



Autumn 2009 Part II

Japan Real Estate Investment

REVIEW

NOMURA REAL ESTATE Development Co., Ltd

要 約

『レビュー・パート』では、『同パート』を受けて物流施設マーケットの全体像を概観し、シナリオ分析を行った。今後の方向性を探ることにより、世界金融危機後の物流施設セクターへの投資戦略を検討する。

物流施設セクターの5つの基本指標は転換点を示している

物流施設セクターを分析する場合、(1) 賃料、(2) 空室率、(3) 新規供給量、(4) 需要吸収量、(5) キャップレートという5つの基本指標の分析がスタート地点となる。

5つの基本指標すべてが2008～2009年にかけて転換点を示している。「賃料」は2009年6月期に大きく下落、「空室率」も2008年6月期に3.4%から11.9%に急上昇している。賃貸物件の「新規供給量」は2005年より急拡大してきたが、2008年にピークを打った後、2009年には半分以下に落ち込む見通しである。「需要吸収量」の変化は比較的緩やかだが、2007年をピークに減少に転じている。資本市場の指標である「キャップレート」は2003年以降、低下を続けてきたが、2008年10月期からは上昇に向かっている。

投資分析では、悲観シナリオでも比較的安定したリターンに

物流施設投資の分析の枠組みとして、インカムリターンを賃料と空室率で説明し、キャピタルリターンをキャップレートで説明するモデルを使い、「基本シナリオ」、「悲観シナリオ」、「楽観シナリオ」におけるトータルリターンを試算した。

試算の結果、賃料と空室率がリターンに与える影響は小さく、ほとんどのリターンはキャップレートの変動で説明できることが確認された。リターンは、悲観シナリオの場合でもマイナスとなるのは1回だけで、インカムリターンの安定性がキャピタルリターンのマイナスを補う結果となった。ただし、このシナリオ分析はローンを使わず、すべて投資家の資金で投資することを前提としているため、ローンの比率が高い場合は留意が必要である。

物流施設への投資戦略は、既存投資家と新規投資家で異なる

物流施設セクターへの投資戦略は「既存投資家」と「新規投資家」で異なる。

すでに物流施設に投資している既存投資家の場合は、出口戦略の検討が主要なテーマとなる。悲観シナリオでは物件売却が戦略であり、楽観シナリオでは継続保有が戦略となる。最も実現可能性が高い基本シナリオでは、追加出資などで支えて安定軌道に持ち込む物件と、資金的なサポートを打ち切り、損失を覚悟する物件に選別することが重要である。

新規投資家は、マーケットの下降局面において割安な投資機会を活かすことがテーマとなる。悲観シナリオでは機会追求型の投資が狙い目であり、楽観シナリオでは資本市場の急回復により投資機会が限られるため、投資の準備を急ぐ必要がある。基本シナリオでは長期安定運用資産を取得する最適な機会が来るが、参入のタイミングと物件の選別が課題となる。

目次

レビュー 2009 年秋季号 パート
東京圏物流施設の投資戦略 (2009)

要約.....	1
はじめに	3
1. 物流施設セクターの 5 つの基本指標.....	4
1-1 賃貸市場の指標	4
1-2 需給バランスの指標.....	6
1-3 資本市場の指標	7
[コラム] 物流施設セクターの分析における 3 つの留意点.....	8
2. 物流施設投資のシナリオ分析	9
2-1 シナリオ分析の全体像	9
2-2 賃料・空室率.....	10
2-3 キャップレート.....	12
2-4 トータルリターン	14
3. 物流施設セクターの投資戦略.....	17
3-1 既存投資家の投資戦略	17
3-2 新規投資家の投資戦略	18
おわりに	19

東京圏物流施設の投資戦略（2009）

はじめに

物流施設マーケットの転換点における投資戦略を検討する

世界金融危機による急激な経済の縮小は物流施設マーケットにも影響を与え、賃料、空室率、新規供給量、需要吸収量(ネットアブソープション)、キャップレートなどの基本指標も大きく変動した。2005年以降急激に拡大してきた物流施設マーケットだが、すべての指標が、今が転換点であることを示唆している。

パート では、このような時期における的確な投資判断に資するため、物流施設マーケットの全体像を概観し、今後の方向性を探ることを目的としている。

直感的に理解できるよう、物流施設セクターの全体像を描き出す

日本の不動産市場は信頼できるデータが少なく、十分な市場分析がなされていない。特に歴史の浅い物流施設セクターは、オフィスなど他の不動産セクターと比べて市場の透明性が低い。それが投資家の過剰な期待と過剰な悲観を生み出し、安定した成長を妨げていると思われる。

そこで本レポートでは、パート で示した当社の独自調査(*1)と既存のデータを組み合わせ、仮説を立て、物流施設セクターの全体像を直感的につかめるように注力した。

物流施設セクターの概観を把握し、シナリオ分析をもとに投資戦略を検討する

第1章の「物流施設セクターの5つの基本指標」では、物流施設セクターを把握する上で基本となる賃貸市場、需給バランス、資本市場から5つの指標を紹介し、物流施設セクターの現状を概観する。

第2章では、賃料、空室率、キャップレートについて、「基本」、「悲観」、「楽観」の3つのシナリオを作成したうえで、それらをトータルリターンのモデルに算入し、将来のリターンを試算する。

第3章では、前章の結果を踏まえ、すでに投資を行っており、出口戦略を検討している「既存投資家」と、マーケットの下降局面において投資機会をうかがう「新規投資家」の視点から、それぞれの投資戦略を考察する。

.....
(注記)

*1 『東京圏物流施設マーケット動向調査 (2009)』(NRE)参照。

1. 物流施設セクターの5つの基本指標

物流施設セクターを投資の視点から見るときには、(1) 賃料、(2) 空室率、(3) 新規供給量、(4) 需要吸収量(ネットアブソープション)、(5) キャップレート(収益還元率、期待利回り)という5つの基本指標を分析することがスタート地点となる(*2、3)。

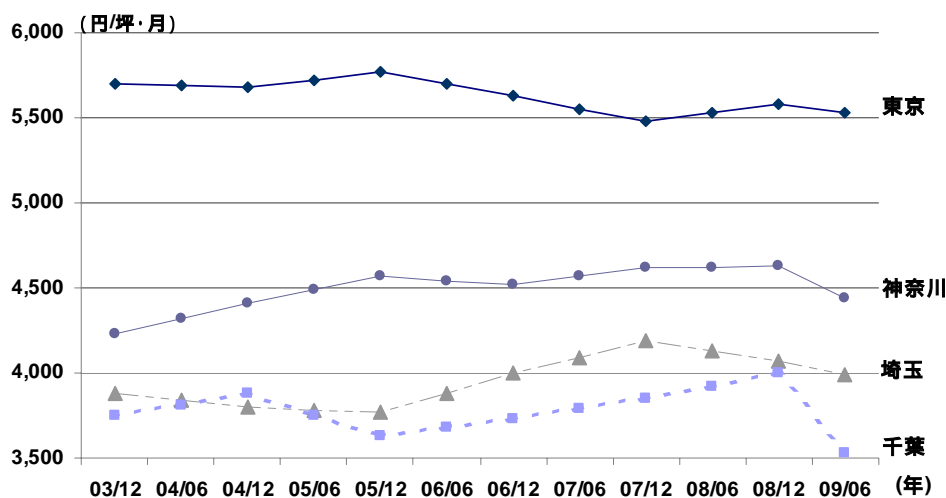
1-1 賃貸市場の指標

2008年、物流施設の賃貸市場は転換点を迎える

物流施設マーケットにおける募集賃料は、エリアによってばらつきはあるものの、2008年12月までは緩やかな上昇基調にあったが、2009年6月には千葉エリア、神奈川エリアを中心に急落した(図1)。

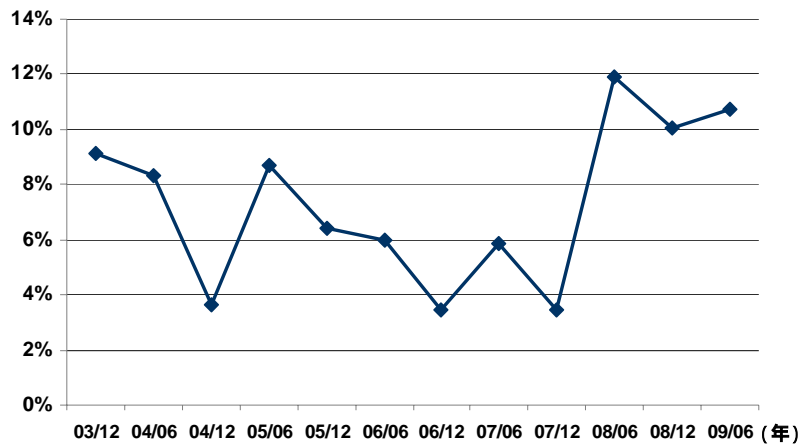
空室率の変化は賃料より半年早い。空室率は上下しながらも下落基調にあったが、2007年12月の3.4%から2008年6月には11.9%まで急拡大した(図2)。賃貸市場の動向を示す賃料と空室率のデータからは、まず空室が拡大し、その状況に対応するために募集賃料を下げざるを得なくなった状況が浮かび上がる。

図1 東京圏のエリア別物流施設の募集賃料



出所：CBRE 『Warehouse Market Report』のデータをもとに NRE 推定

図2 東京圏の大規模物流施設の空室率



出所：CBRE『Warehouse Market Report』のデータをもとに NRE 推定

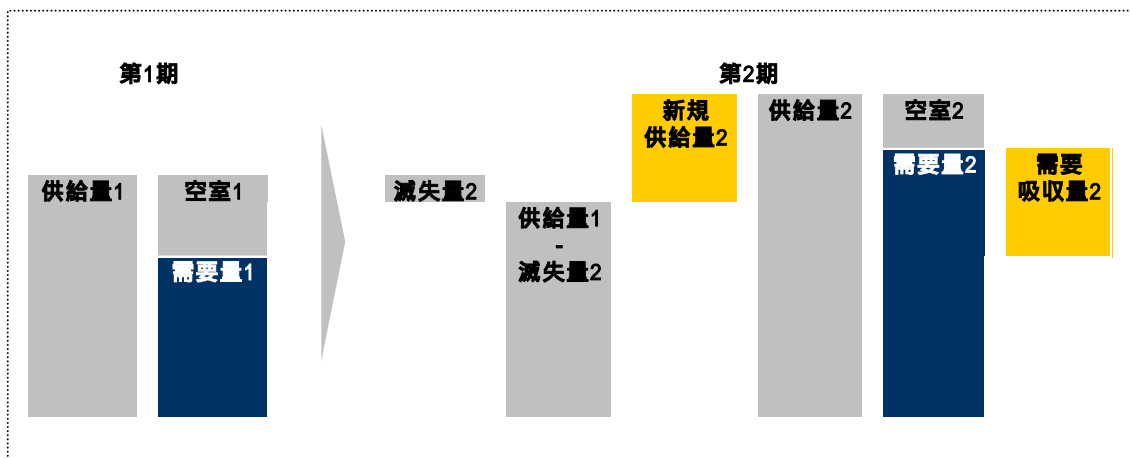
(注記)

*2 不動産価格は、「不動産価格 = ネットキャッシュフロー / キャップレート」で表される。分子のネットキャッシュフロー(Net Cash Flow)は、総賃料収入から管理運営にかかる費用(固定資産税、修繕費など)を差し引いたものであり、賃料と空室率でほぼ決定される。分母のキャップレート(Cap Rate)は、Capitalization(現在価値化、資本還元) Rate(率)の略であり、収益還元率、還元利回り、期待利回りを指す。分子のネットキャッシュフローが増え、減ると不動産価格は上昇し、減ると不動産価格は下落する。また分母のキャップレートが減ると不動産価格は上昇し、増えると不動産価格は下落する。

*3 不動産市場の分析では、供給量(ストック量)が個別に把握しやすいのに対して、需要量は測定が難しい。また全体としての供給量、需要量は変動が少ないため、その変化分である新規供給量と需要吸収量(ネットアブソープション)を議論することが一般的である(図3)。図中の「空室1」は第1期末の空室であり、「空室2」は第2期末の空室を意味する。

本稿では直観的なイメージを伝えるために「供給」と表現している部分があるが、その内容は「新規供給量」を指し、同様に「需要」と表現している内容は「需要吸収量」を指す。

図3 新規供給量と需要吸収量の算出



1-2 需給バランスの指標

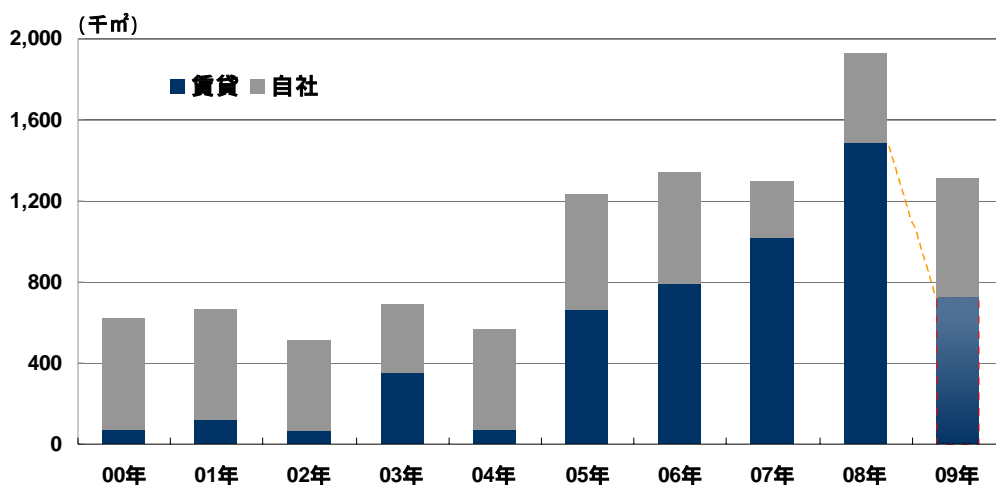
2003年、物流施設の保有構造が、所有から賃貸へシフト

供給量では、まず、自社施設と賃貸施設の割合に注目したい(図4)。

2002年頃までは「物流施設は自社で保有するもの」が業界の常識であった。しかし、2003年に賃貸施設が大量に供給され、物流施設の利用者側のニーズは「適切な賃貸施設が市場にあれば、自社で手間とコストをかけて物流施設を建設する必要はない」という考えにシフトしていったと考えられる。

2004年は賃貸施設の供給は少なかったものの、2005年からは賃貸施設へのシフトが明確になり、日本でもサプライチェーンマネジメント(SCM)やサードパーティーロジスティクス(3PL)といった物流革命が本格化する契機となっていく(*4)。

図4 東京圏の大規模物流施設の新規供給量



出所：NRE作成

需要吸収量は2005年以降拡大し、2008年以降は縮小に転じる

需要吸収量(ネットアブソープション)は、2007年までは順調に拡大した(図5)。

賃貸施設の新規供給により、荷主である企業は、自社施設でネックとなっていた数十億円単位のイニシャルコストの負担から解放され、潜在需要が顕在化した。

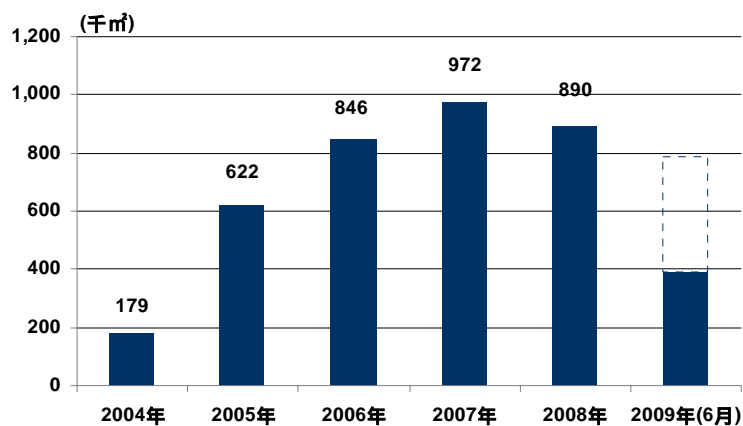
しかし、2008年以降はサブプライム問題に起因する景気の不透明感から需要吸収量が抑えられ、空室率を押し上げる結果となった。

(注記)

*4 サプライチェーンマネジメント(Supply Chain Management, SCM、供給連鎖管理)とは、物流システムをある一つの企業の内部に限定することなく、複数の企業間で統合的な物流システムを構築し、経営の成果を高めるためのマネジメントのことであり、日本でも90年代以降にIT技術の進化とともに導入が進んできた。

サードパーティーロジスティクス(Third-Party Logistics, 3PL)とは、荷主である企業の物流業務(ロジスティクス)の全体もしくは一部を第三の企業に委託する物流業務形態であり、専門化により、大幅な業務効率の改善が図れるといわれている。

図5 東京圏の大規模物流施設の需要吸収量(ネットアブソープション)



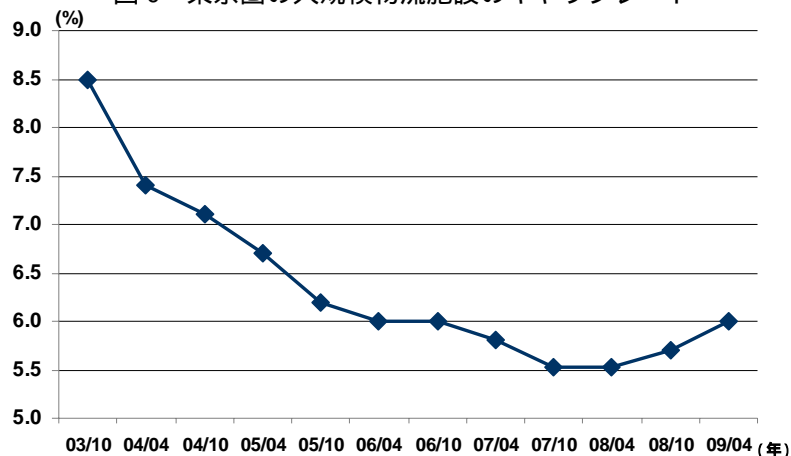
出所：NRE 推定

1-3 資本市場の指標

キャップレートは、2008 年後半から上昇へ

キャップレート(収益還元率、期待利回り)は、日本に物流施設の投資市場が生まれた 2003 年以降、継続して低下してきたが、2008 年後半に上昇に転じた(図 6)。不動産市場の回復は、賃貸市場、需給バランスの動向を踏まえた「キャップレート」の動向に負う部分が大きいため、総合的な指標としてキャップレートの推移を見ていく必要がある。

図6 東京圏の大規模物流施設のキャップレート



出所：日本不動産研究所のデータをもとに NRE 作成

[コラム] 物流施設セクターの分析における3つの留意点

物流施設の投資市場は、2000年以降に不動産の証券化・流動化の流れとともに急速に形成されてきた。歴史の浅い物流施設の市場分析で注意すべきことが3点ある。

- (1) 賃貸施設と自社施設の区別
- (2) シングルテナント型の施設とマルチテナント型の施設の区別
- (3) 規模による投資適格施設と投資不適格施設の区別、である。

物流施設のデータは「対象が賃貸施設のみか自社施設を含むか」に留意せよ

賃貸施設と自社施設の区別は、需供バランスを分析するときには重要になる。不動産の証券化・流動化の流れが本格化する2002年以前には、ほとんどの物流施設は自社施設であった。つまり、物流施設の需要は、自社で物流施設を建築し保有することで満たされていた。しかし、2003年以降、賃貸施設の供給が活発になり、自社施設もオフバランスなどにより売却され、賃貸に転換される例も増えた。

投資判断には賃貸施設と自社施設の割合がどのように推移し、市場に影響を与えていくかを把握する必要がある。物流施設のデータを見るときは、「賃貸施設を対象としているのか、賃貸施設と自社施設を合わせたデータなのか」に留意することが重要である。

投資判断は、シングルテナント型とマルチテナント型を合わせたデータで

シングルテナント型の施設とマルチテナント型の施設の区別は、空室率分析の前提に関連する(*5)。テナント仲介の視点では、シングルテナント型の施設はテナントが決まっているため、空室率の算定からは対象から外す必要がある。

しかし、投資家の視点では、シングルテナント型の施設も投資対象となるため、リターンの計算に使うための空室率の算定にはシングルテナント型を含めたデータを使用することが適切である。

施設規模によるデータの対象範囲によって、空室率などの結果が変わる

規模による投資適格施設と投資不適格施設の区別は、市場規模の算定および空室率の算定に影響する。当社では、新規供給される物流施設の規模や不動産ファンドなどの投資実績の調査から、延床面積3,000坪以上あれば、立地、建物スペック、賃貸借契約の条件にもよるが、投資分析の対象に含めてよいと考えている。

.....
(注記)

*5 シングルテナント型の施設は、ビルト・ツーフ・スーツ(Built to Suit, BTS)型とも呼ばれ、建物を建設する前にテナント契約を結び、オーダーメイド型でテナントのニーズに合わせて建設する物流施設を意味することが多い。一方、マルチテナント型の施設は、テナントが決まらない段階で複数テナントの入居にも対応できるように計画して工事を進め、工事期間中あるいは竣工後にテナント営業する施設である。マルチテナント型では空室の存在が一般的であるため、空室率を議論しやすい。

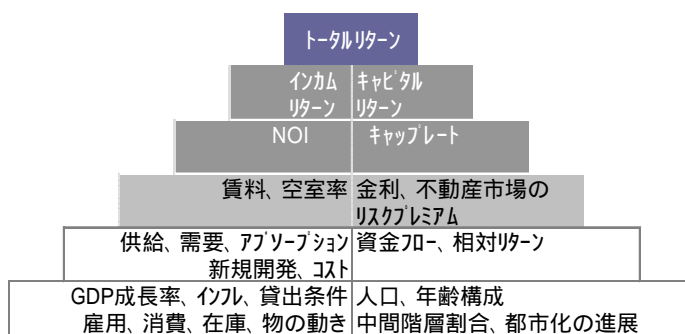
2. 物流施設投資のシナリオ分析

2-1 シナリオ分析の全体像

簡易な分析モデルを使い、過去のリターンと将来のリターンを推測

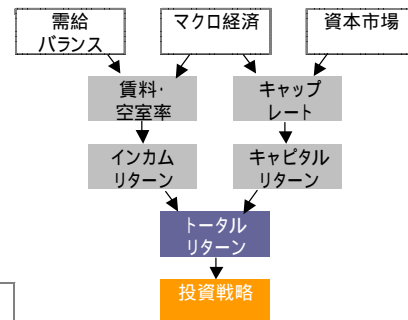
不動産投資分析のフレームワークは、図7のようにトータルリターンを頂点とし、その要因を段階的に分解していくことで整理できる。このフレームワークのままでは複雑であり、分析に適さないため、図8のグレー部分の簡易なモデルを設定する(*6)。このモデルにシナリオを与え、シミュレーション結果を算出した後に、それらを踏まえた投資戦略を検討する。

図7 不動産投資分析のフレームワーク



出所: パートナーズ社の資料をもとに NRE 作成

図8 分析モデル



出所: NRE

ユニバース(対象母集団)は、東京圏の138棟の物流施設

今回の分析では、「シービー・リチャードエリス(以下、CBRE)の『Warehouse Market Report』における賃料・空室率」,「日本不動産研究所の『不動産投資家調査』における期待利回り」,「当社調査」の3点を基礎データとした。

2003年以降に市場に存在する投資適格の物流施設すべてに、ポートフォリオとして投資した場合のリターンを分析の対象としている。その対象母集団(ユニバース)は、東京圏(東京都、神奈川県、埼玉県、千葉県)の物流施設138棟である(*7)。

(注記)

*6 詳細なモデルを構築する場合は、需給バランス、マクロ経済、資本市場に対して変数を設定して、賃料、空室率、キャップレートを導き、順次トータルリターンを試算することになるが、ここでは簡易化のため、賃料、空室率、キャップレートからスタートした。

*7 CBREでは、延床面積10,000坪以上のマルチテナント型の倉庫・配送センター45棟を対象にして、空室率のデータを提供している。当社の調査は、2000年以降に竣工した延床面積3,000坪以上、シングルテナント型も含めた物流施設126棟を対象としている。この2つの調査対象を合算し、重複分と推測される部分を除いた分析対象母集団(ユニバース)138棟を算出した。

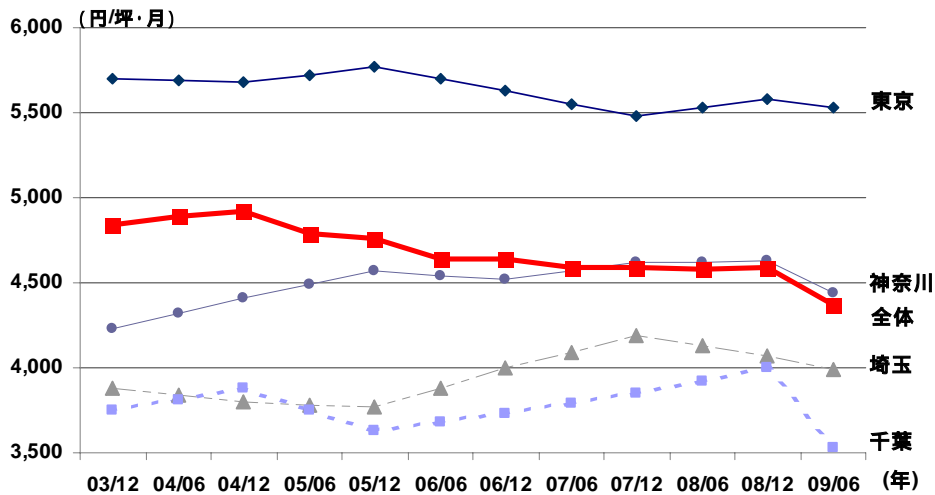
2-2 賃料・空室率

リーマンショック後、募集賃料が落ち込む

CBREによれば、東京圏の物流施設の募集賃料は、2003年以降2008年までは概ね安定して推移してきた。しかし、2008年9月のリーマンショック以降に賃貸市場は急変した。2009年6月までの半年間に、特に千葉エリアと神奈川エリアで顕著な落ち込みを示し、これが影響して全体も下落している(図9)。

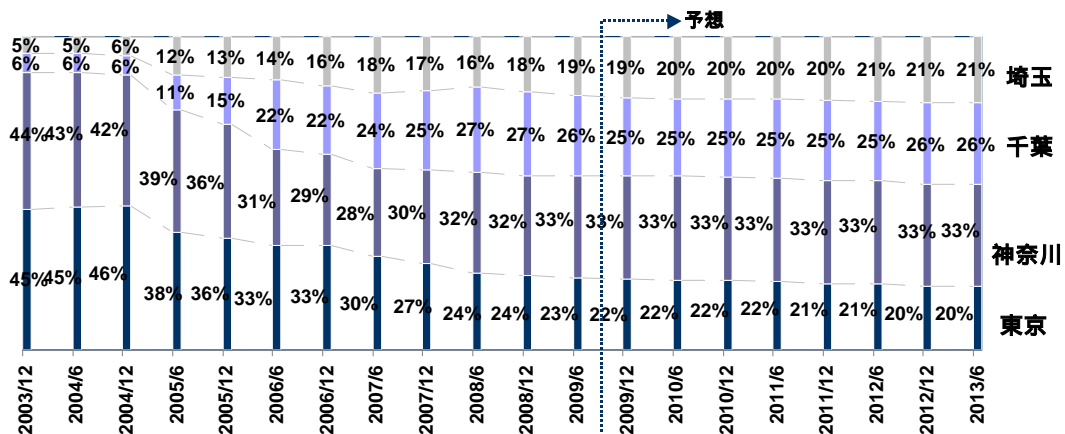
個別エリアの募集賃料のトレンドを見ると上昇している期間もある。それにもかかわらず、全体としての募集賃料が緩やかに下降してきた要因は、エリア別の割合の変化によるところが大きい。図10に示すとおり、比較的賃料水準の高い東京と神奈川エリアの新規供給が少なかったのに対して、比較的賃料水準が低い埼玉、千葉エリアで大量に物流施設が供給された結果、加重平均した全体の募集賃料が押し下げられた(*8)。

図9 東京圏におけるエリア別の物流施設の募集賃料



出所：CBRE『Warehouse Market Report』のデータをもとにNRE推定

図10 物流施設の延床面積のエリア別割合 (東京圏)



出所：CBRE『Warehouse Market Report』のデータをもとにNRE推定

基本シナリオでは空室率は改善するが、賃料は緩やかに下落

東京圏の物流施設の空室率は、2003年以降は新規供給に合わせて上下しながらも、旺盛な賃貸の需要を受けて低下傾向にあった。しかし、2008年6月に11.9%に急上昇し、直近の2009年6月の10.7%まで大きな空室を抱えた状況が続いている(図11)(*9)。こうした状況を反映して、2009年以降、テナントが未決定で新規着工する例はなくなり、本レポートのパートで述べたとおり、新規供給が大幅に縮小した。そのため空室率は徐々に改善に向かうと思われる。

基本シナリオは次のように設定している(図12)。

- ・ 2012年に空室率が6.5%まで縮小、新規供給の再開により上昇に転じる
- ・ 賃料は空室率の絶対水準が高いため緩やかに下落し、空室率が7%を下回るレベルで反転する

なお、悲観シナリオは現在考える最悪のケース、楽観シナリオは現在考える最善のケースを想定し、それぞれ空室率と賃料を設定している。

図11 物流施設の空室率シナリオ

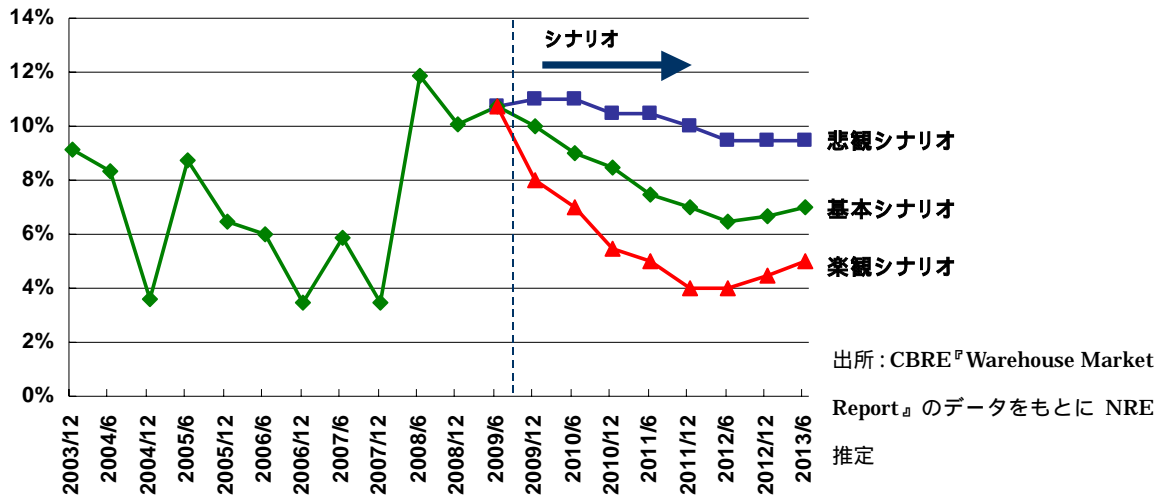
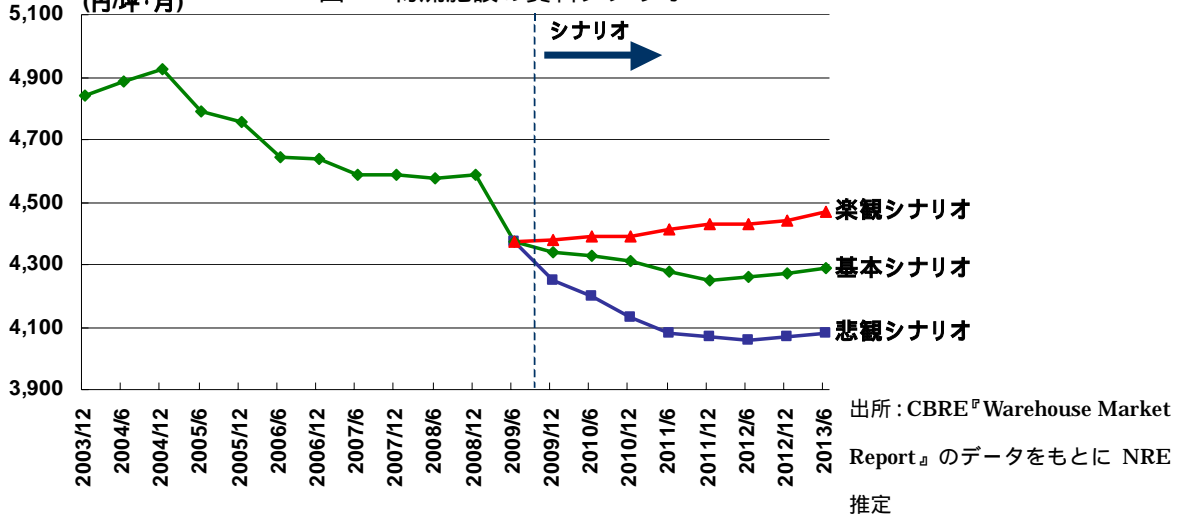


図12 物流施設の賃料シナリオ



(注記)

*8 本稿のトータルリターン試算では「募集賃料」を実際の賃料として採用した。成約賃料は需給バランスにより、募集賃料との差が変化するが、投資戦略を検討する上での大きなトレンドを捉えるには影響は少ないと判断した。

*9 今回採用した空室率は、138 棟のシングルテナント型を含めた対象母集団(ユニバース)に基づく。CBRE の空室率と比較すると、マルチテナント型のみ 45 棟の空室率よりも、今回の空室率は低めの数値となっている。市場ポートフォリオの投資分析を行う場合は、シングルテナント型を含む数値が必要となる(8 ページのコラム参照)。

2-3 キャップレート

物流施設の売買取引は激減、キャップレートも上昇

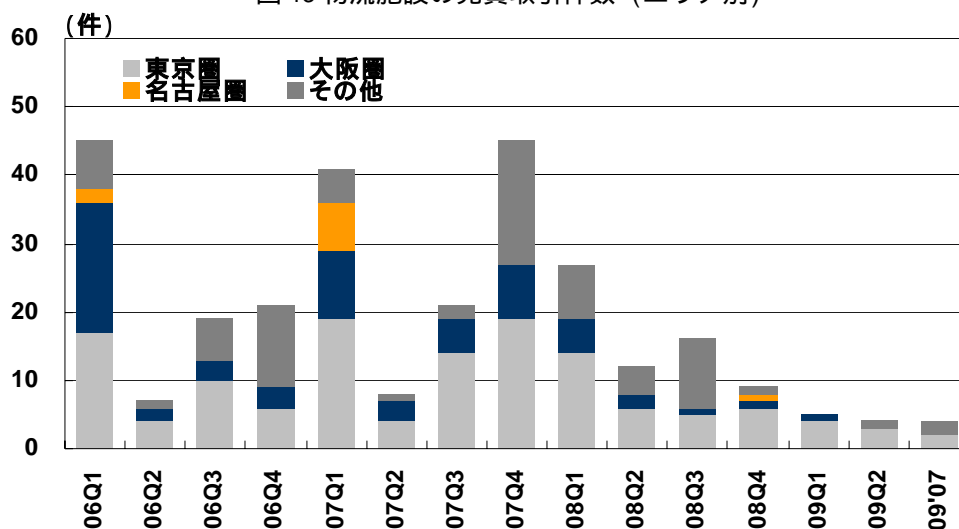
当社の調査では、物流施設の売買取引件数は 2007 年の第 4 四半期(10 月～12 月)をピークとして激減している(図 13) (*10)。キャップレートは 2003 年から継続して下降していたが、売買取引の足踏みに伴い、2008 年 10 月以降、反転して上昇局面に入っている(図 14) (*11、*12、*13)。

基本シナリオでは、キャップレートは 2010 年後半まで上昇

現状のエクイティ投資家、レンダーの動きが止まった状況を考慮すると、物流施設セクターに資金が戻るにはしばらく時間がかかると思われる。基本シナリオでは、キャップレートは現状の 6.0%から 2010 年後半まで上昇して 6.4%に達した後、緩やかに低下するシナリオとした。

悲観シナリオ、楽観シナリオは、空室率・賃料と同様、現在考える最悪のケースと最善のケースを想定してキャップレートを設定している。

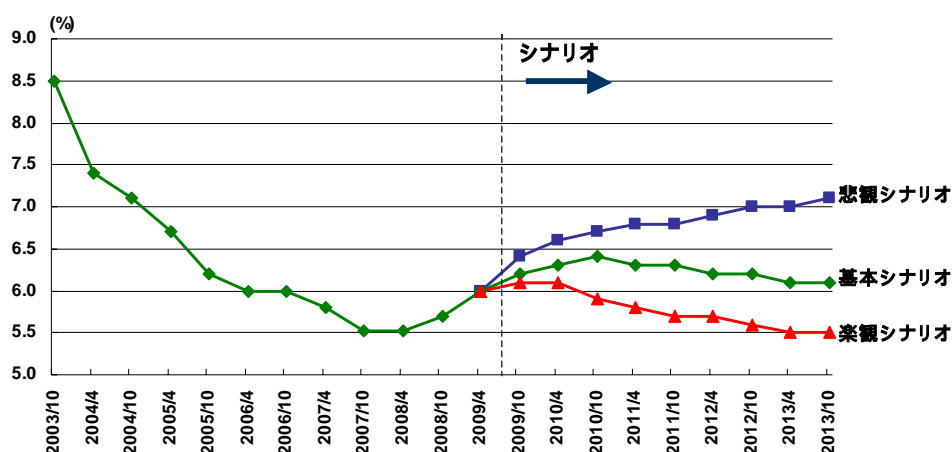
図 13 物流施設の売買取引件数 (エリア別)



出所：NRE

図中「06Q1」は「2006 年第 1 四半期(1～3 月)」の略。

図 14 物流施設のキャップレートの推移



出所：日本不動産研究所のデータをもとに NRE 作成

(注記)

*10 物流施設の売買取引には季節性があり、年度末の1～3月に増加する傾向がある。事業会社がリストラ目的で物流施設を売却する時期が、決算調整と併せて年度末になる場合が多いためである。

*11 日本不動産研究所の投資家調査では、投資家の期待利回りをアンケート集計により算出しており、実際の取引利回りは、この数値より低いと思われる。一方、東京圏全体のポートフォリオの加重平均キャップレートは、最も人気の高いエリアのキャップレートより高いと思われる。投資家調査では複数のエリアの期待利回りが算出されているため、その最も低い数値の東京(江東地区)の期待利回りを、加重平均キャップレートの代替値として基準キャップレートに採用し、トータルリターンの試算をした。

*12 日本不動産研究所の投資家調査における物流施設・倉庫の期待利回りは、2005年4月以降に実施されているため、それ以前の3回分はNREリサーチで推定した。

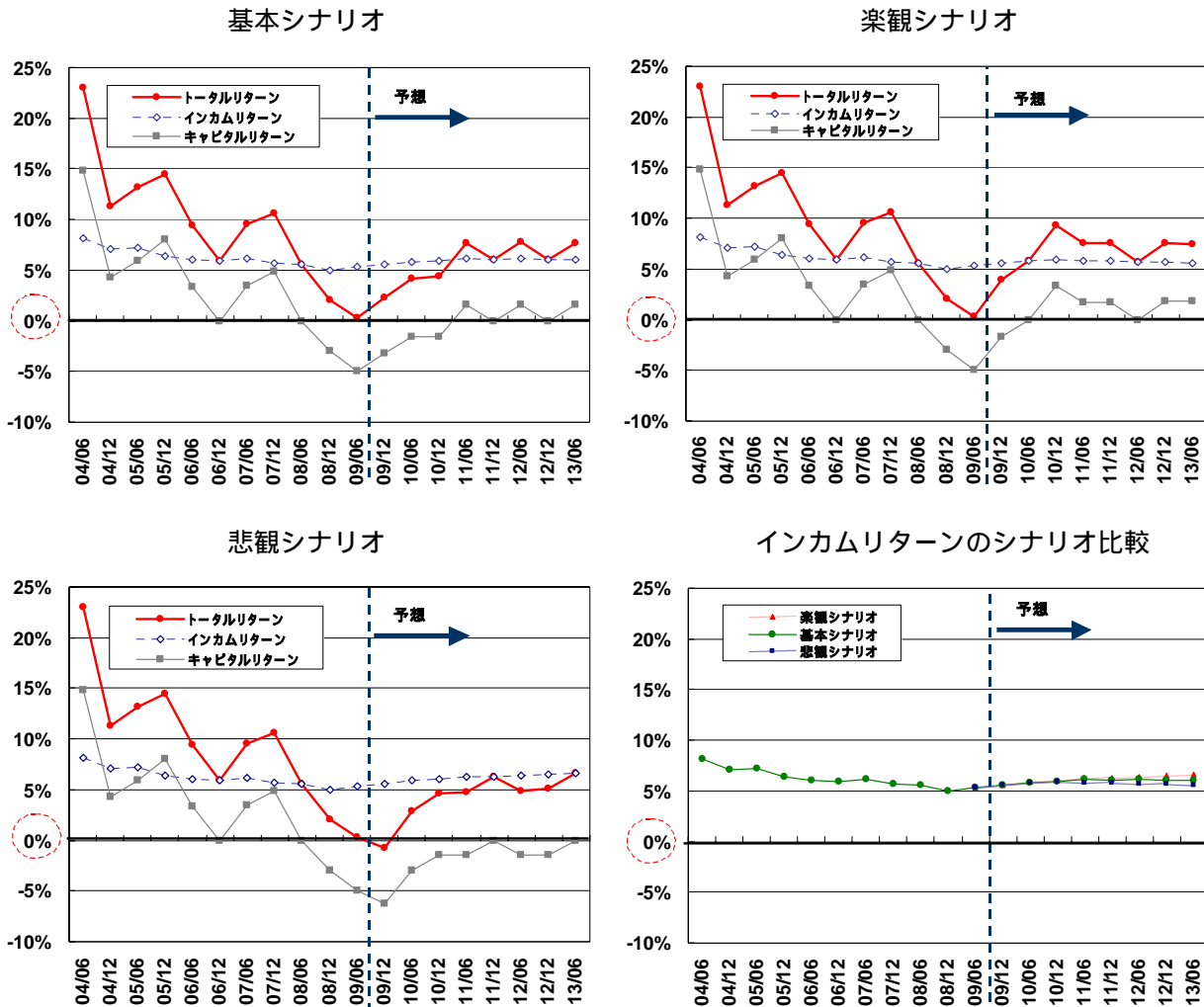
*13 図14は日本不動産研究所の投資家調査の期待利回りをもとに作成しており、時点が4月と10月になっているが、トータルリターンのシミュレーションでは6月、12月を基準としているため、「その時点までキャップレートは変化しない」という仮定を置いている。

2-4 トータルリターン

不動産投資のトータルリターンは、ほとんどキャピタルリターンで決まる

3つのシナリオにおけるトータルリターンは図15の通りである。

図15 トータルリターンのシナリオ分析



出所：NRE 推定

まず、2004年から2009年6月までのリターン実績の試算を確認する。インカムリターンは、キャップレートの低下による取得時の利回りと賃料の低下、空室率の増加により減少している。しかし、減少幅は非常に緩やかである。10%程度の空室率の増加であれば、インカムリターンにはあまり影響がない。

次にキャピタルリターンを見ると、2003年当時からキャップレートが徐々に低下し、継続的にキャピタルリターンが生み出されている。物流施設への投資が一般的でなかった段階から、2005年の日本ロジスティクスファンド投資法人の上場や、国内の新規プレーヤーの参入により、物流施設への投資が普及したことで流動性が増したことが要因である。

インカムリターンとキャピタルリターンの合計であるトータルリターンは、キャピタルリターンの動きを上方にシフトした形である。物流施設に限らず、不動産投資のリターンはほとん

どキャピタルリターンで決まることと言われており、ここでも同じ結果となっている。2004年から2007年までは、ほとんど毎期、年率10%を上回るリターンを計上しており、不動産投資サイクルの上昇局面であった。

基本シナリオでは、トータルリターンは緩やかに回復する

2009年以降の基本シナリオでは、キャピタルリターンが2010年までマイナスで、2011年からプラスに転じる。キャップレートの下げ幅が緩やかなため、トータルリターンとしてはプラスを維持し、安定的なリターンを計上する。

ただし、この試算は一般的なローンを活用せず、ノンレバレッジ、フルエクイティで投資した場合のリターンである。ローンを使ってレバレッジを効かせた場合は、リターンの上下の振れ幅が大きくなることに留意したい(*14)。

悲観シナリオでは、キャピタルリターンのマイナスが継続する

悲観シナリオは、世界経済および日本経済の不安要素が現実化した場合を想定している。キャップレートの回復は大幅に遅れるが、「投売り」という状況にはならず、緩やかに後退していくという前提である。

今回の試算ではトータルリターンとしては低位ではあるが、ほぼプラスを維持する。フルエクイティで投資した場合は問題にならないレベルと思われるが、ローンを活用している場合は鑑定評価額が継続的に下落するため、ローンのコベナンツ(財務制限条項)に抵触し、配当が停止になるなどの問題が生じるレベルとなる。

楽観シナリオでは、キャピタルゲインを得る機会がある

楽観シナリオは、世界経済および日本経済が力強い回復に向かう場合を想定している。キャップレートは緩やかながら回復基調に移り、以前のレベルに戻っていく前提である。

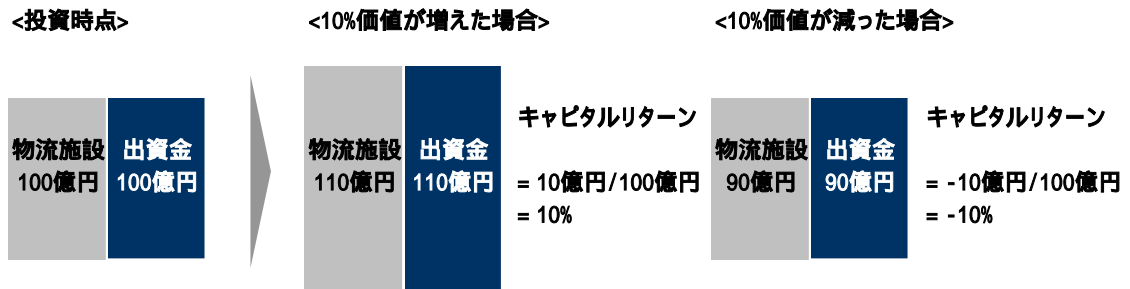
回復の過程でキャピタルゲインが得られる可能性があるが、グローバルなマネー市場の動きは早く、短期間でその機会が失われる例が多い。

.....
(注記)

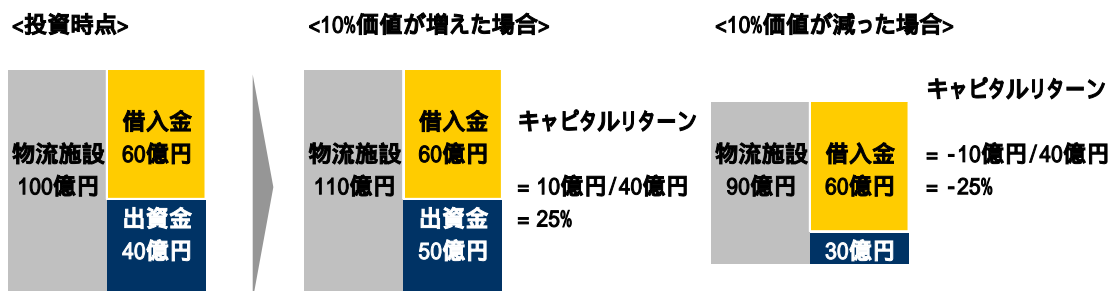
*14 たとえば100億円相当の資産の40%が出資金、60%がローンであった場合、資産評価額が10%上昇すると、出資金40億円に対して10億円が増加したことになり、出資金の増加の割合は25%になる。資産評価額が10%下落した場合は逆のことが起こる(図16)。

図 16 レバレッジ効果の分析

全額出資金で物流施設に投資した場合



借入金を60%活用して物流施設に投資した場合



3. 物流施設セクターの投資戦略

3-1 既存投資家の投資戦略

今回のトータルリターンシナリオ分析では、ローンを活用しないノンレバレッジ、フルエクイティでの投資を前提とした。現実にはフルエクイティでの投資は少なく、何らかのレバレッジを活用する例が大半である。そうした場合の投資戦略では、常にレバレッジの程度(0%~80%)を意識して検討する必要がある。昨今の動きとして、70%程度あったレバレッジを50%程度に下げる方向も見受けられる。この環境下における投資戦略を検討する。

基本シナリオでは、既存投資物件の選別が必要

基本シナリオでは空室は順調に消化されていくが、賃料とキャップレートはほぼ横ばいである。市場全体の平均値としてのトータルリターンは安定した数値となるが、立地や商品企画に課題のある物流施設は、テナント誘致が困難な状況が続く可能性がある。

物流施設のテナント契約は10年程度の長期契約が多い。したがって、鑑定評価が下がり、ローンのコベナンツ(財務制限条項)に抵触して追加出資を迫られるリスクなどを除けば、いったん満室稼働すれば安定的な運用が可能である。現在、大半の物流施設はこの段階に達しているが、一部に空室を多数抱えた物件も存在する。

したがって、基本シナリオでの既存投資家の戦略としては、物件あるいはファンドを選別し、追加出資などで支えて安定軌道に持ち込む物件と、資金的なサポートを打ち切り、損失を覚悟する物件との選別が基本方針となる。

悲観シナリオでは、早期の売却が基本戦略に

悲観シナリオでは空室の消化は緩やかであり、10%程度の空室率が続く。賃料も下降傾向であるため、賃料収入は減少傾向となる。また、キャップレートの上昇傾向により、資産価値の下落が続く。不動産ローンを活用している場合は、レバレッジ効果で多額の損失が積み上がるため、早期の売却(セル)が基本戦略となる。

悲観シナリオでは、現在の景気回復の兆しが反転して二番底に向かうため、短期的に資本市場が回復する時期を狙い、損失を極力少なくする売却を模索することになる。

楽観シナリオでは、リファイナンスや追加出資などに積極的に対応していく

楽観シナリオの基本戦略は継続保有(ホールド)である。同シナリオでは、2010年以降、賃料、空室率、キャップレートともに急速に回復に向かう。当面のリファイナンスのために追加出資などの必要があれば、積極的に対応していくことが損失を回避し、従来の安定軌道に戻すための戦略となる。

3-2 新規投資家の投資戦略

基本シナリオでは、投資物件の選別が鍵

新規投資家にとっては、現在の環境は長期安定運用資産を取得する好機だが、参入のタイミングが課題となる。基本シナリオでは、あと1年程度は価格が下落していくため、優良な安定稼働している物件に限定して、割安に取得する機会を選別していくことになる。基本シナリオでは市況が急回復することもないが、大きく悪くなることもない。立地やテナント、賃貸借契約の条件などの個別要素が評価の鍵となろう。

悲観シナリオでは、機会追求型の投資機会が発生

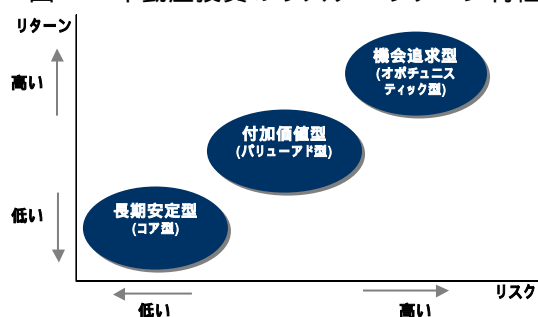
悲観シナリオでは、機会追求型(オポチュニスティックな)投資機会が生まれる(*15)。価格は数年にわたって下落するため、既存のファンドがローンを返済できず、所有権がレンダーに移り、不良債権処理という形で売却される。セカンドクラスの物件が中心になるだろうが、かなりのディスカウント価格で取得できる可能性があるため数年後の高いリターンが期待できる。

90年代後半にもこのような機会があったが、当時の国内投資家は機会を十分生かすことができなかった。今回はファンドの仕組みやノウハウが普及しており、このシナリオが現実化した場合は国内投資家も恩恵を得られる可能性がある。

楽観シナリオでは、投資を急ぐ必要がある

楽観シナリオでは、まず、賃料、空室率が急回復する兆しが見え、それに呼応するように資本市場が活気づき、世界のマネーが戻って来る。現在の価格で投資できる期間は非常に短期間であり、瞬く間に以前の均衡状態に戻ってしまう。したがって、早急に優良物件を取得する体制を整えるのが同シナリオでの基本戦略である。多少割高であっても、以前の水準に比べれば割安に取得できる時期であり、この期間は長くは続かないからである。

図 17 不動産投資のリスク・リターン特性



(注記)

*15 不動産投資はリスクとリターンの特性により、長期安定型(コア型)、付加価値型(バリューアド型)、機会追求型(オポチュニスティック型)の3つに分類できる(図17)。長期安定型は、優良資産に長期安定的に投資を行う戦略である。付加価値型は空室がある物件や、築年数が経過している物件を取得し、リノベーションやテナント営業を行うことで稼働率を上げ、付加価値を生み出していく。機会追求型は、景気後退期のリストラや不動産ローンの債務不履行に伴う資産売却の機会に、バルク取引などで割安で取得し、個別売却や景気回復を待って売却を行う比較的難易度の高い投資戦略である。

おわりに

投資家の視点で分析すると、「異なる風景」が見えてくる

投資家の視点で物流施設セクターを見ると、一般に言われているような空室率の上昇や賃料の下落という賃貸市場の影響よりも、売買取引における流動性の枯渇やキャップレートの上昇という資本市場の影響の方が大きいことがわかる。

トータルリターンという投資家の最終的なゴールから、インカムリターンとキャピタルリターンに要因分析を行うことで「異なった風景」が見えてくるはずである。

全体像を把握すると、現状のリサーチの空白地点も明らかに

物流施設セクターの全体像が把握できると、現状のリサーチの空白地点も見えてくる。

たとえば、資本市場を形成するグローバルマネーの動向が挙げられる。具体的には年金基金や機関投資家などのエクイティ投資家の動向や、ノンリコースローンを拠出している金融機関やCMBSに投資しているデット投資家の動向である。

また、物流施設セクターの運用会社(プレーヤー)の動向も重要なテーマである。日本の物流施設セクターにおいてもグローバルな運用会社の役割は大きく、世界の物流施設セクターの動向と関連させて論じる必要がある。

さらに、マクロ経済や資本市場のデータに基づく計量分析も、今後のリサーチの重要なテーマとして挙げられる。不動産と金融が融合したことにより、不動産業界のプレーヤーは形式的にはノンリコースローンの契約などを通じて金融の仕組みを学んだ。しかし、エコノミストのトレーニングを受けた人材はまだ非常に少なく、金融の本質が十分に理解されているとはいえない。

物流施設セクターは日本の産業構造の基盤を支えており、物流革命の継続的な推進は日本の競争力の向上には不可欠である。そのためには安定的な投資資金が供給されることが望ましいが、その前提として、様々な立場から多面的視点で物流施設セクターの調査分析レポートが提供され、業界全体として投資家の信頼を得ていくことが必要であろう。

<内容に関する問い合わせ先>

野村不動産株式会社 運用企画部 投資調査課

仁位 清丸

東京都新宿区西新宿 7-21-3

TEL (03)-3365-8650 FAX (03)-3365-8730

#3