

2024

4

April

Topics

不動産トピックス

トピックス1

2023年の事業法人による不動産売買動向
～事業用不動産の保有と賃借、収益不動産活用の視点～ …… 2

トピックス2

J-REITにおける投資環境に対応した成長戦略 …… 6

マンスリーウォッチャー

都市型物流施設の開発動向 ～多様化する物流ニーズ～ … 8

2023年の事業法人による不動産売買動向

～事業用不動産の保有と賃借、収益不動産活用の視点～

2023年の事業法人による不動産売買事例では、事業用不動産について、アセットライトを企図した保有から賃借へ切り替える事例がある一方、財務改善で賃借から保有へ切り替える企業がみられ、収益不動産についても、戦略的に取得を進める企業がいる一方、保有資産の見直しで売却する企業が多数みられるなど、各社の事業戦略や財務戦略から多様な不動産活用がなされているようです。

最近では、東京証券取引所の資本効率等の改善要請や新リース会計基準の適用、金利上昇などの外的要因も不動産の保有・賃借や収益不動産活用の考え方を見直すきっかけとなり得ます。

各社の事業戦略や財務戦略から多様な不動産活用がみられる

コロナの影響は一服

事業法人による不動産売買^{*1}について、コロナ禍当初は行動制限により取引が停滞気味となりました。その後はコロナで業績が大きく悪化した企業を中心に緊急的な利益捻出を目的としたオフィスビルやホテルの大型売却が相次ぐなどの変化がみられましたが、こうした動きは一服しました[図表1-1]。

取得では賃借から保有への切り替え、売却では生産施設のS&L、本社の売却・移転等

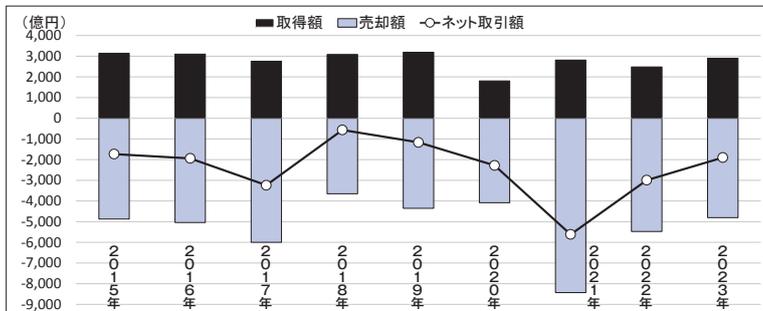
2023年の物件取得[図表1-2]では、業績や財務状況の改善を受けて賃借していた物件を保有に切り替える大型取引がみられました。収益不動産に関

しては、売却の増加基調が続く一方で、戦略的に不動産賃貸事業に注力する企業を中心とした取得事例がみられました。

物件売却[図表1-3]では、コロナ禍以降のオフィスビルを対象とするセール・アンド・リースバック(S&L)が沈静化し、代わって生産施設を対象とするS&L事例が目立ちました。オフィスビルに関しては、S&Lではなく、本社ビルを売却し賃貸オフィスに移転する事例が複数みられました。収益不動産に関しては、資産効率向上や財務基盤強化目的で売却を進める企業が目立ちました。

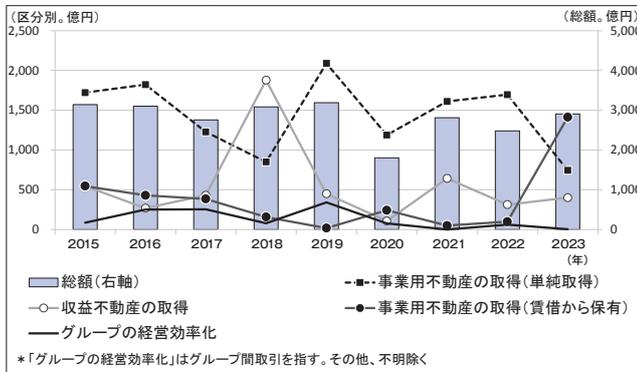
以下、2023年の事業法人による不動産売買事例について、事業用不動産の保有・賃借、収益不動産活用に焦点をあてて事例を紹介します^{*2}。

【図表 1-1】 事業法人による不動産取得額・売却額の推移

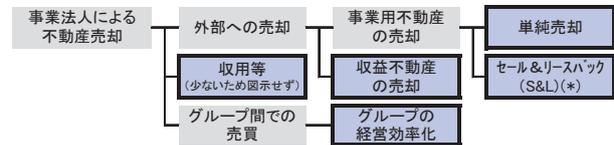
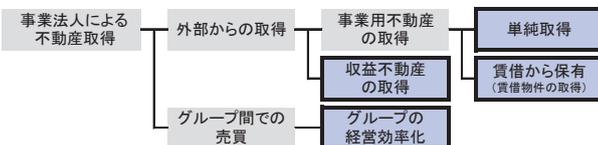
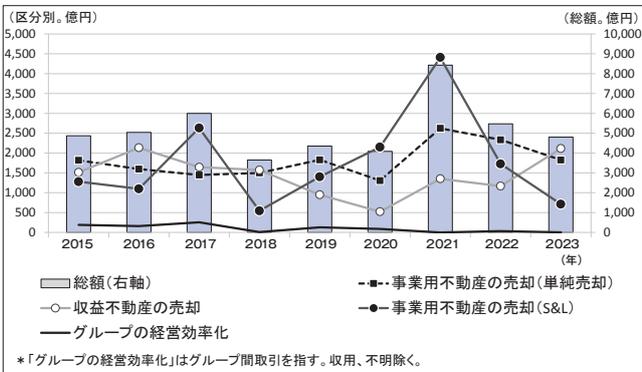


- ※1：不動産売買実態調査における業種から投資法人、投資目的法人、SPC、不動産、建設、保険、その他金融（リース会社等）、日銀/生・損保、その他法人（医療法人、学校法人、社会福祉法人等）、公共、個人、海外企業、不明を除いて集計。その他、デベロッパー、AM会社と判断できる企業（主にサービス業や卸売業に分類）や大手商社（卸売業に分類）は除外
- ※2：取得、売却の理由・背景は公表資料と報道情報から都市未来総合研究所が考察したもので実態と異なる可能性がある。

【図表 1-2】 取得先・取得対象・スキーム別の取得額



【図表 1-3】 売却先・売却対象・スキーム別の売却額



(*)リースバック期間が短期(おおむね2年以内)と判明した事例は単純売却に区分
 (*)ホテルで譲渡後、賃借ではなく運営受託する場合も資金調達観点で同義のためS&Lに区分

図表 1-1～1-3 のデータ出所：都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」

事業用不動産の保有・賃借に係る取引事例

企業が事業活動で必要とする不動産を保有するか賃借するかは、経済合理性、財務状況のほか、使用期間、施設使用の自由度、開発(出店)スピードなど様々な判断軸があり、保有と賃借それぞれにメリット・デメリットがあります[図表1-4]。

生産施設の底地を対象とするS&Lは売主・買主双方のニーズに合致

賃借から保有への切り替え事例では、長期継続使用の観点で保有方針であるにもかかわらず財務状況が芳しくなく賃借していた物件について業績好転で保有へ切り替え、経費削減も見込む事例がみられます(図表1-5のNo.1、2)。

他方、賃借であっても信用力の高い貸主と長期賃貸借契約を締結することで長期継続使用を担保することは可能で、保有物件を譲渡後も継続使用するS&Lはその1つの手法です。買主(貸主)視点では長期安定収益獲得のため売主(借主)の信用力や長期使用の蓋然性の高さが重視されると考えられます。主力工場などの生産施設の底地を対象とするS&L事例では、施設(上物)は売主保有のまま使用上の自由度が確保できるとともに、主力工場などが対象で売主の長期使用の蓋然性は高く、売主、買主双方のニーズに合致しているといえます(No.5~7)。2024年以降も工場や物流施設の底地を対象とした大型S&Lは続い

ています。

なお、S&Lでは賃借需要の高い物件であれば、売主(借主)が万一経営悪化で債務不履行となっても、賃貸借契約を解除し他社へ賃貸したり、売却したりしやすいと考えられます。コロナ禍当初の大型ビルのS&Lは、業績悪化で売主の信用力には懸念があったものの、都心大型ビルという希少性がS&L成立の一因と考えられます。

賃貸オフィス市況の悪化が本社ビル売却を後押し

オフィスビルに関してはS&Lではなく、本社ビルを売却し賃貸オフィスビルに移転する事例が複数みられました(No.12~14)。財務面の要請のほか、テレワークの進展から自社ビルでオフィス床が固定されるよりも必要な床を柔軟に確保できる賃貸オフィスビルが指向されている可能性や、賃貸オフィス市況の悪化で大型区画の募集床が増加し、まとまった移転先を確保しやすい環境が本社移転売却を後押ししていると考えられます。No.12の企業は港区の新築ビルを一棟借りし首都圏のグループ各社のオフィスを集約し、品川区の旧本社ビルを売却しました。No.13の企業は財政基盤の強化と成長投資資金確保のため、旧本社ビルと同じ港区内に所在する大口解約で複数フロアを募集していた賃貸オフィスビルに移転し、旧本社ビルを売却しました。

【図表 1-4】 事業用不動産の保有と賃借の主なメリット・デメリット

	メリット	デメリット
保有	<ul style="list-style-type: none"> ・長期継続使用が可能(権利関係上) ・建物スペック・レイアウト・使用上の自由度大(制約小) ・ランニングコスト小 ・担保価値 	<ul style="list-style-type: none"> ・イニシャルコスト大 ・不動産管理負担大 ・立地や使用面積変化に対する柔軟性小 ・環境対応など社会的要請の対応を含む修繕費の増大リスク ・保有に起因する損害賠償が発生するリスク
賃借	<ul style="list-style-type: none"> ・イニシャルコスト小 ・不動産管理負担小 ・開発スピード ・立地や使用面積変化に対する柔軟性大 	<ul style="list-style-type: none"> ・長期継続使用に対する懸念(貸主事情) ・建物スペック・レイアウト・使用上の自由度小(制約大) ・ランニングコスト大(増額リスクもある)

※：メリット、デメリット欄に記載の「大」「小」は保有と賃借の相対的な比較

出所：都市未来総合研究所

【図表 1-5】 事業用不動産(左列：取得事例、右列：売却事例)

■賃借から保有への切り替え

No	売主業種	物件所在地	建物用途	売買取引額	買主業種
1	投資法人	東京都 港区	オフィスビル	50~100億円	電気機器
2	投資法人	東京都 品川区	データセンター	100億円超	情報通信
3	SPC	大阪府 大阪市	商業施設	100億円超	小売業
4	投資目的法人	東京都 千代田区	商業施設	50~100億円	小売業

■セール・アンド・リースバック

No	売主業種	物件所在地	建物用途	売買取引額	買主業種	売主(または親会社)PBR
5	機械	埼玉県 飯能市	底地(工場)	10~50億円	投資法人	不明
6	ゴム製品	福島県 郡山市	底地(工場)	10~50億円	投資法人	不明
7	倉庫・運輸	神奈川県 川崎市	底地(タンクターミナル)3物件	50~100億円	投資法人	不明
8	情報通信	東京都 江東区	オフィスビル	10~50億円	不明	0.6
9	小売業	群馬県 伊勢崎市	商業施設	10~50億円	投資法人	0.6
10	小売業	北海道 苫小牧市	商業施設(2物件)	10億円以下	不明	マイナス
11	サービス	大阪府 大阪市	ホテル	100億円超	投資目的法人	1.4

■本社ビル売却(賃貸オフィスビルへ移転)

No	売主業種	物件所在地	建物用途	売買取引額	買主業種	売主(または親会社)PBR
12	卸売業	東京都 品川区	オフィスビル(本社)	10~50億円	不明	1.1
13	鉄鋼	東京都 港区	オフィスビル(本社)	50~100億円	不明	0.2
14	電気機器	神奈川県 横浜市	オフィスビル(本社)	50~100億円	不明	0.5

出所：都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」、PBRは日本取引所グループHP「株価検索」(2024年2月時点)

収益不動産活用に係る取引事例

事業法人における収益不動産の保有効果としては、業績の悪化や先行き不安などを背景とする本業の収益補完が挙げられます。本業よりも資産効率が高いことが望まれますが、収益不動産は比較的景気の影響を受けにくい安定性や不動産管理業務をアウトソースし人的リソースの消費を抑えつつ収益が得られる点で労働生産性が高いという資産効率以外の優位性も兼ね備えていると考えられます。

資産回転型ビジネスに注力する企業が増加

また、自社あるいはグループ会社が建物管理等の不動産関連事業を行っている場合は賃貸収益に加えて当該事業の収益を獲得でき、本業支援^{*3}となる効果が見込まれます。私募REITなど出口となるファンドを組成し保有物件や開発物件、バリューアップ物件などを売却すれば、資産を膨らませずにキャピタルゲインと付帯収益の獲得につながり、こうしたビジネスは資産回転型ビジネスと呼ばれます。鉄道、電力・ガス、ゼネコンなど将来の国内人口減少の影響を受けやすい業種では資産回転型ビジネスに注力する企業が増え、2022年以降、私募REITを組成する企業が散見されます。図表1-6のNo.1、2はいずれも資産回転型ビジネスを展開する鉄道会社で、No.1の企業はすでに私募REITの運用を開始しています。

[図表 1-6] 収益不動産 (左列：取得事例、右列：売却事例)

■収益不動産の取得(主に資産回転型ビジネス展開企業)

No	売主業種	物件所在地	建物用途	売買取引額	買主業種
1	投資法人	大阪府 大阪市	オフィスビル	50～100億円	陸運
2	SPC	東京都 羽村市	土地(物流施設用地)	10～50億円	陸運

■収益不動産の取得(その他)

No	売主業種	物件所在地	建物用途	売買取引額	買主業種
3	不明	東京都 江東区	商業施設	10～50億円	卸売業
4	不動産	東京都 国分寺市	賃貸マンション	10～50億円	卸売業
5	不動産	東京都 品川区	賃貸マンション	10～50億円	サービス
6	卸売業	愛知県 名古屋	詳細不明(2物件)	10～50億円	情報通信
7	陸運	東京都 世田谷区	オフィスビル	100億円超	情報通信
不明	東京都 港区	土地(開発用地)		50～100億円	

No.2の企業は私募REIT運用の検討を行うとともに、物流施設に初めて投資するなど投資用途の拡大を図るほか、外部AM会社との業務提携などで収益不動産の外部取得を積極的に進めています。

資産回転型ビジネスを展開する企業は物件を傘下の私募REITに売却するだけでなく(No.13)、グループ外の企業へも幅広く売却しており(No.8～12)、収益不動産の取得、売却とも活発です。

資産回転型ビジネスを展開する企業以外でも、不動産賃貸事業を主要事業の1つに据える企業(No.3～6)あるいは本格着手した企業(No.7)が継続保有を前提に収益不動産を取得する事例が複数みられます。

一方、好調な売買マーケット市況は物件売却の好機

一方で遊休不動産や低収益あるいは本業より資産効率の劣る収益不動産は保有効果が小さく、最有効使用の検討や売却が選択肢となります。

No.14～24の企業はいずれも不動産賃貸事業を主要事業としていないと思われ、売却理由としては資産効率向上や財務基盤強化を挙げる企業が多くなっています。売買マーケット市況が依然として好調なことも物件売却の後押し材料と考えられます。

*3：建物管理事業のほか、建物関連サービス提供事業(例：Wi-Fi サービス)、ゼネコンにおける工事受注等

■収益不動産の売却(主に資産回転型ビジネス展開企業)

No	売主業種	物件所在地	建物用途	売買取引額	買主業種	売主(または親会社)PBR
8	陸運	東京都 新宿区	オフィスビル	100億円超	不明	1.9
		東京都 新宿区	ホテル	100億円超	SPC	
9	陸運	東京都 世田谷区	オフィスビル	100億円超	情報通信	1.5
10	陸運	神奈川県 川崎市	オフィスビル	10～50億円	サービス	1.3
11	陸運	兵庫県 加古川市	物流施設	50～100億円	投資法人	1.5
12	陸運	神奈川県 横浜市	賃貸マンション	10～50億円	投資法人	1.3
13	電気・ガス	兵庫県 神戸市	賃貸マンション(12物件)	100億円超	投資目的法人	0.9

■収益不動産の売却(その他)

No	売主業種	物件所在地	建物用途	売買取引額	買主業種	売主(または親会社)PBR
14	小売業	東京都 港区	オフィスビル	10～50億円	不動産	不明
15	卸売業	東京都 中央区	オフィスビル	100億円超	不動産	0.7
16	卸売業	東京都 中央区	ホテル	50～100億円	個人	1.3
17	その他製品	広島県 広島市	賃貸マンション	10億円以下	不動産	0.5
18	卸売業	東京都 文京区	賃貸マンション	10億円以下	個人	0.5
19	電気・ガス	福岡県 福岡市	賃貸マンション	10～50億円	投資法人	不明
20	卸売業	北海道 帯広市	賃貸マンション	10億円以下	保険	0.3
21	繊維製品	東京都 墨田区	詳細不明	10億円以下	不明	0.6
22	化学	東京都 西東京市	詳細不明	10億円以下	不明	不明
23	小売業	埼玉県 川口市	詳細不明(5物件)	10億円以下	建設/不動産	マイナス
24	その他製品	静岡県 静岡市	詳細不明	10億円以下	不明	0.5

出所：都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」、PBRは日本取引所グループHP「株価検索」(2024年2月時点)

不動産の保有・賃借、収益不動産活用に影響を及ぼす外的要因

不動産の保有・賃借や収益不動産活用の方針は事業戦略や財務戦略に基づいて検討されるほか、東証の資本効率等の改善要請や新リース会計基準の適用、金利上昇・物価上昇などの外的要因も方針見直しのきっかけとなり得ます。

東証の「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」要請

東京証券取引所は2023年3月にプライム市場とスタンダード市場の上場企業を対象として、資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応を要請し、2024年1月からは対象企業の取り組み内容の公表を開始しました。取り組み内容は主力事業の収益性向上や成長戦略から株主還元策、財務戦略まで多岐にわたります。不動産の活用は1つの要素にすぎませんが、公表された取り組み事例では、「新規事業展開に伴う新工場建設」(図表1-7のNo.1)、「成長のための店舗数拡大」(No.2)、「重複する営業所の統廃合」(No.6)、「保有不動産入替えによる資本効率向上」(No.9)など、成長投資や資本効率向上を念頭に置いた不動産の活用を挙げる企業がみられます。東証は、毎年(年1回以上)、進捗状況を分析し、開示をアップデートするよう要請しており、不動産の取得や売却^{※4}が進む可能性があります。

東証は上記要請の中で「PBR(株価純資産倍率)1倍割れは、資本コストを上回る資本収益性を達成できていない、あるいは、成長性が投資者から十分に評価されていないことが示唆される1つの目安」と指摘しており、PBR1倍割れ企業への取り組み推進圧力は高いと考えられます。遊休不動産や低収益の不動産売却はPBR改善に寄与する可能性があり、図表1-6の収益不動産の売却事例では、(PBR1倍割れ対策として売却したか直接的な関係は検証できないが)資産回転型ビジネスに伴い戦略的な売却を行っていると考えられる企業群(No.8~13)と比較して、その他の企業群(No.14~24)はPBRの低い企業が多い傾向がみられます。

【図表 1-7】「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の取り組みで不動産関連の記述がある事例

No	業種	取り組み(不動産関連の記述を抜粋)	不動産関連の分類	PBR
1	化学	・新規事業展開に伴い新工場を建設	拠点新設(新規事業)	0.6
2	小売業	・既存基盤事業の強化拡大(店舗数の拡大)	拠点新設(既存事業)	0.6
3	卸売業	・営業拠点の見直しを事業環境、商圏の拡張性、施設老朽化の対応等の観点から実施、拠点新設で事業拡大・収益性向上	拠点再編・新設(既存事業)	0.5
4	食料品	・差別化された製品の製造が可能な工場新設を含む生産拠点の再構築	拠点再編・新設(既存事業)	0.5
5	機械	・生産最適化のため拠点の最適配置	拠点再編	0.3
6	サービス業	・M&Aによりグループ内で地域が重複する営業所や外部環境の変化により収益性が低下した営業所の統廃合	拠点再編(統廃合)	0.8
7	精密機器	・事業所の有効活用と維持管理費用の削減、営業・開発部門等の業務効率化を目的として本社売却。今後も事業所の最適化を検証	拠点売却	0.6
8	建設	・部門別・事業所別の将来的な業績見通しから不採算部門・事業所を再編	拠点再編	0.4
		・所有不動産について中長期的視点で有効活用を進め収益を生む物件に変換	収益不動産活用	
9	建設	・保有不動産の入替え等による資本効率性の改善(私募ファンド等の活用)	収益不動産入替え	0.9
10	建設	・賃貸不動産・遊休不動産の売却	収益不動産売却	1.5
			遊休不動産売却	
11	卸売業	・遊休不動産の売却等	遊休不動産売却	0.7

出所：適時開示情報から都市未来総合研究所作成、PBRは日本取引所グループHP「株価検索」(2024年2月時点)

なお、資本効率等の改善において不動産売却は目的ではなく、不動産売却で得た資金を成長投資に充当するなどの取り組みが重要なことは言うまでもありません。

新リース会計基準の適用

企業会計基準委員会は2023年5月に「リースに関する会計基準(案)」等を公表しました。今後、日本の会計基準を適用する企業においてもIFRS第16号「リース」が適用され不動産賃借は原則オフバランスできなくなるかとされています^{※5}。これにより、例えばROA(総資産利益率)の値が低下するなどの影響が生じ、不動産に限らずリース離れを懸念する報道がみられます。今のところ、新リース会計基準適用を主因として不動産を賃借から保有に切り替える、あるいは方針変更するという公表事例は見当たらないと思われませんが、保有・賃借の方針を考えるきっかけとなり得ます。

金利上昇

金利が上昇する場合、割引率の上昇で保有不動産の評価額が下落する、収益不動産に関しては、調達金利の上昇で収支が悪化する、WACC(加重平均資本コスト)が上昇し不動産投資のハードルレートが上がるなどの影響が考えられます。

修繕費上昇や建物管理コストの上昇

人手不足や資材価格上昇で工事費・修繕費や建物管理コストが上昇すると、事業用不動産の保有コストの上昇や収益不動産の収支悪化につながります。また、建物・設備の高度化・複雑化が進み自社管理の難易度が高まっていることも保有・賃借の判断材料の1つと考えられます。

(以上、都市未来総合研究所 湯目 健一郎)

※4：賃借の場合は新規賃借、解約
※5：詳細は専門家に確認されたい。

J-REITにおける投資環境に対応した成長戦略

J-REITにおける2023年の物件取得額は前年から増加しました。物件の取得が難しい環境下にあるものの、各投資法人は様々な成長戦略により、資産規模を拡大し、ポートフォリオの質を向上させています。

物件の取得が難しい環境下でも、J-REITの物件取得額は前年から増加

不動産価格が上昇、投資口価格が下落する中、J-REIT全体における2023年のNAV倍率^{※1}は通年で1.0倍を下回っており、多くの投資法人は利回り等の目線の合ったまとまった数や規模の物件を増資等により取得することが難しい環境にあったとみられます[図表2-1]。

厳しい投資環境であった一方、J-REIT全体

【図表2-1】J-REITにおけるNAV倍率の推移

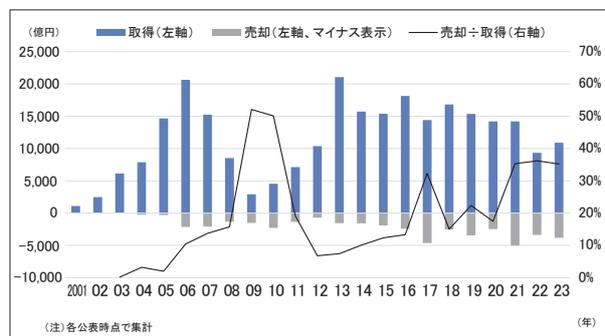


データ出所：不動産証券化協会「ARES J-REIT Databook」

における2023年の物件取得額（公表日ベース）は1兆905億円と前年から16.7%増加しました[図表2-2]。

※1：NAV倍率とは、NAV（Net Asset Value、時価ベースの資産額から負債額を控除した純資産価値で、不動産評価額の変動に応じて増減）に対し時価総額が何倍かを算出したもの。NAV倍率が1倍以上の、より高い水準で増資を行うと、一般的に1口あたりの価値がより増加すると考えられ既存投資主に好感されやすい一方、1倍を下回って増資すると嫌気されやすい。

【図表2-2】J-REITにおける物件売買額等の推移



データ出所：都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」

様々な取り組みを通じ、成長を続ける J-REIT

増資が難しい中、J-REITでは物件の入替による取得が積極的に行われており[図表2-3のI-①]、J-REIT全体における2023年の取得額に対する売却額の割合は35.2%と高い水準が続いています[図表2-2]。

観光需要の回復を見込んで、ホテルの取得（持分増加）を目的とした物件入替の取り組みがみられ[図表2-3のI-②]、2023年のJ-REIT取得額全体に対するホテルの取得割合は、コロナ下（2020年～2022年）から改善し、コロナ前の2019年を上回りました。

また、J-REIT同士等が交換取引によりポートフォリオの質（収益性や築年数、テナント分散等）を向上させる複数の事例や、買換え特例を活用することにより譲渡益の一部を分配せずに内部留保し、物件取得に活用する取り組みがみられました[同I-②]。

物件入替以外では、合併によるLTVの低下に伴い創出される取得余力を活用し、新規物件を取得する事例がみられました[同II-①]。また、投資対象セクターを跨ぐ物件入替や投資対象セクターの拡大による取得機会の増加を企図し、

特定用途を対象とした3つの投資法人が合併を行い、他の用途も積極的な投資対象に加えています。

合併を契機としたもの以外でも投資方針等を変更し、投資対象を拡大する動きが複数みられ、オフィスビルへの投資を中心としていたREITがオフィスビル以外への投資割合を拡大しています[同II-②]。これはテレワークの普及等に伴うオフィス需要の減退へ対応するものであり、前述のアフターコロナに即した物件入替でも同様の取り組みが行われています[同I-②]。また、投資法人が開発を行う予定の不動産を投資対象に追加する事例などがみられます[同II-②]。

投資法人による開発への取り組みは、物件取得機会の創出等を目的に広がっており、投資法人による建物の新築や増築、用途変更、未消化容積率等を活用した建て替えといった事業のほか、開発ファンドへの出資や事業パートナーとの協同開発が行われています[同II-③]。

その他にも、合併に伴い新たに加えた運用経験の浅いアセットタイプ（住宅）について私募REIT投資口の取得を通じて投資を行う事例や、

所有権に比べ割安な普通借地権付き住宅を積極的に取得する事例など特色ある対象への投資がみられます〔同Ⅱ-④〕。また、部署の新設やサポート協定先の拡大等により物件取得ルートの開拓が進められています〔同Ⅱ-⑤〕。

物件の取得が難しい環境下にあるものの、各投資法人は様々な成長戦略により、資産規模を拡大し、ポートフォリオの質を向上させています。

(以上、都市未来総合研究所 丸山 直樹)

〔図表 2-3〕 J-REITにおける成長戦略事例

分類		内容(注1)	
I. 物件入替	①物件入替全体の動向	直近(注2)の決算説明会資料において約8割(58中46)の投資法人が物件入替の実績もしくは実施方針を示している。	
	②特徴ある取り組み	アフターコロナに即した物件入替	アフターコロナの用途別市況をふまえ、ホテルの取得(持分増加)やオフィスの譲渡(持分減少)を目的とした物件入替の実施もしくは方針がみられる。
		交換取引	J-REIT同士やデベロッパー等との交換取引によりポートフォリオの質(収益性や築年数、テナント分散等)が向上等
	買換え特例の活用による物件取得	特定資産の買換え特例の活用により、総合型REITが物件入替による譲渡益の一部を分配せずに内部留保し、新規物件の取得に活用する方針	
II. 物件入替以外	①合併	LTVコントロール	ホテル型REITとの2023年の合併によるLTV(注3)の低下に伴い創出される取得余力を活用し、総合型REITが新規物件(オフィス区画)を取得
		②投資方針等の変更	投資対象の拡大
	オフィスビルへの投資を中心としていたREITがオフィスビル以外(ホテル、物流施設、住居系施設)の投資割合と対象地域を拡大		
	ホテル型REITがホテルや旅館等の余暇活用型施設に加え、賃貸住宅や学生マンション等のアコモデーション施設を投資対象に追加		
	商業施設と底地への投資を中心としていたREITが住宅等を投資対象に追加		
	オフィスと住宅、商業施設への投資を中心としていたREITが、その他用途を投資対象に追加し、対象地域を拡大		
	総合型REITが投資法人により開発が行われる予定の不動産を主たる投資対象に追加		
	③開発	土地を取得し新築 増築 用途変更を前提とした物件取得 建て替え(再開発) 開発ファンドへの出資 事業パートナーとの協同開発	オフィス型や総合型REITが土地を取得し、オフィスやホテル、高齢者向け住宅を新築
			商業施設型や物流施設型REITが保有物件で商業施設や冷凍冷蔵倉庫を増築
			商業施設型REITが用途変更(コンバージョン事業)を前提にスポーツクラブを取得し、商業施設への変更を実施
			物流施設型REIT等がオンブック(物件を投資法人が保有した状態)やオフバランス(建物を投資法人が譲渡すること等によりSPC等が保有した状態)で建て替えを実施
			ホテル型や総合型REITがホテルや商業施設の開発ファンドへの出資を実施(物件取得の優先交渉権を獲得、優先出資者としての収益獲得機会の創出等)
			物流施設型REITが事業パートナーとの協同開発によりパイプラインを確保(土地情報の収集段階から参画)
④特色ある対象への投資	私募REIT投資口の取得 普通借地権付き住宅の取得	2021年の合併に伴い住宅を新たな投資対象に加えた総合型REITが、住宅を投資対象とする私募REITへの投資を通じて住宅運用の知見の向上を図っている。	
		所有権に比べ物件取得額が割安(高利回り)な普通借地権の土地に開発した住宅を総合型REITが積極的に取得(スポンサーが継続して開発)	
⑤物件取得ルートの開拓	資産運用会社による部署の新設 サポート協定先の拡大	総合型REITの資産運用会社が独自の物件取得ルートを開拓するための部署を新設	
		商業施設型や総合型REITがサポート協定先を拡大(スーパーマーケットの共同持株会社や総合不動産事業者)	

(注1) REITの分類は投資法人名に特定用途が含まれる場合や投資法人名に使用している企業が特定用途を主とした開発や運用を行っている場合はその用途型REITとし、その他は総合型REITとした(合併前の取り組みは合併前の分類で記載)。

(注2) 2024年2月中旬の公表資料で確認

(注3) Loan to Valueの略で、総資産に占める有利子負債の割合

出所：J-REITの開示資料等

都市型物流施設の開発動向 ～多様化する物流ニーズ～

EC進展に伴い多様化するラストワンマイル配送^{*1}を担う都市型物流施設の開発が進んでいます。物流施設の新規供給は2023年に過去最高を記録し、東京圏(茨城県・埼玉県・千葉県・東京都・神奈川県)の空室率は7.1%まで上昇しました^{*2}。建てれば埋まる時代からテナントが選ぶ時代となり、今後需要拡大が見込めるマーケットイン型の開発が増えていくと考えられます。

(1) 冷凍冷蔵倉庫

温度帯倉庫は、設備投資にドライ倉庫の2倍以上要するため、物流会社が自前で開発・所有するケースあるいはBTS型^{*3}の長期契約が一般的でした。既存倉庫の老朽化や国際的なフロン規制に加え、今後も伸びていく食品EC需要や昨今の物流コスト上昇を受けて、物流会社の拠点再編や建替え、デベロッパーが冷却設備を予め設置するマルチテナント型^{*4}冷凍冷蔵倉庫の開発が本格化しています。

(2) 小規模区画

配送の小口・多頻度化やEC市場への新規参入者の増加に伴い、都市部では小規模な配送拠点需要が旺盛です。オフィスビルでは叶わない営業所兼配送拠点ニーズなど、様々な業種業態が利用しやすいサイズとして最小100～200坪まで小割貸しする例が出てきています。

(3) マルチユース

先進的物流施設の供給増加やサプライチェーンの効率化を背景に、物流施設がもつ役割は保管・配送だけでなく+αの領域へ広がりを見せています。食品加工やテストキッチン、ショールーム、撮影・配信スタジオ、R&D拠点等、多目的用途に対応できるスペック(床荷重、電源容量、給排水・排気等)を備える例が出てきています。

(以上、都市未来総合研究所 新聞 由香子)

※1：物流サービスの消費者へ商品が到達する最終区間の配送

※2：(株)一五不動産情報サービスの2024年1月時点調査データに基づく。なお、関西圏(京都府・大阪府・兵庫県)の空室率は3.0%である。

※3：特定のテナントの要望に応じてオーダーメイドで建設され、原則として1つのテナントに賃貸される物流施設。Build To Suitの略語

※4：複数のテナントに対して賃貸される物流施設。一般的にテナントの入れ替えにも対応できるように汎用性のある施設として建設される。

[図表 3] 都市型物流施設の開発事例

No	物件名	事業者名	所在地	竣工	延床面積 (m ²)	主な特徴と分類分け	(1) 冷凍冷蔵	(2) 小区画	(3) 多目的
1	LOGI FLAG COLD 横浜港北 I	JR西日本不動産開発、JR西日本プロパティーズ	神奈川県横浜市	2023年6月	11,499	霞ヶ関キャピタルが開発するノンフロン仕様の冷凍冷蔵倉庫、冷却機器の原状回復費用を免除。一部フロアで-25℃～5℃の温度調節が可能となるチルド・フロースズン対応	○		
2	プロロジスアーバン 東京辰巳1	プロロジス	東京都江東区	2023年6月	9,300	業務用スーパーをマルチテナント型物流施設へ改修した同社初のコンバージョン。各階アクセス可能なスロープを備え、最小約600坪(フロア単位)で賃貸可能。セントラルキッチン、プロセスセンター、医薬品保管にも対応		○	○
3	東京流通センター 物流ビルA棟	東京流通センター	東京都大田区	2023年8月	202,000	同敷地内施設の再開発第2弾で免震構造へ建替え。最小144坪から最大7,800坪まで選べるプラン、+α(オフィス・ラボなど)利用に対応する電源容量や給排水・排気設備		○	○
4	MFLP・LOGIFRONT 東京板橋	三井不動産、日鉄興和不動産	東京都板橋区	2024年9月	256,100	日本製鉄の工場跡地を活用した都内最大規模の街づくり型物流開発。将来的なドローン配送を見据え、広大な敷地を活かしたドローン飛行用のフィールドと、倉庫の一部スペースをドローン事業者等への賃貸用R&D区画として整備			○
5	GLP神戸住吉浜	日本GLP	兵庫県神戸市	2025年2月	45,000	国内最大級の全館可変温度帯(-25℃～10℃)仕様のマルチテナント型冷凍冷蔵倉庫。設備機器の原状回復費用を免除。ドライ倉庫同等の柔軟な契約年数に対応	○		
6	ロジクロス大阪住之江	三菱地所	大阪府大阪市	2025年3月	43,500	BTS型冷凍冷蔵の開発で得た手応えと知見を活かし、同社初のマルチテナント型冷凍冷蔵倉庫(縦割り3テナント想定)。冷却設備を含む24時間対応可能なバックアップ電源を確保	○		
7	プロロジスアーバン 東京錦糸町1	プロロジス	東京都江東区	2025年6月	6,400	同社施設のリピートカスタマーである佐志田倉庫との共同事業。カスタマイズ可能なオフィス、R&D拠点、ショールーム、映像スタジオ、プロモーション施設等マルチユースに対応した設計			○

出所：各社公表資料、プレスリリース、報道資料等

不動産トピックス 2024.4

発行 みずほ信託銀行株式会社 不動産業務部

〒100-8241 東京都千代田区丸の内 1-3-3 <https://www.mizuho-tb.co.jp/>

編集協力 株式会社都市未来総合研究所

〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-3-4 日本橋プラザビル 11 階 <http://www.tmri.co.jp/>

■本レポートに関するお問い合わせ先■

みずほ信託銀行株式会社 不動産業務部

川井 涼 TEL.03-4335-0940 (代表)

株式会社都市未来総合研究所 研究部

清水 卓、秋田 寛子 TEL.03-3273-1431 (代表)