロロジスリート投資法人	J-REIT上場	2月14日に日本プロロジスリート投資法人が東京証券取引所に上場。当初の運用資産として、国内12物件の物流施設をプロロジスのSPCから取得する。取得価格は合計で約1,730億円、賃貸可能面積は約89万㎡となる。

出所)各社公表資料、記事資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

では、今なぜ、物流不動産市場への不動産投資資金の流入が高水準となっているのだろうか。この理由について、近年供給された大型物流施設需要が拡大する構造的要因と、足元の不動産投資環境から考えてみたい。

## 高機能な大型物流施設需要が拡大した構造的要因

近年、大手不動産デベロッパーにより供給された大型物流施設への需要が拡大した構造的な要因には、荷主企業（製造業・小売業・卸売業等）が経営環境の変化に対応するためのロジスティクス戦略による要因と、荷主企業が求める施設スペックの変化による要因がある。

### <荷主企業のロジスティクス戦略による要因>

製造業各社はグローバルな価格競争や国内市場の縮小などに晒され、一層の経営効率改善の必要性に迫られている。そのため製造業は、原価低減を目的とした海外への生産拠点移転を進めている。この生産拠点の移転は、その企業の製品の流通経路の最適化を目指すロジスティクス戦略の重要性が一層増し、物流施設の配置を見直す契機となる。一方、小売業においては、デフレが常態化した我が国で販売競争に打ち勝つために、販売コストの圧縮が不可欠となる。そのため小売業各社では、在庫管理の徹底や流通経路の見直しに着手している。

このロジスティクス戦略において、荷主企業は最適なサプライチェーン（SC）を構築するため、物流拠点を新設する一方、不要な施設の統廃合・集約化を進めてきた。その集約・再編の受け皿として大型物流施設需要が拡大している。また、荷主企業は、最適な SC の構築、施設内での高度なオペレーションを実現するために、物流業務を専門に取り扱う 3PL<sup>1</sup>（Third Party Logistics）事業者への委託を進めている。3PL 事業者は、施設を効率的に運営するために、複数の荷主を適切に組み合わせ、庫内作業のプロセス改善を行うことで、施設稼働率の維持・向上を図っている。そのため 3PL 事業者は、高度な物流サービスの提供が可能な大型物流施設を選好する。

このような荷主企業による経営環境の変化に対する動きに加え、国内市場の成熟化に伴い、顧客ニーズの高度化・多様化も大型物流施設需要が拡大する要因として挙げられる。

例えば、宅配便やコンビニエンスストアに見られる様に、ジャストインタイムを志向する顧客ニーズの高まりにより、多頻度小口輸送が進展している。この多頻度小口輸送を行うためには、大量の商品を迅速に出入荷するための大規模な水平面積と多くのトラックバースが必要となり、大型物流施設需要に繋がる。

### <荷主企業が求める施設スペックの変化による要因>

荷主企業は、ICT（Information and Communication Technology）を活用し、より効率的な物流情報システムの構築を進めている。例えば、通販業は取扱アイテム数を拡大させ、顧客ニーズの多様化に対応している<sup>2</sup>。通販業では、この多様なアイテムについての仕入、管理、配送、決済等の全てのビジネスプロセスを手がけるワンストップ型のビジネスモデルが主流となりつつある。そのため、通販商品を在庫管理、仕分け、配送するフルフィルメント機能<sup>3</sup>に対応できる高機能物流施設が求められる。

さらに、荷主企業が改正省エネ法の特定事業者該当する場合、温室効果ガスの削減が要請される。また、東日本大震災以降、BCP 対応の重要性を再認識した荷主企業は多い。そのため、省エネ機能や免震・自家発電などの機能を求めて築古施設から高機能な大型物流施設へのテナント移転の動きが見られる。これは、近年供給された大型物流施設需要が拡大する構造的要因として指摘できる。

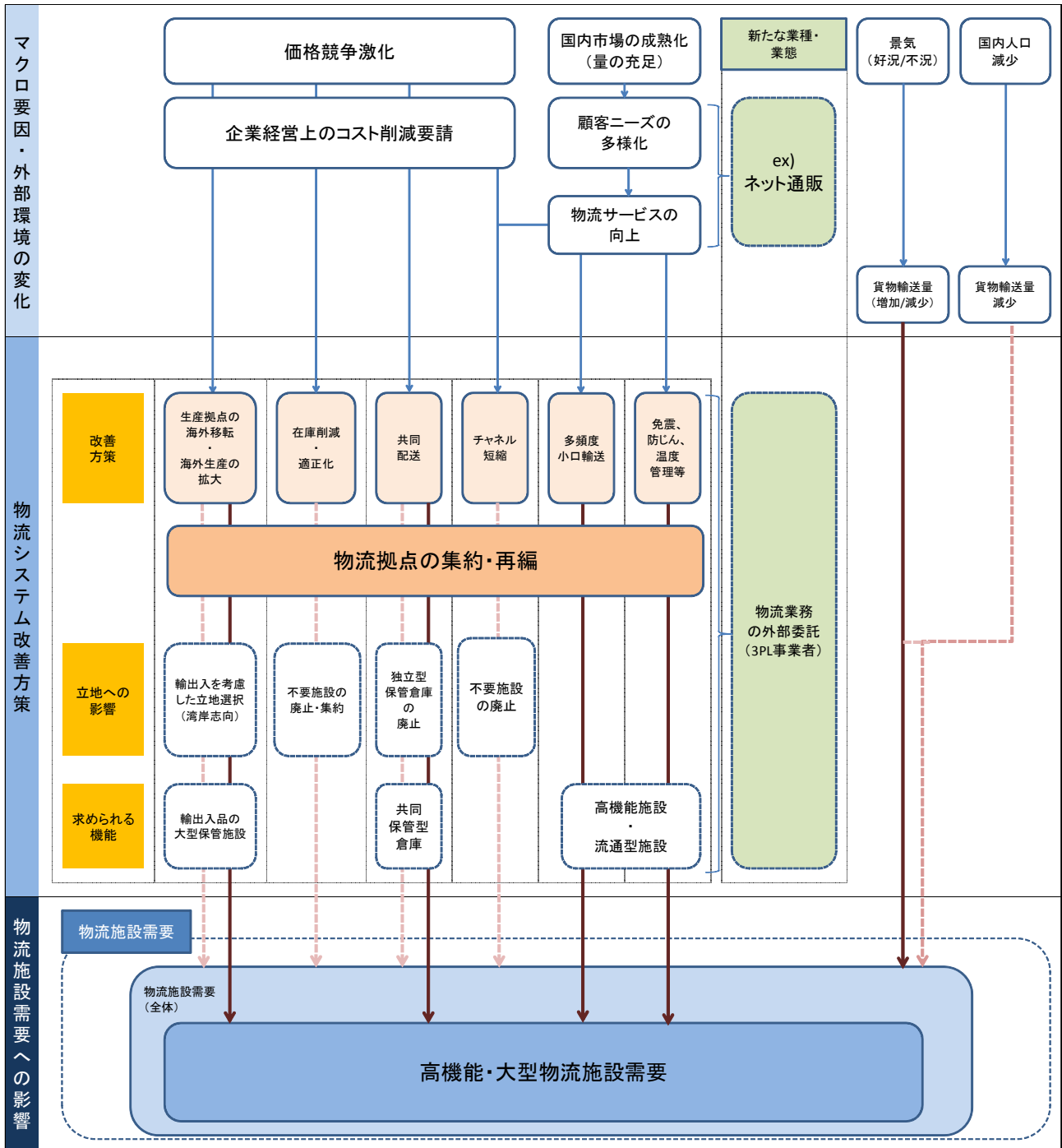
このような荷主企業の経営環境の変化や顧客ニーズの多様化などのマクロ要因・外部環境の変化を背景に、近年供給された高機能の大型物流施設への需要は、急速に拡大しつつある（図表 2）。

<sup>1</sup> 運送や保管などの単独の物流業務を受託するのではなく、在庫管理業務、流通加工業務、物流システムの構築、受発注業務など、荷主から広範な物流機能を包括的に受託する形態

<sup>2</sup> 販売機会の少ない商品でも幅広く取り揃え、売上総額を大きくする販売方法（ロングテール）

<sup>3</sup> 通販等で消費者からの発注を受け、商品の梱包、発送といった業務をする管理運営業務のこと。フルフィルメントの業務内容には、受注処理業務、商品の梱包、発送、在庫管理、代金請求、入金処理、苦情、問い合わせ対応、返品業務などが含まれている

図表 2 物流施設を取り巻く環境と施設需要の構造的要因の変化



→ : 施設需要が強まる要因      - - - - - : 施設需要が弱まる要因

出所) 三井住友トラスト基礎研究所

## 不動産投資資金流入の理由

荷主企業による物流拠点の集約・再編を背景とした大型物流施設需要の拡大に加え、足元の物流不動産市場が比較的投資好機にあることも、物流不動産市場に不動産投資資金を流入させる要因となっている。

まず、荷主企業による高機能の大型物流施設需要は拡大基調にあるが、その受け皿となる高機能の大型物流施設のストックは全体の数%と限定的である(図表3)。事実、2000年以降、全国で130棟以上の大型賃貸物流施設が建設されてきたが、多くの施設が稼働率100%となっており、需要の底堅さ(=供給不足)を表している。近年、この荷主企業のニーズを満たす物流施設ストックの少なさに注目した不動産プレーヤーは多い。

また、足元では良好な資金調達環境が継続し、不動産投資を実行しやすい環境にある。しかし、不動産ファンドなどが選好するAクラスのオフィスビルなど優良なアセットへの投資機会は限定的である。そのため、投資対象を物流施設にまで広範に求めるようになったことも、物流不動産市場に向かう不動産投資資金が拡大した理由のひとつであろう。さらに、主要な大型賃貸物流施設市場である東京圏の需給バランスを見ると、2005~2008年までの不動産ファンドによる大量供給で空室率が上昇したものの、その後2010・2011年と供給抑制が行われたことにより2012年の需給バランスは改善している(図表4)。

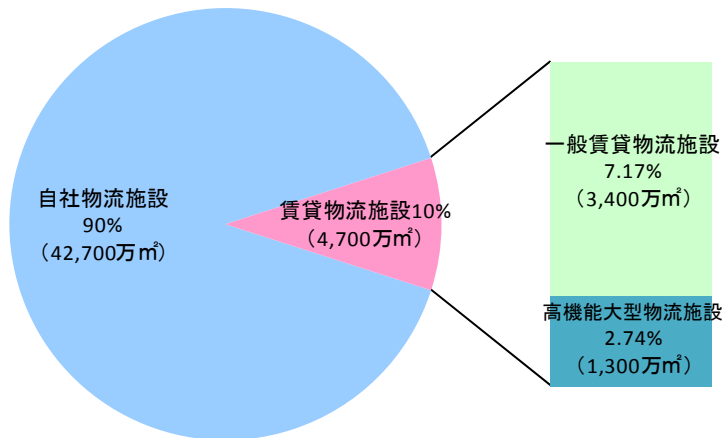
このような不動産投資環境に加え、近年では、マルチテナント型施設などの汎用的な施設が多く造られるようになり、物流施設が投資対象として取り扱いやすくなりつつあることも、不動産投資資金流入を促す要因として指摘されている<sup>4</sup>。従来、物流施設は荷主企業の要望に合わせたオーダーメイドで設計されていたために汎用性が低く、後継テナント確保が課題となっていた。そのため、物流不動産デベロッパーがテナント退去後のリーシングを考慮し、汎用性ある物流施設を供給する動きが進んでいる。これにより、後継テナントのリーシングが容易となり、安定的な賃貸収益への期待や流動性が高まった。これは、不動産プレーヤーが不動産投資を行う上での重要な要因として指摘される。

このような物流不動産市場を取り巻く環境の変化に多くの不動産プレーヤーが注目し、近年、不動産投資資金の流入が高水準となっている。

<sup>4</sup>一五不動産情報サービス「調査レポート 2012.12」

図表 3 高機能大型物流施設の割合

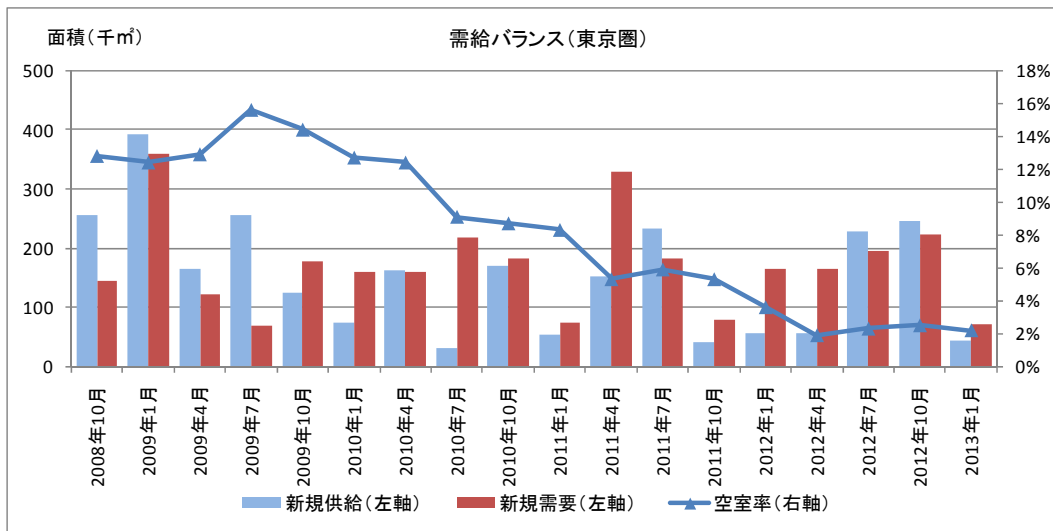
高機能大型物流施設の割合



出所) 各種資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

注) 不動産プレーヤーにより供給された物流施設を「高機能大型物流施設」、その他の施設を「一般賃貸物流施設」と表記した

図表 4 需給バランス(東京圏)



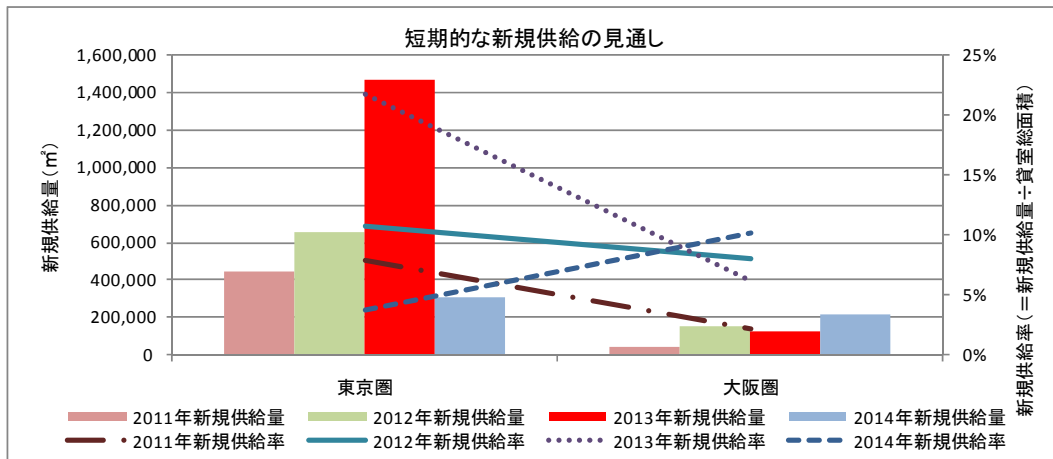
出所) 一五不動産情報サービス「調査レポート」をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

注) 需給データは、延床面積または敷地面積が 10,000 ㎡以上の賃貸物流施設を対象としている

大量供給が需給バランスにもたらす影響は一時的な悪化に留まる

多くの不動産プレーヤーが物流不動産市場に注目して投資資金を流入させていることなどから、東京圏(東京・神奈川・埼玉・千葉)では2013年に大量供給が見込まれている。東京圏における2013年の新規供給は、過去最高となった2008年に次ぐ大量供給が予定されており、東京圏における新規供給率は約22%となることを見込まれる(図表5・6)。

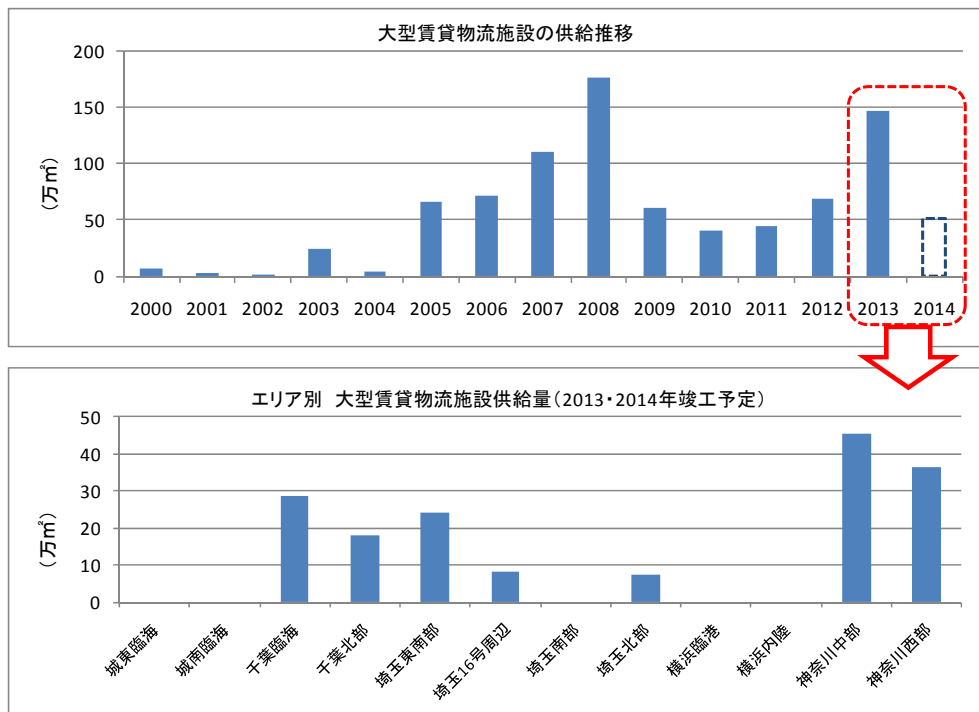
図表5 短期的な新規供給見通し



出所) 各社公表資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

注) 新規供給率は2000年以降の賃貸物流施設のストックに対する各年の新規供給量(フロー)をもとに算出

図表6 東京圏における大型賃貸物流施設の供給推移



出所) 2009~2011年は一五不動産情報サービス、2000~2008年および2012~2014年は三井住友トラスト基礎研究所による集計

注1) 一五不動産情報サービスの集計対象は、延床面積または敷地面積が5,000m²以上の賃貸物流施設、三井住友トラスト基礎研究所による集計は延床面積5,000m²以上の賃貸物流施設

注2) 2009~2011年の集計値は取壊し等による貸室面積の減少分を考慮しているが、それ以外の集計値は考慮していない

注3) 2009年以降は、各年2/1~翌年1/31を1年として集計

注4) 2014年の供給は今後の公表により変動するため、点線で表記した

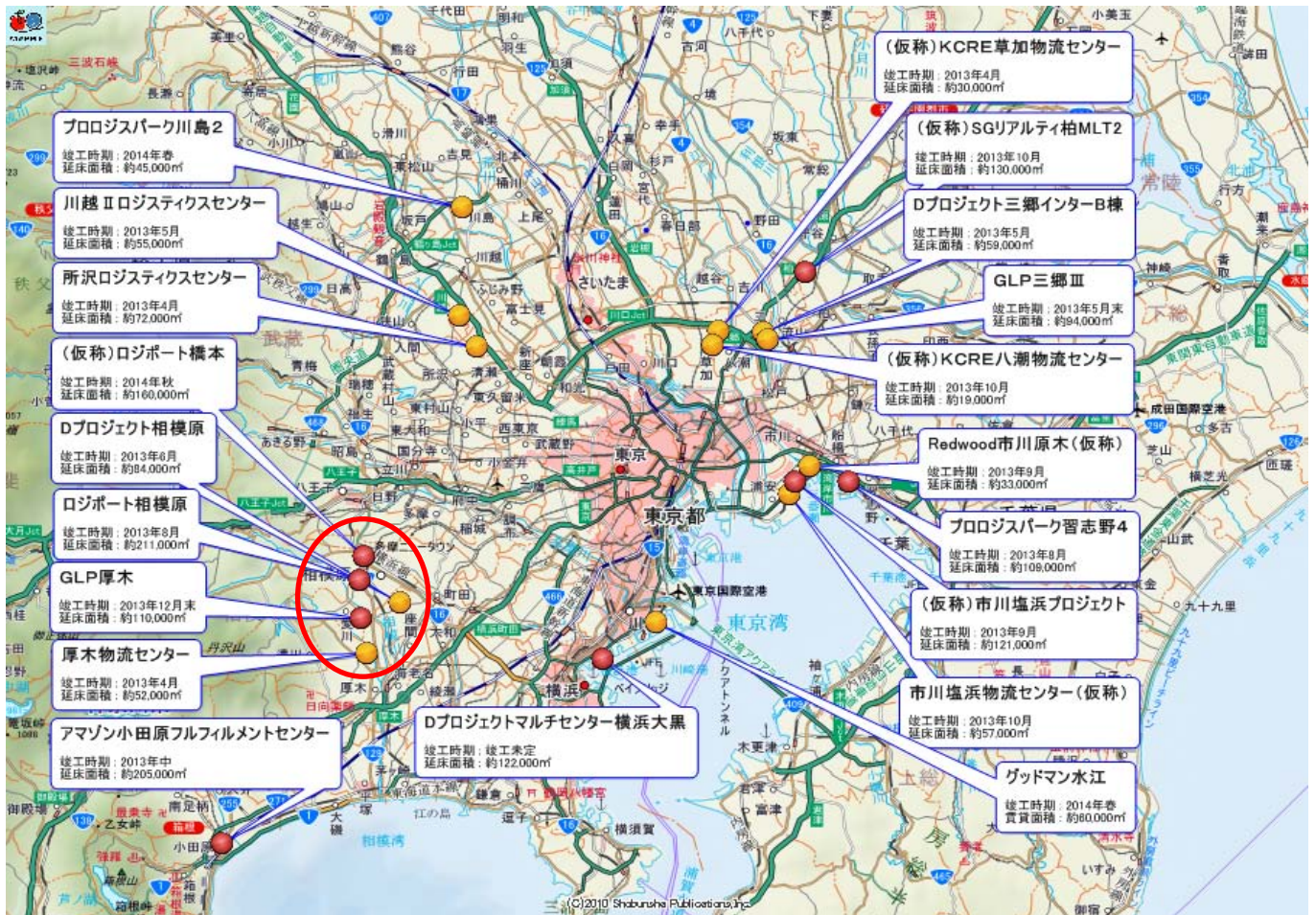
東京圏における2013・2014年の供給予定施設をエリア別に見ると、神奈川中部・西部(厚木・相模原付近)での供給が目立つ。このエリアで供給予定のマルチテナント型施設は、2013年に「ロジポート相模原」、「Dプロジェクト相模原」、「GLP厚木」の合計約40万㎡、2014年に「(仮称)ロジポート橋本」(約16万㎡)がある。(図表7)。

神奈川中部・西部に施設供給が集中した理由は、立地ポテンシャルが高いこのエリアで、近年多くの大型物流開発適地が供給されたことにある。

神奈川中部・西部は、圏央道の整備により、広域輸送の大幅な時間距離の短縮が見込まれており、立地ポテンシャルが高まっている。一方でこのエリアは、機械系製造業の生産拠点(工場)が多く立地していたが、国内需要減少、価格競争激化による生産拠点の見直し(縮小、海外移転による国内拠点廃止など)により大規模な工場跡地が放出され、これが大型物流開発適地となった(図表8)。

物流不動産デベロッパーは2005～2008年の大量供給による需給悪化に対する反省から、用地取得に際して立地選定を厳しく行っている模様である。そのため、開発のタイミングが集中することによる局地的な需給バランス悪化の可能性はあるものの、荷主企業の施設需要が弱いエリアでの新規供給が多く発生するとは考えにくい。今後、荷主企業への大型物流施設の需要拡大を背景に、中期的な需給バランスは徐々に改善するものと期待される。

図表7 2013年以降竣工予定となる大型賃貸物流施設(東京圏・30,000㎡以上)



出所)各社公表資料をもとに昭文社地図を用いて三井住友トラスト基礎研究所作成 「地図使用承◎昭文社第 50G078号」  
 注)黄色は30,000㎡以上、赤色は100,000㎡以上を表す

図表 8 大型賃貸物流施設の開発用地の入手先と従前用途(2012年9月以降・延床面積 50,000㎡以上)

開発計画						従前用途
ディベロッパー	物件名称	所在地	敷地面積	延床面積	施工(予定)	
プロロジス	プロロジスパーク座間2	神奈川県座間市	約50,000㎡	約116,000㎡	2012年9月	工場跡地
ラサール不動産投資顧問	ロジポート北柏	千葉県柏市	約53,000㎡	約127,000㎡	2012年10月	工場跡地
オリックス不動産	所沢ロジスティクスセンター	埼玉県入間郡三芳町	約52,000㎡	約72,000㎡	2013年4月	工場跡地
GLプロパティーズ	GLP三郷Ⅲ	埼玉県三郷市	約39,000㎡	約94,000㎡	2013年5月	農地
合同会社小田急ロジスティクス	アマゾン小田原フルフィルメントセンター	神奈川県小田原市	約104,000㎡	約205,000㎡	2013年6月	工場跡地
大和ハウス工業	Dプロジェクト相模原	神奈川県相模原市	約42,000㎡	約84,000㎡	2013年6月	工場跡地
プロロジス	プロロジスパーク習志野4	千葉県習志野市	約46,000㎡	約109,000㎡	2013年8月	港湾用地
ラサール不動産投資顧問 三菱地所	ロジポート相模原	神奈川県相模原市	約94,000㎡	約211,000㎡	2013年8月	工場跡地
GLプロパティーズ 三井不動産	(仮称)市川塩浜プロジェクト	千葉県市川市	約53,000㎡	約121,000㎡	2013年9月	工場跡地
GLプロパティーズ	GLP厚木	神奈川県愛甲郡愛川町	約45,000㎡	約110,000㎡	2013年12月	工場跡地
ラサール不動産投資顧問 三菱地所	(仮称)ロジポート橋本	神奈川県相模原市	約68,000㎡	約160,000㎡	2014年秋	工場跡地
大和ハウス工業	Dプロジェクトマルチセンター横浜大黒	神奈川県横浜市	約61,000㎡	約122,000㎡	竣工未定	製油所跡地

出所)各社公表資料、記事資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

注)色塗部分は神奈川中部・西部の開発事例

## 大量供給による既存施設の賃貸収益への影響

東京圏で見込まれる2013年の大量供給により、新規賃料の引き下げ競争が発生し、既存施設からのテナント移転を喚起するのではないかと、との懸念が想定される。そこで、新規供給施設の賃料水準が賃貸収益に与える影響を考えてみたい。

結論としては、既存施設の継続賃料に与える影響は、オフィスビルなどと比較して限定的であると考えられる。その理由は、物流テナントの事業特性にある。

物流施設のテナントは、入居した施設に最適なマテハン設備<sup>5</sup>を導入しているため、入居後の移転はマテハン設備の償却も併せて検討する必要がある。また、大型賃貸物流施設の主要な入居テナントである小売業・卸売業は、梱包・加工などの大量作業を短時間で行うために多くのパート労働者を雇用している。物流はテナント移転に伴うパート労働者の再募集・再教育などの追加コストが大きい、といった事業特性を有する。さらに、物流コスト全体に占める保管費(不動産コスト)の割合は約15%<sup>6</sup>と小さく、オフィスビルと比べて賃料コスト削減を目的とした移転の可能性(需要の価格弾力性)は小さい(図表9)。

このように、大量供給の影響が小さく、賃貸収益が安定的であることは、不動産プレーヤーには魅力的に映るだろう。

<sup>5</sup>品物の積み上げ・積み降ろし・運搬などを目的とする専用機械類。マテリアルハンドリング機器。

<sup>6</sup>公益社団法人 日本ロジスティクスシステム協会「物流コスト調査報告書(2011年度)」



図表 9 物流施設の事業特性と賃貸収益への影響

不動産タイプ別の特性(相対評価)	オフィスビル	物流施設
施設内設備の移転後の流用可能性	大	小
移転に伴う雇用関連の追加費用	小	大
不動産コスト比率	大	小
需要の価格弾力性(=賃料コスト削減を主目的とした退出可能性)	大	小
新規賃料水準の影響	大	小
賃貸収益の安定性	小	大

出所)三井住友トラスト基礎研究所

ただし、今回の大量供給では、一部のテナントにおいては、取扱商品拡大のための拡張・施設効率化などの「前向き」な移転が想定される。マルチテナント型物流施設の契約期間は「5年」が一般的であり、2008年に入居したテナントは契約期間満了を迎える。例えば、取扱アイテムの拡大に伴って複数の物流施設に入居していた大手通販企業が、今回の大量供給と契約期間満了を契機に、より高機能な大型賃貸物流施設に拠点を集約させて効率化を目指すなどの動きが想定される。

物流施設はBTS<sup>7</sup>型施設であれば1テナント、マルチテナント型施設では数社のテナントで構成されている。そのため、1テナントの退去による稼働率へのインパクトは非常に大きい。また、以前に比べて後継テナントの確保が比較的容易な施設が増えてきたものの、個々の荷主・テナント企業により選好するエリア、施設スペックは異なるため、リーシング期間が長期化した場合の賃貸収益へのインパクトは大きくなる。空き床の消化には高いリーシング能力が求められる。

物流不動産市場は、荷主企業の物流拠点の集約・再編などによる高機能な大型物流施設の需要拡大の構造的要因と、足元の良好な不動産投資環境により、当面は高水準の不動産投資資金の流入が続くものとみられる。しかし、不動産プレーヤーが投資した物流施設から安定的な賃貸収益を得るためには、立地ポテンシャルの判断だけでなく、荷主企業が求める施設スペック・規模を充足できる施設かどうかの判断と、荷主企業の事業特性に対する十分な理解が必要となろう。

以上

<sup>7</sup> BTS (Built to Suits)

## 【お問い合わせ】投資調査第1部

<https://www.smtri.jp/contact/form-investment/investment.html>

1. この書類を含め、当社が提供する資料類は、情報の提供を唯一の目的としたものであり、不動産および金融商品を含む商品、サービスまたは権利の販売その他の取引の申込み、勧誘、あっ旋、媒介等を目的としたものではありません。銘柄等の選択、投資判断の最終決定、またはこの書類のご利用に際しては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願いいたします。
2. この書類を含め、当社が提供する資料類は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成していますが、当社はその正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料は作成時点または調査時点において入手可能な情報等に基づいて作成されたものであり、ここに示したすべての内容は、作成日における判断を示したものです。また、今後の見通し、予測、推計等は将来を保証するものではありません。本資料の内容は、予告なく変更される場合があります。
3. この資料の権利は当社に帰属しております。当社の事前の了承なく、その目的や方法の如何を問わず、本資料の全部または一部を複製・転載・改変等してご使用されないようお願いいたします。
4. 当社は不動産鑑定業者ではなく、不動産等について鑑定評価書を作成、交付することはありません。当社は不動産投資顧問業者または金融商品取引業者として、投資対象商品の価値または価値の分析に基づく投資判断に関する助言業務を行います。当社は助言業務を遂行する過程で、不動産等について資産価値を算出する場合があります。しかし、この資産価値の算出は、当社の助言業務遂行上の必要に応じて行うものであり、ひとつの金額表示は行わず、複数、幅、分布等により表示いたします。