

第3回谷澤ネクストセミナー

不動産投資市場の現況及び見通し（2025年上半期） ～ NOI期待成長率の動向と今後の不動産市況 ～

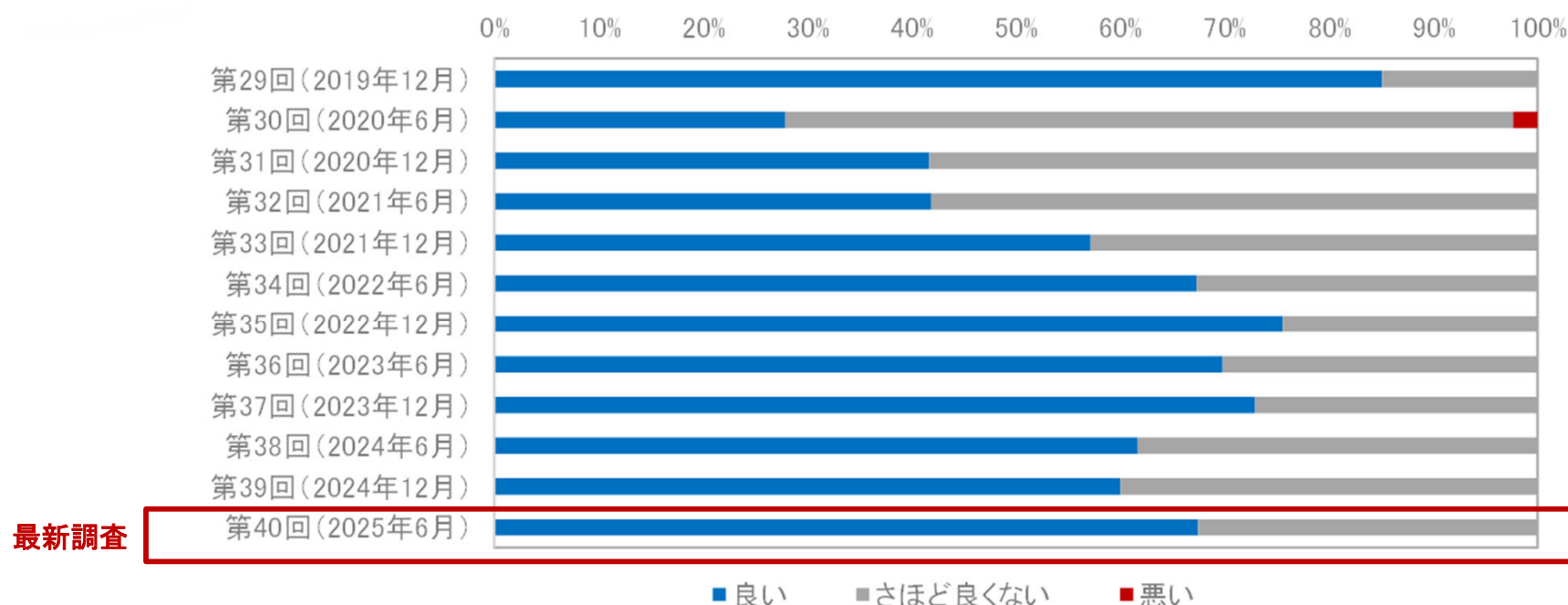
2025年10月

株式会社谷澤総合鑑定所 主席アナリスト 渡部光章

不動産市況は引き続き良好な状態を維持

- 早稲田大学国際不動産研究所の直近のアンケート調査(2025年6月時点)によると、「最近の不動産市況」についての回答割合は、「良い」:67%、「さほど良くない」:33%、「悪い」:0%
- 不動産市況が「良い」と判断している回答者が7割弱の状況となっており、引き続き我が国の不動産市況は良好

図表1 不動産市況に関する回答者割合の推移

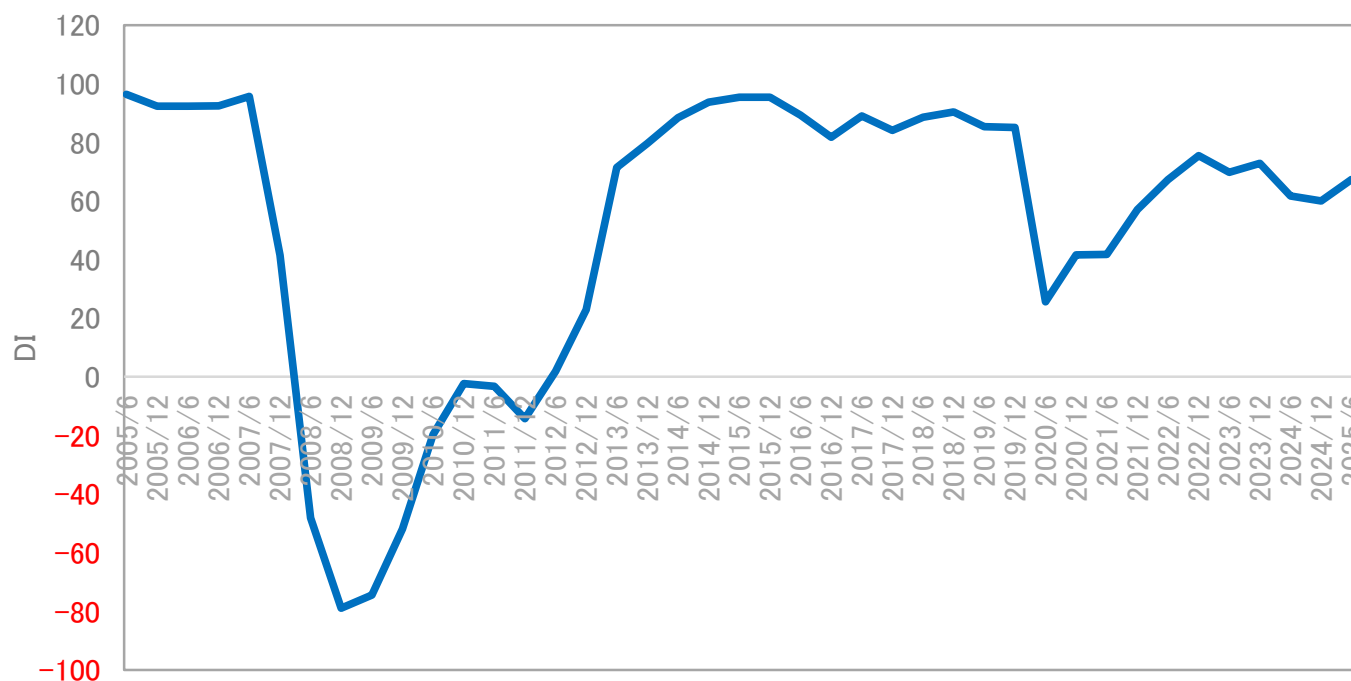


(出所) 早稲田大学国際不動産研究所『不動産投資短期観測調査』の公表資料をもとに筆者作成

投資不動産市況DIの推移

- 当該アンケート調査の公表結果を用いて不動産市況判断についてのDI(投資不動産市況DI)を作成
- 投資不動産市況DIは、前回値(2024年12月調査時点)で60.0%ptであったが、直近では上昇し、2025年6月調査時点で67.4%pt。我が国における不動産市況は引き続き良好な状況を維持していることが窺える

図表2 投資不動産市況DIの推移

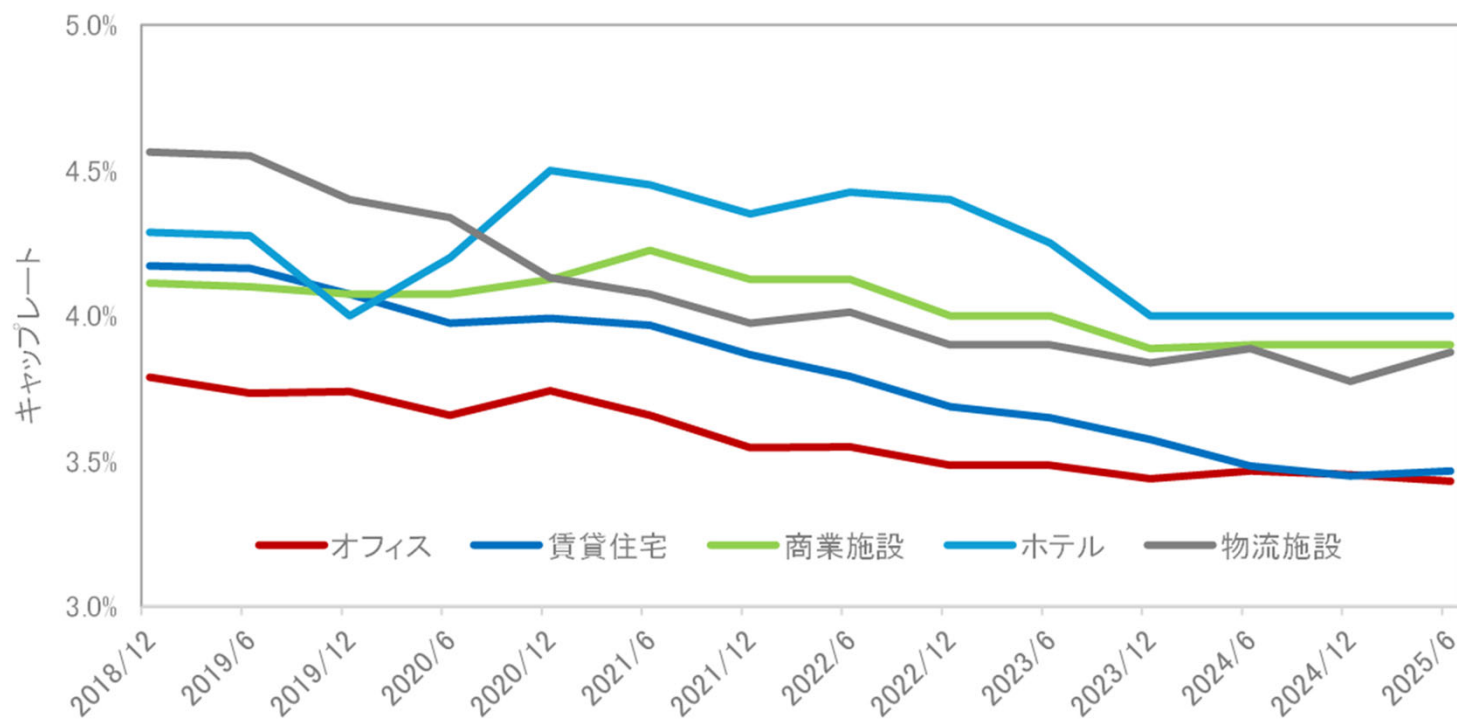


(出所) 早稲田大学国際不動産研究所『不動産投資短期観測調査』の公表資料をもとに筆者作成

不動産キャップレートは、依然として低水準で推移

- 東京エリアの期待キャップレートの推移は、こうした良好な市況下で堅調に推移しており、不動産キャップレートは、直近値をみても、概ね横ばいを維持
- リスクフリーレートとされる10年物国債利回りは、前回時点の不動産短観調査時点では1.09%、今回時点(2025年6月時点)では、1.42%と大幅に上昇したが、不動産キャップレートには依然として上昇傾向がみられていない

図表3 不動産キャップレートの推移(東京エリア)

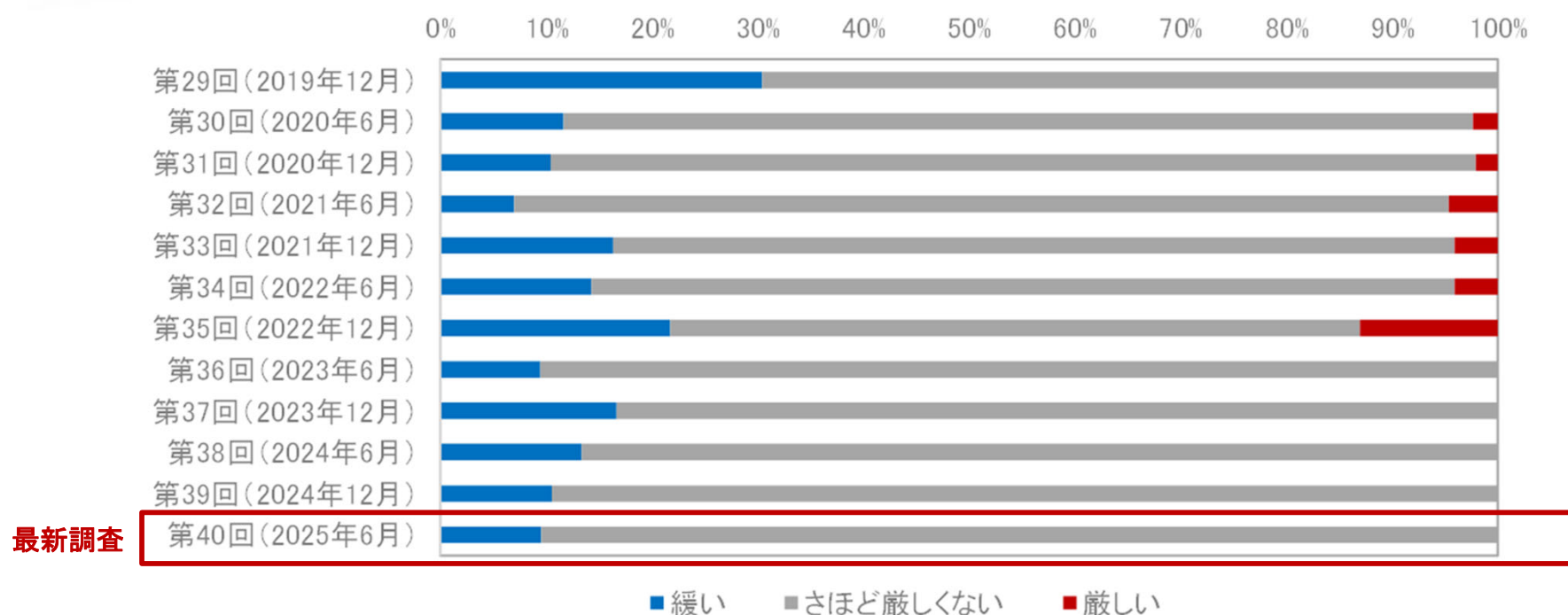


(出所) 早稲田大学国際不動産研究所『不動産投資短期観測調査』の公表資料をもとに筆者作成

金融機関の貸出態度はプラス圏を維持して推移

- 同アンケート調査における「金融機関の貸出態度」についての回答割合はそれぞれ、「緩い」:10%、「さほど厳しくない」:90%、「厳しい」:0%
- 前回調査比で「緩い」の割合が僅かに減少しているものの、依然として貸出態度が「厳しい」とする回答者がいないことから、現在までのところ金融機関の融資態度が硬化している状況にはないことが窺える

図表4 「金融機関の貸出態度」に関する回答者割合の推移

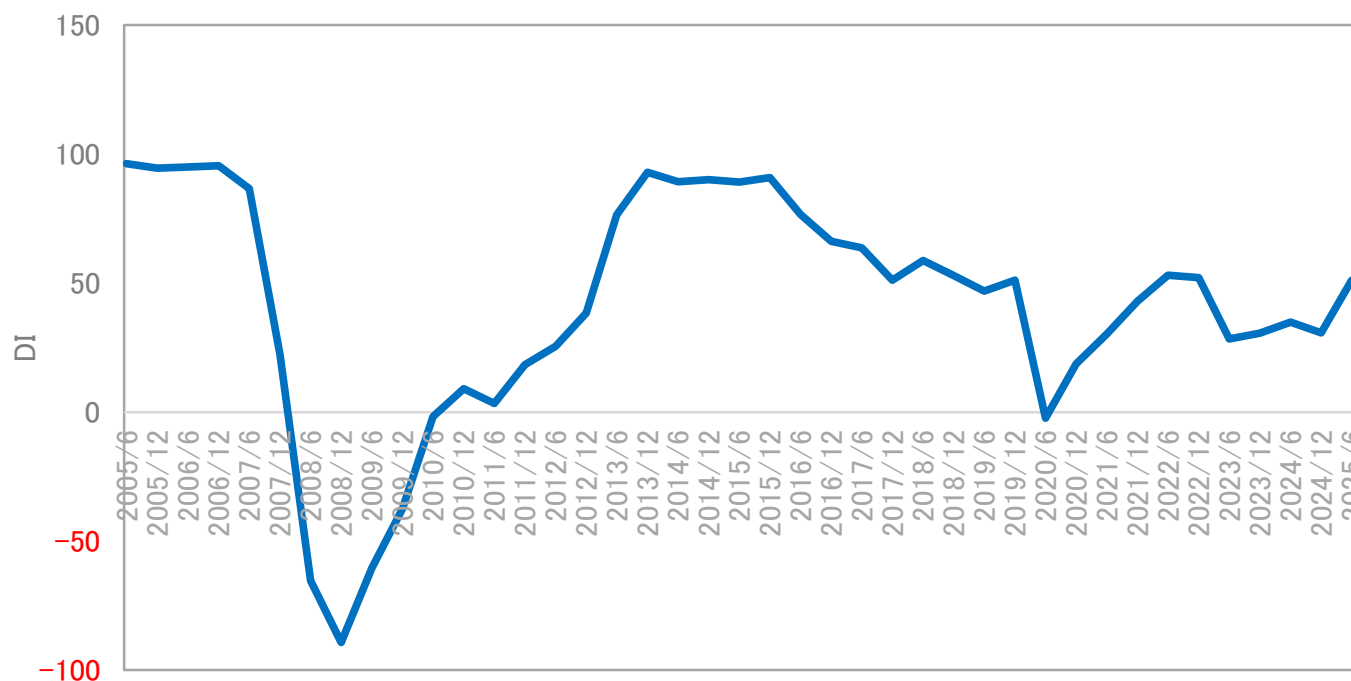


(出所) 早稲田大学国際不動産研究所『不動産投資短期観測調査』の公表資料をもとに筆者作成

売却価格DIのをもてもコロナ禍前の水準

- 2025年6月調査時点における最近の「不動産売却価格」についての回答割合は、「上昇」:51%、「もちあい」:49%、「下落」:0%。今回調査では前回調査(2024年12月調査)時点比で「上昇」が20%ポイント増加
- 不動産売却価格についてのDIを作成すると、前回調査時点では、31%ptであったが、今回調査時点では、51%ptと大幅に上昇し、コロナ禍前(2019年下期)の水準まで回復

図表5 売却価格DIの推移

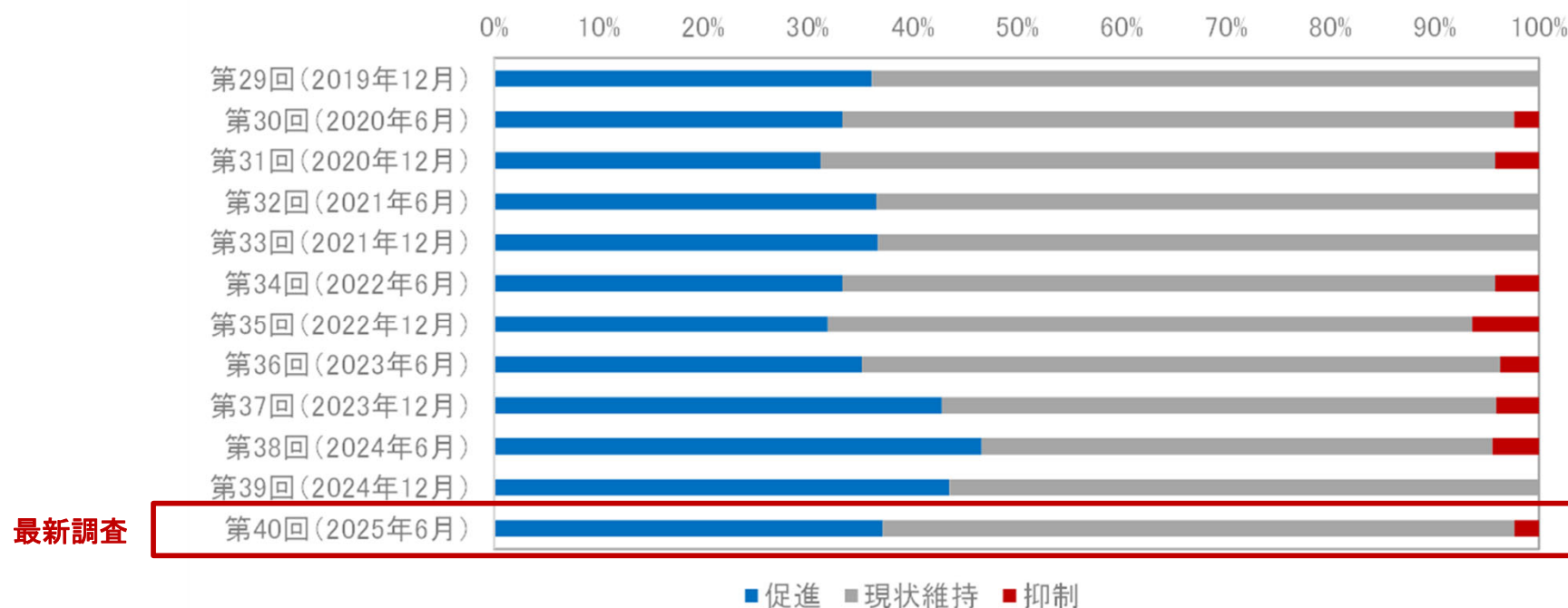


(出所) 早稲田大学国際不動産研究所『不動産投資短期観測調査』の公表資料をもとに筆者作成

今後の不動産投資スタンスもポジティブ

- 2025年6月時点における「今後半年間の投資スタンス」は、「促進」:37%、「現状維持」:61%、「抑制」:2%。
- 「抑制」の回答割合が僅かであることから、不動産投資家は引き続き投資にポジティブなマインドであり、今後も我が国の不動産市況は、好調を維持すると考えられる

図表6 「今後半年間の投資スタンス」に関する回答者割合の推移

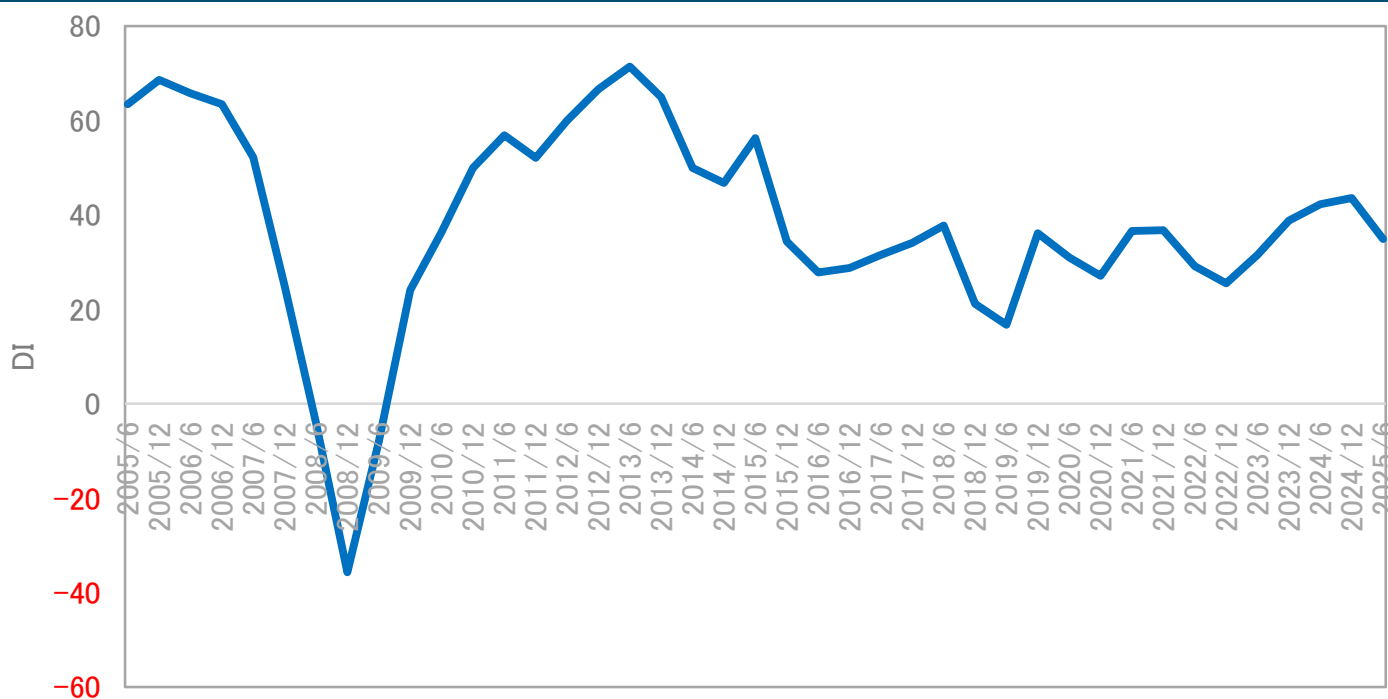


(出所) 早稲田大学国際不動産研究所『不動産投資短期観測調査』の公表資料をもとに筆者作成

不動産投資スタンスDIの推移

- 「今後半年間の投資スタンス」の判断項目についてDI(不動産投資スタンスDI)を作成し、直近の変動をみてもコロナ禍前(2019年12月調査)の水準にあることから、不動産投資家は引き続き投資にポジティブ
- 当該アンケート調査の結果では、不動産キャップレートの見通しは、こうした市況感の下、概ね横ばいになると予想されている。用途別にみると、半年後(2025年12月時点)のオフィス、商業施設及びホテルのキャップレートは、2025年6月時点から変化なし、賃貸住宅及び物流施設については、僅かに下落するとの予想

図表7 不動産投資スタンスDIの推移

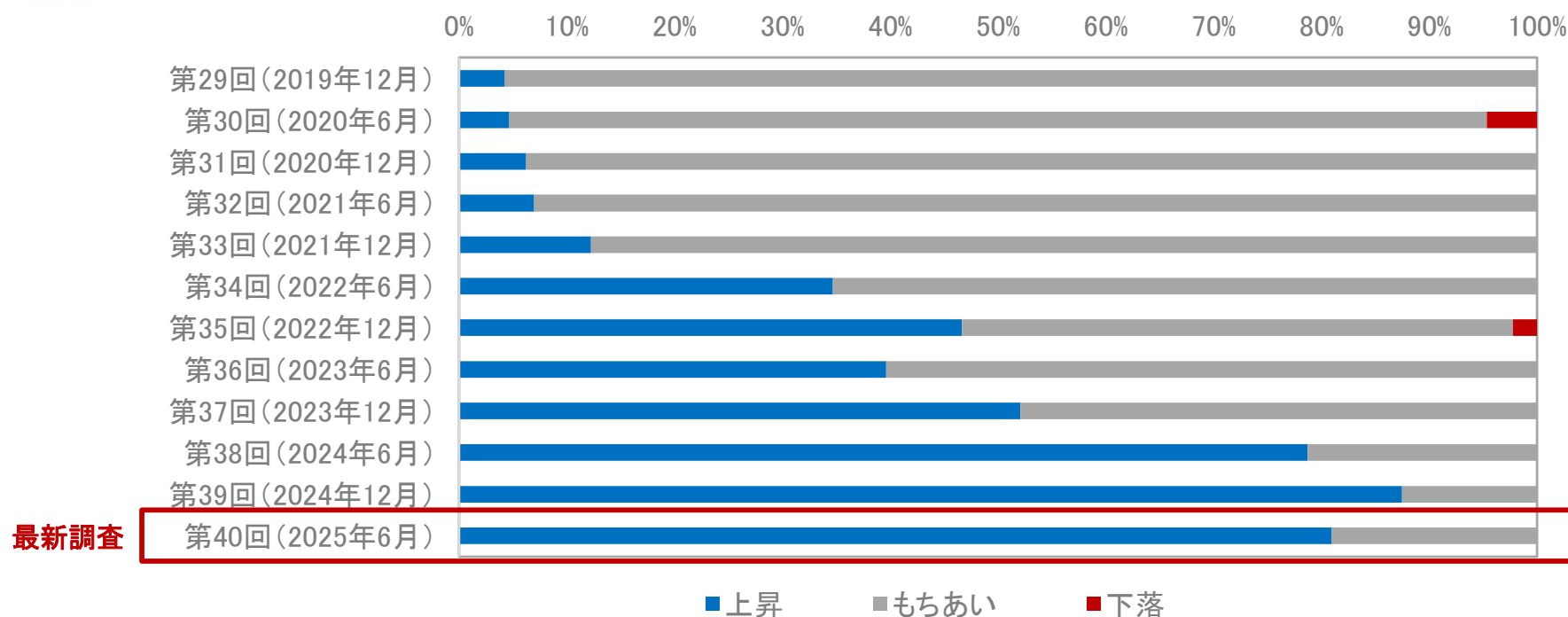


(出所) 早稲田大学国際不動産研究所『不動産投資短期観測調査』の公表資料をもとに筆者作成

足元の国債利回りの水準が高い点には一定の留意が必要

- ただし、依然として足元の国債利回りの水準が高い点には一定の留意が必要
- 実際、当該短観調査(2025年6月時点)において、アンケート回答者は、今後の10年物国債利回りのさらなる上昇を予測。当該短観調査結果について、2025年6月時点における「半年後の10年物国債利回り」は、「上昇」:81%、「もちあい」:19%、「下落」:0%

図表8 「6カ月後の10年物国債利回り」に関する回答者割合の推移

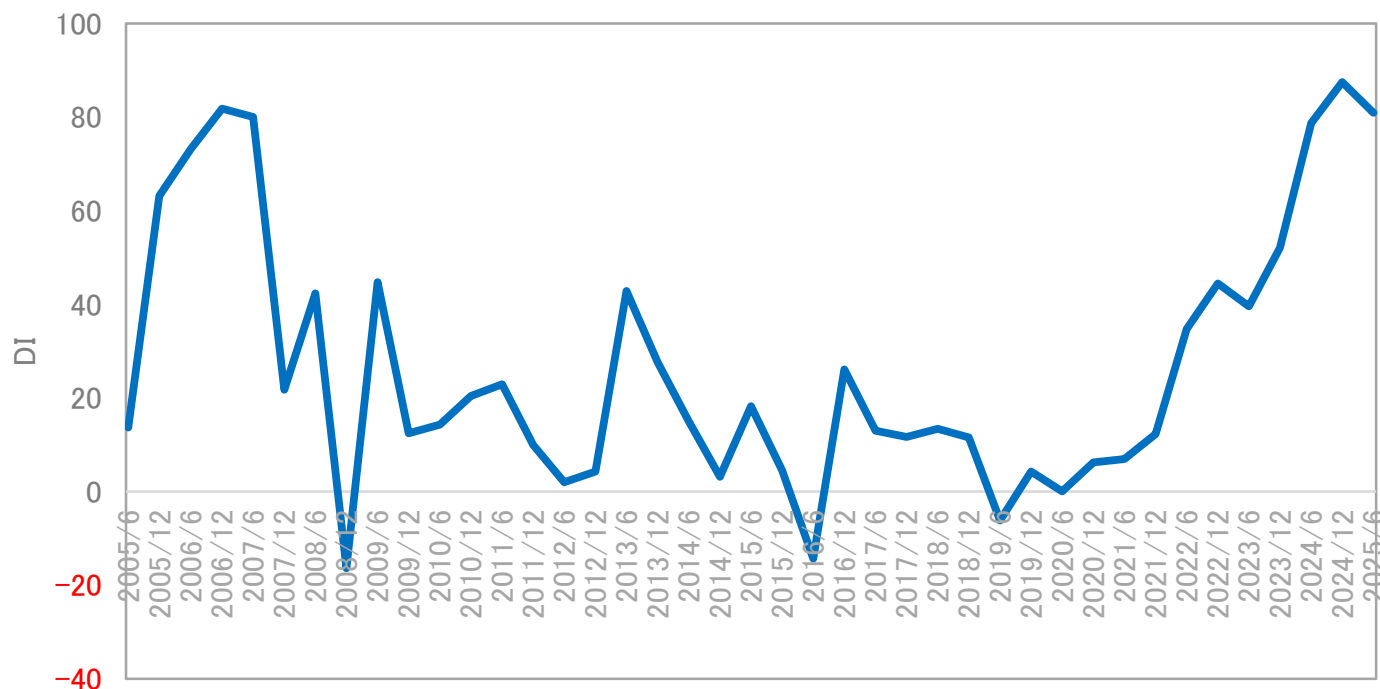


(出所) 早稲田大学国際不動産研究所『不動産投資短期観測調査』の公表資料をもとに筆者作成

10年物国債利回りは上昇傾向が継続する見通し

- しかし、上記不動産投資短期観測調査における最新の調査時点は、2025年6月であり、当該時点では、既に10年物国債利回りが急上昇している状況下にあったことから当利回りのさらなる上昇による影響も限定的か

図表9 国債利回りの予想DIの推移

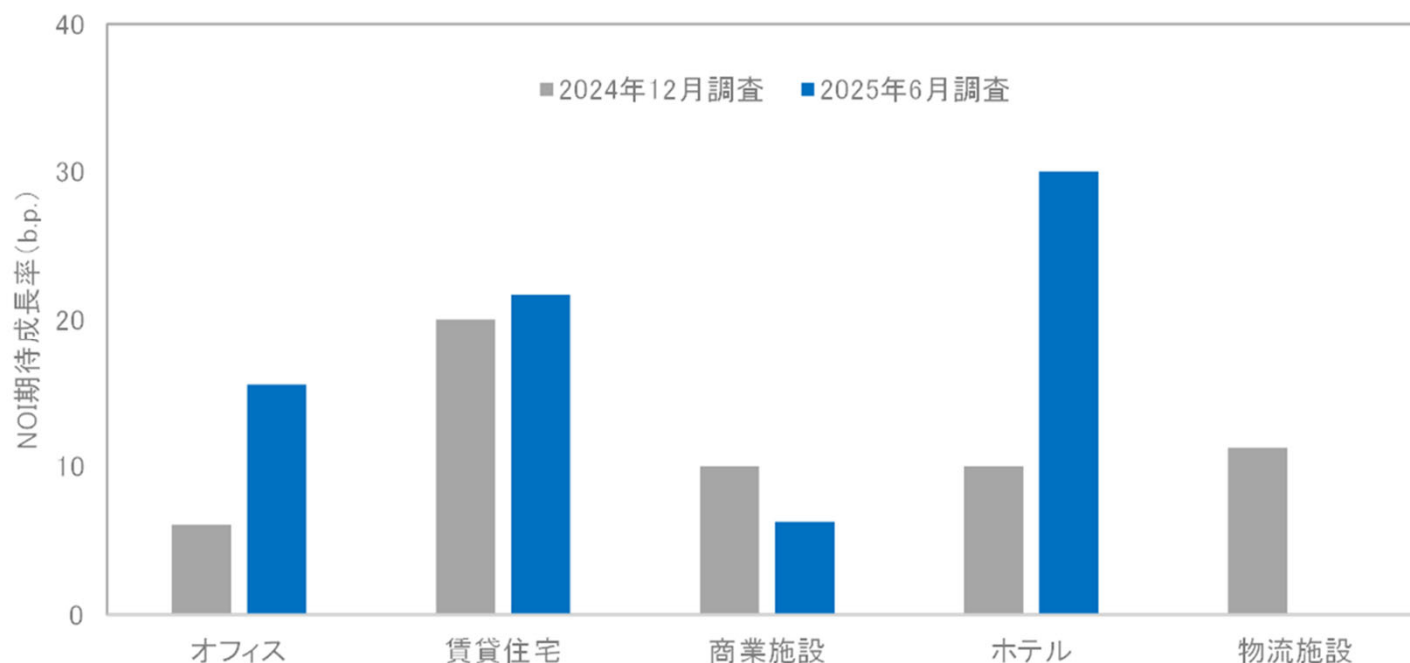


(出所) 早稲田大学国際不動産研究所『不動産投資短期観測調査』の公表資料をもとに筆者作成

用途別にみたNOI期待成長率の動向

- 不動産キャップレートは、理論上、「リスクフリーレート+リスクプレミアム-NOIの期待成長率」で構成される。そのため、リスクフリーレートとされる国債利回りが上昇する懸念があったとしても、NOIの期待成長率の上昇はキャップレートを下支えする要因になり得る
- 特に、賃料上昇やインバウンド増加を背景として、オフィス、賃貸住宅及びホテルのNOIの期待成長率が上昇傾向。賃貸住宅については、前回調査時点で20b.p.程度のNOI期待成長率が予想されていたが、オフィスについては、前回調査比で、10b.p.、ホテルについては、20b.p.程の上昇がみられており、NOIの期待成長率が上昇トレンド

図表10 用途別にみたNOI期待成長率(東京エリア)

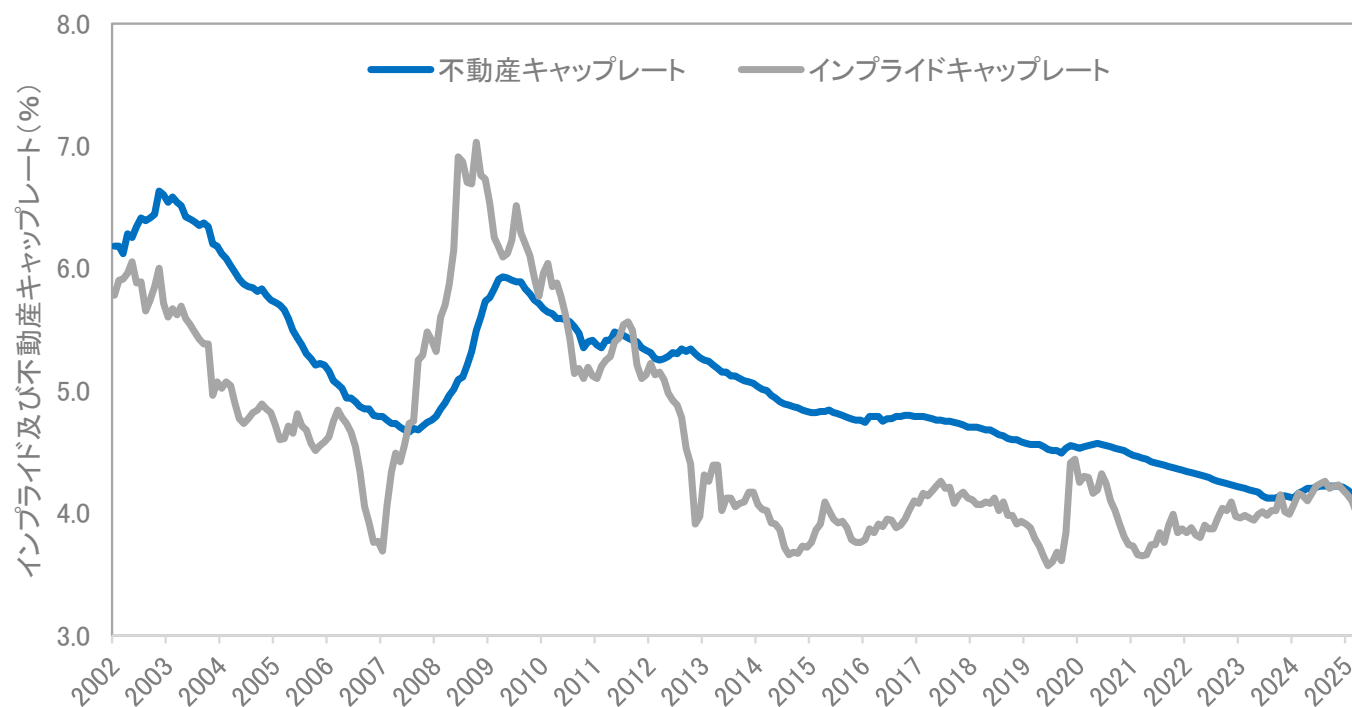


(出所) 早稲田大学国際不動産研究所『不動産投資短期観測調査』の公表資料をもとに筆者作成

インプライドキャップレートが不動産キャップレートを下回る水準で推移

- J-REIT投資口価格にも上昇傾向がみられており、足元のインプライドキャップレートは、3.96%(2025年9月末)の水準まで下落
- 一方で、同時点における不動産キャップレートは、4.08%の水準となっておりインプライドキャップレートが不動産キャップレートを下回る水準

図表11 インプライドキャップレートと不動産キャップレートの推移

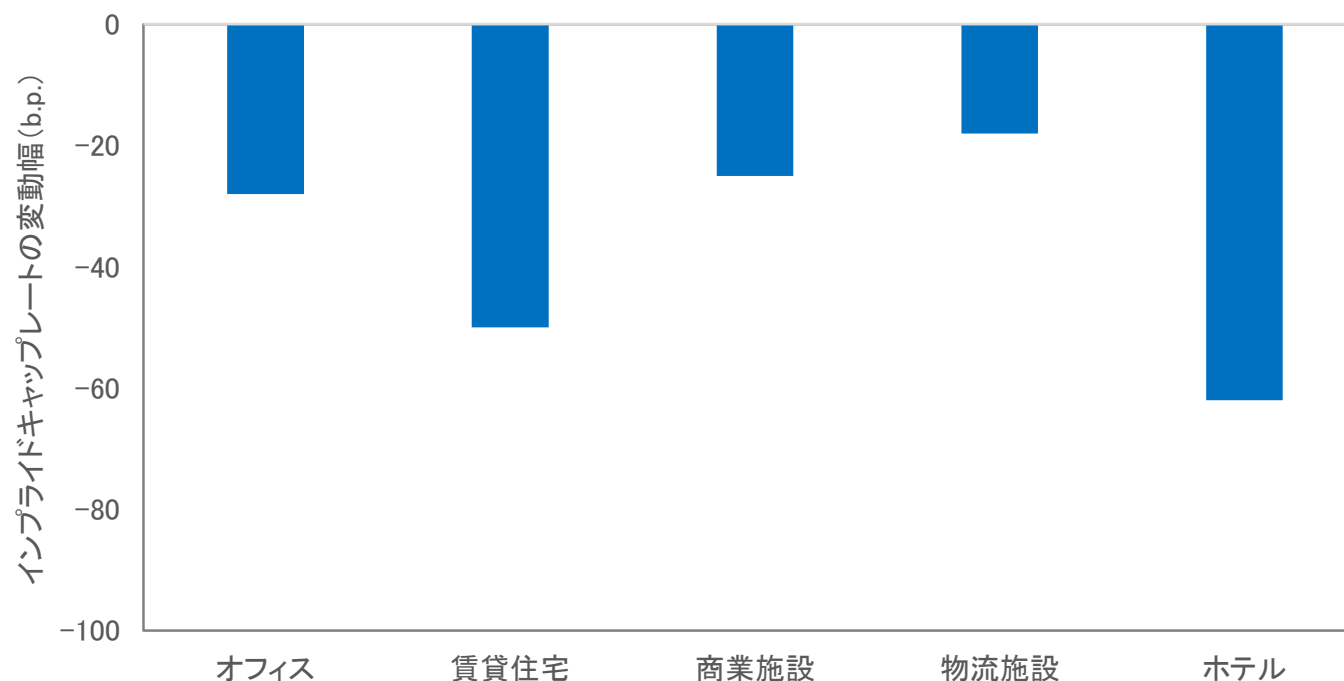


(出所)株式会社ティーマックス

用途別インプライドキャップレートをみても下落傾向

- 直近半年間(2025年3月末から9月末)における用途別のインプライドキャップレートの変動幅をみると、全用途で下落傾向がみられる
- 特に、賃貸住宅とホテルについて、インプライドキャップレートの下落幅が大きい

図表12 直近半年間における用途別インプライドキャップレートの変化幅(2025年3月末から9月末)



(出所)株式会社ティーマックスの資料をもとに筆者作成

まとめ

- アンケート調査によれば、我が国の不動産市況は引き続き良好な状態を維持している。直近のキャップレート動きをみても、2024年12月調査時点から2025年6月調査時点の期間で、概ね横ばいで推移しており、リスクフリーレートとされる10年物国債利回りが、急上昇した状況下においても、不動産キャップレートには依然として上昇傾向がみられていない。
- 金融機関の貸出態度についてのアンケート結果をみても前回調査と同様に「緩い」及び「さほど厳しくない」とする回答のみであり「厳しい」とする回答はみられていない。また、「今後半年間の不動産投資のスタンス」に関する判断項目も、僅かに「抑制」とする回答がみられるものの、「促進」及び「現状維持」との回答が9割超となっている。こうした調査結果を見る限り、我が国の不動産市況は、今後も引き続き好調を維持する見通しである。
- ただし、直近における10年物国債利回りは、1.6%台の水準となっており、今後も上昇する懸念がある点には一定の留意が必要。しかし、一方で、当該アンケート結果では、特に、賃料上昇やインバウンド増加を背景として、オフィス、賃貸住宅及びホテルのNOIの期待成長率に上昇傾向がみられている。リスクフリーレートとされる国債利回りが上昇する懸念があったとしても、NOIの期待成長率の上昇は、キャップレートを下支えする要因になり得ることから引き続きモニタリングが必要。

(参考)インプライドキャップレートと不動産キャップレートの関係

- インプライドキャップレートとは、資本市場におけるJ-REIT運用不動産に対する要求利回りを示し、フォワードNOIを企業価値(投資口時価総額、ネット有利子負債及び敷金保証金等の合計額)で除して算出
- フォワードNOI及び有利子負債は、短期的な変動が小さいことから、時価総額がインプライドキャップレートの主な変動要因

図表13 インプライドキャップレート概念図

