

物流不動産ファンド いま何が起きているのか?

バブル崩壊で次のステージへ

物流不動産バブルが崩壊した。リーマンショックに端を発する信用収縮で、低利のノンリコースローンでレバレッジをかけ投資利回りを吊り上げる錬金術が破綻。物流不動産市場から資金が一斉に流出し始めた。ファンドの淘汰は必至の情勢だ。それでも大量に建設された大型施設は残る。物流資産の所有と利用の分離も後戻りはしない。
(大矢昌浩)

大型施設の建設ラッシュが急停止

横浜・大黒埠頭。首都高のジャンクションを生々方面に向かうと、橋を渡ってすぐ左手に約七万坪の広大な空き地が広がる。不動産投資会社のニューシティ・コーポレーションが二〇〇六年三月にコスモ石油から譲り受けた精油所跡地だ。ニューシティはここに総額約八・七億円を投じて「ニューシティ横浜ロジスティクスパーク」を建設する計画だ。

同パークは物流施設四棟から成り、延べ床面積は約一七万坪に上る。その第二期工事となるA棟の建設が今年四月の竣工に向けて現在大詰めを迎えている。A棟は上り下り各専用のランプウェイを備えた七階建てで、延べ床面積は約四万坪。展望レストランやドライバー用のラウンジ、簡易宿泊所まで併設した豪華施設だ。

しかし、今年二月の現時点で、まだテナントは埋まっていない。残る三棟の建設も当初は二〇一三年までに竣工する予定だったが、現在計画は白紙に戻されている。現地の幹線道路沿いに設置されたテナント募集の立看板には、昨年までそこにあった「ニューシティ」の文字が塗り潰されていた。不動産証券化バブルが崩壊した影響だ。

ニューシティ・コーポレーションが母体となって設立し、不動産投資信託（J-REIT）として東証に上場させたニューシティ・レジデンス投資法人（NCR）は昨年一〇月、民事再生法を申請した。負債総額は一二四億円。リートの破綻は日本で初めてのことだった。

それまでリートは、自社で所有する不動産の家賃を収入源としていることから、大幅なキャピタルゲインは期待できないものの、安全な投資先としてみな約三分の二に当たる施設持ち分を、メインスポンサーだったシンガポール政府系の不動産投資会社GIC・リアルエステートに売却した。

日本勢も昨年末に日本レップが業績予想を大幅に下方修正。〇九年三半期の当期損益が従来予想の十三億九四〇〇万円の黒字から二億三三〇〇万円の赤字に転落すると発表した。同様にジャスターク上場で〇九年三半期の赤字転落を見込むコマール・グループは今年一月、正社員二八一人の半分以上に当たる一五〇人の希望退職者を募集し、リストラに追われている。

物流不動産の値段

新規物件の開発にも急ブレーキがかかっている。物流不動産調査会社の一五不動産情報サービスの曾田貫一社長は「首都圏における〇九年の物流施設の新規供給は〇八年の半分以下になるだろう。一〇年はさらにそれを下回ると見ている」という。物流不動産ファンドによる物流施設の新設ラッシュは〇八年で完全にピークアウトした。

野村不動産の調べによると、J-REITや私募ファンドによる不動産会社系の施設が急増したのは〇五年以降のこと（図1）。それまでは大規模物流施設の大半が物流会社の持ち物だった。そこにファンドが一斉になだれ込んだ。オフィスや商業施設を対象にしてきたファンドが優良物件の枯渇から、物流分野にポートフォリオを拡大したのだ。

それが物流用地の高騰を招いた。日通不動産の望月光常務は「〇七年後半にもなると、さすがの外資系ファンドでも落ちできないレベルまで価格が上昇した。事務所や住居と変わらない値段でファンドが物流用地を奪い合う様は明らかに異常。キャピタルゲイ

されていた。実際、ムーディーズや格付投資情報センターなどの格付け機関は、NCRに「安定的」を意味するAクラスの評価を与えていた。それが突如として破綻に追い込まれたことで、リートという金融商品自体に対する信用不安が一気に広まった。その結果、J-REIT指数は暴落。平均PBR（株価純資産倍率）は解散価値を大きく割り込む〇・五倍にまで落ち込んだ。リートの時価は、名目上の資産価値の半分しかないと言われ、市場が評価した格好だ。

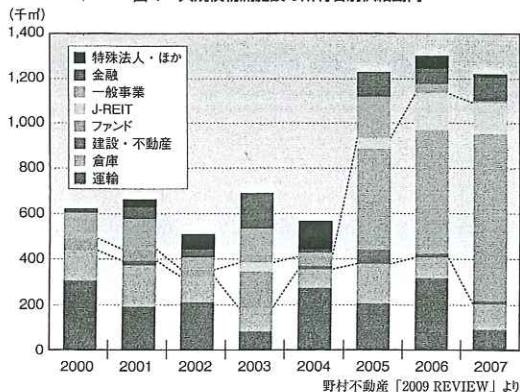
特定少数の投資家を対象に私募債のかたちで投資を募る非上場の不動産ファンドも事情は変わらない。投資家がいつせいに資金を引き揚げると同時に、これまで低利の長期ローンをファンドに付与してきた金融機関の姿勢が急変。融資の引き上げや金利の大幅な引き上げに動いている。

施設ごとに特定目的会社（SPC）を設立。銀行から低利のノンリコースローン（非選及型融資）を引き出して、出資額を大きく上回る資産を所有し、賃貸に回して高い投資リターンを得る。この手法を使って不動産ファンドは各地の物流用地を競って買収し、大型物流施設を次々に建設していった。

しかし、ファンドは調達した資金で不動産を購入し、利益の大部分を投資口（J-REIT）の配当に回すために、内部留保を持つことができない。ローンの借り換えを金融機関に拒否されれば、増資か、所有物件を売却するか選択肢がない。資金繰りに窮したファンドによる物流施設の放出が始まっている。

米国に本社を置く業界最大手のプロロジスは二〇一〇年までに総額一兆円を日本の物流不動産に投資すると公表していたが、昨年のリーマンショックを機に計画を修正。十二月に中国における全事業と日本の

図1 大規模物流施設の所有者別供給動向



「ニューシティ横浜ロジスティクスパーク」左奥が今年4月稼働予定のA棟

ン狙いのマネーゲームだったと言われても仕方ない状態だった」と振り返る。

買い手としてファンドが登場するまで、国内の倉庫用地には相場と呼べるものが存在しなかった。価格は相対の交渉次第。賃料、空き室率、利回りなどの基準もなかった。その取引が急に活発化したことを受けて、〇五年には日通不動産を中心に日本物流不動産評価機構（JALPA）が発足。物流不動産の評価方法の確立と相場インデックスの作成に乗り出した。

物流不動産の価格を決定する要素は、第一に倉庫収入だ。しかし、同じ施設の倉庫料でも、荷主が3PLに支払う料金と、物流会社同士でサブリースする料金、さらには家主が賃貸に出す元値はすべて金額が違う。オフィスや住宅と同じ方法では物流不動産の資産価値を適正に評価することはできない。

素人には手は出せない

収益安定性に関しても誤解が少なくない。一般に物流不動産は賃貸契約が長期にわたり、賃料の変動幅も小さいため、投資リスクの低い商品だと考えられている。しかし、実際には物件当たりのテナント数が一社もしくは数社に限られるため、物件ごとに空き室率が極端に振れてしまう。しかも、空いたスペースに新しいテナントを付けるのは容易ではない。

JALPAの委員長も兼務する日通不動産の望月常務は「なかには有名企業が坪一万円近い賃料を払って入居している施設もある。それを見て我々は、そんな条件でテナントが長く居着くはずがない。リスクの大きな物件だと判断する。ところが物流を知らないファンドや投資家は、有望な物件だと飛びついてしまう」と指摘する。

ヤーの顔ぶれも限られてくるだろう」と山田部長は見ている。

物流不動産市場の動向を定点観測しているシービー・リチャードエリスの調査によると、首都圏のマルチテナント型物流施設の空き室率は〇八年に入ってから前年の五・三%から一六・四%まで一気に上昇し、その後も一五%前後で高止まりしている。これを反映して倉庫の空きスペースを検索できる情報サイト「eSOHKO.com」を運営し、物流施設のリーシングを手がけるイーソーコにはテナントの確保に関するファンドからの問い合わせが急増しているという。

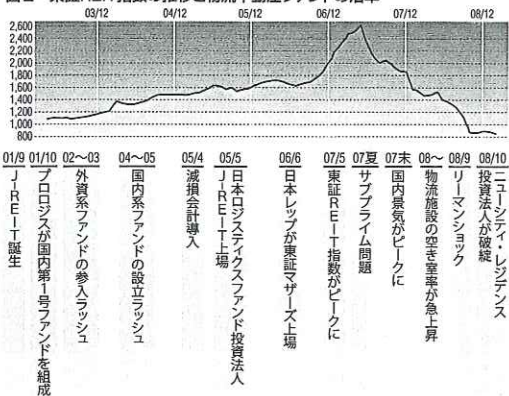
同社の大谷敏一副社長は「これまで当社が取り扱ってきたのは物流会社の中小型倉庫。ファンドの大型物件は黙っていても埋まる状況だったので、当社とは縁がなかった。それが昨秋頃から、何とか物件を埋めてくれとファンドから直接依頼されるようになった。今やファンドの大型施設も完全な買い手市場。一年前と状況は様変わりした」という。

前出の野村不動産の資料によると、二〇〇〇年から〇七年の間に首都圏では延べ床約二〇〇万坪に上る大型物流施設が建設されている。〇八年、〇九年に稼働する施設を加えると、その規模は三〇〇万坪まで膨らむ。「ファンドがパブルを巻き起こしたのは事実だとしても、彼らの開発した物流施設は間違いないと優れている。その機能を上手に活用することが今後日本の物流業界の大きなテーマになってくる」と大谷副社長はいう。

アセット戦略問われる3PL

昨年十一月にプロロジスの会長兼CEOを辞任したジェフリー・シュワルツ氏は現在、GICがプロロジスから取得した事業を管理するアセットマネジメン

図2 東証REIT指数の推移と物流不動産ファンドの沿革



日通不動産の望月光政常務



野村不動産インベスト・マネジメントの山田穂二物流施設事業部長



イーソーコの大谷敏一副社長

野村不動産インベストメント・マネジメントの山田穂二物流施設事業部長は「ファンドビジネスを当社が手がけたのは一九九七年頃。当時、日本の銀行はノンリコースローンなどまだ見向きもしていなかったため、海外の銀行をパートナーに不動産の証券化に取り組んだ。日本企業としては先陣を切ったという。ただし、当初はオフィスビルや商業施設、住宅が対象で、物流施設に投資を始めたのは〇四年頃から。物流不動産の市場環境や特性を把握するのにかなりの時間がかかった」という。

物流不動産は投資額に占める建設費の割合が格段に大きい。オフィスや集合住宅の建設費が土地代に対して一〜二割であるのに対し、倉庫だと通常五割を超える。そこから逆算して土地の価格を判断しなければならぬ。原料高で建設コストが急騰した場面では、とりわけ慎重な評価が必要になる。

リートにも馴染まない。リートに組み込んだ物件は、一般投資家に対する情報公開が求められる。しかし、荷主企業や物流会社は、テナントとして社名が出ることや、賃料が明らかになることを嫌う傾向がある。空き室対策にも特有の配慮が必要だ。物件ごとに空き室率が二極化するの、リスクをヘッジするには、一定以上の物件数を所有しなければならぬ。そのため野村不動産では物流施設をリートに組み込むことを避け、私募ファンドで運用。同時に計一九施設・資産総額一〇〇〇億円強の物件を短期間で傘下に収めて規模を確保した。

「ポートフォリオの一部に、二〜三物件だけ物流施設を加えるというやり方は通用しない。テナントが付いているうちはいいが、いったん出られてしまうと対応ができない。一般に考えられている以上に物流不動産は参入障壁が高い。それだけ今後はプレイヤーの競争が激しくなる。」

もともとプロロジスとAMBプロパティコーポレーションの外資系ファンド二社は、物流不動産を専業として、いずれも九九年にDHLやフェデックス、UPSといった国際インテグレーションのグローバル化に歩調を合わせるかたちで日本市場に参入している。

この時期に国際インテグレーションの海外展開は、それまでの現地物流企業との提携から単独進出にシフトし、日本を含めた海外の主要都市に新たに自社拠点を設置する必要がある。物流不動産ファンドがそのパートナーとなって日本に施設を建設し、インテグレーションに賃貸しようというわけだ。実際、プロロジスの国内第一号開発物件はDHLの専用拠点だった。

プロロジスは日本に、長期賃貸借契約に基づく専用拠点の新設や、セールズ・アンド・リースバック方式（既存施設を売却して使用を続ける）による物流資産のオフバランス化と並んで、大型拠点への在庫集約と3PLへのアウトソーシングを組み合わせた新しいソリューションを持ち込んだ。物流用地のパブルは弾けても、物流アセットの所有と利用の分離、アウトソーシングによる業務の分化の流れは後戻りしない。変化を先取りして前進することでしか道は開かれない。