

不動産投資市場の現況及び見通し（2025年下半期）

～インフレ下におけるNOIの動向は、アセット間で異なる傾向～

2026年4月16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41回不動産投資短期観測調査（2025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82%、「さほど良くない」が18%であり、「悪い」とする回答はなかった。前回調査（2025年6月調査）比でみれば、「良い」の回答割合が15ポイント増加しており、8割超の回答者が、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、2025年6月調査時点から2025年12月調査時点の期間で、概ね横ばいを維持している。リスクフリーレートとされる10年物国債利回りは、同期間で1.42%から2.06%へと大幅に上昇したが、今回調査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はみられていない。

◆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ると、依然として「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」に関する判断項目をみても、「抑制」とする回答はみられず、「促進」：42%、「現状維持」：58%との回答者割合となっている。こうした調査結果をみる限り、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、不動産キャップレートがヒストリカルにみて既に低位な水準にあり、さらなる下落余地が限定的であることを考えると、今後の不動産価格の主な変動要因は、NOIの成長の程度に依存するところが多い。具体的には、現状のようなインフレ下を前提とすれば、インフレによるコスト増加を上回る賃料上昇を実現できるかが価格動向を占う上で焦点となってくる。当該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をみても、用途ごとにその成長率に差異がみられており、特に上記のような条件を満たしやすい賃貸住宅のNOI成長率が相対的に大きい。従って、不動産投資市場の動向を把握するに当たっては、引き続き用途ごとのNOIの動向を注視する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が続いており、キャップレートは堅調に推移

早稲田大学国際不動産研究所から第41回不動産投資短期観測調査²（2025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41回不動産投資短期観測調査（2025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」：82%、「さほど良くない」：18%、「悪い」：0%であった³（図表1）。今回調査では、前回調査（2025年6月調査）比で、「さほど良くない」の回答割合が15%ポイント減少し、「良い」の回答割合が15%ポイント増加した⁴。「良い」とする回答者が大幅に増加し、8割超の回答者が、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の推移をみても、2025年6月調査時点で67.0%ptであった同DIは、2025年12月調査時点で81.6%ptと上昇傾向となっており、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。

こうした良好な市況を背景として、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⁶は、直近値の変化をみても、概ね横ばいを維持している（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、2025年6月調査時点から2025年12月調査時点の期間で、賃貸住宅及び物流施設については、10b. p. 程下落し、その他の用途については、横ばいでの推移となった。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1.42%、今回時点（2025年12月時点）では、2.06%と大幅に上昇

² 不動産投資短期観測調査は、2005年から早稲田大学川口有一郎名誉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41回不動産投資短期観測調査の調査期間は2025年12月2日～19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39社となっている。

³ なお、2025年12月調査時点における半年後（2026年6月予想）の市況予想の回答割合については、「良い」：78%、「さほど良くない」：22%、「悪い」：0%となっている。

⁴ 前回調査（2025年6月調査）における同回答割合は、「良い」：67%、「さほど良くない」：33%、「悪い」：0%であった。

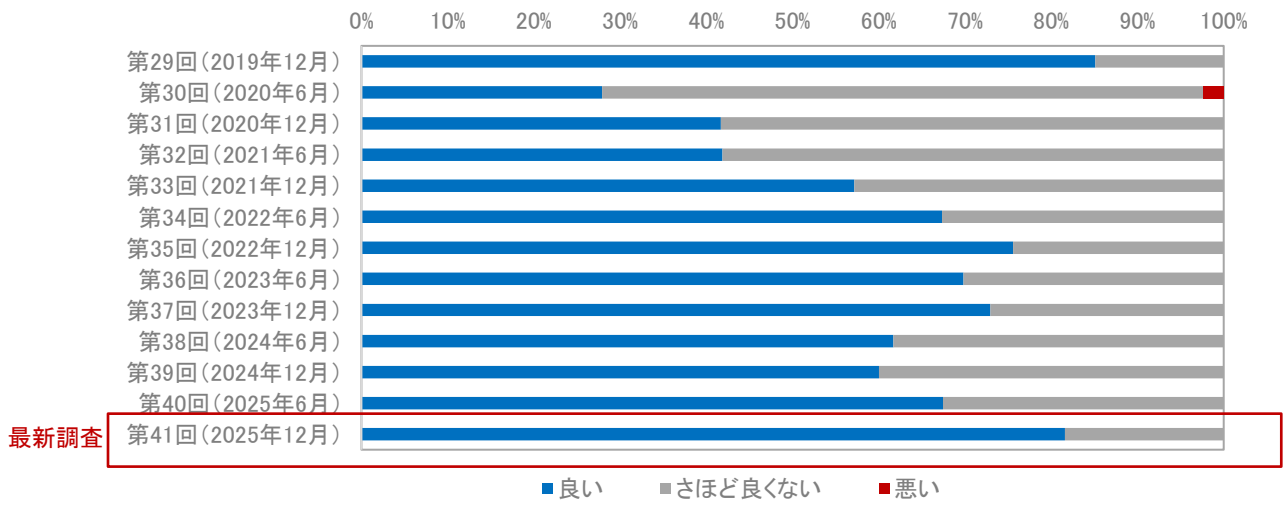
⁵ DIとは、Diffusion Indexの略で、企業の業況感等各種判断を指数化したもの。算出方法等の詳細については、日銀のホームページ（<https://www.boj.or.jp/about/education/oshiete/statistics/h13.htm>）等を参照のこと。本稿においては、早稲田大学国際不動産研究所より公表されている不動産投資短期観測調査の結果を用いて不動産投資関連のDIを算出した。不動産投資短期観測調査では、例えば、不動産市況について「良い」、「さほど良くない」、「悪い」の3個の選択肢について、それぞれ全回答数に対する割合が公表されているが、この場合におけるDI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。

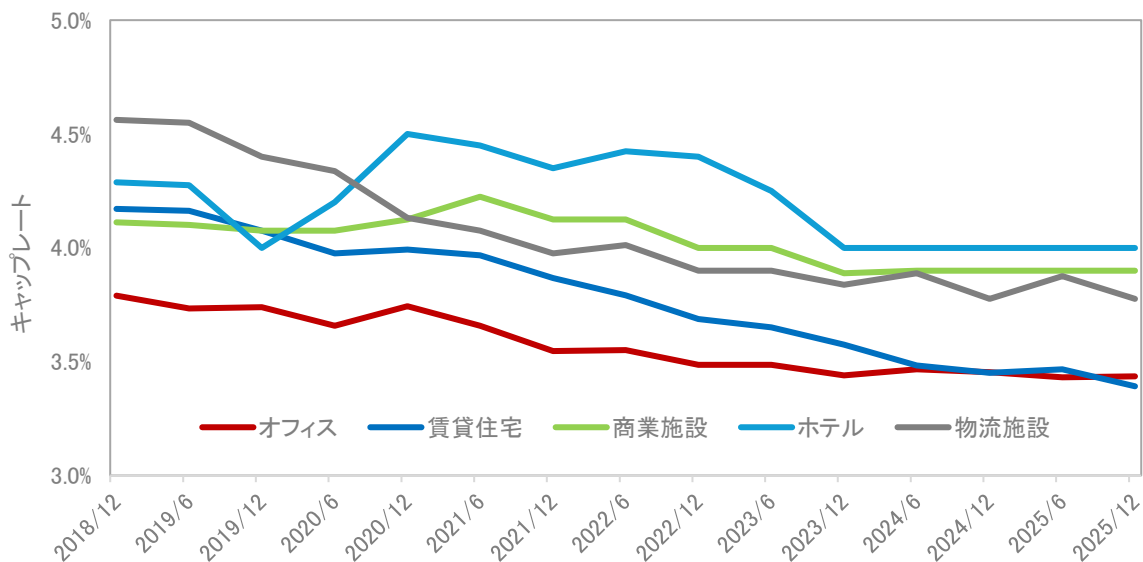
したが、今回調査においても不動産キャップレートには依然として上昇傾向がみられていないことがわかる。

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に硬化はみられず、売却価格も上昇傾向が継続

当該短期観測調査（2025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」：14%、「さほど厳しくない」：86%、「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4ポイント増加し、「さほど厳しくない」の回答割合が4ポイント減少している⁷。前回調査と比較すると、「緩い」の割合が増加している上に、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、2025年6月調査時点で10%ptであった同DIは、2025年12月調査時点では14%ptとなっており、上昇傾向となっている。今回調査では「緩い」の回答割合が増加し、「さほど厳しくない」が減少したことにより、DIが上昇しており、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。

足元の不動産売却価格についても前回調査に続き、上昇基調にあるとの回答が多い。具体的には、2025年12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」：54%、「もちあい」：46%、「下落」：0%となっている。前回調査（2025年6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」：51%、「もちあい」：49%、「下落」：0%であり、今回調査では「上昇」が3ポイントの増加、「もちあい」が3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、51%ptであったが、今回調査時点では、54%ptと上昇し、コロナ禍前（2019年下期）の水準を維持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、7%ptであったが、今回調査時点では、11%ptとなり、上昇す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36%ptから50%ptと大幅に上昇している¹⁰。従って、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。

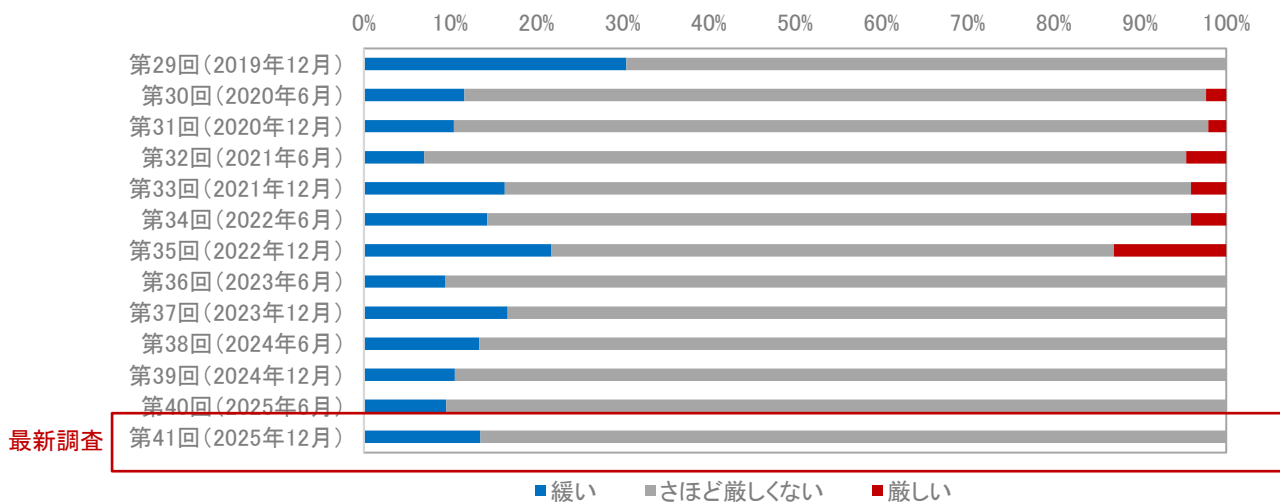
⁷ 前回調査（2025年6月調査）における同回答は、「緩い」：10%、「さほど厳しくない」：90%、「厳しい」：0%であった。

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られたことから、「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。

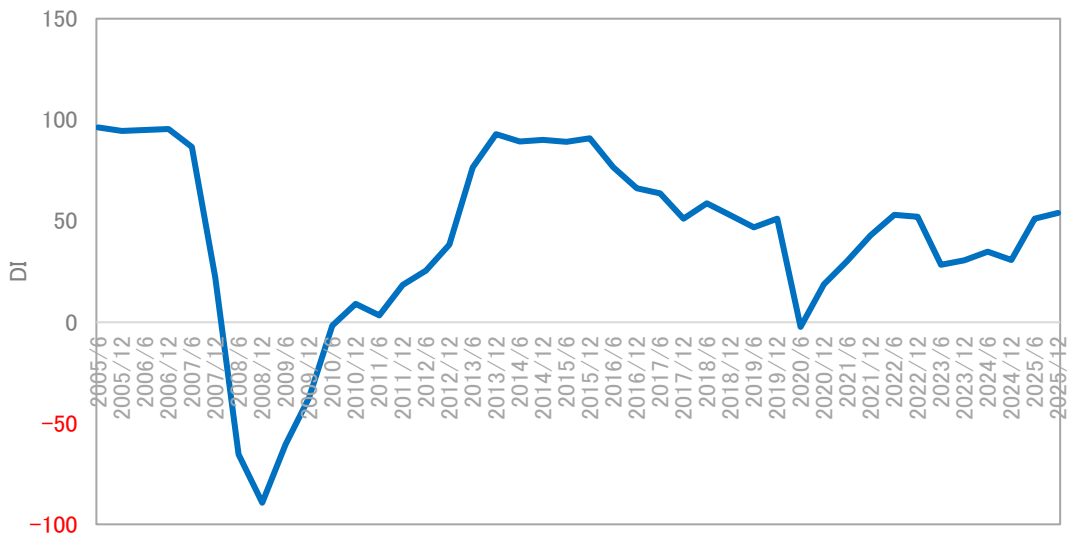
¹⁰ 不動産投資短期観測調査における「不動産売却価格」の判断項目では、「半年後の不動産売却価格」についても、「上昇」、「もちあい」、「下落」それぞれについての回答者割合が公表されていることから、当該短期観測調査の判断項目のうち「不動産売却価格（半年後）」の項目を用いて「不動産売却価格DI（半年後）」を作成することができる。

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



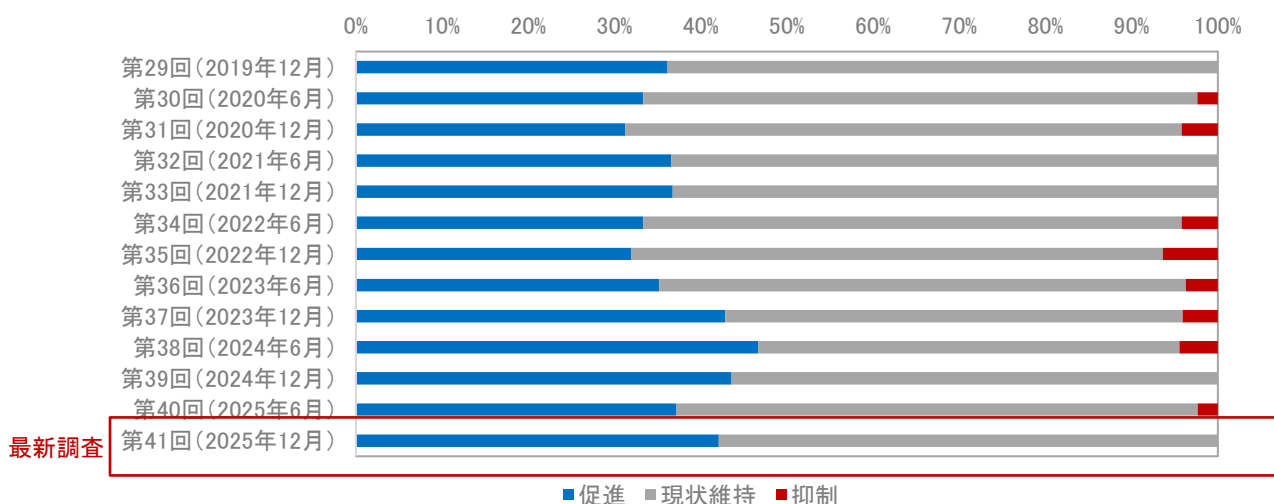
(出所) 早稲田大学国際不動産研究所『不動産投資短期観測調査』の公表資料をもとに筆者作成

3. 不動産投資スタンスはポジティブだが、アセット間のNOI動向に注視

当該短観調査結果について、2025年12月時点における「今後半年間の投資スタンス」は、「促進」：42%、「現状維持」：58%、「抑制」：0%であった（図表5）。前回調査（2025年6月調査）時点における同スタンスは、「促進」：37%、「現状維持」：61%、「抑制」：2%であり、今回調査では「促進」が5%ポイント増加、「現状維持」が3%ポイント減少した。一方で、「抑制」については前回調査比でみて2ポイント減少している。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（2025年6月）時点で35%ptであった同DIは、今回調査（2025年12月調査）時点で7ポイント増加し、42%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）の水準を上回っていること及び「抑制」とする回答者がいないことから、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。当該短観調査における用途別の期待キャップレートの半年後（2026年6月時点）の予想値をみても、いずれの用途（オフィス、賃貸住宅、商業施設、物流施設及びホテル）をみても横ばいになると予想されている¹¹。

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

¹¹ 当該短観調査（2025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おり、当該短観調査結果について、2025年12月時点における「半年後の10年物国債利回り」は、「上昇」：95%、「もちあい」：5%、「下落」：0%であった。この結果から、前回調査と同様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ことがわかる。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12月であり、当該時点では、既に10年物国債利回りは既に2.06%の水準となっていた。2026年4月15日時点における10年物国債利回りは、2.40%の水準であり最新調査時点から上昇傾向にあるものの、現在までのところ当利回りが不動産キャップレートに与える影響は限定的であると考えられる。なお、日本経済研究センターのフォーキャスト調査では、3月調査時点において、2026年6月末における政策金利のコンセンサスは、1.0%~1.1%、2026年12月末は、1.2%~1.3%、2027年6月末は、1.2%~1.3%となっている。

さらに、J-REIT市場の動向をみても、インプライドキャップレートと不動産キャップレートに大幅な乖離はみられていない¹²。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¹³、こうした傾向を前提とすれば、現在までのところインプライドキャップレートが継続的に上昇し、実物不動産のキャップレートの先行きにネガティブな影響を与える状況にはない。

このように不動産キャップレートが急上昇する兆候がみられないこと及びヒストリカルにみて既に低位な水準にあり、さらなる下落余地が限定的であることを考えると、今後の不動産価格の主な変動要因は、NOIの成長の程度に依存するところが大きい。具体的には、現状のようなインフレ下を前提とすれば、インフレによるコスト増加を上回る賃料上昇を実現できるかが価格動向を占う上で焦点となるであろう。

図表6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、いずれの用途のNOIも成長すると予想されている。具体的には、東京エリアにおけるNOIの期待成長率は、オフィス：42b. p.、賃貸住宅：130b. p.、商業施設：15b. p.、ホテル：30b. p.、物流施設：9b. p.となっており¹⁴、特に賃料上昇を背景として、オフィス、賃貸住宅のNOIの期待成長率が上昇傾向にある。オフィスについては、前回調査比で、26b. p.程の上昇がみられ、賃貸住宅については、前回調査時点で既に22b. p.程度のNOI期待成長率が予想されていたが、今回調査においてはさらに上昇し、100b. p.を超える成長率となっている。

特に、賃貸住宅についてのNOI成長率の予想が高い理由のひとつとして、入替や更新に伴う賃料の増加を享受しやすい点があるであろう。J-REITにおける住宅セクターの賃料動向をみてもこうした傾向がみられる。例えば、アドバンス・レジデンス投資法人（2026年1月期）では、入替時賃料変動率：14.9%¹⁵、更新時賃料変動率：4.9%であり、入替時及び更新時における賃料上昇がみられる。また、コンフォリア・レジデンシャル投資法人（2026年1月期）をみても入替時賃料変動率：11.5%、更新時賃料変動率：2.7%であり、三井不動産アコモデーション投資法人（2025年8月期）についてみても、入替時賃料変動率：13.3%、更新時賃料変動率：0.9%となっており、入替時だけでなく、更新時についても賃料の上昇傾向がみられていることがわかる。

もっとも、NOIの動向を把握するに当たっては、賃料収入の増加だけでなく、インフレによる費用の増加も考慮する必要がある。この点、例えば、住宅の費用構造でインフレ感応度が高いのは、主として管理委託費、修繕費、水道光熱費等であるが、例えば、アドバンス・レジデンス投資法人（2025年2月～2026年1月）をみると、不動産賃貸事業収入：37,855百万

¹² 足元におけるインプライドキャップレートの水準が、4.11%の水準であるのに対して、同時点における不動産キャップレートは、3.96%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大幅に上回る状況にはない。なお、インプライドキャップレート及び不動産キャップレートの最新値（2026年3月末時点）については、ティーマックスの算出値による。

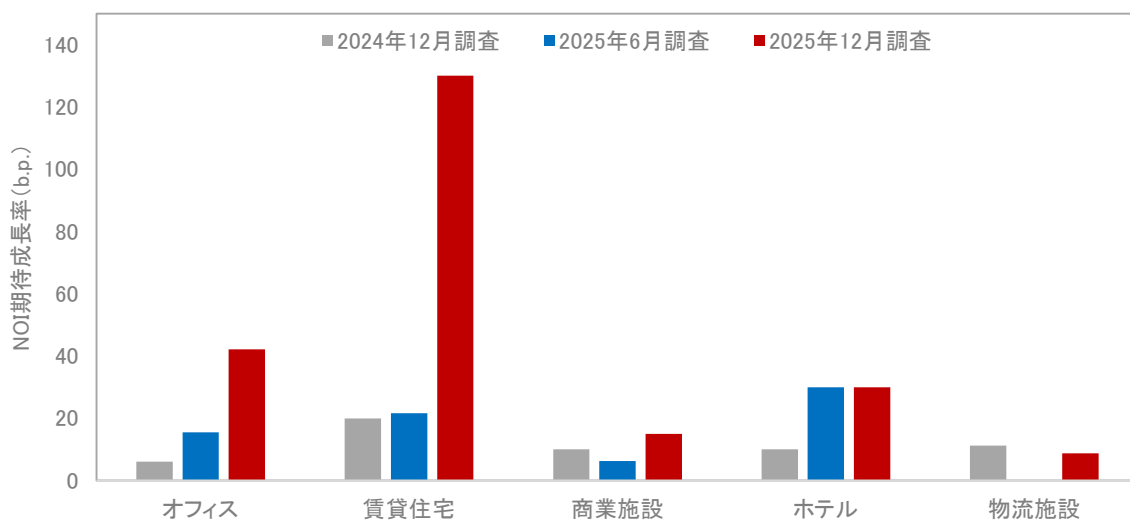
¹³ 不動産キャップレートとインプライドキャップレートの関係については、谷澤総合鑑定所『ポストコロナにおけるキャップレートの中期見通し ～緩和的な貸出態度を背景として、横ばいを維持する見通し～』を参照のこと。

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 アドバンス・レジデンス投資法人における当入替時賃料変動率には、リノベーション後に新規契約した住戸の賃料変動率と原状回復後に新規契約した住戸の賃料変動率が混在していることに留意。なお、リノベーション住戸の入替時賃料変動率は、28.8%、原状回復住戸の同変動率は、10.9%となっている。

円に対し、管理業務等委託費用、修繕費、水道光熱費及びその他賃貸事業費用の合計は7,104百万円¹⁶となっており、賃貸収入比でみたこうした費用の割合（約18.8%）が低いことがわかる。これは、仮にインフレ下においてコストが3%上昇しても、NOI押し下げの影響はマイナス0.6～0.7%程度に留まることを意味する¹⁷。現状では、足元の更新時賃料改定や入替時賃料変動によるNOIへのプラスの影響が、コスト増によるNOI押し下げ幅を上回っていることから、こうした収支構造を前提にすれば、賃貸住宅のインフレ耐性が高いことがわかる¹⁸。インフレ耐性という観点においては、賃料上昇のストーリーをどう描けるかが重要になってくるが、これは用途ごとに異なる傾向がみられる。従って、不動産投資市場の動向を把握するに当たっては、引き続き用途ごとのNOIの動向を注視する必要があるであろう。

図表 6 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。

¹⁶ アドバンス・レジデンス投資法人の公表資料（第30期及び第31期）をもとに算出した数値であることに留意。なお、内訳をみると管理業務等委託費用：2,803百万円、修繕費：2,083百万円、水道光熱費：552百万円、その他賃貸事業費用：1,667百万円となる。

¹⁷ 例えば、仮に、アドバンス・レジデンス投資法人（2025年2月～2026年1月）の収支を前提とした場合、賃貸収入を不変の下、管理業務等委託費用、修繕費、水道光熱費及びその他賃貸事業費用を全て3%増加させた場合でもNOIの減少は、マイナス0.74%に留まる。

¹⁸ もっとも、一棟の賃貸住宅をみた場合、賃料変動を伴うイベントが生じる戸数は、更新や退去等が生じた戸のみであり、全戸数ではいことには留意が必要であろう。一方で、インフレによるコストの増加は、こうしたイベントとは関係なく発生し、コスト増加と賃料変動にはタイムラグが発生する。従って、より厳密には、入替時や更新時における賃料上昇による一棟全体の収入へのプラスの影響が、インフレによるコスト増加分を上回るかを観測する必要がある。