

センチメント指標を活用したオフィス NOI の動向と見通し

～ 賃料上昇を背景にオフィス NOI の上昇が継続する見通し ～

2026 年 7 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]

◆2026年度及び2027年度の消費者物価上昇率は、2%台での推移を維持するとみられており、今後もインフレが継続する見通しである。日銀は、インフレを背景として、政策金利の誘導目標を引き上げており、国債利回りも上昇基調を維持している。こうした金融・経済環境の変化が不動産投資市場に影響を及ぼしているが、インフレは不動産のバリュエーションに対して必ずしも一方向の影響を与えるわけではない。賃料に対してポジティブな影響がある反面、運営費用にはネガティブな影響を与え得る。また、金利の上昇はキャップレートに対して上昇圧力になり得る要因である。

◆そこで本稿では、近年、技術進歩が著しい大規模言語モデル（LLM）を活用することにより作成した賃料、NOI、金利等に関するセンチメント指標が、インフレ下における不動産投資市場のモニタリングに活用できるかを検討する。具体的には、特にオフィスに関する不動産投資市場のトピックスに関するテキスト情報を用いて、その現況や見通し等に対するポジティブ（あるいはネガティブ）の度合いを定量化することを試みる。

◆分析の結果、足元における賃料やNOIに関するセンチメント指標はプラス圏で推移しており、その先行センチメントもポジティブな見通しとなった。従って、オフィスNOIは今後も上昇基調を維持する可能性が高い。しかし、金利に関するセンチメントが急激に悪化しており、見通しもネガティブである点には注意が必要であろう。今後はNOI成長が続いても、その効果の一部が借入コストによって相殺される可能性が高い。従って、賃料、運営費用、金利等に関する現況及び将来見通しを継続的に観測し、借入コストの増加を上回るNOI成長をどの程度維持できるかを定期的に確認する必要がある。不動産投資市場のモニタリングに当たっては、賃料等の実績値やマクロ経済指標等の統計情報に併せて、こうしたセンチメント指標を補助的に用いることにより、インフレが実物不動産のNOIへ波及する局面を、より早期かつ多面的に把握できると考えられる。

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. 今後もインフレが持続し、金利も上昇傾向が続く見通し

長らく続いた我が国のデフレ環境は、物価・賃金がともに上昇するインフレ的環境へと転換しつつある。消費者物価指数（生鮮食品除く総合）の過去の変動をみると、これまで下落傾向にあった物価は、2022年以降2%を超える水準で推移している（図表1）。2022年については、ウクライナ情勢、円安等を背景として、原油等の輸入価格が上昇したことによる輸入・エネルギー型のインフレであったが、2023年には原材料高が財・サービス価格へ転嫁され、2024年以降は人件費やサービス価格の上昇を販売価格へ反映する動きが広がった。直近である2025年における当指数の動向をみても3.1%の上昇となっているが、賃金上昇の販売価格への転嫁が続くなか、2026年度以降も2%台での推移が見込まれ、今後もインフレが継続する見通しである²。

こうしたインフレを背景として、日銀の政策金利の誘導目標は1.0%まで引き上げられており、国債利回りも上昇基調を維持している（図表1）。中長期的な期待インフレが上方にシフトするなかで、日銀は、政策金利の引き上げを通じて金融環境の正常化を進めており、その結果、短中期国債利回りは将来の政策金利見通しの上方修正が反映され上昇している。長期国債利回りについても、期待インフレの上昇に加えて、日銀の国債買入れ縮小等に伴う期間プレミアムの上昇も織り込まれ大幅に上昇している状況にある（図表2）。

インフレは不動産のバリュエーションに対して必ずしも一方向の影響を与えるわけではない。賃料改定力を持つ物件では、賃料等の上昇を通じてNOIの成長を支えるが、インフレに伴う運営費用の上昇は、NOIに対し負の影響を与える。さらに、金利上昇による借入コストの増加は、割引率やキャップレート上昇を通じて不動産価格の下方圧力となり得る。

実際、欧米では、コロナ後にインフレが加速し、2022年には急激なインフレ局面となったが、これに伴い、中央銀行は大幅な利上げを実施し、国債利回り及び不動産投資家の要求利回りが上昇した³。インフレは一部のセクターでは賃料・NOIの上昇要因となったものの、金利上昇に伴うキャップレート上昇の影響がNOI成長を上回り、不動産価格が下落する現象もみられた。従って、インフレ下においては、NOIの構成要素となる賃料、運営費用やキャップレートの動向に影響を与え得る金利の動向を注意深くモニタリングする必要がある。

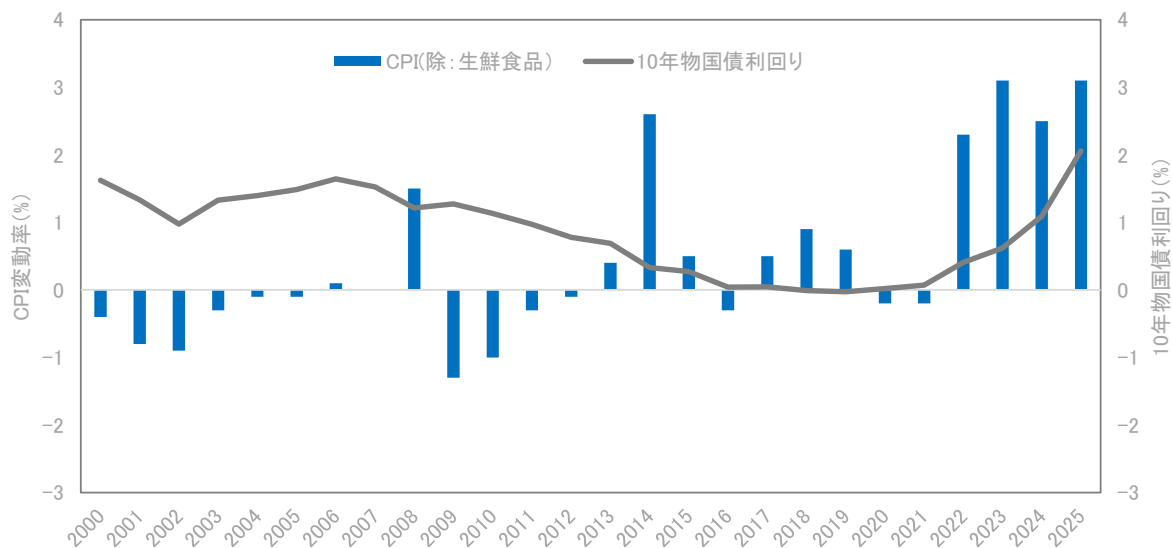
もっとも、リスクフリーレートとされる10年物国債利回りの上昇に関わらず、我が国のキャップレートには、今のところ上昇傾向はみられていない。不動産キャップレートが、安定的に推移すると仮定すれば、今後の不動産価格の主な変動要因は、NOIの成長の程度に依存するところが多い。具体的には、現状のようなインフレ下を前提とすれば、インフレによるコスト増加を上回る賃料上昇を実現できるかが価格動向を占う上で重要となってくる。

² 2026年6月時点における『ESPフォーキャスト調査』による消費者物価上昇率（生鮮食品除く総合）は、2026年度：2.32%、2027年度：2.10%となっている。なお、2014年には消費者物価指数（除：生鮮食品）が前年比2.6%まで上昇したが、これは同年4月の消費税率引き上げによる一時的な押し上げの影響が大きく、足元でみられる賃金上昇や価格転嫁を伴うインフレ局面とは性質が異なることに留意。

³ 実際、米国では、2022年以降のFRBによる急速な金融引き締めを背景に、不動産投資家の要求利回りが上昇した。CBREの『U.S. Cap Rate Survey』によれば、2022年下半年時点におけるキャップレートは前期比で、平均60bp上昇し、平均60bp上昇した。また、2023年下半年には平均キャップレートが2023年上半年期の6.4%から7.0%へ上昇した。ただし、オフィスについては、金利上昇に加えて、リモートワーク定着による需要減少も価格下落の重要な要因であった。

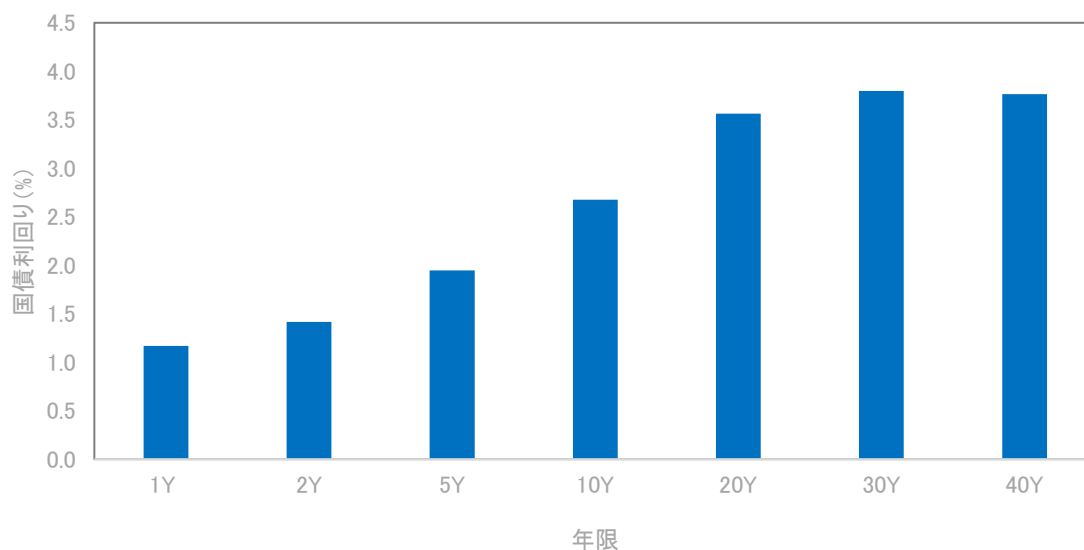
そこで、本稿においては、特にオフィスに着目して、主にインフレがNOIに及ぼす影響について足元の状況を確認し、今後の見通しを行う。

図表 1 消費者物価指数及び 10 年物国債利回りの推移



(出所) 総務省統計局、財務省の資料をもとに筆者作成

図表 2 日本における国債利回りの水準(年限別:2026 年 6 月 22 日時点)



(出所) 財務省の資料をもとに筆者作成

注) コンスタント・マチュリティ国債金利(半年複利ベース)であることに留意。

2. LLM を用いて作成した賃貸運営等に関するセンチメント指標は上昇傾向

近年におけるLLM (Large Language Model:大規模言語モデル)⁴の進展は著しく、その利活用が急速に拡大している。LLMは、近年、文脈理解や感情分析において高い性能を発揮するようになっており、複雑な意味の読み取りや、多様な表現へ対応したテキスト情報の定量化が可能となっている。

そこで、本稿では、こうしたLLMを活用することにより作成した賃料・NOI等に関する指標が、インフレ下における不動産投資市場のモニタリングに活用できるかを検討する。具体的には、不動産投資市場のトピックスに関するテキスト情報を用いて、その現況や見通し等に対するポジティブ（あるいはネガティブ）の度合いを定量化することを試みる。

本稿においては、分析対象として、J-REIT各投資法人が公表する『決算説明資料』を用いた。決算短信や有価証券報告書においても、賃貸収入、運営費用、NOI、支払利息等が掲載されているが、これらの定型開示だけでは、賃料改定の状況、レントギャップや運営費用の見通し等インフレがNOIへ波及する過程を十分に把握することは困難である⁵。これに対して、J-REIT各投資法人が公表する決算説明資料には、実績だけでなく、将来見通し等も含まれており、賃料・費用・NOI・金利の現在の方向性に加え、今後の変化を示す先行的な情報を取得できる点に特徴がある。

具体的な分析方法としては、①オフィス特化型のJ-REIT⁶が公表している決算説明資料に記載されている内容を対象として、そのテキスト情報を賃料関連、運営費用関連、NOI関連及び金利関連の4つに大別し、②それぞれのテーマ別に分類された文章を大規模言語モデル(LLM)により「ポジティブ」、「ニュートラル」、「ネガティブ」のいずれかに分類を行った。その上で、③それぞれのカテゴリーに属する文章数を総文章数で除することにより、その比率を算出した⁷。④こうした方法で作成した賃料、運営費用等に関するポジティブ比率からネガティブ比率を控除して指標（以下センチメント指標）を作成した。こうした分析を2019年1月から2026年4月期までの決算説明資料に対して行った。

⁴ LLM (Large Language Model:大規模言語モデル) とは、膨大なテキストデータを使って学習した自然言語処理モデルで、代表的なモデルとして、GPT、Opus、Gemini 等がある。経済分析などに LLM を活用する主なメリットは、文脈やトーンを踏まえた高度な分析により、感情や将来見通しといった情報を数値化できること及び LLM を用いた経済指標は、従来の統計指標に比べて先行性を有する可能性があることにある。なお、筆者は、日銀が公表している『経済・物価情勢の展望（展望レポート）』のテキスト情報を用いて、そのマクロ的な見通し等に対するポジティブ（あるいはネガティブ）の度合いを定量化し、その指標が、不動産価格（キャップレート）の動きに先行しているかを検証したが、その詳細については、谷澤総合鑑定所『テキスト情報を活用した不動産投資市場のモニタリング～ 大規模言語モデル (LLM) を用いた早期警戒指標の可能性 ～』を参照のこと。

⁵ J-REIT 各社の決算説明資料では、実績値のみならず、レントギャップ、賃料改定の割合、費目別の運営費用、次期 NOI 予想、将来の支払利息など、インフレの波及経路を観測するための情報が継続的に開示されている。もっとも、決算説明資料は、運用会社による情報選択や表現の影響を受ける点には留意が必要ではある。しかし、実績数値では捉えにくい賃料改定の進捗や将来の費用・金利負担等の補完的な把握が可能であることから、そうした動向を時系列的に観測することにより不動産投資市場のモニタリングに当たり有用な補完資料となると考えられる。

⁶ 本稿においては、オフィス特化型 REIT として、日本ビルファンド投資法人、ジャパンリアルエステイト投資法人、グローバル・ワン不動産投資法人、森ヒルズリート投資法人、ジャパンエクセレント投資法人、大和証券オフィス投資法人、ONE リート投資法人及びいちごオフィスリート投資法人の 8 法人を分析対象とした。

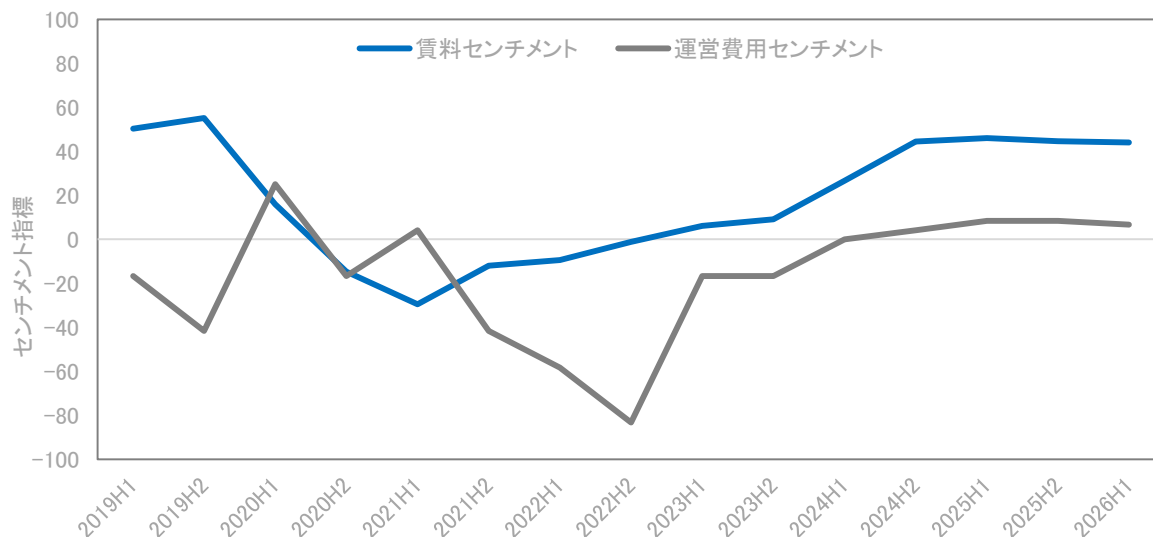
⁷ この際、用いる LLM 等により結果が異なることに留意が必要だろう。また、同じ LLM であっても実行ごとに僅かに異なる結果になることにも留意が必要である。なお、本稿では、LLM として、OpenAI の GPT-5.5 を用いた。

上記の方法で作成したセンチメント指標のうち、賃料及び運営費用に関するセンチメント指標を示したのが図表3である。賃料センチメント指標は、2019年には+50台とプラス圏であったが、コロナ禍によるオフィス需要の悪化を受けて低下し、2021年上半期には-29.5まで落ち込んだ。その後は徐々に回復し、2022年下半期には-1.1とほぼニュートラルになり、2023年にはプラス圏へ転じた。2024年以降は回復が鮮明となり、2025年下半期には+44.5となっている。

一方、運営費用センチメント指標⁸は、2021年下半期に-41.7へ悪化し、2022年下半期には-83.3と分析期間中の最低水準に達した。特に2022年は、資源価格の上昇や円安を背景とした水道光熱費の増加により運営費用全体を押し上げた。その後、2024年には概ねニュートラルとなり、2025年下半期には+8.3まで改善している。

こうした両指標の動向をみると、2021～2022年は賃料センチメントが弱い一方で運営費用センチメントが大幅に悪化しており、NOIには強い下落圧力がかかっていたことがわかる。特に2022年は、賃料センチメントがニュートラル近辺へ戻りつつあったものの、運営費用センチメントが大幅に悪化している。2023年については、運営費用センチメントはなおマイナス圏であったが、賃料センチメントがプラスへ転じており、賃料改善が費用増加を相殺し始め、NOIの減少に歯止めがかかった転換期であったと考えられる。これに対して、2024年以降は、賃料センチメントの上昇と運営費用センチメントの改善が同時に進み、NOIが拡大しやすい環境へ移行したことが示唆される。

図表 3 賃料及び運営費用に関するセンチメント指標の推移



(出所) 筆者作成

注) 2026 年上半期は暫定値であることに留意。

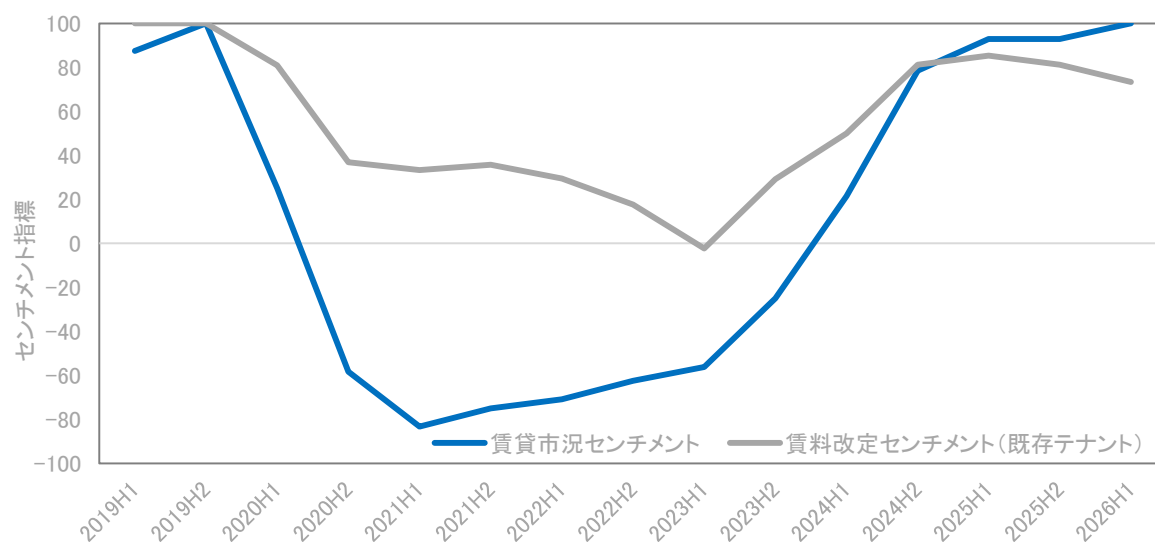
⁸ なお、運営費用センチメントにおけるポジティブ/ネガティブの判断は、運営費用減少等の NOI に対してプラスの影響を与える事象の場合は、ポジティブ、反対に NOI にマイナスの影響を与える事象の場合は、ネガティブとした。

さらに、賃料センチメントを「賃貸市況センチメント」と「賃料改定センチメント（既存テナント）」に細分した指標が図表4である⁹。当指標をみると、オフィス賃貸市況センチメントの動向が先行し、その後に賃料改定センチメントが変動する傾向があることがわかる。

具体的には、賃貸市況センチメントは2020年上半期の+25.0から同年下半期に-58.3へと大幅に低下し、2021年上半期には-83.3まで落ち込んだ。一方、賃料改定センチメントは同期間で低下傾向となったものの、2020年上半期で+81.0、下半期でも+36.9とプラスを維持していた。賃貸市況が悪化しても、既存契約の賃料は直ちには下がらず、契約更新までのタイムラグが下支えしていたと考えられる。その後も賃貸市況センチメントは2022年を通じて大幅なマイナス圏で推移し、賃料改定センチメントはラグをもって低下していたことがわかる。賃料改定センチメントは2022年下半期に+17.6、2023年上半期には-2.4まで悪化しており、賃貸市況の底から実際の賃料改定の底まで、おおむね2年のラグが観察できる。

その後、2023年上半期には-56.3であった賃貸市況センチメントは同下半期には-25.0、2024年上半期には+21.4へと改善した。賃料改定センチメントについても2023年下半期に+29.2へ反転し、2024年上半期+50.0、下半期+81.3まで上昇がみられている。オフィス賃貸市況がプラス圏へ戻る前から、レントギャップを抱える優良物件では増額交渉が先行して進み、市況回復が鮮明になるにつれて増額改定が広がったと解釈できるだろう。直近の動向をみても、2025年には、オフィス賃貸市況が大幅なプラスとなり+92.9、賃料改定が+80台となっており、良好な市況を背景として、実際に増額改定まで伴う局面に移行していることがわかる。

図表4 賃料関連のセグメント別センチメント指標の推移



(出所) 筆者作成

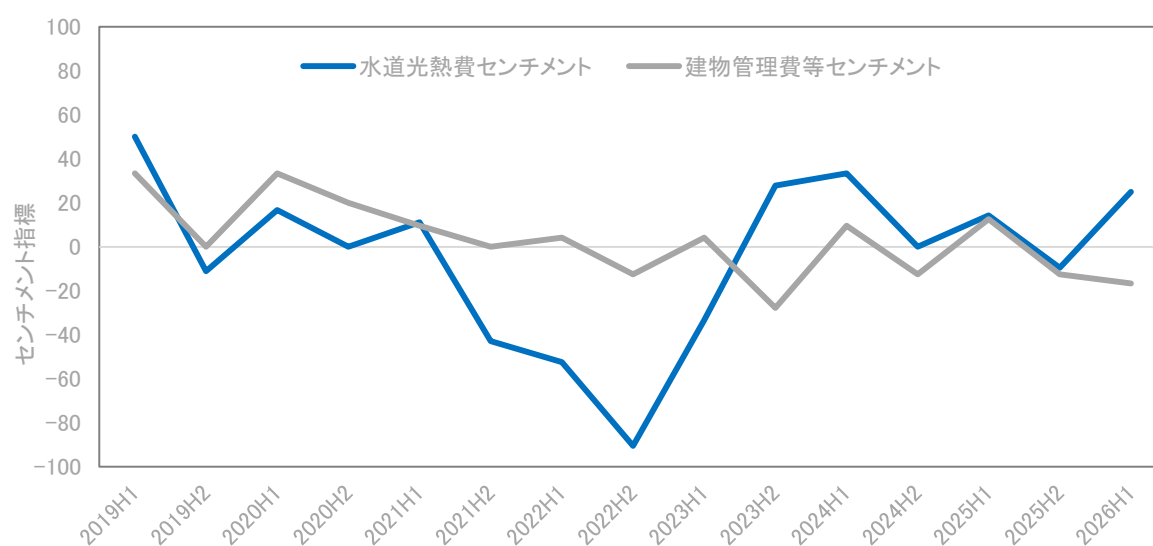
注) 2026年上半期は暫定値であることに留意。

⁹ ここで、「賃貸市況センチメント」は、市場賃料、空室率、需給環境等オフィス賃貸市況に関するセンチメントを、「賃料改定センチメント」は、既存テナントの増減額改定に関するセンチメントを示している。

また、図表5は、運営費用センチメントを「水道光熱費センチメント」と「建物管理費等センチメント」に細分したものである。両指標の動向をみると、2021年下半期から2022年下半期の期間で、水道光熱費センチメントが+11.1から-90.5へと大幅に悪化していたが、建物管理費等センチメントは概ねニュートラルに留まっていたことがわかる。つまり、同期間の運営費用センチメントの悪化は、主としてエネルギー価格の上昇によるものと解釈できる。

その後、2023年には、水道光熱費センチメントが上半期の-33.3から下半期には+27.8へ回復したが、これに対し、建物管理費等センチメントは+4.2から-27.8へ悪化している。当期間では、エネルギー価格上昇に伴う費用上昇の圧力は後退したものの、人件費や外注単価を反映する建物管理費へコスト上昇が波及し、運営費用全体の改善を遅らせたと考えられる。2024年以降は、水道光熱費及び建物管理費等センチメントがともに概ねニュートラルで推移しているが、2025年下半期には両指標が再び小幅なマイナスとなっていることから、依然として、エネルギー価格や人件費等の上昇圧力が残っている可能性が高い。

図表 5 運営費用のセグメント別センチメント指標の推移



(出所) 筆者作成

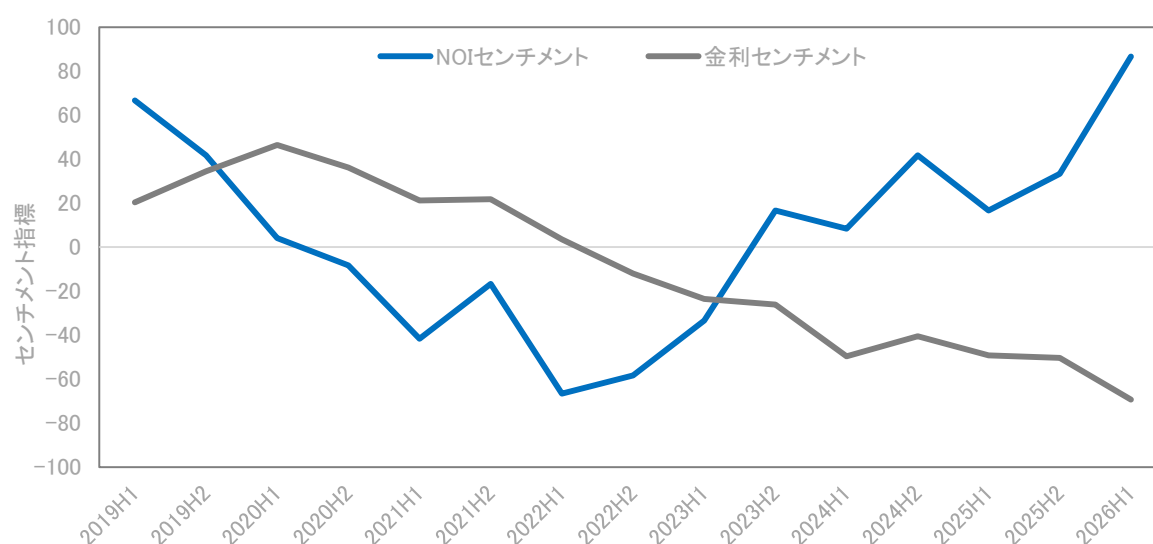
注) 2026 年上半期は暫定値であることに留意。

なお、決算説明資料にはNOIや金利について、その動向や見通しに関する情報も含まれているため、こうした内容をもとにNOIや金利に関するセンチメント指標を作成することができる(図表6)。NOIセンチメントは、2019年上半期には+66.7、下半期には+41.7とプラス圏にあったが、コロナ禍による賃貸環境の悪化と、その後の運営費用上昇を受けて低下した。2020年下半期にはマイナスへ転じ、2021年上半期は-41.7、2022年上半期には-66.7まで悪化した。前述のように2022年は、賃料の回復がまだ限定的な一方、水道光熱費を中心とする費用増加が強く、NOIに対する下押しが最も大きかった時期と考えられる。その後、NOIセンチメントは、2023年上半期の-33.3から、同下半期には+16.7へとプラス圏へ転じており、2024年以降はプラス圏を維持している。こうしたNOIセンチメントの動向をみると、前述の賃貸

センチメント指標及び運営管理費センチメント指標から推察できるNOIの動向と整合的であることがわかる。

一方、金利センチメント¹⁰は、近年悪化している（図表6）。2019～2021年の期間では、当センチメントがプラス圏にあり、低金利や長期固定化、満期の分散等が財務面を下支えしていたことがわかる。しかし、2022年上半期になると同センチメントは、+3.6まで低下し、下半期には-12.0とマイナスへ転じている。その後も悪化が続き、2024年上半期には-49.7、2025年下半期には-50.4となっており、市場金利の上昇が、新規・借換金利、平均調達金利、支払利息へと波及している様子が窺える。以上のことから、2023年以降はNOIセンチメントが上昇する一方、金利センチメントが悪化してきたことがわかる。足元では、賃料転嫁によって物件運営面のインフレ耐性が現れているものの、その効果の一部が増加する借入コストによって相殺される状況にあるといえよう。

図表6 NOI センチメント指標と金利センチメント指標の動向



（出所）筆者作成

注）2026 年上半期は暫定値であることに留意。

¹⁰ 借入金利の変動は実物不動産の NOI に直接的に影響するものではないものの、実物不動産の取得には、通常、借入が用いられること等から、金利に関するセンチメント指標を補完的に作成した。実物不動産のエクイティ投資家にとって、借入金利の上昇はレバレッジ後のキャッシュフローやエクイティリターンを低下させる要因となる。賃料転嫁によって NOI が増加しても、借換金利や支払利息の上昇がその増加分を相殺すれば、分配可能利益やキャッシュ・オン・キャッシュ・リターンの改善にはつながらない。そのため、本稿では、賃料、運営費用及び NOI センチメントなど実物不動産のオペレーションに関する指標の他、金利センチメントを補助指標として用いている。ただし、本稿で算出した金利センチメント指標は、実物不動産に直接設定される物件単位のローン金利ではなく、主として J-REIT 各投資法人が法人単位で調達する借入金や借換条件、固定金利比率等を対象としている点には留意が必要である。

3. 先行センチメント指標によれば、オフィス NOI の見通しはポジティブ

2026 年上半期の決算説明資料について、将来見通しに関するテキスト情報のみを抽出し、先行センチメント指標を作成すると、賃料先行センチメントは+46.0、運営費用先行センチメントは-20.0、金利先行センチメントは-100 となった¹¹。

まず、賃料面では、既存物件の賃料収入増加、増額改定の継続、フリーレント解消、稼働率改善などのポジティブな見通しが多い。一部で稼働率の小幅低下や賃貸収入減少も見込まれるものの、全体としてはレントギャップを背景として、賃料が上昇する局面が続くと考えられる。これに対して、運営費用の見通しは賃料ほど明確な改善方向にはない。しかし、少なくとも運営費用の見通しは大幅なネガティブな状況にないこと及び賃料センチメントが引き続きポジティブ圏で推移する見通しであることを考慮すれば、今後も賃料増額を背景に NOI の上昇が続くとの見方が、鮮明になっているといえるだろう。

一方で、金利見通しはネガティブである。新規借入れや借換えに伴い、支払利息の増加が見込まれており、今後は NOI 成長が続いても、その効果の一部が借入コストによって相殺される可能性が高い。こうしたことから、今後は、賃料上昇の継続性だけではなく、借入コストの増加を上回る NOI 成長をどの程度維持できるかが焦点になるであろう。従って、賃料、運営費用、金利等に関する現況及び将来見通しを継続的に確認する必要がある。

以上のように、本稿で作成した LLM によるセンチメント指標は、不動産投資市場の動向について、その変化の兆候を把握するための補完的なツールとして活用することが可能である¹²。不動産投資市場のモニタリングに当たっては、賃料等の実績値やマクロ経済指標等の統計情報に併せて、こうしたセンチメント指標を補助的に用いることにより、インフレが実物不動産の NOI へ波及する局面を、より早期かつ多面的に把握できると考えられる。

なお、本稿ではオフィス特化型 J-REIT の決算説明資料を対象に、賃料、運営費用、NOI 及び金利に関するセンチメント指標を作成したが、賃貸住宅、商業施設及び物流施設等についても同様の指標を作成することにより、不動産の用途や契約構造の違いを踏まえた、より精度の高いインフレ耐性分析が可能となる。

¹¹ 決算説明資料に掲載されているテキスト情報には現況や実績に関するものの他、将来見通しに関するテキスト情報も含まれている。そこで、本節では、そうしたテキスト情報の中から、特に、将来見通しに関するテキスト情報だけを抽出し、賃料、運営費用、金利等に関する先行センチメント指標を作成した。従って、当節の先行センチメントと前節のセンチメント指標には差異があることに留意。例えば、2026 年上半期における金利センチメントは、-69 であるが、同時点の金利先行センチメントは、-100 となっている。これは、金利環境の先行きについて、心理・期待感が悪化している可能性が高いことを示している。

¹² 一方で、LLM には、デメリットとして、同じ入力でも結果が変動しやすく再現性に課題もある。出力の根拠が不明瞭で説明性に欠ける点があることや LLM が持つ学習バイアスが指標に影響を及ぼすリスクなどについても留意が必要である。

***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。