

今、注目の “ミドルクラス倉庫”

物流
マーケット情報

昨今、一部業態の積極的な物流拠点展開や、それに起因した大都市圏における物流市場の逼迫ぶりに注目が集まっているが、話題の中心は、ここ10年で建設されてきた大型マルチテナント型物流施設や今後の開発に限定されているやに見える。確かに、“大型マルチ”に牽引されてきた現在の物流市場だが、ではそれ以外のマーケットはどうか？ 今回の「物流マーケット情報」では、あえて今多くを語られていない築年数を経た既存施設にスポットを当て、“ミドルクラス倉庫”の特集を組んだ。CBRE各方面の物流のプロフェッショナルが、その現状と未来を語る。



小林 磨

インダストリアル営業本部 シニアディレクター 部長
ビジネスディベロップメント室



鈴木 公二

CBREコンサルティング本部 シニアコンサルタント



丁田 剛

インベストメントプロパティ本部 営業部長



青島 典彦

コンストラクションマネジメント部 アソシエイトディレクター



矢島 祥裕

バリュエーション&アドバイザー・サービス本部 エグゼクティブディレクター

決して時代遅れではない ミドルクラス倉庫の実力

— 近年、倉庫といえば「大型施設」に注目が集まっていますが。

小林 ● 確かに、今日の物流施設の潮流は大型化、高機能化にあるといえるでしょう。ネット通販に代表されるように、倉庫を利用する企業は物流の効率化を進めるうえで、施設の効率性を重要視するようになってきました。つまり、大型化により平面利用することで効率化し、高機能化によって多様化する物流ニーズに対応しようとしているのです。

鈴木 ● 施設のボリュームで見ると、竣工後10年以上が経過した一定規模以上の物流施設を「ミドルクラス」と定義した場合、物流施設が集積する首都圏沿岸の延床面積1,000坪以上の自社・賃貸を含めたミドルクラス倉庫は、棟数ベースで全体の約84%を占めています。

小林 ● この10年で開発された大型施設のほとんどがマルチテナント型であるのに対して、ミドルクラスは基本的に自社や、特定テナント向けの賃貸専用センター(BTS)であることが多いですね。

丁田 ● マルチ型の施設はもともとスルー型で、荷物を早く

入れ替えられる効率性に優れているのに対し、ミドルクラス倉庫は縦型搬送を基本とする保管型といえるもの。マルチのほうが利便性が高い代わりに賃料も高く、ミドルクラスは長期間ストックしておく代わりに賃料も安め、といった違いがあります。

鈴木 ● ミドルクラス倉庫はシングルテナントでの利用が多いので、特殊な施設仕様を求める企業、例えば医薬や生産物流などにとっては、独自の考えで、造作やオペレーション等ができる。そのため、汎用性が高い施設よりもむしろ使い勝手がいいといえます。

丁田 ● 保険会社が証券を保管するとか、守秘性の高いものは、情報漏洩の観点からも単独性による安全性を重視する傾向にありますね。

青島 ● そうしたセキュリティの面から見ても、BTSの施設なら独自のセキュリティシステムを導入できる点が大きなメリットでしょう。マルチテナント型はどうしても施設側のセキュリティとの兼ね合いを考えなければなりませんから。

BTSのミドルクラス倉庫にも 時代の変化が

— BTSによる物流施設開発は現在もありますが、以前

と今日ではどのような違いがあるのですか。

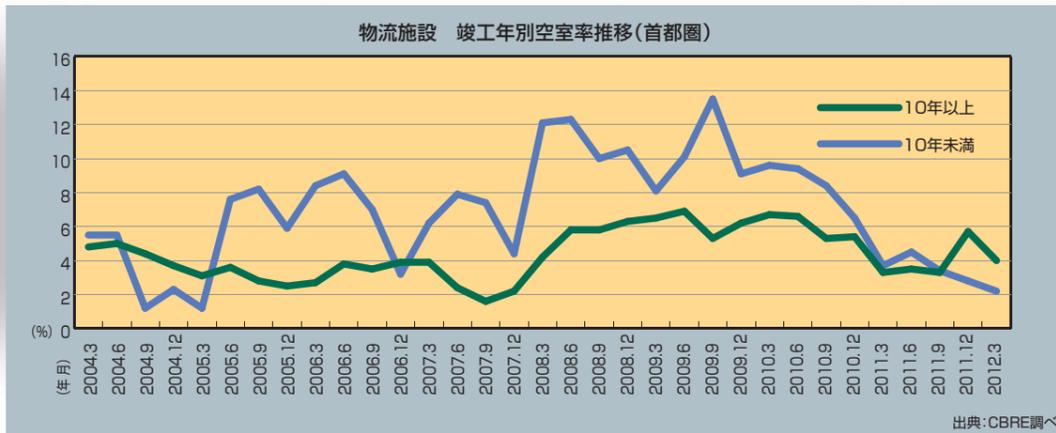
丁田 ● テナント企業にとっては、倉庫としての拠点の継続性を重視する傾向にあるので、その場所で長期的に利用を続けたいと考える側面があります。これに合わせて、昔の個人オーナーは、顧客仕様に徹底していたといえます。

小林 ● それが、外資のマルチテナント型施設ができ始めた頃からでしょうか、汎用性を踏まえて工夫を加えているものがほとんどになりました。例えばシャッター面が作りやすいように、抜きやすい壁にしておくとか、事務所を作れるように窓を作っておいて、必要がないなら塞いで使うとか、中2階を作っておいて、それをとれば一般的な倉庫になるなど、汎用的な倉庫に戻しやすい仕様に変化してきたのが、ここ10年のBTSの特徴でしょう。

矢島 ● かつての施設がテナントの意向を最大限に取り入れているといっても、その後どこにも貸せない、というほどの特殊性があったわけではありません。一部を調整すれば貸せるというレベルです。

小林 ● テナントを誘致する側の立場からすれば、アパレルの後にアパレルとか、同業者のほうがイメージしやすいのは事実ですが、それ以外でも使える業種は存在します。けれども汎用性があるほうが選択肢が広いのは事実でしょう。

青島 ● その点でいえば、事務所の汎用性も重要になりま



売買マーケットの成立を阻む 2つの阻害要因

鈴木 ● データで見ると、先に触れたとおり、首都圏湾岸のミドルクラス倉庫のストックは84%ですが、投資マーケットで見ると55%です。つまり、30%の余地があるという見方もできますね。

小林 ● ミドルクラス倉庫に投資が広がらない理由のひとつに、古いがゆえに機能が落ちるといった印象があるとか、コンプライアンスの点が影響しているのかも…。

丁田 ● 遵法性については、テナントのほうでも守られていない施設を利用するのは難しくなっているので、そこはクリアになっていないと。そのほか耐震性や建築基準の点でも新しい物件に分があるのはまちがいないでしょう。

青島 ● ミドルクラス倉庫でテナントが退去するようとき、オーナーとしては例えば照明器具を省エネ対応のものに替えるとか、設備面に手を入れることが多いですね。設備のグレードを上げることで今のニーズに合うように作り替える努力はしています。

丁田 ● 投資家の目がマルチ型に向きやすいのは、開発利益を回収しやすいからという面もあるでしょう。

鈴木 ● 投資という性格上、どうしても資産額の積み上げを目論むわけですが、一定規模の大型マルチ型なら、そんなに積み上げなくてもいい。一方、ミドルクラス倉庫だと、1棟1棟の規模が小さくなかなか積み上がらない。その意味で、同じ物流でもマルチ型のほうが投資しやすいのでしょうか。ミドルクラスの投資規模は大きくても10~20億円。一方のマルチは50~100億円ですからね。

丁田 ● ただ、地方を中心とした地場の不動産業者などは、10%ぐらいの高い利回りを得るようなミドルクラス倉庫に投資をする人たちが出てきています。ミドルクラス限定ではありませんが、マルチ型の利回りが低くなっているの、何か違うものに投資したいという人が出ているのも事実。

矢島 ● 成熟しているオフィスビルの投資市場であれば、東京都心部のミドルクラスのオフィスで築年が古いものでも、NOIで5%半ばから6%のキャップレート水準ですから、それに比べるとミドルクラスの物流施設に対する市場の評価は低いということですね。

小林 ● つまり、ミドルクラスの物流施設に関しては、地元の目利きで自信がある人向けのよう特定の市場であって、歴史が浅い分、評価の基準があいまいで、誰もが参加できる市場になっていないということですよ。

丁田 ● そうです。例えば立地についても国道16号線の向こ

す。昔は遵法性に関して多少甘かったところがあって、違法でも何でも事務所があればいいや、というところがあったのですが、今はコンプライアンスへの意識・対応が厳しくなっています。しかも流通加工業者などには多くのパートさんがいるので、事務所は必須になっています。古い施設でもコストをかければ事務所のバージョンアップも可能になっています。

賃貸マーケットにおけるミドルクラスの存在意義

— 賃貸マーケットにおけるミドルクラス倉庫の稼働率はいかがでしょう。

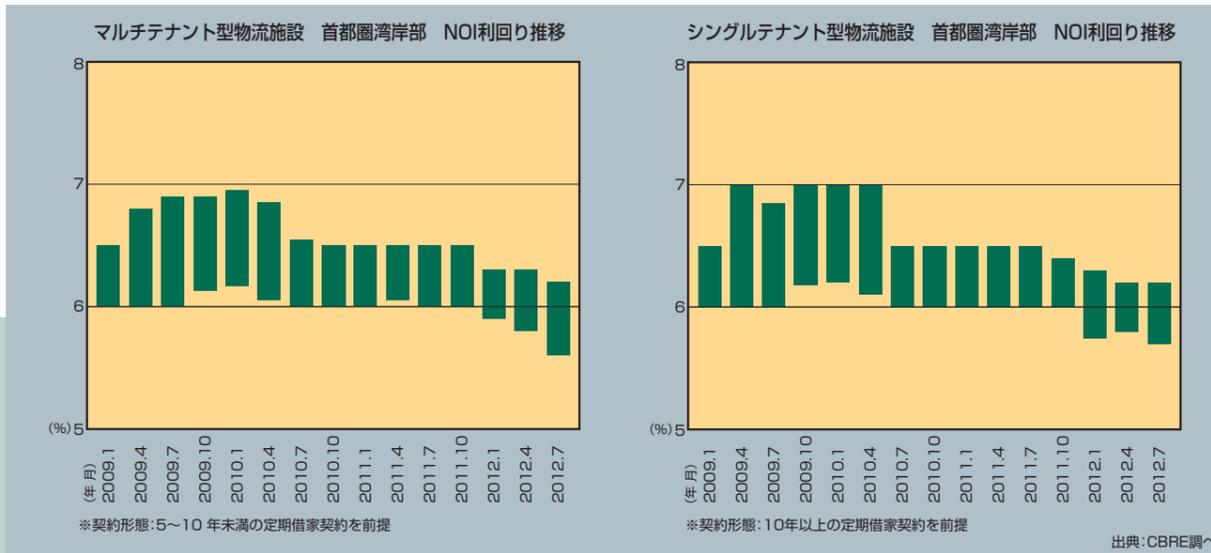
鈴木 ● 賃貸マーケットで見ると築10年以上のミドルクラス倉庫の、この3月期における空室率は4%、築10年未満では2%となっています。ここ数年、空室率は全体に低下してきており、直近の1年のミドルクラスは3~6%で推移していますね。大型供給が相次いだ2008年~2009年頃は、築10年未満の物件の空室率が8%から14%ぐらいまで上がったなかで、10年以上の物件は4~7%を維持しています。当然、1社使用がほとんどなので、そのテナントが抜けない限り空室率は上がらないと言えるわけです。

小林 ● マルチ型の大型施設は、竣工時満室稼働するものばかりではありませんから、築10年未満の施設の空室率が14%ある時期もあったし、今は2%まで下がるなど上下動が大きいですね。安定まで時間がかかるといえます。

矢島 ● このデータでいくと、ミドルクラスの施設を100棟、10年間持っていたとすると、その間の空室は1~7棟に収まるわけで、オフィスと比べるとかなり安定的な空室率といえます。ミドルクラス倉庫にもニーズがあることの裏づけでしょう。

鈴木 ● 賃料に関しては、オフィスは市況との連動性が高く、経済環境が悪化すれば賃料下落に直結します。また、オフィスビル市場でも徐々に長期の定期借家契約が出てきましたが、物流施設ほどではありません。物流施設はミドルクラスのほとんどはシングルテナントの長期契約ですし、マルチでも定期借家契約が通常です。その分、賃料変動の影響が少ないといえます。

小林 ● こうしたことは一般にはあまり知られていないことでしょうし、これを読めば、投資市場も拡大していく可能性があるのではないかと思うのですが。



うで大丈夫なのか、外環までいいのかとか、築年数やローカルの地域特性、テナント特性など、どこまでが投資適格なのかの基準が分からないから、地元を知っている人だけが投資できるマーケットになっているのが現状でしょう。だからマルチ型への投資が厳しいとなれば、いずれは投資家も動くかもしれないけれど、その動きは遅い。

鈴木 ●ミドルクラスの評価の仕方を確立するような、セグメントをかけて指標を作ることはできるでしょうが、投資の部分で言うと、1社専用センターがほとんどなので、テナントの契約の残存期間とか、テナントにとっての拠点の重要性とか継続性、例えば工場と一体化しているといった拠点の個性、位置づけが重要になってくる。それにどんなテナントが入っているかも大きな要因です。

丁田 ●確かに、テナントに一部上場企業などが20年契約しているというのであれば、下ぶれするマーケットに投資するより、そのクレジットを見て投資するというのも手ですね。優良企業で、今後20年間、生産拠点と物流拠点を変えないというのであれば、間違いなく数%の利回りの安定的投資となり得るのですから。

矢島 ●鑑定評価をする上でも、オフィスビルやマンション、商業ビルも含めてテナントクレジットは重要な分析要素です。物流施設はテナント数が少なく、特にシングルテナントの場合、そこが退去したら100%の空室になってしまう。テナントクレジットに対する注目度がより高くなるのは当然でしょう。その代わりに、その部分が見切れていれば、一般的なオフィスビルより契約期間が長く、賃料水準の変動が少ない物流施設は、リスクが少ないと判断できます。

**設備面の拡充が
施設の評価を一変させる要因に**

小林 ●賃貸倉庫の仲介の現場で感じる事なのですが、十数年前は、倉庫は古くても、きれいでなくてもいいという人が多かったんですね。それが今は、築20年の倉庫と新しいマルチ型施設では新しい方が評価される。候補の1件目にミドルクラスを見てこれでもいいと言っている、2件目に新築のマルチ型を見るとやっぱり新しい方がいい。賃料が1割も違わないとなれば、当然新しい方になる。つまり、見た

目が想像以上に大きな評価要因になっているんです。その意味で、ミドルクラスも見た目を変えるだけで、対テナントの印象が大きく変わる可能性があるわけですが、物件を評価をする上でキャパックスをどう判断すればいいのでしょうか。

矢島 ●物流施設の鑑定評価では、オフィスビルやマンションと同様、エンジニアリングレポートの長期修繕計画や、類似する物流施設の実績額などを参考にしながらキャパックスを査定しています。査定したキャパックスを建築費に対する割合で検証してみると、その比率はオフィスや住宅とおおむね同じくらいなのですが、物流施設の建築費が坪20万円後半から30万円台なのに対して、オフィスは80万円台と倍以上の乖離があります。そのため同じ規模であれば、物流施設のキャパックス絶対額は、オフィスや住宅よりも相当に低くなります。ただ、絶対額は低いですが、オフィスと比べてコストをかける部分も少ないという特徴が物流施設にはあります。しかもそこで事業をしているわけですから、例えば荷物用エレベータの稼働速度が20年前の倍になるとすると、リアルに業務効率が大きくアップすることになる。つまりキャパックスをかけた分に対する効果のあり方がはっきりしていて、直接的にテナントに響きやすいのも特徴でしょう。

小林 ●そのほか、大手の倉庫オーナーは、1棟が空いたときには外観、内装、事務所、エントランスなどの化粧直しをしていますよね。これから来るテナントに印象を良くしているわけです。特に物流会社の施設を最終的に決定するのは荷主ですから、その決定権者を案内するときは、特に見た目が大事になるのです。例えばパートのために女子トイレを新設するとか、エントランスをきれいにするとか、見た目に気を使うようになってきた。最近ではそうしたサービス業的な発想が充実してきた気がします。

青島 ●そうですね。いい物件が出てくると周りも引っ張られますね。リニューアルにお金をかけたくないのが本音でしょうけれど、例えば事務所のクロスや壁を張り替えるとか、OAフロアにするといった変更は、わずかな費用で後からいくらでもできるので、新しい倉庫のレベルに近いところまではバージョンアップが可能です。新たなテナントが獲得できるならオーナーは喜んでやるでしょう。それに、搬送機やシャッターのように直接ビジネスにかかわる設備のリニューアルは、テナント誘致に大きな影響がありますね。

矢島 ●住宅だと、貸室内にエアコンやキッチン、トイレなど、様々なオーナー資産があります。これらの資産は、住む方(テナント)が求める快適性・利便性に直結するため、賃料や稼働率を維持・改善するためには、単に古くなったから替え



シービーアールイー株式会社

るというだけでなく、競争相手との差別化を図るためにも積極的に更新していくことがオーナーに求められます。これは機能的なものへの市場の要求が変わってくるからで、一昔前は単身向けならいわゆる三点式ユニットバスが当たり前だったのに、今はトイレ・風呂が別々じゃないと借り手がつかない。つまり、変えないと選ばれないわけで、こうした感覚が物流施設のオーナーにも広がってきているのでしょう。

青島 ● 繰り返しになりますが、倉庫はもともとが維持管理費用があまりかからず、運用面でのコストはマンションなどの半分以下で済むと思います。しかも、手をかける部分が少ない割に、ひとつに手を入れれば印象は大きく変わる。それが物流施設の有利なところでしょう。

ミドルクラス倉庫に
新たな中古投資市場の可能性が

— こうして見てくると、ミドルクラス倉庫も投資対象として評価できそうですが

小林 ● テナントにとって重要性が高い物件をいくつも持って、ポートフォリオを組めば、空室率1〜7%で推移する投資対象となるでしょう。

矢島 ● 物流施設が入っているJ-REITが現在4社あり、物件

数は合計で40数棟になりますが、その半数が築10年以上のもの。公表されている継続鑑定評価の還元利回りを見ても、築年が浅いものの利回りとの乖離幅は、オフィスビルの場合と大きな違いはありません。つまり、築年数によるリスクプレミアムを、オフィスビルより過大に見ていないということです。

小林 ● 「産業ファンド」の越谷の物件が空いた時も、空室期間なしで次のテナントが決まり、しかも増額賃料を得ています。テナント募集については当初は不安があったと思いますが、ふたを開けてみれば、結果的にオーナーにとってより良い条件になった。こうしたレコードが積み重なってきてはいるのですが、これだけでは、市場はまだ不安視しているという気がします。

丁田 ● マルチ型なら稼働率が90%ということもありますが、ミドルクラスのシングルテナントだと、1棟所有しているだけなら100%か0%のどちらか。そこが不安要素になっているでしょう。だから多くの物件を所有してポートフォリオを拡大しないと不安になるのですが、まだ100棟所有している投資家がいらない。例えば100棟持っていて、そのうちのひとつが数ヶ月間空いたとしても10年に換算すれば90%の稼働率になるんだけど、短期で見るとゼロになってしまう。

小林 ● でも冷静に見れば、全体では十分バランスが取れた投資になるはずですよ。もう少し事例が積み上げられてくると、違和感がなく、オフィスビルと同じように投資の対象になるでしょう。その意味でも、ミドルクラスの評価基準を明確にする必要がありますね。

鈴木 ● すでにミドルクラスを対象に謄本を拾って、自社・賃貸を含めたデータを拡充しています。これが完成して透明感が高まれば、マーケットがプロだけのものではなく一般にまで広がっていくと思います。

丁田 ● 先に触れた立地やテナントのクレジットなど、物流施設なりの見方があり、それを見れば投資対象かそうでないのかが分かるという日が来るでしょう。

青島 ● 倉庫のリニューアルについても、これまで数多く手がけてきたので、何が重要で何がそうではないかの判断をするノウハウは整っています。設備面からも様々な提案ができると思いますよ。

矢島 ● 我々も従来のCBREの絶対的な経験値に加えて、ここで話されたことをすべて踏まえて、より説得力のある高品質な物流施設の鑑定評価を提供していきたいと考えます。

移転・進出にあたっての物件探し
テナント募集に関しては

インダストリアル営業本部

03-5470-8771

物流マーケットの調査
コンサルティングに関しては

コンサルティング本部

03-5470-8941

物流施設・用地の売却・購入
物流不動産投資に関しては

インベストメントプロパティ本部

03-5470-8761

倉庫・物流センターの新規開発
既存施設のリニューアルに関しては

コンストラクションマネジメント部

03-5470-8534

倉庫・物流センターの不動産鑑定
投資用不動産の評価に関しては

バリュエーション&アドバイザー・サービス本部

03-5470-8585