

## 不動産投資市場の現況及び見通し（2024年下半期）

～ 国債利回り上昇の予想下でも不動産市況は好調を維持する見通し～

2025年5月9日

株式会社谷澤総合鑑定所

主席アナリスト 渡部 光章

### [要約]

◆早稲田大学国際不動産研究所から第39回不動産投資短期観測調査（2024年12月調査時点）が公表された。そこで、本稿においては、当調査結果を概観することにより、我が国における不動産投資市場について、その足元の状況を確認する。

◆当該短観調査によると、最近の不動産市況判断について、「良い」と回答した割合は、全体の60%、「さほど良くない」が40%であり、「悪い」とする回答はなかった。前回調査（2024年6月調査）比で見れば、「良い」の回答割合が2%ポイント減少しているが、前回調査に続き依然として過半を超える回答者が、不動産市況が「良い」と判断していることから、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ことが窺える。当該短観調査による直近のキャップレートの動きをみても、2024年6月調査時点から12月調査時点の期間で、物流施設については、僅かに下落がみられ、その他の用途については、横ばいで推移している。リスクフリーレートとされる10年物国債利回りは、前回の不動産短観調査時点（2024年6月）では1.05%、今回調査時点（2024年12月）では、1.09%と僅かに上昇した状況下であったが、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ことがわかる。

◆金融機関の貸出態度の先行きについてのアンケート結果をみても「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、全ての回答者が「促進」及び「現状維持」との回答となっている。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、上記短期観測調査における最新の調査時点は、2024年12月であり、当該時点では、10年物国債利回りが急上昇している状況下になかった点には一定程度留意する必要がある。もっとも、当該アンケート回答者は、10年物国債利回りのさらなる上昇を前提とした上で、不動産市況などの見通しを行っていること等を考慮すれば、当該利回りの動向が実物不動産のキャップレートの先行きに及ぼす影響についても現在までのところ過度にネガティブになる必要はないであろう。

<sup>1</sup> 本稿は、筆者による不動産の主要分野についての市場変化や中長期的な見通しを示したものにすぎず、必ずしも、当機関の意見を示すものではないことに留意。

## 1. 不動産市況は依然として良好であり、キャップレートは概ね横ばいで推移

早稲田大学国際不動産研究所から第39回不動産投資短期観測調査<sup>2</sup>（2024年12月調査時点）が公表された。そこで、本稿においては、当調査結果を概観することにより、我が国における不動産投資市場について、その足元の状況を確認する。

第39回不動産投資短期観測調査（2024年12月調査）によると、最近の不動産市況についての回答割合は、「良い」：60%、「さほど良くない」：40%、「悪い」：0%であった<sup>3</sup>（図表1）。今回調査では、前回調査（2024年6月調査）比で、「良い」の回答割合が2%ポイント減少、「さほど良くない」の回答割合が2%ポイント増加した<sup>4</sup>。「良い」の回答割合が僅かに減少しているが、依然として過半を超える回答者は、不動産市況が「良い」と評価している状況にある。不動産投資短期観測調査の公表結果を用いて不動産市況判断に関するDI（投資不動産市況DI）<sup>5</sup>を作成し、その推移をみても、2024年6月調査時点で61.7%ptであった同DIは、2024年12月調査時点で60.0%ptとなっており、概ね横ばいの推移である。同DIからみても我が国における不動産市況は良好な状態を維持していることが窺える。

図表2は、当該短期観測調査における期待キャップレートの推移を示したものである<sup>6</sup>が、このような良好な市況下において、東京エリアにおける不動産キャップレートは、近年、下落基調で推移してきたことがわかる。新型コロナウイルスの感染拡大の影響を受けて、オフィス、商業施設及びホテルについては、一時的に上昇傾向がみられたが、2021年6月以降は全ての用途で下落傾向となっている。特に、賃貸住宅及び物流施設については、キャップレートの下落幅が大きく、過去5年間で60ベースポイント程度下落している。オフィスや商業施設の同期間における下落幅が20～30ベースポイント程度であったことからみれば、賃貸住宅及び物流施設が相対的に投資対象として選好されてきたことがわかる。

<sup>2</sup> 不動産投資短期観測調査は、2005年から早稲田大学大学院経営管理研究科川口有一郎教授により実施されている不動産投資に関する「判断項目」や「各種利回り」についてのアンケート調査である。当該短観調査では不動産市況や業況等の「判断項目」に関するアンケートやエリア別の「不動産投資利回り」のアンケート結果が公表されている。なお、当該短観調査における「投資利回り」については、具体的には、不動産投資家に対して90種類の商業用不動産（オフィスビル（Aクラス）、賃貸住宅（ワンルーム、ファミリー）、商業施設（都心型商業、郊外ショッピングセンター）、物流施設（シングルテナント、マルチテナント）、ビジネスホテル、ヘルスケア施設（有料老人ホーム））について、①「期待IRR」…現在のIRR（アンレバレッジ）（レバレッジ前の総合期待収益率、DCF法における割引率）②「期待キャップレート」…現在のキャップレート③「フォワードキャップレート」…半年後のキャップレートが調査されている。詳細については、早稲田大学国際不動産研究所HP（<https://waseda-ires.jp>）：『不動産投資短期観測調査集計結果』、『不動産投資短期観測調査概要』を参照のこと。また、第39回不動産投資短期観測調査の調査期間は2024年12月3日～20日、回答社数は、不動産アセットマネジメント会社を中心とした41社となっている。

<sup>3</sup> なお、2024年12月調査時点における半年後（2025年6月予想）の市況予想の回答割合については、「良い」：56%、「さほど良くない」：44%、「悪い」：0%となっている。

<sup>4</sup> 前回調査（2024年6月調査）における同回答割合は、「良い」：62%、「さほど良くない」：38%、「悪い」：0%であった。

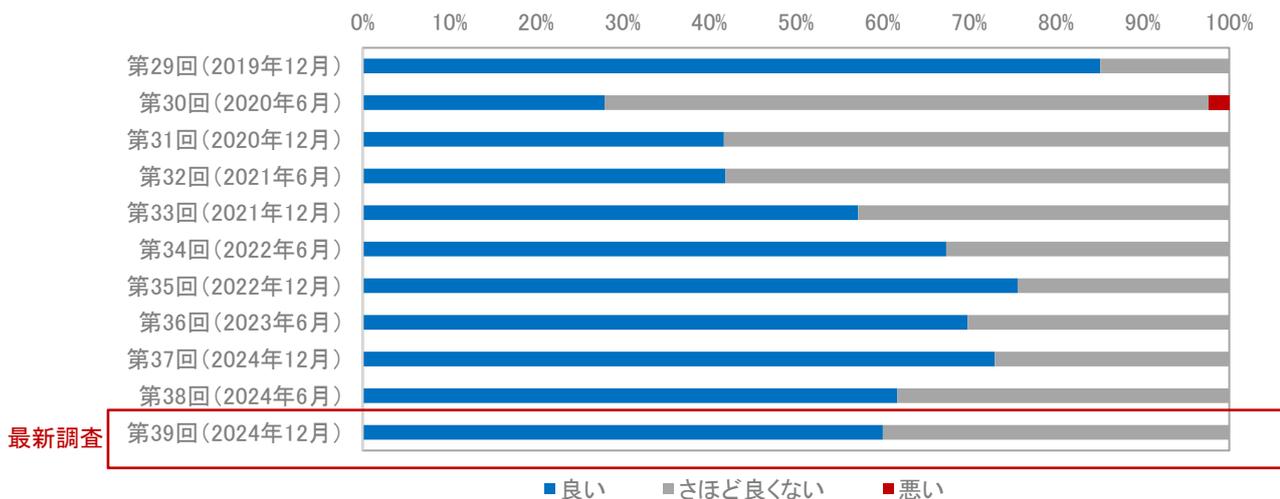
<sup>5</sup> DIとは、Diffusion Indexの略で、企業の業況感等各種判断を指数化したもの。算出方法等の詳細については、日銀のホームページ（<https://www.boj.or.jp/about/education/oshiete/statistics/h13.htm>）等を参照のこと。本稿においては、早稲田大学国際不動産研究所より公表されている不動産投資短期観測調査の結果を用いて不動産投資関連のDIを算出した。不動産投資短期観測調査では、例えば、不動産市況について「良い」、「さほど良くない」、「悪い」の3つの選択肢について、それぞれ全回答数に対する割合が公表されているが、この場合におけるDIは、下記のとおり、全回答数に対する「良い」の回答数の割合から全回答数に対する「悪い」の割合を控除して算出している。なお、過去の投資不動産市況DIについては、谷澤総合鑑定所『不動産投資市場の現状及び見通し（2024年上半期）』を参照のこと。

投資不動産市況DI = （「良い」の回答数構成百分比）－（「悪い」の回答数構成百分比）

<sup>6</sup> 本稿においては、不動産投資短期観測調査により公表されているサブエリア別の期待キャップレート（中央値）のうち、東京に立地するエリアの利回りの平均値を算出して示していることに留意。

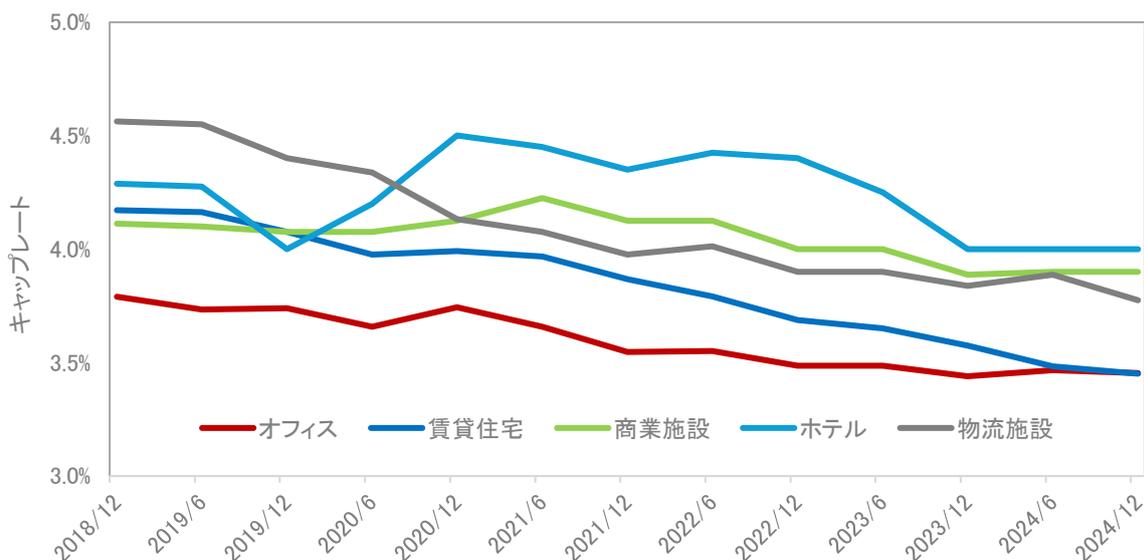
さらに、直近のキャップレートの動きをみると、2024年6月調査時点から12月調査時点の期間で、物流施設については、10b. p. の下落がみられるが、その他の用途については、横ばいで推移している。リスクフリーレートとされる10年物国債利回りは、前回時点の不動産短観調査時点では1.05%、今回時点（2024年12月時点）では、1.09%と僅かに上昇した状況下にあったが、不動産キャップレートには依然として上昇傾向がみられていないことがわかる。

図表1 不動産市況に関する回答者割合の推移(不動産短観調査の公表結果)



(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

図表2 用途別のキャップレートの推移(東京)



(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

## 2. 金融機関の貸出態度は依然として硬化していない

当該短期観測調査（2024年12月時点）における貸出態度についての回答割合はそれぞれ、「緩い」：11%、「さほど厳しくない」：89%、「厳しい」：0%であった（図表3）。今回調査では、「緩い」の回答割合が2%ポイントの減少、「さほど厳しくない」の回答割合が2%ポイントの増加であった<sup>7</sup>。前回調査と比較すれば、「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。

「金融機関の貸出態度」の判断項目についてDI（貸出態度DI）を作成し、直近の変化幅をみても、2024年6月調査時点で13%ptであった同DIは、2024年12月調査時点では11%ptとなっており、僅かな下落に留まっている。貸出態度DIは、「緩い」から「厳しい」を控除することにより得られるため、今回調査のように「緩い」の回答割合が減少し、「さほど厳しくない」が増加することによりDIも低い水準となっているが、依然として「厳しい」とする回答者がいないこと及び直近においてもプラス圏を維持している状況にあることから、金融機関の融資態度が硬化している状況にはないと考えられる<sup>8</sup>。

さらに、2024年12月調査時点における「金融機関の貸出態度」についての半年後の予想（2025年6月予想）は、「緩い」：8%、「さほど厳しくない」：92%、「厳しい」：0%となっている（図表4）。前回調査（2024年6月調査）時点における「金融機関の貸出態度」についての半年後の予想（2025年12月予想）は、「緩い」：9%、「さほど厳しくない」：89%、「厳しい」：2%であり、今回調査では「緩い」が1%ポイントの減少、「さほど厳しくない」が3%ポイントの増加となった。一方で、今回調査では、「厳しい」と予想する回答者はなく、前回調査比でみて2%ポイント減少していることから、不動産投資家は、金融機関の貸出態度の先行きについて、ネガティブな見通しをもっていない様子が窺える。

なお、貸出態度の先行き（半年後）についてDIを作成すると、前回調査時点では、7%ptであったが、今回調査時点では、8%ptとなり、僅かな増加がみられる。金融機関の貸出態度の動向と不動産価格<sup>9</sup>の動向には高い相関がみられることから<sup>10</sup>、こうした過去の関係を前提とすれば、貸出態度DIの先行きがプラス圏で推移すれば、不動産価格も堅調に推移する可能性が高いであろう。

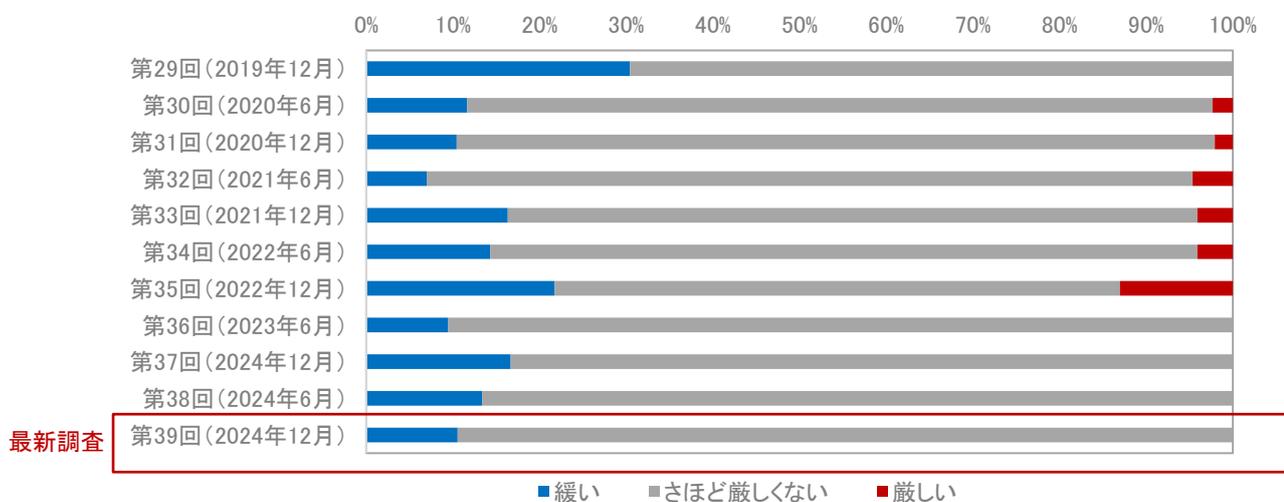
<sup>7</sup> 前回調査（2024年6月調査）における同回答は、「緩い」：13%、「さほど厳しくない」：87%、「厳しい」：0%であった。

<sup>8</sup> 貸出態度DIの数値が同一でも各回答割合が異なる点に留意。近年における貸出態度DIの水準値が低い要因は、貸出態度が「緩い」とする回答割合が減少し、「さほど厳しくない」とする回答割合が増加したことにある。直近の短観調査においても貸出態度が「厳しい」とする回答はないが、貸出態度DIは、「緩い」から「厳しい」を控除することにより得られるため、「緩い」の回答割合が減少することによりDIも僅かに減少した。リーマン・ショック前後のように貸出態度DIがマイナス圏で推移する際には、貸出態度が「厳しい」とする回答が多くなる傾向がみれたことから、「さほど厳しくない」の回答割合が減少し、「厳しい」との回答割合が増加していないか否かについて定点観測することが重要になるであろう。

<sup>9</sup> 不動産投資短期観測調査における「不動産売却価格」の判断項目では、最近の不動産売却価格について、「上昇」、「もちあい」、「下落」それぞれについての回答者割合が公表されていることから、当該短期観測調査の判断項目のうち「不動産売却価格」の項目を用いて「不動産売却価格DI」を作成することができる。なお、過去の不動産売却価格DIについては、谷澤総合鑑定所『不動産投資市場の現状及び見通し（2024年上半期）』を参照のこと。

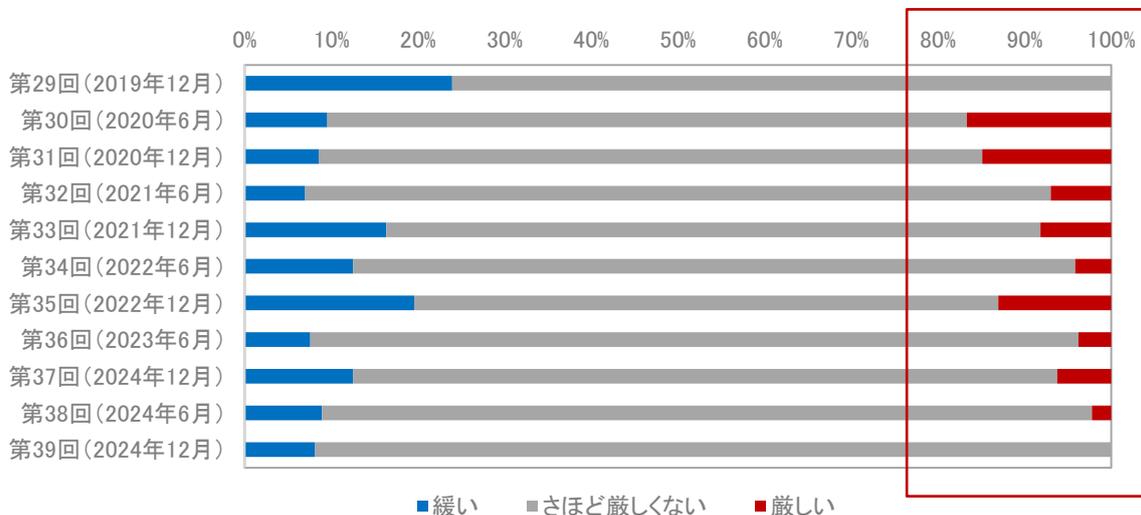
<sup>10</sup> 金融機関の貸出態度と不動産価格（不動産キャップレート）の関係については、谷澤総合鑑定所『ポストコロナにおけるキャップレートの中期見通し ～緩和的な貸出態度を背景として、横ばいを維持する見通し～』を参照のこと。

図表3 「金融機関の貸出態度」に関する回答者割合の推移(不動産短観調査の公表結果)



(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

図表4 「半年後の金融機関の貸出態度」に関する回答者割合の推移(不動産短観調査の公表結果)



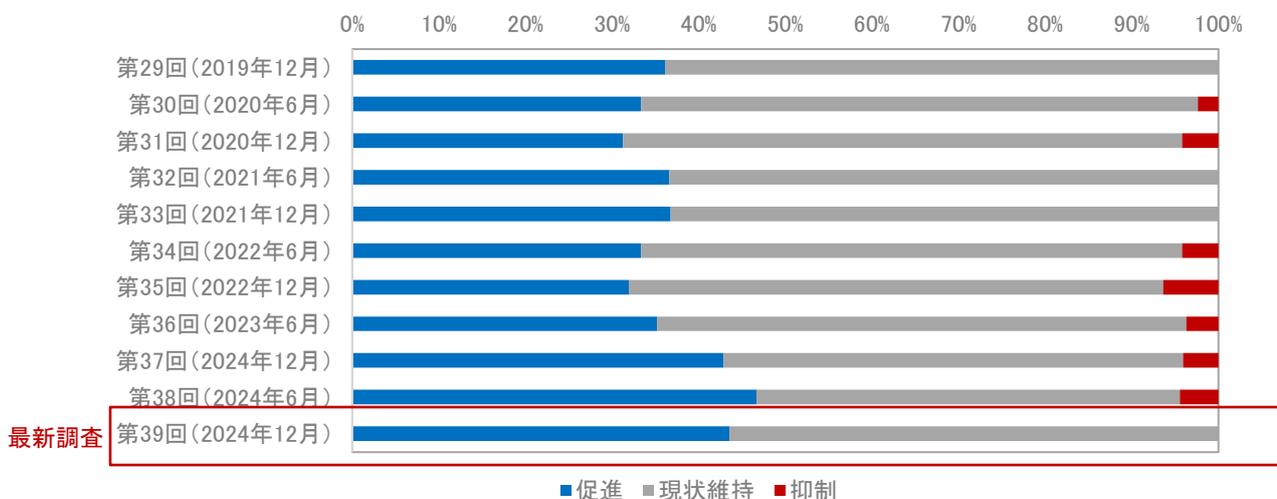
(出所) 早稲田大学国際不動産研究所『不動産投資短期観測調査』の公表資料をもとに筆者作成

### 3. 不動産投資スタンスはポジティブだが、国債利回りの今後の動向に注視

当該短観調査結果について、2024年12月時点における「今後半年間の投資スタンス」は、「促進」：44%、「現状維持」：56%、「抑制」：0%であった（図表5）。前回調査（2024年6月調査）時点における同スタンスは、「促進」：47%、「現状維持」：49%、「抑制」：4%であり、今回調査では「促進」が3%ポイント減少、「現状維持」が7%ポイント増加した。一方で、「抑制」は前回調査比でみて減少し、ゼロとなっている。また、「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、前回調査（2024年6月）時点で42%ptであった同DIは、今回調査（2024年12月調査）時点で2ポイント上昇し、44%ptの水準となっている。

こうした調査結果をみれば、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。当該短観調査では、用途別の期待キャップレートの半年後の予想値も公表されているが、いずれの用途をみても概ね横ばいになると予想されている。具体的には、半年後（2025年6月時点）のオフィス、ホテルのキャップレートは、2024年12月時点から変化なし、賃貸住宅、商業施設及び物流施設については、1ベースポイント程度下落するとの予想である。

図表5 「今後半年間の投資スタンス」に関する回答者割合の推移（不動産短観調査の公表結果）



（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

ただし、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、2024年12月であり、当該時点では、10年物国債利回りが急上昇<sup>11</sup>している状況下ではなかった点には留意する必要があるだろう。日銀は、2025年1月の金融政策決定会合において政策金利を0.50%程度に引き

<sup>11</sup> 10年物国債利回りは、足元において1.265%の水準（2025年5月2日時点）であるが、日銀による金融政策の変更に伴い上昇基調となり、特に2025年に入り急上昇し、3月下旬には一時1.58%の水準となった。なお、同利回りは、前回時点の不動産短観調査時点では1.05%、今回時点（2024年12月時点）では、1.09%と僅かな上昇に留まっていた。

上げる決定をした。その後についても追加利上げの観測が強まる状況となり<sup>12</sup>、こうした中長期的な日銀の利上げ観測が我が国における10年物国債利回りの上昇要因の一つとなってきた<sup>13</sup>。従って、こうした国債利回りの上昇が我が国の不動産投資市場に与える影響については、今後も注視する必要があるであろう。

もっとも当該短観調査（2024年12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していた。当該短観調査結果について、2024年12月時点における「半年後の10年物国債利回り」は、「上昇」：88%、「もちあい」：12%、「下落」：0%であった（図表6）。前回調査（2024年6月調査）時点における同割合は、「上昇」：79%、「もちあい」：21%、「下落」：0%であり、今回調査では「上昇」が9ポイント増加、「もちあい」が9ポイント減少した。図表7は、「半年後の10年物国債利回り」の動向に関する回答割合を用いてDIを作成したものである。これをみると、前回調査時点で77%ptであったDIは、今回調査で88%ptまで上昇しており、当水準値は、不動産短観調査開始（2005年）以降でみた過去最高値となっている。従って、当該短観調査における上記のような不動産市況等の先行きに関する回答は、こうした国債利回りのさらなる上昇を前提としており、回答結果に一定程度織り込まれていると考えられる<sup>14</sup>。

また、J-REITについてみれば、足元における投資口価格に急落はみられておらず、インプライドキャップレートも直近において概ね横ばいで推移している<sup>15</sup>。2024年12月末に1.09%であった10年物国債利回りは、2025年3月末時点では、1.485%となっており、この間で39ベースポイント上昇した。これに対して、同期間のインプライドキャップレートは、4.26%から4.23%に下落しており、その変動幅は、マイナス3ベースポイントである<sup>16</sup>。インプライドキャップレートに対する足元における10年物国債利回りの急上昇の影響は現在までのところ限定的であるといえる。インプライドキャップレートの動向は、実物不動産のキャップレートの動向に先行する傾向があるが<sup>17</sup>、こうした傾向を前提とすれば、10年物国債利回りの上昇が、実物不動産のキャップレートの先行きに及ぼす影響についても現在までのところ過度にネガティブになる必要はないことを示唆している。

<sup>12</sup> 日本経済研究センターのフォーキャスト調査では、4月調査時点において、2025年6月末における政策金利のコンセンサスは0.5%~0.6%、2025年12月末は、0.7%~0.8%、2026年6月末は、1.0%~1.1%となっている。

<sup>13</sup> ただし、日銀は、5月1日の金融政策決定会合で金融政策の現状維持を決定し、経済成長率及び物価の見通しを下方修正した。

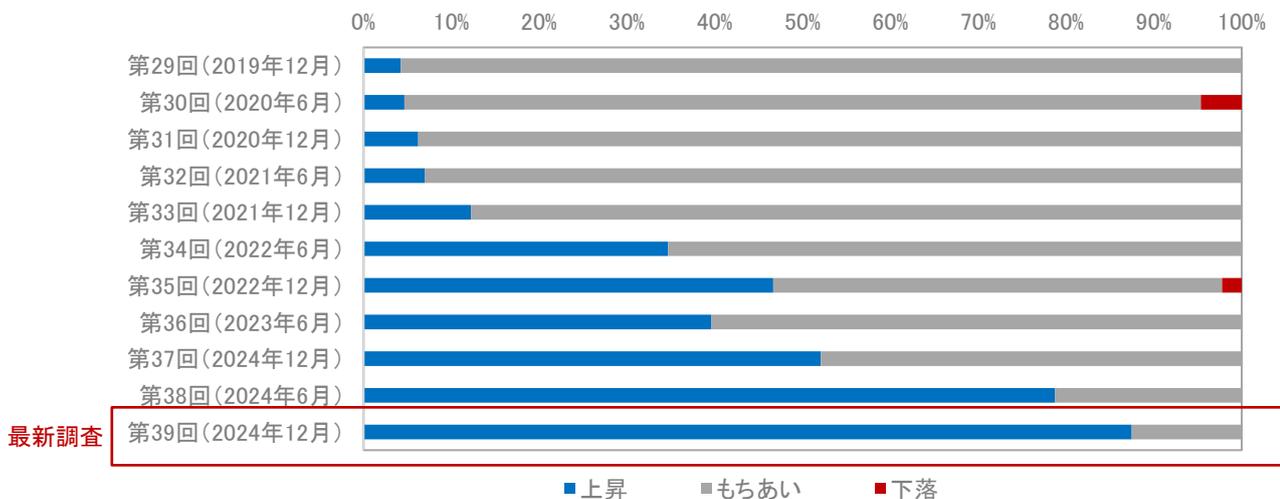
<sup>14</sup> 上記のようにリスクフリーレートとされる10年物国債利回りの上昇を前提とした上で、当該アンケート回答者は、いずれの用途をみてもキャップレートは現状の水準を維持すると予想している。

<sup>15</sup> トランプ関税等の影響により4月上旬における株式市場は大幅な下落となった。具体的には東証株価指数（TOPIX）は、4月7日に2,288.66ptの水準となり、3月における高値（3月27日：2,815.47pt）比でみてマイナス18.7%となった。これに対して、同期間における東証REIT指数は、マイナス5.6%の下落に留まり、相対的にみて下落率が小さい。なお、直近5月2日の東証株価指数は、2,687.78ptであり、依然として3月の高値より低い水準にあるが、同日における東証REIT指数は既に3月の高値を超える水準まで回復している状況にある。

<sup>16</sup> インプライドキャップレートの最新値については、ティーマックスの算出値による。

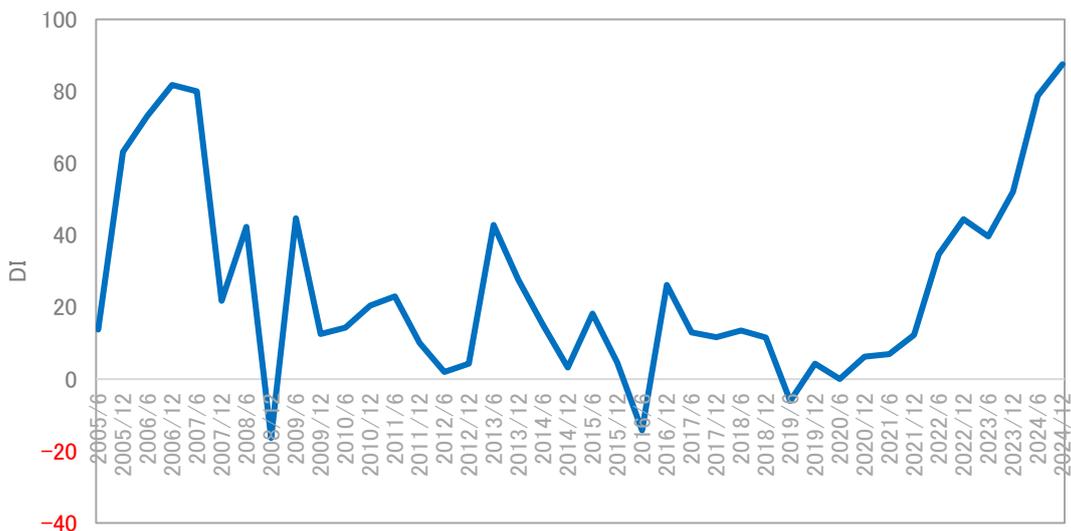
<sup>17</sup> 不動産キャップレートとインプライドキャップレートの関係については、谷澤総合鑑定所『ポストコロナにおけるキャップレートの中期見通し～緩和的な貸出態度を背景として、横ばいを維持する見通し～』を参照のこと。

図表6 「半年後の10年物国債利回り」に関する回答者割合の推移(不動産短観調査の公表結果)



(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

図表7 「半年後の10年物国債利回り」に関するDIの推移



\*免責事項

当レポートは、投資判断のための情報提供を目的としたものであり、投資勧誘や特定の銘柄への投資の推奨を目的としたものではありません。内容は現時点での判断を示したに過ぎず、データ及び表現などの欠落、誤謬などにつきましては責任を負いかねますのでご了承ください。当レポートのいかなる部分もその権利は株式会社谷澤総合鑑定所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、無断で複製または転送などを行わないようお願いします。