

不動産マーケットリサーチレポート

VOL.317

2026.10.2

MUFG 不動産研究所

不動産マーケットリサーチレポートでは注目されているトピックスを中心に、不動産マーケットの様子を分析していきます。

建築費上昇下における物流施設の供給余力

～残余土地価値と空室ストックからみるサブマーケットの違い～

- ・ 建築費上昇による供給抑制の強さは一様ではなく、サブマーケットごとの差が広がっている。
- ・ 北関東・埼玉圏央道では、築浅空室を抱える一方で次の供給余力が低下し、今後は空室消化が進む可能性がある。
- ・ 神奈川バイエリア等では新規供給余力が残る。今後の需給を見通すには、空室率だけではなく、地域ごとの賃料成長と新規供給余力を併せてみる必要がある。

建築費の上昇で、新規供給の経済合理性はどう変わったか

物流施設の開発を取り巻くコスト環境は大きく変化している。

国土交通省「建築着工統計」によると、倉庫の平均的な工事費予定額は2020年の延床坪44万円から2025年には約71万円へ上昇した。当社の物流施設デベロッパーへのヒアリングでも足元の大規模マルチ型物流施設の建築費は、延床坪当たり80~90万円程度との回答もみられる。建築費の上昇は、物流施設開発の前提条件そのものを大きく変えつつある。

他の条件が一定の場合、建築費の上昇は開発採算を悪化させ、新規供給を抑制する方向に働く。2020年~2025年の間において、物流施設の賃料は上昇し、キャップレートも変化した。賃料成長はNOI（Net Operating Income）を直接押し上げるほか、将来の賃料成長期待は、金利動向やリスクプレミアムの変化等とともに投資家の価格評価にも影響する。収益還元の考え方では賃料成長期待は還元利回りを構成する要素の一つであり、賃料とキャップレートの双方から完成後の物件価値に影響し得る。したがって、同程度に建築費が上昇しても、賃料や利回りの変化次第で新規開発への影響は地域ごとに異なり得る。

図表 1: 本稿の分析対象エリア



本稿はこの地域差に着目し分析を行う。建築費上昇が本格化する前の2020年と現時点を比較し、首都圏11サブマーケットにおいて、新規開発の経済条件がどのように変化してきたかを確認した。標準的な物流施設の完成後価値から建築費、その他開発費、開発利潤を控除し、土地取得に充当可能な金額を逆算した。これを「残余土地価値」としている。残余土地価値はその

地域における土地価格を予測するものではなく、物流施設開発において、土地にどの程度の価値を割り振ることが可能であることを表している。

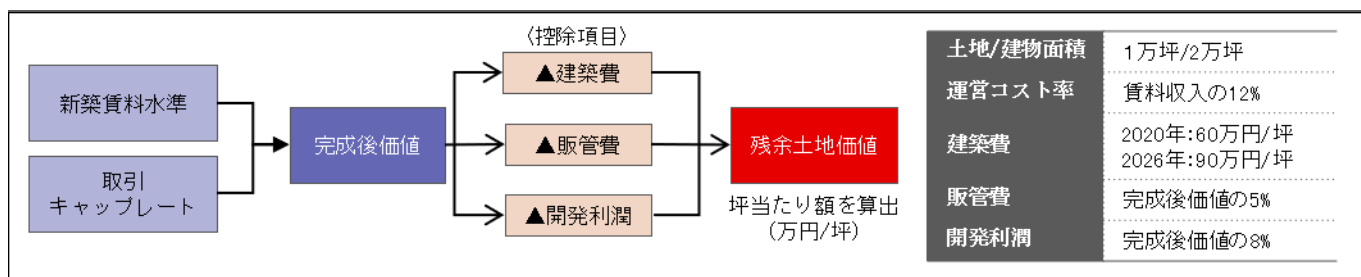
標準化した開発条件から「残余土地価値」を比較

分析に当たっては、土地1万坪、延床2万坪の物流施設を各サブマーケットにおいて開発するケースを想定した。新築時の想定賃料から運営費を控除しNOIを求め、サブマーケット別のキャップレートを用いて還元し、完成後の資産価値を算出する。資産価値から建築費、その他の開発費及び開発利潤を控除し、残額である残余土地価値を算出した。

新築時の想定賃料は、サブマーケット毎の募集事例等を基にした推定値である。キャップレートは、当社が継続的に観測している地域別水準を基礎に、公示地価の鑑定評価における物流施設の還元利回りの推移も参考に決定した。

なお、実際に目指している開発採算は開発主体ごとに異なる。求める開発利潤、資材等の調達力、資金調達金利を含む信用コスト、事業規模によるスケールメリット等に起因していると思われる。本稿ではこれらを標準化して固定し、個別企業の事情に影響を受けない、地域ごとの賃料相場や資産価値など、市場環境の変化を分析する。

図表 2: 残余土地価値の算定イメージと分析前提

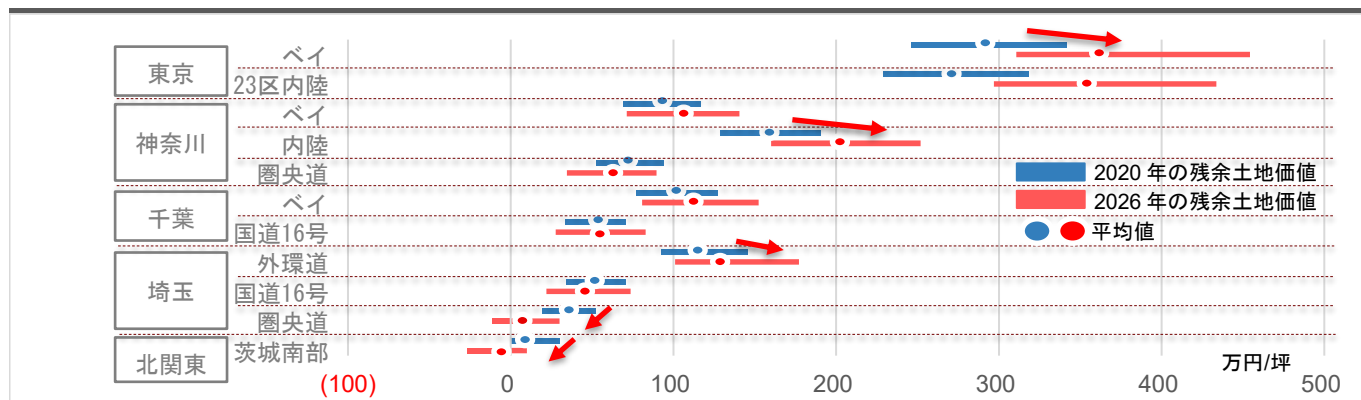


建築費上昇を吸収できた地域、できなかった地域

分析の前提としている、建築費の上昇（60万円/坪→90万円/坪、図表2）は、容積率200%の前提では、残余土地価値には土地坪当たり▲60万円の影響を生じさせる。（坪あたり▲30万円×2（土地面積の2倍建可能））

図表3をご参照いただきたい。

図表 3: サブマーケット別残余土地価値(万円/坪)の推定レンジ (2020年→2026年)



出所 公表情報、募集事例、取引事例、公示地鑑定評価例等をもとに筆者推定

1. 推定レンジの「平均値」は、賃料・キャップレート水準の想定値による。「下限値」「上限値」は同水準の上下5%レンジの値を前提として算出。

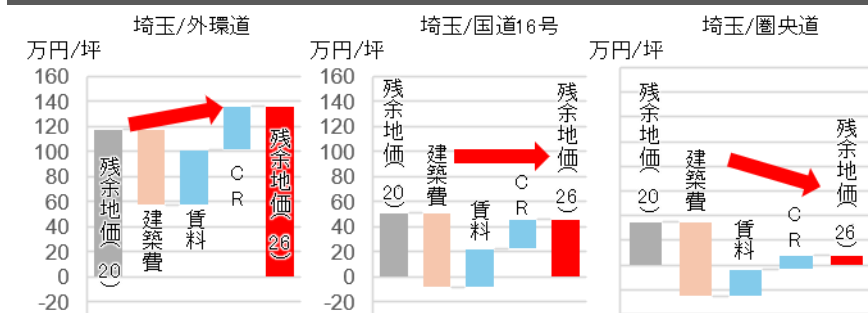
同図は、各サブマーケットについて、2020年と2026年の残余土地価値の推定レンジを比較したものである。2026年の値が2020年より右側に位置するほど、この6年間で物流施設開発における土地に充当可能な金額が上昇したことを示す。

結果は地域によって大きく異なる。東京ベイや東京23区内陸、神奈川内陸などでは残余土地価値が上昇した一方、埼玉圏央道や北関東では低下した。概ね国道16号沿線付近では、変化が比較的小さく、その内側では上昇、外側では低下する地域がみられる。建築費上昇という共通の逆風を受けながらも、それを賃料上昇やキャップレート低下によって吸収できた程度がサブマーケットごとに異なったためである。

この違いは同じ県内でも確認できる。図表4は、埼玉県内の外環道、国道16号、圏央道の3エリアについて、残余土地価値の変化を要因分解したものである。建築費上昇による押し下げ効果はいずれも共通するが、賃料上昇やキャ

ップレート低下による押し上げ効果には差がある。外環道ではこれらの効果が建築費上昇を上回る一方、国道16号では概ね相殺され、圏央道では吸収しきれず、残余土地価値が低下した。つまり、「建築費が上昇したから供給しにくくなった」と一括りにはできない。同じ建築費上昇でも、賃料やキャップレートの変化によって開発採算を維持できる地域と、従来よりも厳しくなる地域がある。こうした地域差は今後の新規供給の在り方にも影響すると考えられる。

図表4: 残余土地価値変化の要因分解(例; 埼玉)



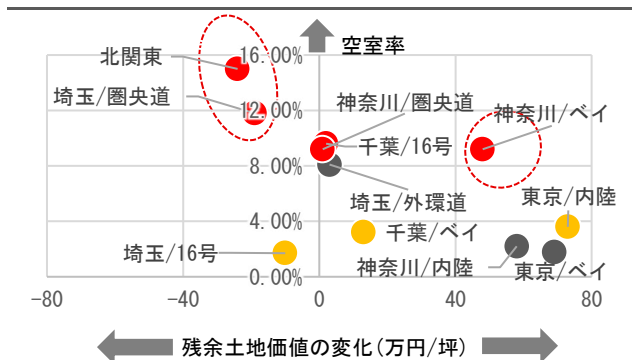
出所 公表情報、募集事例、取引事例、公示地鑑定評価例等をもとに筆者推定

今後の供給余地と現在の空室を重ねる

ここまでの分析では、「残余土地価値」の変遷から、「今後どの程度新たな供給が生じ得るか」を観察した。ここに現在の空室状況を重ね、今後どのような需給調整局面に向かう可能性があるかを考察する。

図5を参照いただきたい。図5は横軸に先ほど考察した残余土地価値の変化を、縦軸に足元の空室率をサブマーケット別に表示したものである。マーカーの色は、空室の平均築年数を示している。

図表5: 残余土地価値の変化×直近空室率×空室物件の築年数



色: 空室物件の築年数 (赤:5年未満、灰:5~15年、黄:15年以上)

出所 公表情報、募集事例、取引事例等をもとに筆者推定

特徴的なのが埼玉/圏央道エリアと北関東エリアである。両エリアでは空室率が高く、空室物件も比較的新しい(平均5年未満)。一方で、この数年で残余土地価値は▲20万円/坪程度低下しており、以前よりも新規開発が成立しにくくなっている。つまり過去の供給によって生じ

た空室は残っているが、同じペースで新たな供給は積みあがりにくい状態にある。

一方、神奈川／ベイエリアでは、比較的新しい空室が存在するにもかかわらず、残余土地価値は2020年対比で上昇している。こうした市場では、空室を消化する過程においても、新規供給の経済合理性が維持され、追加供給が続く可能性がある。現在の空室の状況が似ていても、今後の新規供給を支える経済条件は北関東や埼玉圏央道と異なる。

供給抑制による需給改善は、どこで起こりやすいか

この違いは、今後の需給を考えるうえで重要である。

北関東や埼玉圏央道では、今後、新規供給が抑制される一方で物流需要が一定程度維持されれば、近年の大量供給によって生じた空室が消化され、需給が改善する可能性がある。「大量供給→空室増加→建築費上昇等による供給抑制→空室消化」という調整過程が、比較的生じやすい市場といえる。

これに対し、神奈川／ベイエリアのように残余土地価値が維持・上昇している市場では、空室が消化される過程でも新規開発が継続される可能性がある。そのため、供給抑制だけを起点とした需給改善シナリオは必ずしも当てはまらない。

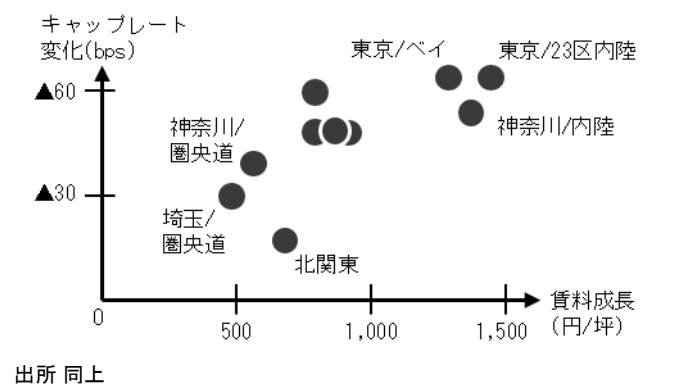
したがって、今後の需給は「現在どれだけの空室があるか」に加え、「どのような物件の空室が残っているのか」「次の供給がどの程度成立し得るのか」を併せて判断する必要がある。

次の需給を左右する賃料成長

本稿の分析においては、建築費上昇という共通のコスト変化に対し、賃料やキャプレートの変化が地域ごとに異なった（図表6）ことで、残余土地価値の動向にも大きな差が生じた。なかでも賃料の変化は今後の需給を考えるうえで重要な意味を持つ、と考える。

賃料成長が期待できる市場では、空室物件へのリーシングや設備投資を伴うリスクテイクも成立しやすい。他方、供給が減っても賃料が伸びなければ、空室消化後の収益拡大余地は限られる。空室率が高い市場への投資においても、単なる空室率の低下ではなく、賃料成長を伴う需給改善が見込めるかが重要となる。賃料成長の背景には、消費地への近接性、交通ネットワーク性、周辺供給、労働力の確保など複数の要因がある。これらがサブマーケット間の賃料成長格差をどう生むかは、今後の重要な検討課題である。

図表6: 残余土地価値算定における
賃料成長及びキャプレートの推定値



まとめ

本稿の結論は、建築費上昇による供給制約の強まり方は地域で異なり、現在の空室率だけでは、今後の需給を判断できない、という点にある。

埼玉／圏央道エリアや北関東エリアでは、比較的新しい空室を多く抱える一方、残余土地価値は低下し、次の供給を支える経済条件は弱まっている。対して、建築費上昇を賃料や価格の

上昇で吸収し、供給余力を維持・拡大するエリアもある。

今後の需給を見るには、①新規供給の開発採算、②空室ストックの性格、③その双方を左右する賃料成長余地を併せて捉える必要がある。とりわけ賃料成長の地域差を生む要因の解明が、次の需給局面を見通すカギとなる。

MUFG 不動産研究所

牧坂 亮佑

本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。

本資料は執筆者個人の見解に基づくものであり、弊社としての統一見解を公式に表明するものではありません。

ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。弊社および執筆者はその正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。税務・会計・法務等に関する事項に関しては、予めお客様の顧問税理士、公認会計士、弁護士等の専門家にご相談の上、お客様の責任においてご判断ください。

本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承ください。

弊社および執筆者はいかなる場合においても、本資料を提供したお

客さまならびに直接間接を問わず本資料を当該お客さまから受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、お客さまの弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。本資料は弊社の著作物であり、著作権法により保護されております。弊社の事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部を引用または複製、転送等により使用することを禁じます。

本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

本資料は、「不動産の鑑定評価に関する法律」に基づく鑑定評価書ではありません。

上記各事項の解釈および適用は、日本国法に準拠するものとします。

MUFG 不動産研究所は、三菱 UFJ 信託銀行が不動産分野に関する調査・研究・レポート作成等の業務を対外的に行う際の呼称です。