谷澤総合鑑定所
The Tanizawa Sōgō Appraisal Co.,Ltd.

不動産投資市場の現況及び見通し（2026 年上半期）

～国債利回り上昇下において、NOI 成長の持続可能性に注視～

2026 年 10 月 29 日

株式会社ティーマックス

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42回不動産投資短期観測調査（2026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85%、「さほど良くない」が15%であり、前回調査（2025年12月調査時点）に続き「悪い」とする回答はなかった。前回調査に続き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12月調査時点から2026年6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2.06%から2.67%へとさらに上昇したが、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。

◆足元における金融機関の貸出態度についてのアンケート結果をみると、「厳しい」とする回答がみられるものの、その割合は現在までのところ小さい。また、「今後半年間の不動産投資のスタンス」に関する判断項目については、「抑制」とする回答は依然としてみられておらず、「促進」：38%、「現状維持」：62%との回答者割合である。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、10年物国債利回りのさらなる上昇が懸念されることから、今後の不動産価格の主な変動は、NOIの成長の程度に依存するところが大きい。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ると、今回調査では、オフィス、賃貸住宅に続き、商業施設やホテルといったオペレーショナルアセットについても、賃料上昇等を通じたNOI期待成長率の上昇がみられているが、引き続き用途ごとのNOIの動向を注視し、その持続可能性について定点観測する必要がある。

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42回不動産投資短期観測調査[1]（2026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42回不動産投資短期観測調査（2026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」：85%、「さほど良くない」：15%、「悪い」：0%であった[2]（図表1）。今回調査では、前回調査（2025年12月調査）比で、「さほど良くない」の回答割合が3%ポイント減少し、「良い」の回答割合が3%ポイント増加した[3]。「良い」とする回答者が増加し、前回調査に続き、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）[4]の推移をみても、2025年12月調査時点で81.6%ptであった同DIは、2026年6月調査時点で84.6%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。

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[5]をみても、前回調査に続き低水準を維持しており、直近値の変化をみても、概ね横ばいでの推移となった（図表2）。具体的に、同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12月調査時点から2026年6月調査時点の期間で、ホテルについては、10b.p.程度の下落がみられ、その他の用途については、概ね横ばいでの推移となっている。リスクフリーレートとされる10年物国債利回りの上昇傾向は続いており、前回時点の不動産短観調査では2.06%、今回

[1] 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42回不動産投資短期観測調査の調査期間は2026年6月3日～22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。

[2] なお、2026年6月調査時点における半年後（2026年12月予想）の市況予想の回答割合については、「良い」：74%、「さほど良くない」：24%、「悪い」：2%となっている。

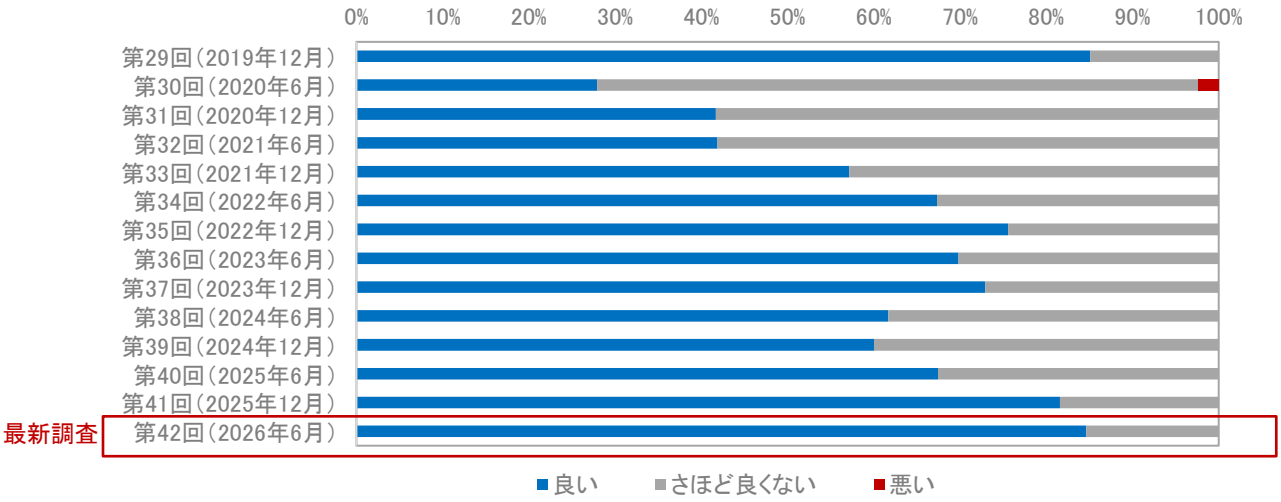
[3] 前回調査（2025年12月調査）における同回答割合は、「良い」：82%、「さほど良くない」：18%、「悪い」：0%であった。

[4] 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～』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）

[5] 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。

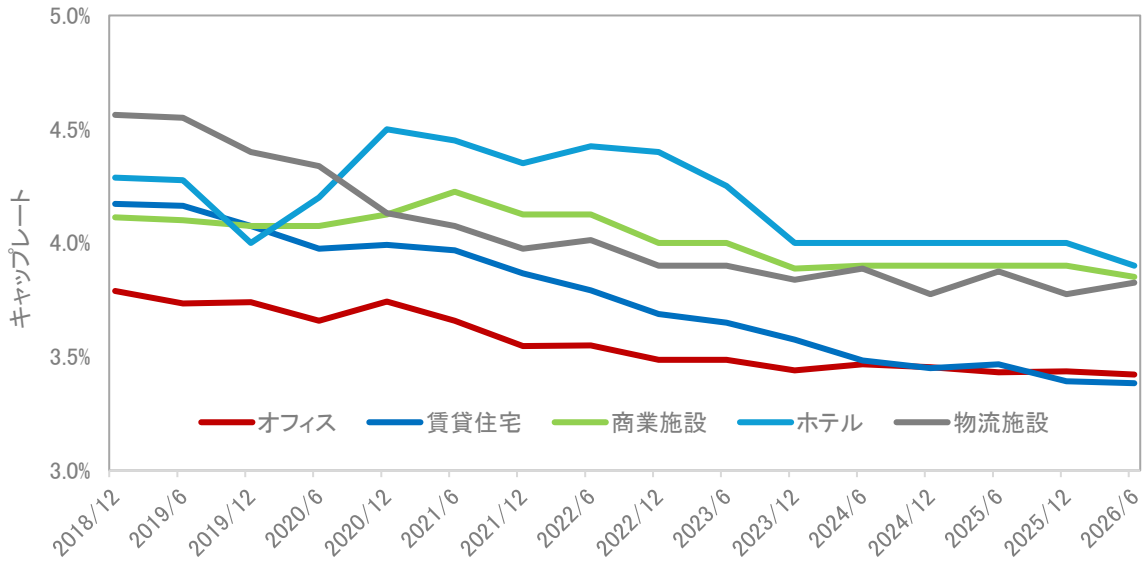
（2026年6月時点）では、2.67%とさらに上昇したが、今回調査においても不動産キャップレートには依然として上昇傾向がみられていないことがわかる。

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傾向はみられず、売却価格も堅調に推移

当該短期観測調査（2026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」：13%、「さほど厳しくない」：84%、「厳しい」：3%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、「さほど厳しくない」の回答割合が2%ポイント減少し、「厳しい」の回答割合が3ポイント増加している[6]。前回調査と比較すると、「緩い」及び「さほど厳しくない」の割合が減少し、貸出態度が「厳しい」とする回答者が増加したが、その割合は低いことから、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12月調査時点で14%ptであった同DIは、2026年6月調査時点では10%ptとなっており、下落傾向となっている。今回調査では「緩い」及び「さほど厳しくない」の回答割合が減少し、「厳しい」が増加したことにより、DIが下落している。しかしながら、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[7]。

足元の不動産売却価格については、前回調査に続き、上昇基調にあるとの回答が過半を占めている。具体的には、2026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」：53%、「もちあい」：47%、「下落」：0%である。前回調査（2025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」：54%、「もちあい」：46%、「下落」：0%である。今回調査では「上昇」が1%ポイントの減少、「もちあい」が1%ポイントの増加であり、前回調査から大きな変化はみられない。前回調査時点では、54%ptであった不動産売却価格についてのDIは、今回調査時点では、53%ptと僅かに下落しているものの、依然として、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：2026年12月予想）についてDIを作成すると、6%ptとなり、2026年6月調査時点のDI：10%ptに比して、下落するもののプラス圏を維持すると予想されている。一方、半年後の売却価格の予想についてDIを作成すると、前回値50%ptから48%ptと僅かに下落しているものの、プラス圏で推移する予想である[8]。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ことから[9]、今後の貸出態度DI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。しかしながら、貸出態度

---

[6] 前回調査（2025年12月調査）における同回答は、「緩い」：14%、「さほど厳しくない」：86%、「厳しい」：0%であった。

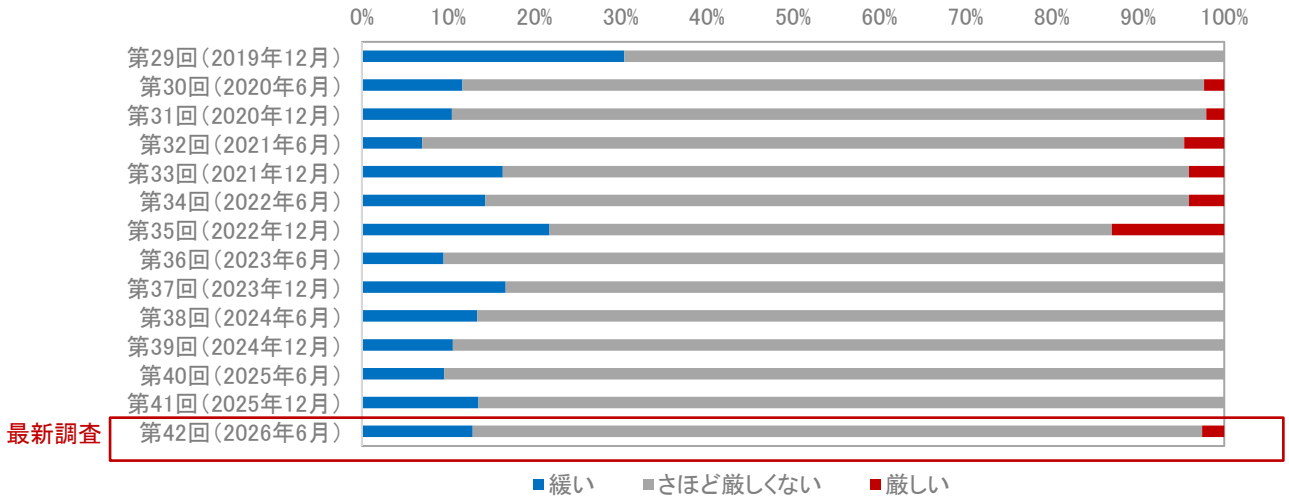
[7] 直近の短観調査においても貸出態度が「厳しい」とする回答は少ないが、貸出態度DIがマイナス圏で推移する際には、貸出態度が「厳しい」とする回答が多くなる傾向がみられることから、「さほど厳しくない」の回答割合が減少し、「厳しい」との回答割合が今後増加しないか否かについて定点観測することが重要になるであろう。

[8] 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。

[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。

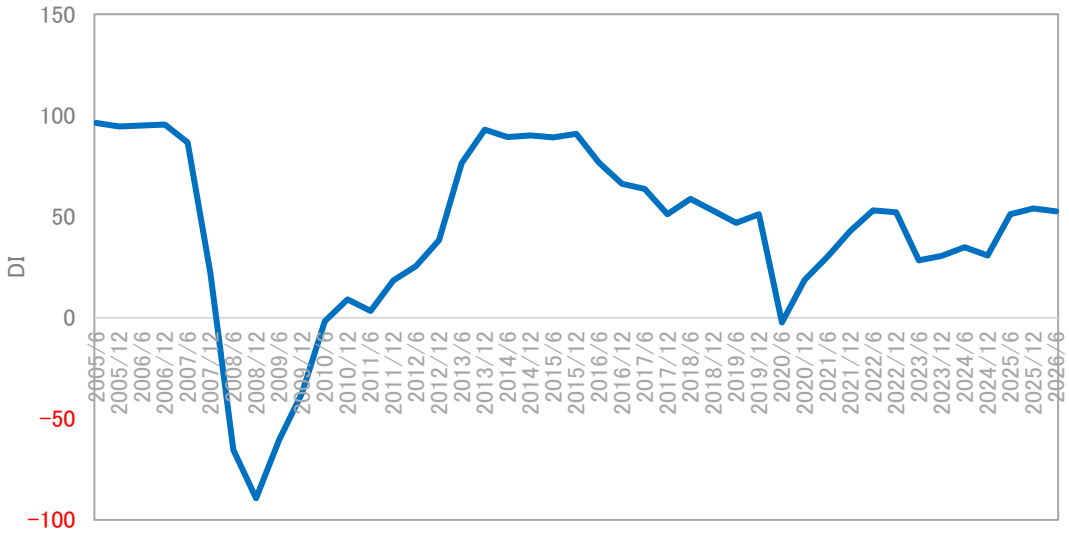
の先行きについて、「厳しい」とする回答割合が5%となっている点には、注意が必要であり、今後、当回答割合が増加しないか否かについて定点観測することが重要である[10]。

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

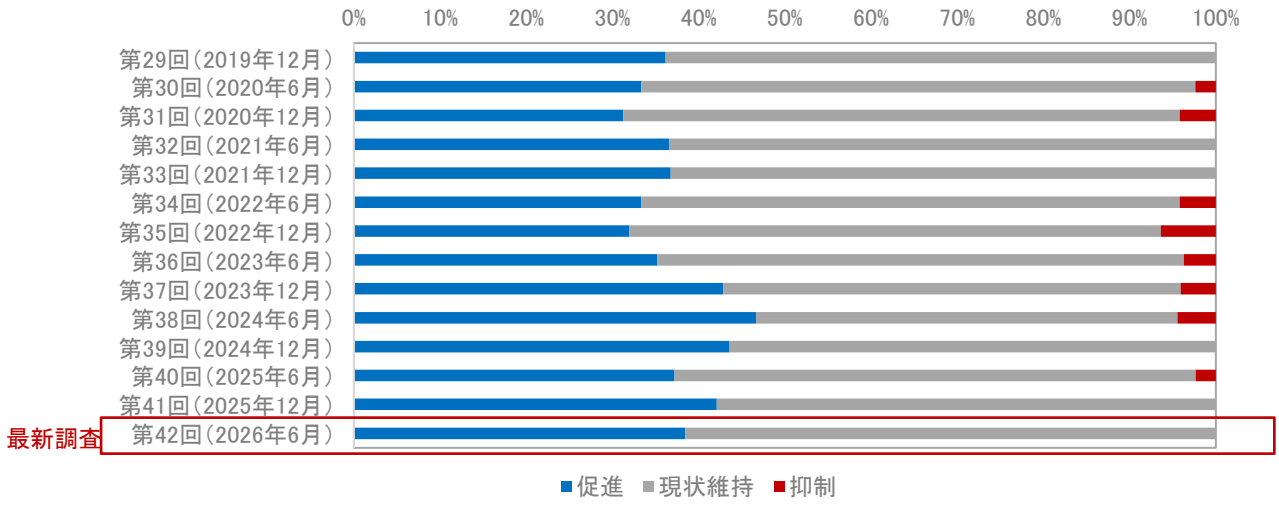
[10] ただし、今回調査においては、半年後の金融機関の貸出態度について、「厳しい」と判断している回答者は5%であり、低水準であることから、現在までのところ不動産投資家による金融機関の貸出態度の先行きについてのネガティブな見通しは、コンセンサスになっていないことが窺える。

3. 不動産投資スタンスは依然ポジティブだが、NOI 成長の持続可能性に注視

当該短観調査結果について、2026年6月時点における「今後半年間の投資スタンス」は、「促進」：38%、「現状維持」：62%、「抑制」：0%であった（図表5）。前回調査（2025年12月調査）時点における同スタンスは、「促進」：42%、「現状維持」：58%、「抑制」：0%であり、今回調査では「促進」が4%ポイント減少、「現状維持」が4%ポイント増加した。一方で、「抑制」とする回答者は前回調査と同様にみられていない。なお、「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12月）時点で42%ptであった同DIは、今回調査（2026年6月調査）時点で4ポイント減少し、38%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、好調を維持する可能性が高い。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12月時点）の予想値は、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（2026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、2026年6月時点における「半年後の10年物国債利回り」は、「上昇」：92%、「もちあい」：8%、「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が横ばいにな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、2026年6月であり、当該時点では、10年物国債利回りは既に2.67%の水準となっていた。2026年10月8日時点における10年物国債利回りは、3.08%の水準であり、最新調査時点からさらに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ESPフォーキャスト調査では、10月調査時点において、2026年12月末における政策金利のコンセンサスは、1.5%～1.75%、2027年6月末は、1.75%～2.0%、2027年12月末は、1.75%～2.0%となっている。

さらに、J-REIT市場の動向をみると、インプライドキャップレートの水準が不動産キャップレートを上回る状況にあるものの、両者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。

前回調査と同様に、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が続いており、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の期待成長の程度に依存するところが大きい。NOIの期待成長に関する見通しは、用途ごとに異なる傾向がみられる[14]ことから、こうした動向を定点観測することは、引き続き重要となってくる。

この点、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は、いずれの用途のNOIも成長すると予想されている（図表6）。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：46b.p.、賃貸住宅：103b.p.、商業施設：50b.p.、ホテル：50b.p.、物流施設：5b.p.となっており[15]、前回調査に続き、賃料上昇を背景として、オフィス、賃貸住宅のNOIの期待成長率が引き続き、高い水準にある。オフィスについては、前回調査比で、4b.p.程度の上昇がみられ、賃貸住宅については、前回調査時点で既に130b.p.程度のNOI期待成長率が予想されていたが、今回調査においても100b.p.を超える成長率となっている。

さらに、今回調査において、特徴的なのは、商業施設及びホテルといったオペレーショナルアセットについてもNOI期待成長率の上昇がみられる点にある。前回調査では、商業施設が15b.p.、ホテルが30b.p.であったが、今回調査では、両用途とも50b.p.程度の期待成長率となっている。期待成長率が高い予想になった理由のひとつとして、こうしたオペレーショナルアセットについても、新規賃料の上昇を通じた継続賃料との乖離等を背景として、入替や更新に伴う賃料の増加を享受できるようになってきた点があるであろう。

J-REITにおける商業セクターの賃料動向をみてもこうした傾向がみられ、商業施設において、テナント入替や既存テナントとの契約更新による賃料増額も確認できる。例えば、日本都市ファンド投資法人（2026年2月期）では、入替時賃料変動率：33.2%、更新時賃料変動率：3.2%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、野村不動産マスターファンド投資法人（2026年2月期）でも、入替時賃料変動率：14.5%、更新時賃料変動率：1.7%であり、ともに増額を維持している[16]。さらに、東急リアル・エステート投資法人をみ

---

[12] 足元におけるインプライドキャップレートの水準が、4.36%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、3.93%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9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] 前回調査におけるNOI期待成長率の用途ごとの変化については、㈱谷澤総合鑑定所『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～』を参照のこと。

[15] 不動産投資短期観測調査においては、今後10年間を見通したときのNOIの期待成長率の回答結果（中央値）が示されているが、本稿においては、当該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。

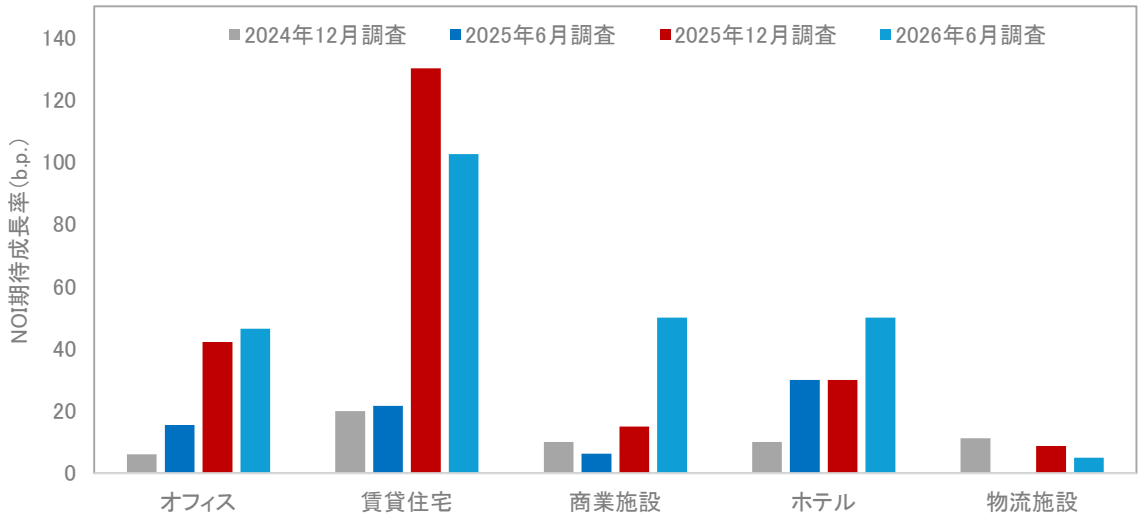
[16] これらは市場全体の賃料成長率を示すものではないが、契約見直しを通じた収入増加が実現していることがわかる。

ると、新規マーケット賃料と平均契約賃料との乖離率（ポジティブギャップ）は、2026年1月末で15.6%であったが、2026年7月末時点ではさらに拡大し、20.5%となっており[17]、特に、東京の都市型商業施設について、実際の増額改定に加え、既存賃料を上回る新規市場賃料への見直し余地も示されている。こうした例をみても、商業施設について、入替時及び更新時において賃料の上昇傾向がみられていることがわかる[18]。

また、ホテルについてみても、固定賃料の増額に加え、変動賃料の導入や算定条件の変更を通じて、運営業績の改善をオーナー収入に取り込む動きもみられている。例えば、ジャパン・ホテル・リート投資法人をみると、変動賃料等を導入したホテル（29物件）について、2026年における前年比増加率の予想をRevPAR：+4.5%、GOP：+6.1%としている。こうした動向をみても、足元における収益の改善に加え、契約更改による将来の賃料増加も具体化してきており、成長期待を支える材料となっていることがわかる。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、オフィス、賃貸住宅だけでなく、商業施設やホテルといったオペレーショナルアセットについてもこうした賃料上昇等を通じて、NOIの期待成長率が上昇している状況にある。

リスクフリーレートとされる10年物国債利回りのさらなる上昇が懸念されており、こうした上昇を前提とした場合、NOI成長の期待を維持できるかが、今後の不動産価格の動向における重要なファクターとなる。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の動向を注視し、その持続可能性について定点観測する必要がある。

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

[17] ただし、当数値は運用会社の査定に基づく値であることに留意。
[18] 商業施設を都市型・郊外型に分類すると、都市型商業施設の賃料上昇率は、郊外型に比して、相対的に高い傾向がみられており、当該短観調査においても都市型商業施設の NOI 期待成長率は、郊外型に比して高い傾向がみられている。

*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。