

## 再調達コストが示唆する 持続的な価値向上

インサイト | モルガン・スタンレー不動産投資チーム | 2026年3月

### 市場の軌道を形作る要因

過去10年間、不動産セクターの中で最も際立ったパフォーマンスを示したのは、eコマースの拡大に支えられた物流不動産でした。このアウトパフォームは、COVID期にさらに加速しました。サプライチェーンの目詰まりがeコマース販売を一段と押し上げ、「ジャスト・イン・ケース（万に備える）」型の在庫管理が進んだためです。

しかし直近数年では、賃料および人件費上昇を背景に、特にコストの高い沿岸部市場において、テナントが必要面積を集約する動きが見られました。その結果、市場賃料はピーク比から全米平均で約7%下落し、インランド・エンパイア（ロサンゼルス近郊の物流不動産集積地）では40%超下落しました<sup>1</sup>。同時に、建設コスト（資材費、人件費、資金調達コスト）は上昇しています。賃料下落と建設コスト上昇（加えてキャップレート上昇）が同時に起こったことで、新規供給は大きく後退しました。

新規供給の急減（全米では約60%の減少、主要ターゲット市場の一部では75%超の減少）は、不動産のファンダメンタルズと価格の回復を下支えすると考えられます。さらに、市場賃料が全米ベースで再調達コスト賃料を20%以上下回っているため（これはGFC（世界金融危機）以降初めて）、新規建設は今後も抑制された状態が続くと見えています。市場賃料と再調達コスト賃料の間にあるこの大きなディスカウントは、供給サイドが再び増加するには、賃料と不動産価値の上昇が必要であることを示しており、今回の不動産サイクルの回復局面において強気材料となります。

執筆者



**トニー・チャールズ**  
モルガン・スタンレー  
不動産投資チーム  
(MSREI)  
リサーチ&戦略  
グローバル責任者

<sup>1</sup> Greenstreet（2025年11月）

## なぜ再調達コストが重要なのか？

再調達コストとは、土地を含め、同等の建物を新たに建設するために必要となる総コストの推定値を指します。実務的には、再調達コスト賃料とは、新規開発を正当化し、標準的な開発利益を確保するために必要な最低賃料水準です。市場賃料は、景気循環や需給バランスによって変動します。一方で再調達コストは、長期的には比較的安定しており、通常はインフレをわずかに上回るペースで上昇します。また、経済的なストレスが強まる局面においても、建設資材や労働コストは、賃料ほど急激には下落しません。近年、物流不動産（実質的にほぼすべての不動産）における再調達コストは大きく上昇しています。その背景には、COVID期のサプライチェーン混乱、関税、人手不足、そしてテナントのニーズ進化に対応するための高度化した建物仕様の登場があります。

### 土地は希少である

建設コストは、建設労働力や資材に対する需要、コモディティ価格、サプライチェーン混乱によって左右されます。土地価格は理論的には、（賃料と利回りから求められる）収益価値と建設コストから派生すると考えられ、単純化すると完成物件の総価値から建設コストと開発利益を差し引いた残余として近似できます。しかし実務・実証の観点では、土地価格は理論値ほど柔軟には下がりません。商業用地は、資本力のある機関投資家や個人が保有していることが多く、理論的な残余価値が示唆するほど低い価格で取引されるケースは限られます。

過去15年間で、45億平方フィートの物流物件が供給され、25万エーカー超の開発可能な工業用地が消失しました。

例として、ニュージャージー・ターンパイク（高速道路）7A出口周辺（物流集積地）の工業用地価格は2013年の1平方フィートあたり20ドルから、2020年には40ドルへ上昇しました。COVID期に土地価格は急騰し、2023年には125ドル超に達しました<sup>2</sup>。その結果、現在の中部ニュージャージーにおける再調達コストは約300ドル/平方フィートとなっており、現在の市場賃料を約15%上回っています。特に富裕層が集中する人口密集エリアに近接したインフィル（既存インフラに近い、希少性の高い）立地では、土地コスト上昇が今後の再調達コスト上昇に引き続き寄与すると見込まれます。

### 再調達コストが賃料と不動産価値に与える影響

すべての資産と同様に、賃料と価値は最終的に需給によって決まります。市場賃料（貸主が実際に取れる価格）は、さまざまな循環的・構造的要因の関数です。供給は、その需要に反応します。賃料が上昇すると、デベロッパーは新規供給を増やし、超過需要が吸収され、賃料は抑えられます。しかし新規供給は、建設コストに依存します。再調達コストは、新規供給の経済合理性を決定づけるため、供給動向の重要な指標となります。建設コストや参入障壁が低い場合、新規供給は迅速に増え、賃料成長を侵食し、価値上昇に上限を設けます。一方、建設コストが高い場合、新規供給は限定され、賃料と価値が成長するための「時間的余地（ランウェイ）」が生まれます。

## 建物と立地のクオリティが最も重要

再調達コストは、十分な需要が存在する市場においてのみ、将来の価値成長の指標となります。例えばクリーブランドでは、2001～2020年の実効賃料成長率は年率0.8%（80bps）<sup>3</sup>にとどまり、Tier1市場を250bps超下回りました。再調達コスト賃料が市場賃料を一貫して上回っていたにもかかわらず、需要と人口動態の弱さが賃料成長を抑制しました。

一方、マイアミでは人口増加とeコマース浸透を背景に、同期間の市場賃料成長率は年率3.2%でした。市場賃料は再調達コスト賃料と概ね整合的に推移し、乖離が生じた局面でも迅速に回復しました。こうした市場間の二極化は、自動化やAI導入、サプライチェーン再編といった構造的な需要要因の違いにより、今後さらに拡大すると見られます。需要が底堅い市場では、再調達コストと開発の採算性が、「勝ち組」となる資産や立地における価値上昇を大きく左右します。

### 現在および将来の再調達コスト

物流賃料は循環的な底にあり安定しつつある一方、再調達コストは（ペースは鈍化するものの）引き続き上昇すると予想されています。ターナー建設コスト指数（大手ゼネコンTurner Constructionが算出）によれば、2025年Q3時点で年初来+3.5%、2022年比では+15%上昇しています。業界誌ENRによると、鋼材価格は前年比+12.4%、セメントは+4.6%、建設賃金は技能別に+4.0～6.0%上昇しています。

<sup>2</sup> MSREI Strategy

<sup>3</sup> Greenstreet（2025年11月）

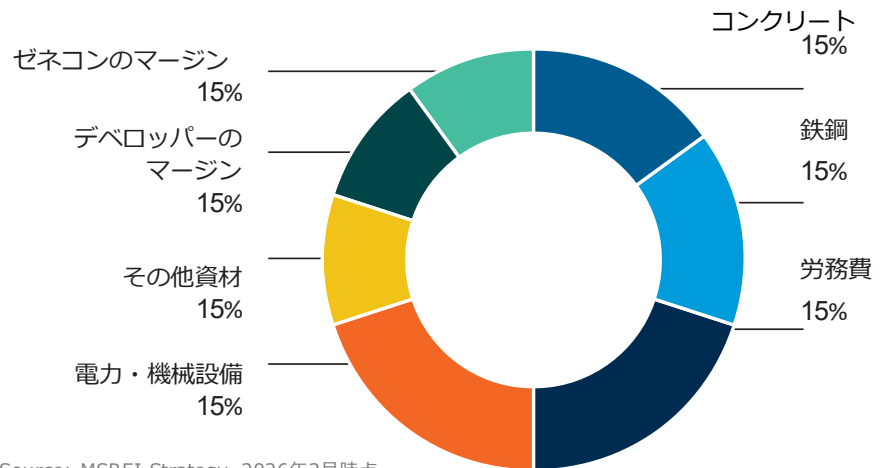
さらに、テナントによる自動化技術導入が、最新型物流施設の建設コストを押し上げています。電力・機械設備は現在、土地を除く建設コストの20%を占めており、10年前の3倍です。この変化はコスト上昇要因である一方、高度な電力インフラを提供できる物件は、テナント需要をより多く獲得できると考えられます。

## 再調達コストと市場賃料の乖離はGFC後と類似

GFC（世界金融危機）後、米国主要物流市場では、市場賃料がピークからボトムまで約30%下落しました。

一方、建設労働費や資材価格（コンクリートや鉄鋼など）は比較的安定しており、2010年までの建設コスト全体の下落幅は12%に留まりました<sup>4</sup>。これは主に、ゼネコンが雇用維持のためにマージンを引き下げたことによるものです。また、理論上の土地残余価値は下落しましたが、実際の土地価格は下落しませんでした。GFC後、市場賃料と再調達コスト賃料の乖離は約5年で解消しました。さらに、物流不動産の価値上昇率と、両者のスプレッドには約70%の相関があります。GFC期の賃料動向と現在を比較すると、現在の市場賃料は全米ベースで再調達コスト賃料を約20%下回っています。

## 物流不動産の建設コスト内訳



Source: MSREI Strategy 2026年3月時点

再調達コストは2020年以降約70%上昇している一方、市場賃料は、直近18か月の調整局面を考慮しても、約50%の上昇にとどまっています。同じ期間において、市場のキャップレートは約100ベースポイント拡大しました。このように、建設コストの上昇と売却価格の下落が同時に進んだ結果、開発の採算性は大きく悪化し、新規着工は2023年のピーク比で約70%減少する大幅な落ち込みとなりました。この供給の大幅な減少は、時間の経過とともに市場賃料を押し上げ、再調達コスト賃料に近づける方向に作用すると考えられます。

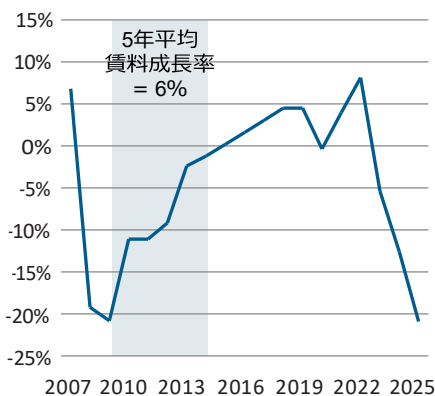
## 結論

米国の物流市場は、転換点に近づいています。空室率はピークアウトしつつあり、需要は緩やかに改善、新規供給は主要市場で減速しています。現在、市場賃料は再調達コスト賃料を約20%下回っています。キャップレートが既に拡大して高止まりしている状況でさらなる拡大は考えにくく、この20%もの大きな乖離と、再調達コストが粘着的、あるいは上昇するとの見通しを踏まえると、将来的に賃料と不動産価値が大きく上昇する可能性があります。

図表1

### 賃料成長の上振れ余地

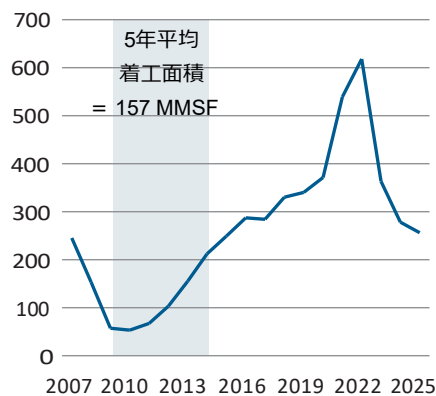
%、市場賃料 対 再調達コスト賃料



Source: MSREI Strategy

### 開発着工は低水準が続く見通し

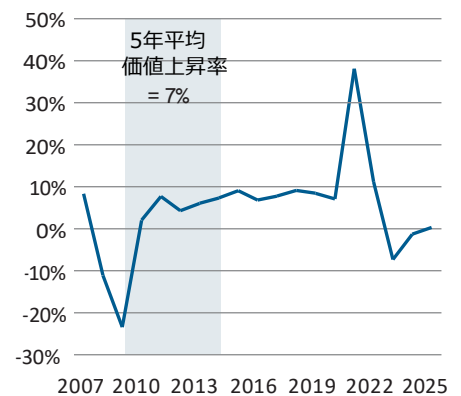
MMSF（百万平方フィート）、主な米国市場の着工面積



Source: CoStar, MSREI Strategy

### 不動産価値は上昇が見込まれる

%、価値上昇率



Source: NCREIF

<sup>4</sup> ターナー建設コスト指数

## 重要事項

当資料の複製、公衆への提示・引用および販売用資料への利用はご遠慮ください。当資料はモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメンが海外で発行したレポートの一部を邦訳したものです。邦訳に際してその解釈や表現に細心の注意を払っておりますが、邦訳による解釈や表現の違いが生じる場合は英文が優先し、我々は一切の責任を負いません。当資料に含まれる情報等の著作権その他のあらゆる知的財産権は我々に帰属します。我々からの事前の書面による承諾なしに、当該情報を商業目的に利用することを禁止します。当資料の予想や見解は、必ずしもモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメンの会社としての予想や見解ではありません。また予想や見解が実際に実現するとは限らず、将来のパフォーマンスを示唆するものではないことにご留意ください。当資料の情報はモルガン・スタンレーの金融商品にかかわるものではなく、また商品を推奨するものでもありません。当資料で表明された見解は原書執筆時点の筆者の見解であり、市場や経済、その他の状況による変化を免れません。これらの見解は推奨意見ではなく、広範な経済テーマの説明としてご理解ください。当資料は情報提供のみを目的としたものであり、金融商品取引法、投資信託及び投資法人に関する法律に基づく開示資料ではありません。また、商品の売買の助言もしくは勧誘または我々が提供するサービスに関する勧誘を意図するものではありません。当資料に含まれる情報は信頼できる公開情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性あるいは完全性を保証するものではありません。当資料で表示している過去の実績は、必ずしも将来の結果を保証するものではありません。当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り原書執筆時点現在のものです。また、当資料に示す意見は、特に断りのない限り原書執筆時点の見解を示すものです。当資料で表示した分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。分析の際の仮定は変更されることもあり、それに伴い当初の分析の結果と重要な差異が生じる可能性があります。

我々およびモルガン・スタンレーは、当資料に含まれる情報を利用し、信頼または利用できなかったことに起因する一切の直接および間接の損害に対する責任を負いません。

### お客様の判断に影響を及ぼす事となる特に重要な事項

#### 1. 投資一任契約の概要

投資一任契約は、お客様の資産の運用に関し、お客様があらかじめ運用の基本方針を定めた上で、有価証券の価値等の分析に基づく投資判断のすべてを当社に一任し、当社がこれをお引き受けするものです。お客様は投資を行うのに必要な権限を当社に委任し、当社は委任された権限を行使するにあたっては、当社の投資判断に基づきこれを行い、お客様は個別の指示を行わないものとします。

#### 2. 元本損失が生ずることとなるおそれ

受託資産の運用には、受託資産に組入れられた株式その他の有価証券等の価格変動リスク、株式その他の有価証券等の発行体の信用リスク及び株式その他有価証券等を売却あるいは取得する際に市場に十分な需要や供給がないため、十分な流動性の下で取引を行えない、または取引が不可能となる流動性リスク等による影響を受けます。受託資産の運用による損益はすべてお客様に帰属し、元本が保証されているものではなく、元本損失が生ずることとなるおそれがあります。

#### 3. 投資一任契約締結に際しての留意事項

受託資産の運用は、個別の受託資産ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、投資一任契約を締結する際には、契約締結前交付書面をよくご覧ください。

#### 4. 受託資産の運用に係る費用について

投資顧問契約及び投資一任契約に係る投資顧問報酬として、契約資産額に対して年率2.20%（税込）を上限とする料率を乗じた金額が契約期間に応じたかかります。また、一部の戦略では、前記の報酬に加えて成功報酬がかかる場合があります。

その他の費用として、組み入れ有価証券の売買手数料、先物・オプション取引に要する費用、有価証券の保管費用等を間接的にご負担頂いただく場合があります。これらの手数料等は契約内容、契約資産の額、運用状況等により異なる為、事前に料率、上限額等を示すことができません。

### モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第410号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人資産運用業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会