

不動産投資市場の現況及び見通し（2025 年上半期）

～不動産市況は好調を維持する見通しも、NOI 期待成長率の動向に注視～

2025 年 10 月 15 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40回不動産投資短期観測調査（2025年6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67%、「さほど良くない」が33%であり、「悪い」とする回答はなかった。前回調査（2024年12月調査）比でみれば、「良い」の回答割合が7ポイント増加しており、前回調査に続き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¹の動きをみても、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12月）では1.09%、今回調査時点（2025年6月）では、1.42%と急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。

◆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、一定の留意が必要である。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。従って、今後の不動産投資市場の動向を占う上では、引き続きNOIの期待成長率の変動について定点観測を行う必要があるであろう。

¹ 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. 不動産市況は良好な状況にあり、キャップレートは概ね横ばいを維持

早稲田大学国際不動産研究所から第40回不動産投資短期観測調査²（2025年6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40回不動産投資短期観測調査（2025年6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」：67%、「さほど良くない」：33%、「悪い」：0%であった³（図表1）。今回調査では、前回調査（2024年12月調査）比で、「さほど良くない」の回答割合が7ポイント減少し、「良い」の回答割合が7ポイント増加した⁴。「良い」の回答割合の増加により7割弱の回答者は、不動産市況が「良い」と判断している状況にある。当該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）⁵を作成し、その推移をみると、2024年12月調査時点で60.0%ptであった同DIは、上昇傾向となり、2025年6月調査時点で67.4%ptとなっており、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。

当該短期観測調査における東京エリアの期待キャップレートの推移をみると⁶、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、直近値の変化をみても、概ね横ばいを維持していることがわかる（図表2）。東京エリアにおける直近のキャップレートの動向を用途別にみると、2024年12月調査時点から2025年6月調査時点の期間で、物流施設については、10b. p. 程の僅かな上昇がみられるが、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1.09%、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ことがわかる。

² 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40回不動産投資短期観測調査の調査期間は2025年6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43社となっている。

³ なお、2025年6月調査時点における半年後（2025年12月予想）の市況予想の回答割合については、「良い」：62%、「さほど良くない」：38%、「悪い」：0%となっている。

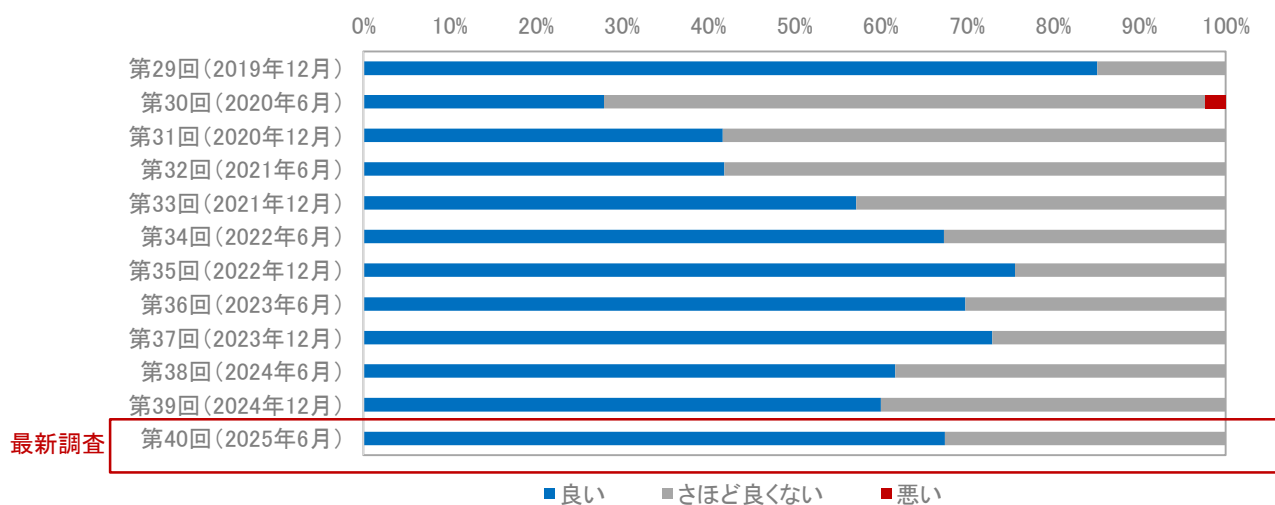
⁴ 前回調査（2024年12月調査）における同回答割合は、「良い」：60%、「さほど良くない」：40%、「悪い」：0%であった。

⁵ 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年下半期）』等を参照のこと。

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）

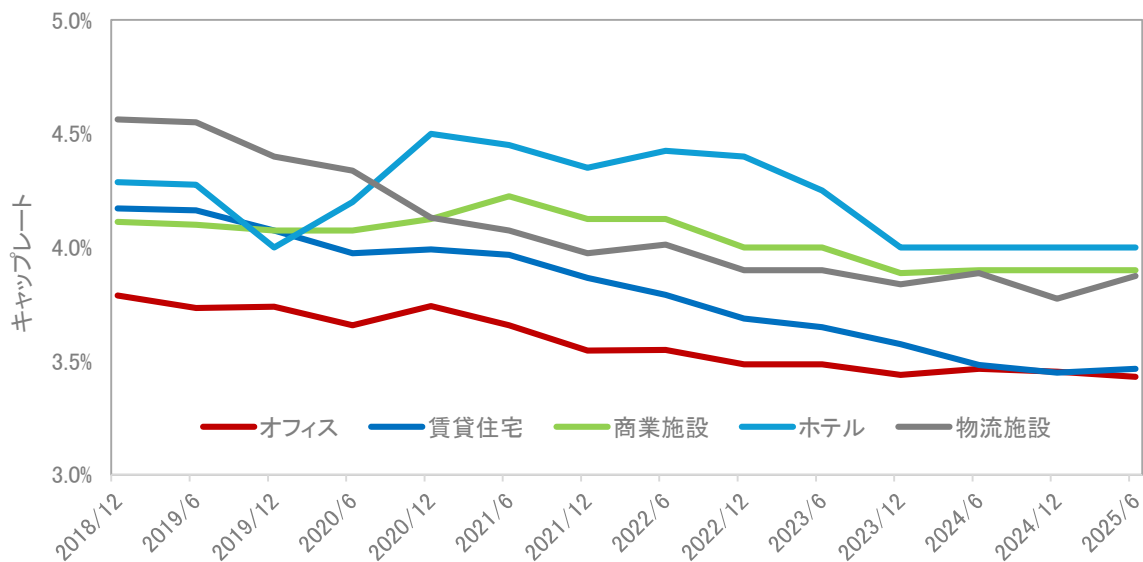
⁶ 本稿においては、不動産投資短期観測調査により公表されているサブエリア別の期待キャップレート（中央値）のうち、東京に立地するエリアの利回りの平均値を算出して示していることに留意。

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に硬化はみられず、売却価格も上昇傾向

当該短期観測調査（2025年6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」：10%、「さほど厳しくない」：90%、「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1%ポイント減少し、「さほど厳しくない」の回答割合が1%ポイント増加している⁷。前回調査と比較すると、「緩い」の割合が僅かに減少しているものの、前回調査と同様に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、引き続き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12月調査時点で11%ptであった同DIは、2025年6月調査時点では10%ptとなっており、僅かな下落に留まっている。今回調査では「緩い」の回答割合が減少し、「さほど厳しくない」が増加したことにより、DIも僅かに低下しているが、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、依然として、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⁸。

こうした状況を背景として、足元の不動産売却価格も上昇基調にあるとの回答が多く見受けられる。具体的には、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%となっている。前回調査（2024年12月調査）時点における「不動産売却価格」についての回答割合は、「上昇」：31%、「もちあい」：69%、「下落」：0%であり、今回調査では「上昇」が20%ポイントの増加、「もちあい」が20%ポイントの減少となった。当該調査結果を用いて、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）の水準まで回復していることがわかる（図表4）。

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、8%ptであったが、今回調査時点では、7%ptとなり、僅かな減少に留まると予想されている。金融機関の貸出態度の動向と不動産価格の動向には高い相関がみられるが⁹、半年後の売却価格の予想についてDIを作成しても、前回値18%ptから36%ptと大幅に上昇している¹⁰。両者の過去

⁷ 前回調査（2024年12月調査）における同回答は、「緩い」：11%、「さほど厳しくない」：89%、「厳しい」：0%であった。

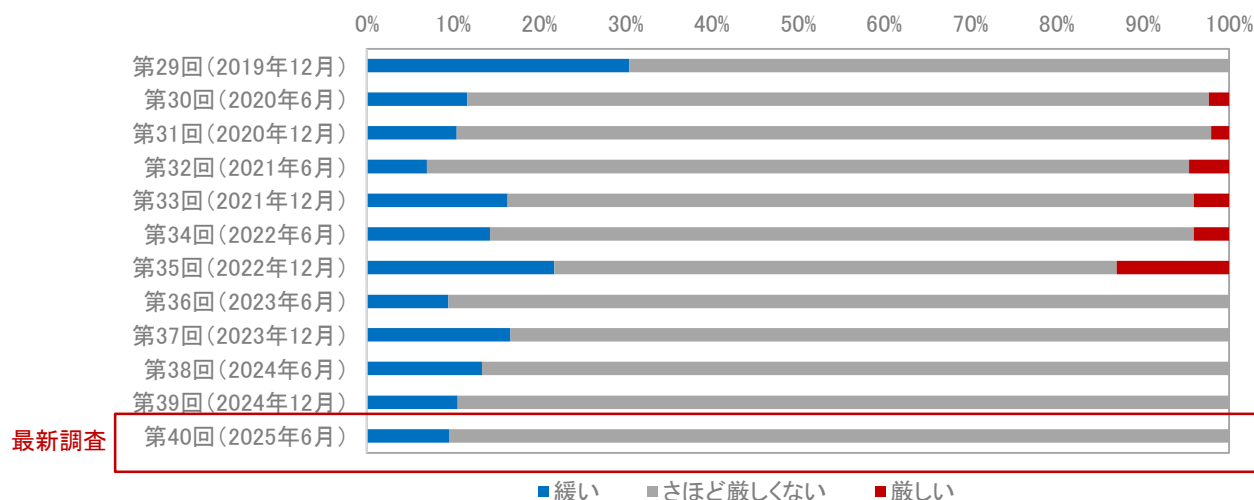
⁸ 近年における貸出態度DIの水準値が低い要因は、貸出態度が「緩い」とする回答割合が減少し、「さほど厳しくない」とする回答割合が増加したことにある。直近の短観調査においても貸出態度が「厳しい」とする回答はないが、貸出態度DIは、「緩い」から「厳しい」を控除することにより得られるため、「緩い」の回答割合が減少することによりDIも僅かに減少した。貸出態度DIがマイナス圏で推移する際には、貸出態度が「厳しい」とする回答が多くなる傾向がみれたことから、「さほど厳しくない」の回答割合が減少し、「厳しい」との回答割合が増加していないか否かについて定点観測することが重要になるであろう。さらに、今回調査においても前回調査と同様に、半年後の金融機関の貸出態度について、「下落」と判断している回答者はいないことから、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ことが窺える。

⁹ 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。

¹⁰ 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、「半年後の不動産売却価格」についても、「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（半年後）」の項目を用いて「不動産売却価格DI（半年後）」を作成することができる。

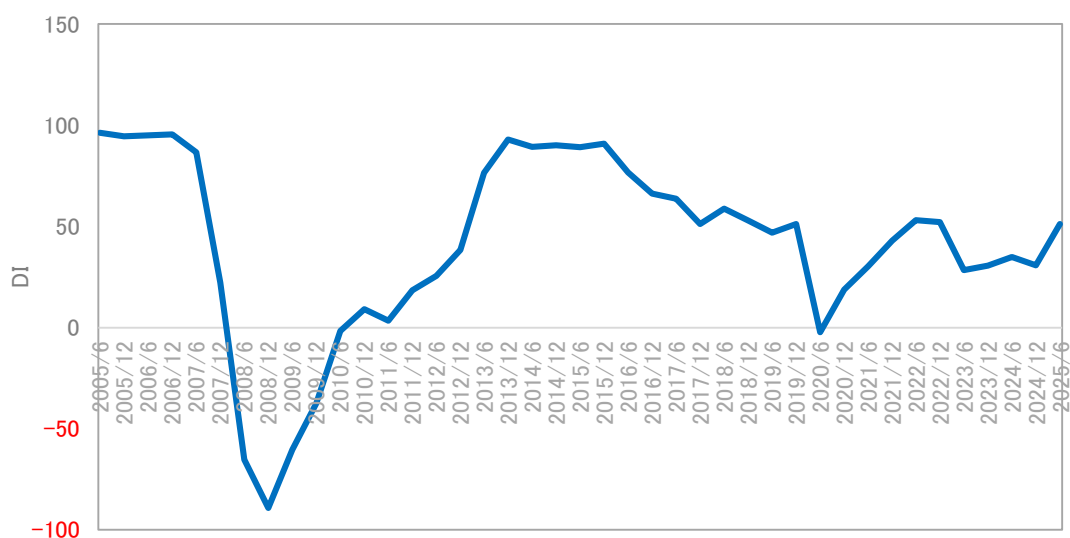
の相関関係を前提とすれば、貸出態度DIの先行きがプラス圏で推移すれば、不動産価格も引き続き堅調に推移する可能性が高いであろう。

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 「不動産売却価格(最近)」に関するDIの推移



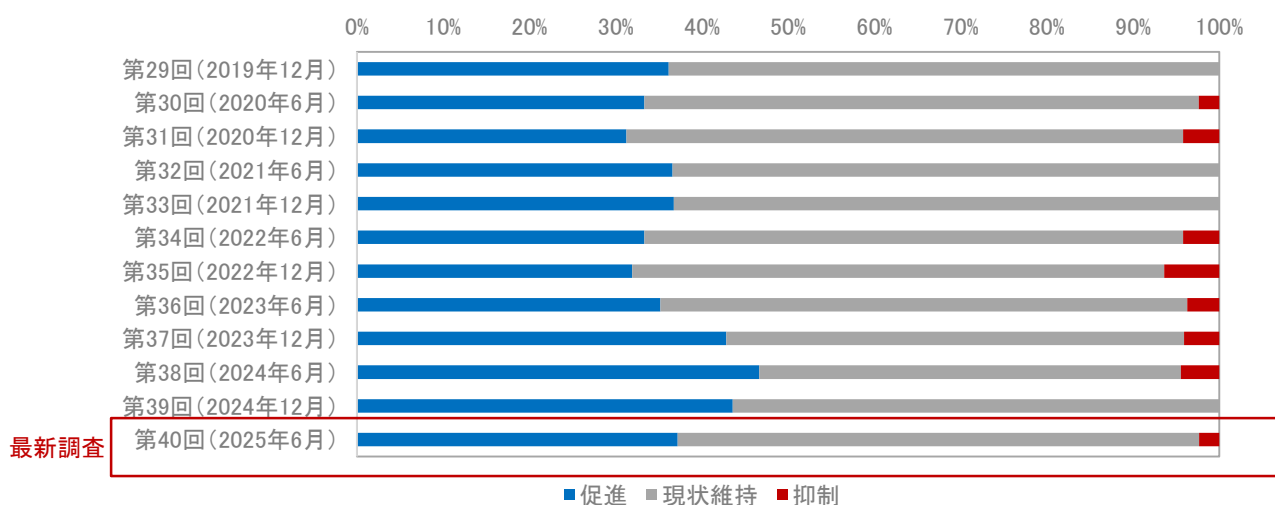
(出所) 早稲田大学国際不動産研究所『不動産投資短期観測調査』の公表資料をもとに筆者作成

3. 不動産投資スタンスはポジティブだが、NOI の期待成長率の動向に注視

当該短観調査結果について、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%であった（図表5）。前回調査（2024年12月調査）時点における同スタンスは、「促進」：44%、「現状維持」：56%、「抑制」：0%であり、今回調査では「促進」が7ポイント減少、「現状維持」が5ポイント増加した。一方で、「抑制」は前回調査比でみて2ポイント増加している。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、直近の変動をみると、前回調査（2024年12月）時点で44%ptであった同DIは、今回調査（2025年6月調査）時点で9ポイント減少し、35%ptの水準となっている。

同DIの水準が、コロナ禍前（2019年12月調査：36%pt）の水準にあること及び「抑制」と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。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、こうした市況感の下、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、1～2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、前述のように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であろう¹¹。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

¹¹ 10年物国債利回りは、2025年10月6日時点で1.68%の水準となっている。

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であると考えられる¹²。

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しており、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%であった（図表6）。「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を作成しても、前回調査時点で88%ptであったDIは、今回調査で81%ptとなっており、高水準が続いている。

もっとも、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¹³。図表7は、上記不動産投資短期観測調査におけるNOIに関する期待成長率のアンケート結果であるが、これをみると、東京エリアにおけるNOIの期待成長率は、オフィス：16b. p.、賃貸住宅：22b. p.、商業施設：6b. p.、ホテル：30b. p.、物流施設：0b. p.となっている¹⁴。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にある。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にあることがわかる。前述のように当該アンケート回答者は、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、キャップレートが現状の水準を維持すると予想しているが、こうしたNOIの期待成長率の上昇が、キャップレートの予想が過度にネガティブとならないひとつの要因になっていると考えられる¹⁵。

さらに、NOIの期待成長率の上昇をひとつの背景として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¹⁶は、3.95%の水準まで下落している¹⁷。一方で、同時点における不動産キャップレートは、4.12%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にある¹⁸。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¹⁹、こうした傾向

¹² 日本経済研究センターのフォーキャスト調査では、9月調査時点において、2025年12月末における政策金利のコンセンサスは0.5%～0.6%、2026年6月末は、0.7%～0.8%、2026年12月末は、1.0%～1.1%となっている。

¹³ 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。従って、リスクフリーレートが上昇している状況下においてもNOIの期待成長率が上昇すれば、キャップレートに対するリスクフリーレートの上昇の影響は緩和される。

¹⁴ 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NOI期待成長率（中央値）のうち、東京に立地するエリアのNOI期待成長率の平均値を算出して示していることに留意。

¹⁵ 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。

¹⁶ インプライドキャップレートの最新値（2025年8月末時点）については、ティーマックスの算出値による。J-REIT価格の上昇に伴いNAV倍率も1.0倍超に回復している。

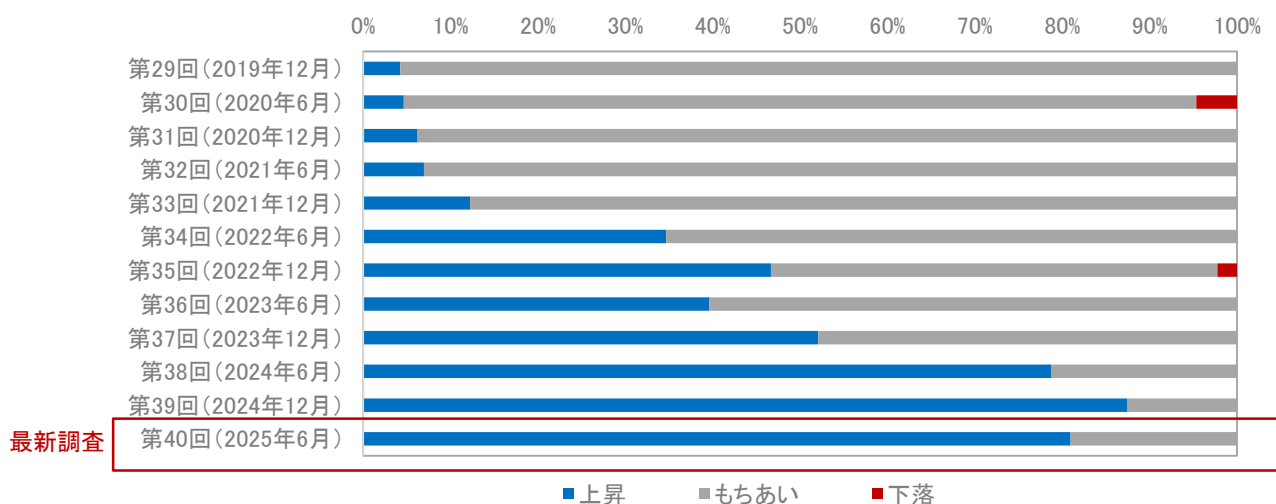
¹⁷ 直近におけるJ-REIT市場における投資口価格は上昇傾向が続いている。具体的には東証REIT指数は、10月6日には1,943.65ptの水準となり、6月末比でみてプラス9.3%となった。なお、日銀は、2025年9月18日及び19日の金融政策決定会合において、上場投資信託（ETF）及びJ-REIT投資口の売却を開始する方針を決定したが、現在までのところその影響は限定的である。

¹⁸ 2025年3月末に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上回る状況となったが、その後、インプライドが下落傾向となり、スプレッドには拡大傾向がみられている。

¹⁹ 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。

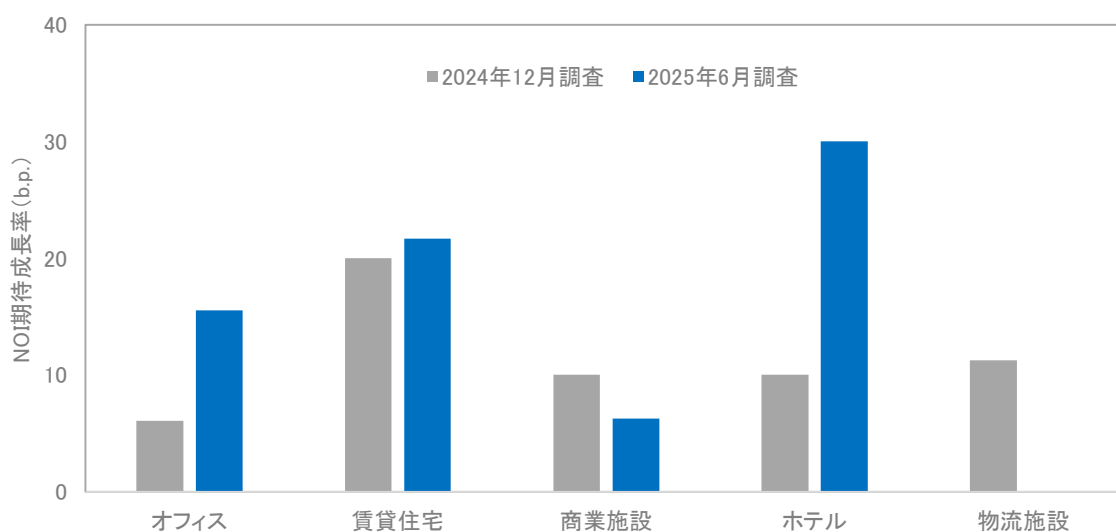
を前提とすれば、NOI期待成長率の上昇を背景としたインプライドキャップレートの下落は、実物不動産のキャップレートの先行きにポジティブな影響を与える可能性が高い。従って、今後の不動産投資市場の動向を占う上では、引き続きNOIの期待成長率の変動について定点観測を行う必要があるであろう。

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 用途別の 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

***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。