

金融環境の変化と不動産投資市場

—オフィス市場を中心に—

一般財団法人 日本不動産研究所 シニア不動産エコノミスト 吉野 薫
よしの かおる

不動産市場における金利上昇の顕在化

日本銀行は2016年9月からイールドカーブ・コントロール政策を導入してきたが、長期金利の上昇圧力が顕著になった2022年以降、長期金利の変動許容幅を徐々に拡大することで事実上長期金利の上昇を許容する姿勢に転じた。その後2024年3月にマイナス金利を解除するとともに長期金利の誘導目標も撤廃され、ここに2013年以降講じられてきた「異次元緩和」路線が終焉を迎えた。日本銀行は2024年7月、2025年1月および2025年12月にそれぞれ0.25bpsずつ政策金利を引き上げ、本稿執筆時点(2026年4月末)における政策金利は1998年の新日銀法施行以来最高の水準となる0.75%となっている。

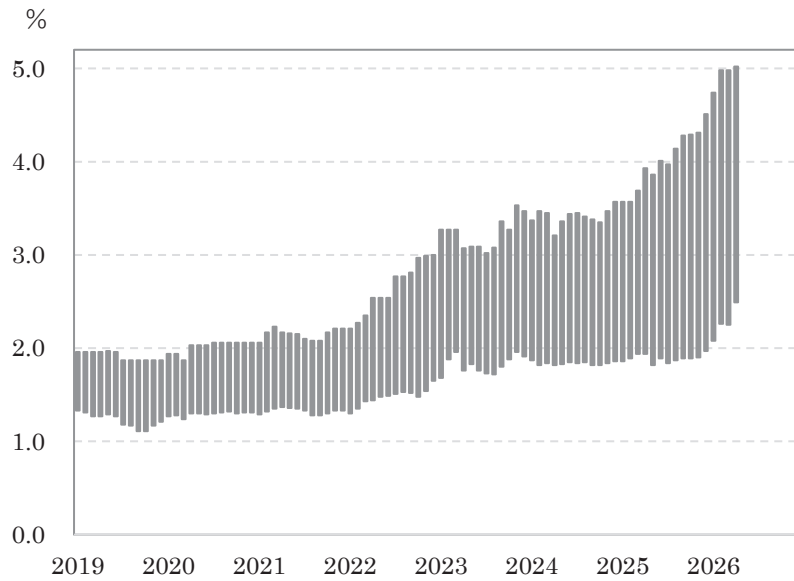
この間、長期金利の上昇も顕著であった。本稿執筆時点までに一時29年ぶりとなる2.5%台にまで至っており、2019年に記録した最低値(▲2.9%台)と比較すると5%ポイント以上上昇した計算となる。

これに呼応して、不動産市場が直面する金利水準も明確に上昇している。長期金利と連動する固定型住宅ローン金利は徐々にその水準を切り上げてきた(図表1)。また不動産業界において「金利が上昇した」ないし「今後金利が上昇していく」という認識が定着したことも明らかである。日銀短観における借入金利水準DI(不動産業)は、実績、予測ともに歴史的な高水準に至っている(図表2)

不動産投資市場参加者の金利上昇に対する警戒感も一頃と比べて強まったといえる。図表3-aおよび図表3-bは「不動産投資家調査[®]」で回答者に今後の不動産市場を取り巻くリスク要因・ネガティブ要因を尋ねた結果を示している。2時点の調査において設問の文言や回答者に示した選択肢が相異なるため直接比較できる訳ではないものの、2025年10月調査では6年前の調査と比較して「金利の上昇」を挙げる回答が非常に多いことが見て取れる。

しかしながら金利の上昇を経てもなお不動産投資市場は活況を保っており、不動産投資市場に変調の兆しがあるとは認めがたい。「不動産投資家調査[®]」が調査対象としているすべての都市ならびにすべてのアセットについて、今回の金利上昇局面で期待利回りが上昇に転じた例は見られない。図表4にいくつかの都市におけるオフィスの期待利回りの推移を例示したとおり、本稿執筆時点までに公表されている最新の調査(2025年10月時点)に至るまで期待利回りは低位に抑制されている。

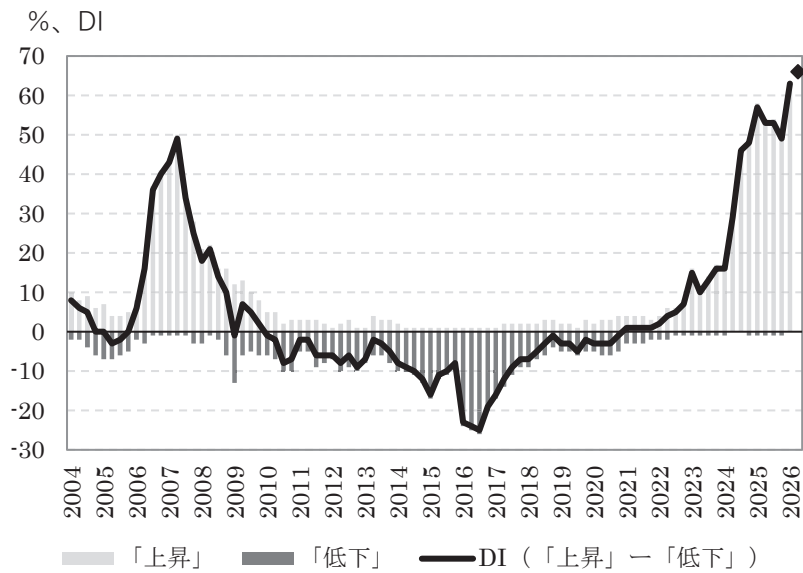
ここで、図表4に引用した「不動産投資家調査[®]」における期待利回りは、投資家が各都市の各アセットに対して要求するキャップレートの水準を、回答の中央値として示したものである。またキャップレートとは現時点で実現しうる賃貸運営からの純収益を物件の価格で除した値であり、不動産投資市場における相場観を示す指標としてしばしば参照される。「不動産投資家調査[®]」における期



注：借入期間が21年以上35年以下、融資率が9割以下、新機構団信付きの場合。

出所：住宅金融支援機構「【フラット35】借入金利の推移」

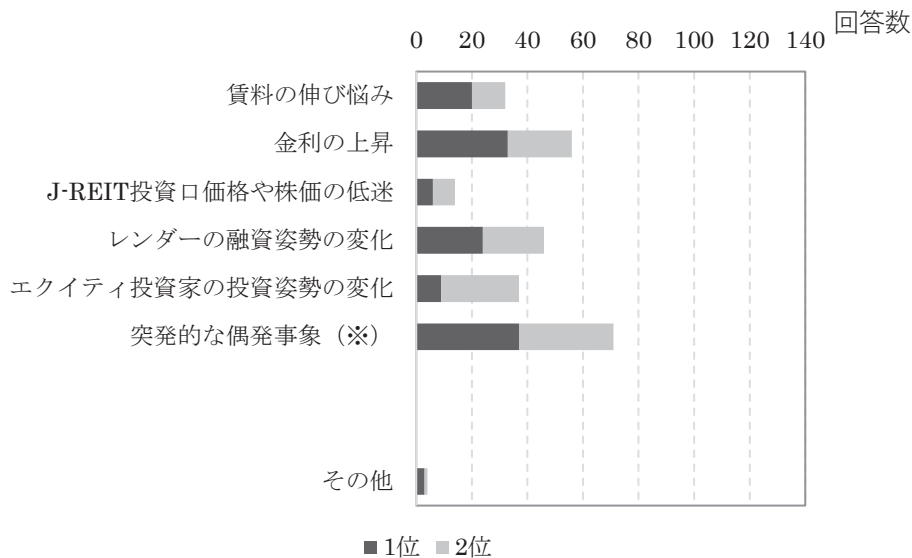
図表1：フラット35借入金利（最低～最高）



注：2026年第2四半期は同年3月調査時点の予測。

出所：日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

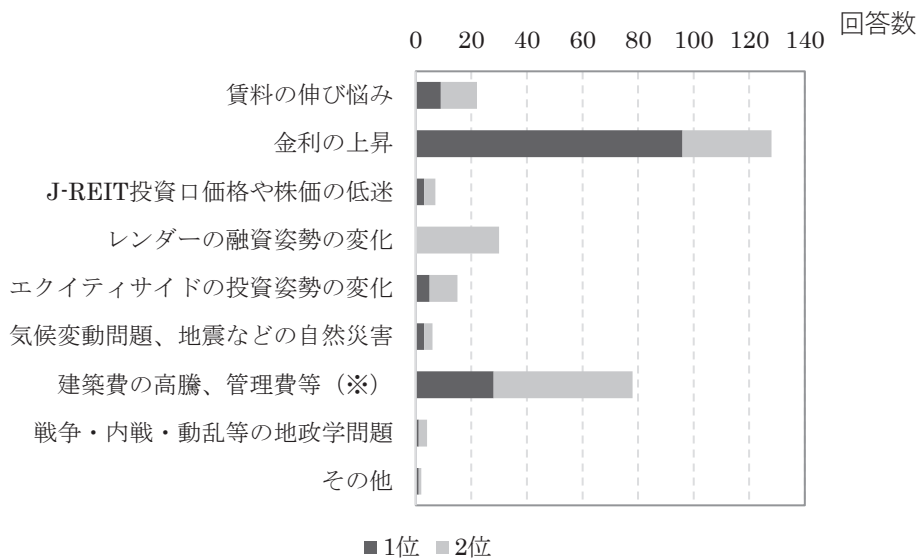
図表2：借入金水準DI（全規模・不動産業）



注：(※)は「突発的な偶発事象（政治や地政学上の問題、自然災害等）」。上位2位までを回答させた上での回答数。有効回答数は132。

出所：日本不動産研究所「第41回 不動産投資家調査®」（2019年10月現在）特別アンケート（I）

図表 3-a：日本の不動産投資市場を取り巻く今後のネガティブな要因（2019年10月）

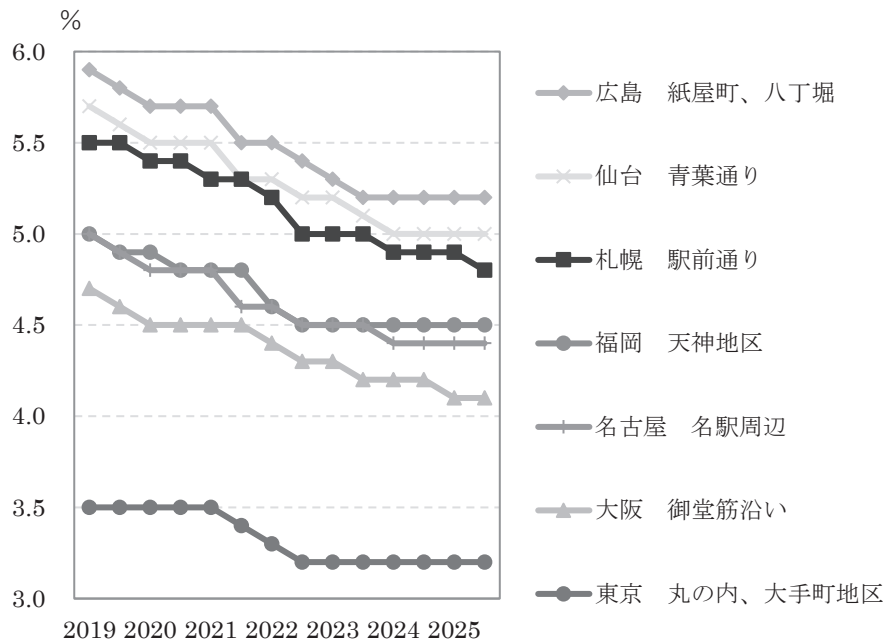


注：(※)は「建築費の高騰、管理費等ランニングコストの上昇」。

上位2位までを回答させた上での回答数。有効回答数は146。

出所：日本不動産研究所「第52回 不動産投資家調査®」（2025年4月現在）

図表 3-b：不動産投資市場の今後のリスク要因（2025年10月）



出所：日本不動産研究所「不動産投資家調査®」

図表4：オフィスの期待利回りの推移

待利回りがいまだ上昇に転じていないということは、不動産投資市場参加者の中心的な見方が悪化していないことを示唆する。

金利上昇下の不動産市況

理論上、キャップレートは「安全利子率+リスクプレミアム-純収益の期待上昇率」と分解することができる。このうち第1項である安全利子率の指標として政策金利を用いるにせよ長期金利を用いるにせよ、これが以前よりも高まったことは明白である。それでもなお期待利回りが低位に抑制されていることが正当化されるためには、リスクプレミアムが圧縮したか、純収益の期待上昇率が高まったか、少なくともいずれかが成り立つ必要がある。

実際にこれらの諸条件は成り立っている可能性

が高い。まずリスクプレミアムについて、個別の不動産市場に内在するリスクには様々なものがありえる中で、不動産市況とのかかわりにおいて重要なリスクは流動性のリスクであろう。この点、これまでに流動性のリスクが低下したとはいえこそすれ、高まったとは考えがたい。日本不動産研究所が投資用・事業用不動産の取引金額を集計・公表する「不動産投資市場調査」によると、このところ日本国内では半年で3兆円を超える取引が観察される。2025年上期(1月~6月)については、史上初めて4兆円を超えた模様である。2013年以降の「量的・質的金融緩和」以降、おおむね半年で2兆円強の取引がみられた時期から比べても、足下の不動産投資市場の流動性が高まった(すなわち流動性のリスクが低下した)可能性が高い。国土交通省「不動産価格指数」に付随して公表さ

れる取引件数や、同じく国土交通省がとりまとめる住宅取引指数、さらには法務省の登記統計等を参照しても、金融環境の変化以降、不動産の取引が減退した傾向は観察されない。流動性のリスクは低位のまま抑制されていると理解するべきであろう。

ここで、不動産市場の流動性が維持されるための前提条件として、不動産市場におけるファイナンスのアクセシビリティが保たれていること、端的には金融機関の不動産融資姿勢が積極的であることが求められる。金融機関の貸し渋り・貸し剥がしが生じると、不動産投資市場に売り急ぎが蔓延して市場の健全な価格形成機能を毀損し、結果的に不動産の流動性が損なわれる。

図表5のとおり、日銀短観における金融機関の貸出態度DIは一貫してプラスの領域に保たれている。DI値自体はすでにピークアウトしているものの、金融機関の貸出態度が「厳しい」と認識する企業の割合が増加に転じた様子はなく、総じて不動産に対する金融機関の貸出態度は緩いままといえる。不動産業向け貸出残高も増勢を維持しており、量的にみても不動産ファイナンスは潤沢である。不動産業向け設備資金の新規貸出についても、四半期ごとに多少の振れは伴いつつも、金融環境の変化の過程で傾向的に縮小している様子はない。こうした状況を勘案すれば、不動産市場におけるファイナンスのアクセシビリティがリスクプレミアムの上昇の抑制に寄与していると理解して差し支えない。

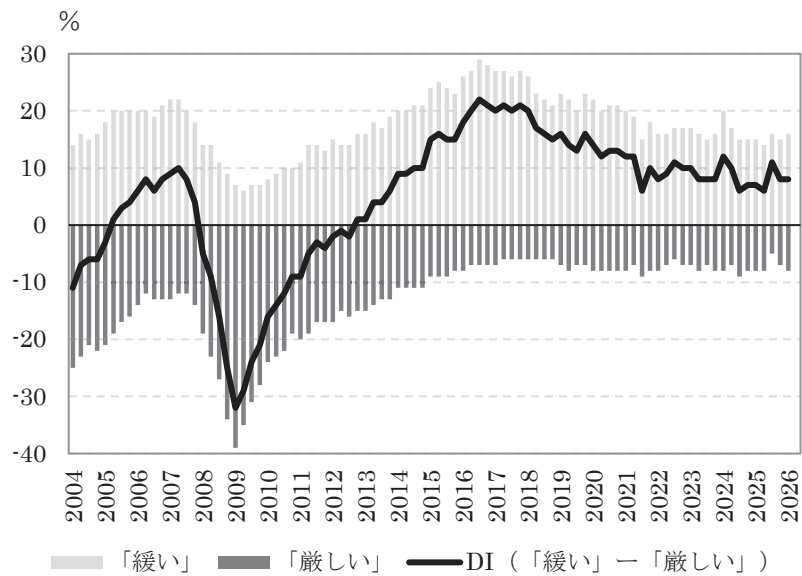
純収益の期待上昇率が高まった様子も認められる。「不動産投資家調査[®]」は先行きのオフィス賃料に対する不動産投資市場参加者の中心的な見通しを集計している。これによると、2024年10月調査時点では先々にかけて賃料が上昇するとの見方は生じていなかった。しかし2025年4月、2025年10月と調査回を経るごとに、先行きの賃料の見通しが好転していることがわかる（図表6）。現在

のところすべての調査対象都市において賃料上昇見通しが顕在化するには至っていないものの、これまでに賃料に対する楽観が萌芽し、それが徐々に強まっていることは、不動産投資市場で観察されるキャップレートの抑制に寄与していると考えられる。

日本における前回の利上げ局面と米国における今回の利上げ局面

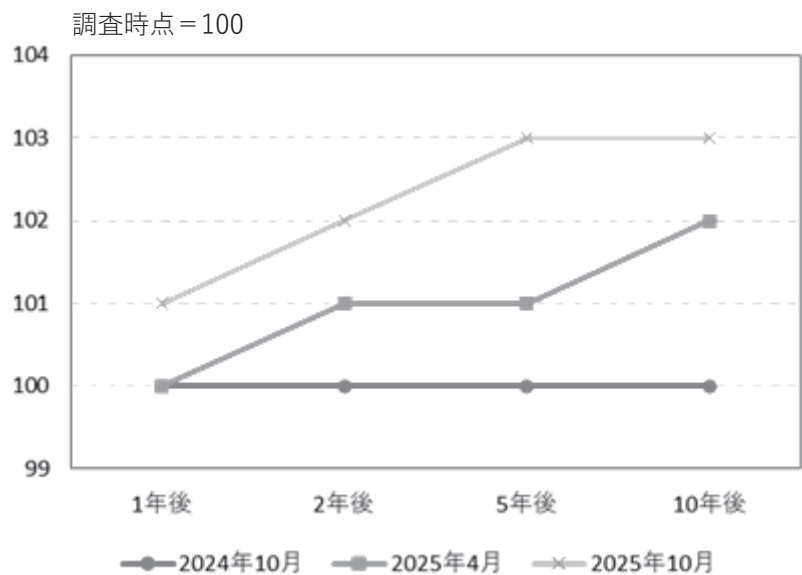
日本における前回の利上げ局面は、2006年7月と2007年の2月の政策金利の引き上げであった。一方で「不動産投資家調査[®]」において期待利回りが当時のボトムを画したのは2007年10月時点の調査であったため、2度の政策金利の引き上げは期待利回りの低下局面にあった。すなわち前日も政策金利の引き上げと不動産の利回りの低下が一時期共存したことになる。この時期を回顧すると、不動産市場における借入金利が上昇するも金融機関の貸出態度の緩さが保たれ、かつ賃料の上昇期待が強まっていたことが観察される。日銀短観によると、当時も借入金利水準DIがプラスに転じるも貸出態度DIのプラスが保たれていた（図表7）。一方で図表8のとおり、この時期もオフィス賃料の先行きに対する投資家の見方は好転していた。この時期の経験に鑑みても、現在の金融環境の変化のもとで不動産市場に特段の変調を来していないことを訝しむには及ばない。しかし、その後の金融危機において不動産市場における流動性が枯渇し、リスクプレミアムは跳ね上がったものと解される。また実体経済の急激な悪化により賃料上昇期待はその実現を待たずして剥落した。これらのことが不動産市況の著しい悪化を引き起こしたのである。

また日本に先んじて政策金利の引き上げに着手した諸外国の例から教訓を得ることも有益であろう。ここでは2022年3月から利上げを実施した米国における不動産市場の動向を振り返る。「国際不



出所：日本銀行

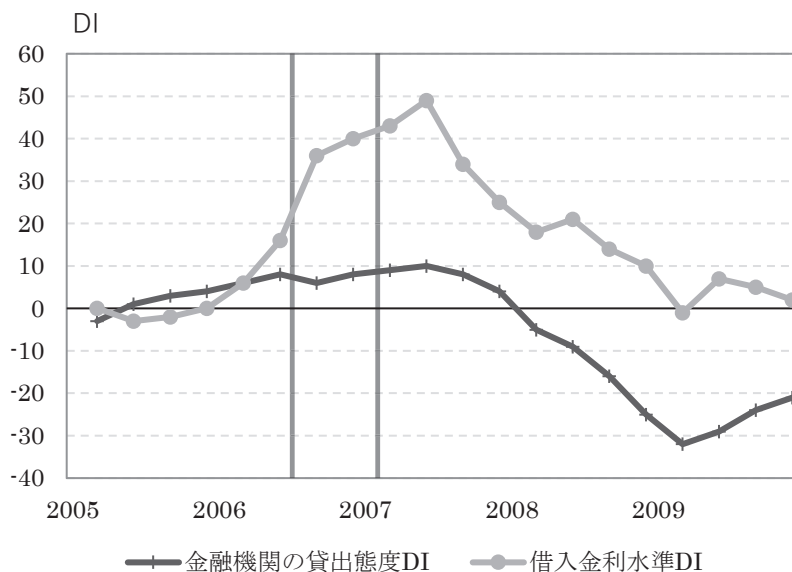
図表 5：金融機関の貸出態度DI（全規模・不動産業）



注：回答の中央値を表示。

出所：日本不動産研究所「不動産投資家調査®」

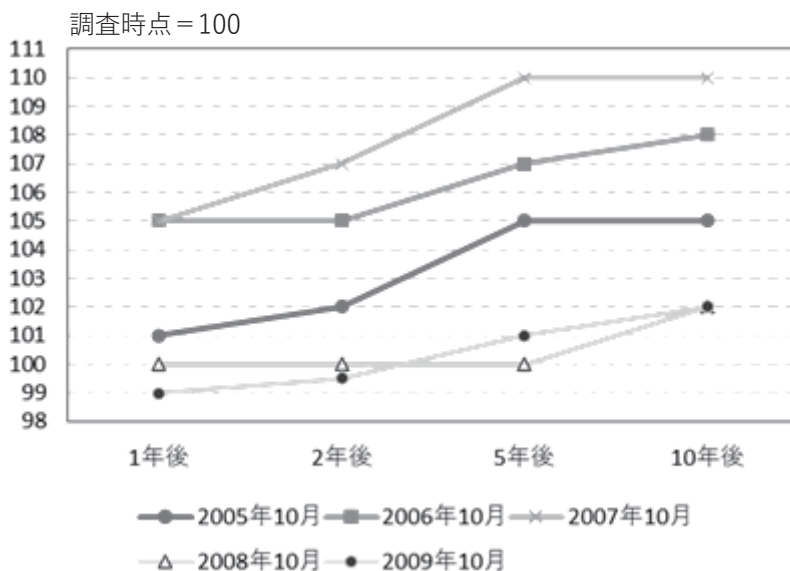
図表 6：東京（丸の内、大手町地区）のオフィス賃料の見通し



注：縦線は政策金利が引き上げられた月を示す。

出所：日本不動産研究所「不動産投資家調査®」

図表 7：2005 年～09 年の借入金利水準 DI と貸出態度 DI（全規模・不動産業）



注：回答の中央値を表示

出所：日本不動産研究所「不動産投資家調査®」

図表 8：東京（丸の内、大手町地区）のオフィス賃料の見通し（2005 年～09 年頃）

動産価格賃料指数」によると、ニューヨークのオフィスのキャップレート（NOI 利回り）は2023年4月調査から上昇に転じた（図表9）。この時期における上級融資担当者調査の結果を辿ると、政策金利の引き上げから程なくして銀行の融資姿勢の硬化が生じていたことがわかる（図表10）¹。このように米国のオフィス市場ではファイナンスコストの上昇とファイナンスのオペラビリティの低下が同時に進行するもて不動産市況にも悪影響が生じた。折しもコロナ禍以降の米国では在宅勤務（WFH、work-from-home）の普及とホワイトカラー層のオフィス回帰の鈍さから、オフィス賃貸市況の先行きに対して慎重な見方も根強かった。これらの状況が複合する形で不動産市況が調整局面に至ったという。ファイナンスのオペラビリティの潤沢さに起因する流動性の維持と賃貸市況の改善に対する期待感の醸成が両立している日本において、米国で観察されたような市況の調整が生じるおそれは差し迫っているとはいえない。

オフィス賃貸市場の見通し

オフィスをはじめとする事業用不動産の床に対する実需は主に企業の業容拡大意欲によって支えられる。また企業の業容拡大意欲は、マクロ経済統計上は企業の設備投資として顕在化する。これまでの経験則に照らすと、オフィスの空室率と企業の設備投資動向との間には負の相関関係が観察される。図表11に示した散布図ではそれなりに散らばりが大きいものの、近似直線から上方に大きく外れた点の多くがコロナ禍直後の時点のものであり、その特殊要因を除けば両者の相関関係はより一層明確となる。

本稿執筆時点において企業の業容拡大意欲が衰

えた証跡はないため、今後もオフィス賃貸市場における需要は底堅く推移するものと想定される。例えば日銀短観によると、2026年3月調査時点における2026年度の設備投資計画は前年度比プラスとなっている。設備投資計画の典型的な修正パターン（例年、3月調査が低めに出て6月～12月調査が高めに出ることが一般的である）に照らせば、2026年3月時点において企業の業容拡大意欲は根強いものと解釈できる。

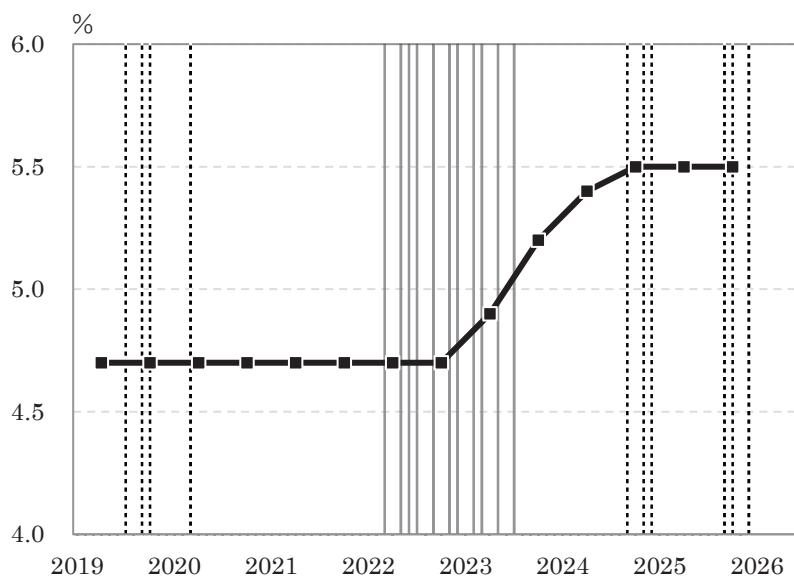
今後オフィスの新規供給が絞られていくであろうことも、先行きのオフィス賃貸市況の追い風として意識される。これまで建築費の上昇に歯止めがかかっていない。建築資材価格の高止まりは続いており、例えばセメントや生コンクリートの価格は歴史的な高水準にある。2021年の「ウッドショック」で急騰した木材価格は、その後下落に転じたものの、足下では下げ渋っている。このところ下落基調にあった鋼材価格も再び上昇に転じる兆しを見せている。さらには中東情勢の混乱に伴うエネルギー・石化製品関連の供給制約は、建築資材価格の一段の押し上げを引き起こしかねないと警戒されている。もとより就業者の高齢化が進行している建設業では労働需給の逼迫が慢性的な課題である。政府が建設業界における待遇改善に注力していることも相まって、建設労務費が今後も上昇圧力に晒されることは必至である。このような状況下においては、不動産開発事業者は建築費が今後も高騰ないし高止まりすることを前提として、高い収益性が見込める案件を厳選して取り組まざるを得ない。

現に着工の動きは鈍っている。2025年の全国の建築着工床面積は62年ぶりに1億㎡を下回った。このうち民間・事務所の着工について着目すると、2025年度は415万㎡（前年比▲10.6%）に留まり、少なくとも直近21年間で最低の水準となった（図表12）。

このように、需給両面の要因から、当面はオフィス賃貸市場の改善が継続する可能性が高い。

なお2025年度の民間・事務所着工の減少は東京都の寄与によるところが大きかった。事務所の着

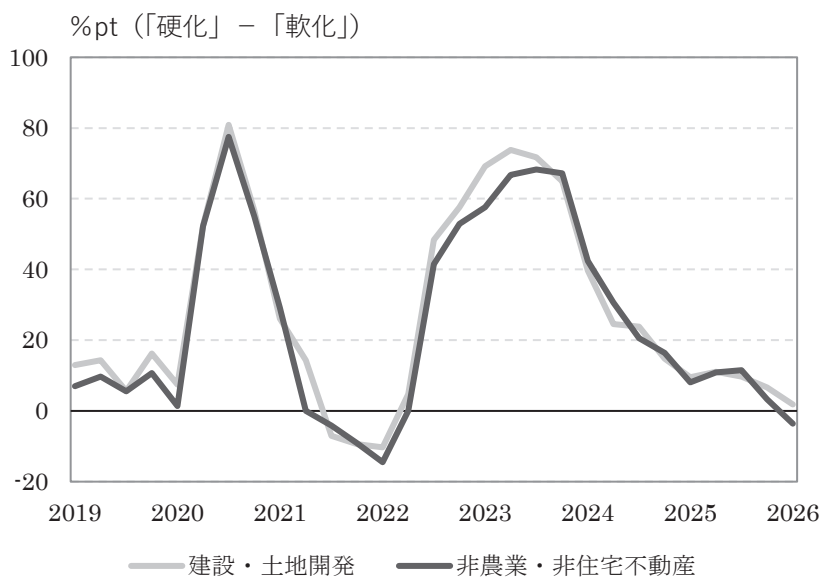
¹ 米国の上級融資担当者調査は前回調査（前四半期）と比べて融資姿勢が硬化したか軟化したかを尋ねるものである。したがって指数がプラスであることは「前回調査よりも融資姿勢が硬化したと認識する融資担当者が相対的に多い」ことを意味する。指数のプラス幅の縮小をもって融資姿勢が軟化に転じていると解釈すべきではない（指数がプラスである限り融資姿勢の硬化が進行していると解釈すべき）ことに留意されたい。



注：NOI利回りは調査対象3物件平均。縦点線は政策金利が引き下げられた月、縦実線は政策金利が引き上げられた月を示す。

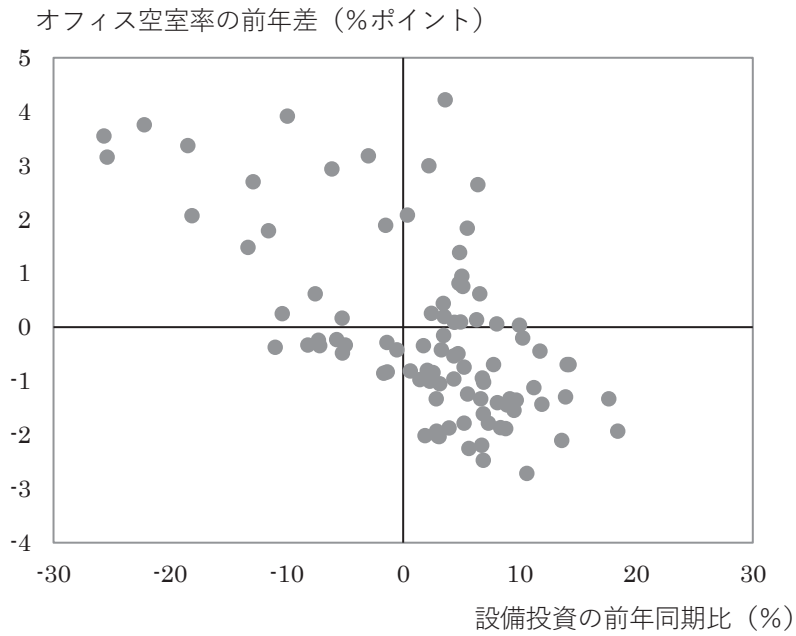
出所：日本不動産研究所「国際不動産価格賃料指数」、Federal Reserve Board

図表9：ニューヨークのオフィスのNOI利回りと米国の政策金利の調整



出所：Federal Reserve Board

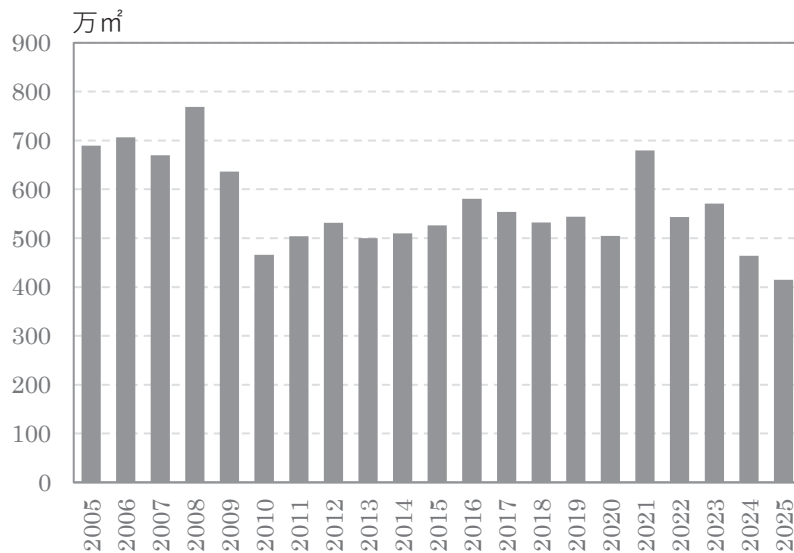
図表10：米国における商業用不動産向け融資姿勢（上級融資担当者調査）



注：設備投資はソフトウェアを除く設備投資（全規模、金融保険業を除く全産業）、オフィス空室率は各四半期末月の「平均空室率 (%)」。

出所：三鬼商事「オフィスマーケット」、財務総合政策研究所「法人企業統計」

図表 11：企業の設備投資と東京ビジネス地区のオフィス空室率
(2003年Q1～2025年Q4)



注：横軸は年度。

出所：国土交通省

図表 12：民間・事務所の着工床面積（全国）

工の減少が全国的な傾向であると結論づけるためには今後のデータを見極める必要がある。

一方、オフィス賃貸市場を巡る不透明感は根強い。上記のとおり、中東情勢に起因するエネルギー価格の高騰や化学品の供給不安は目下の懸念材料である。また、かねてからの投資財価格の上昇や人材獲得の困難さによって企業が縮小均衡的な経営判断に陥り、波及的に事業用不動産の需要を減退させるという経路も意識される。

とりわけ労働供給に関しては局面の変化にさしかかっている可能性が否めない。日本においてはコロナ禍の一時期を除き、これまでほぼ一貫して就業者数が増加基調を辿ってきた。女性や高齢者からの労働供給がその受け皿となっていたものと考えられる。しかし人口減少が本格化しつつある日本において、追加的な労働供給にはいずれ限界が訪れる。「労働力調査」によれば、足下で非正規の雇用者数が前年を下回る月も目立ってきた（図表 13）。これは新規の労働供給が枯渇しつつあることを示しているのではないかと、筆者は危惧している。もしこの危惧が正しいとすれば、今後企業は生産要素としての労働力を拡充するために、労働者の数の増加ではなく労働生産性の向上を図る必要がある。多くの企業がこの転換を指向するならば、生産性を高める基盤としてのオフィスの重要性は今後一層高まることになろう。逆に多くの企業がこの流れに乗り遅れるとすれば、企業は労働力不足を克服しかねて業容拡大を断念せざるを得なくなり、結果的にオフィス需要の減退にも繋がりがかねない。

J-REIT 市場における懐疑

2025 年末の東証 REIT 指数は前年末比+360.56 ポイント（+21.8%）の 2013.50 に至った。通年で上昇を遂げたのは 2021 年以来であり、J-REIT にとって久しぶりに明るい一年となったといえる。

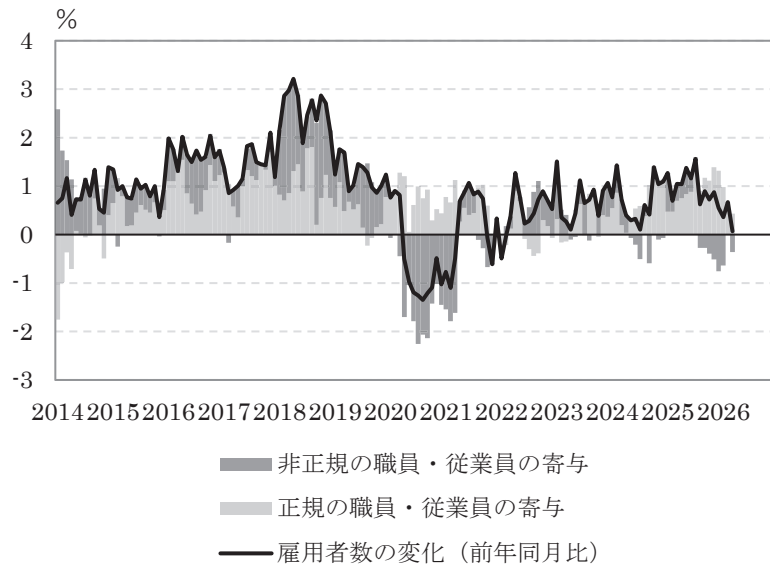
金融商品としての J-REIT の特徴について、不動産証券化協会が「インカム収益も踏まえた投資成果に着目することが重要」²と説明しているとおり、J-REIT は分配金利回りの厚みが魅力の商品である。それゆえに、安全資産の利回り（典型的には長期金利）が上昇するもでは J-REIT の魅力が相対的に減ずることになる。多くの投資法人が長期金利に連動する固定型のローンでデットを調達していることも、金融市場が J-REIT と長期金利との逆相関を連想しやすい要因となる。

現に 2022 年から 24 年にかけて、長期金利の上昇と J-REIT 市況は逆相関を辿った。しかし 2025 年は長期金利のさらなる上昇と J-REIT 市況の改善が共存した（図表 14）。これは金融市場が要求する分配金利回りが切り下がる形で J-REIT 投資口価格の上昇を遂げたものであり、分配金利回りと長期金利の差は一時 2007 年以来となる薄さになってまで圧縮した。将来的なインカム収益の積み増しを事前に織り込む格好で J-REIT が買い進まれたものと解釈できる。

もっとも J-REIT の割安感が完全に解消されたとは言いがたい。市場全体の NAV 倍率（証券市場で形成される J-REIT の時価総額を、J-REIT 各銘柄が保有する不動産の鑑定評価額に基づく純資産額で除した値。株式市場における PBR に相当する指標。）は一貫して 1 倍を割り込んだままであった。このような状況では J-REIT が証券市場から調達した資金を不動産の取得に充てるという投資行動の合理性が低下する。2025 年の J-REIT による資金調達を振り返ると、4 年ぶりとなる新規上場（IPO）が明るいニュースとなった他は、公募増資（PO）ならびに投資法人債の発行件数は極めて低水準であった。

この状況下では J-REIT の外部成長（保有物件の積み増し）もおぼつかない。2025 年の J-REIT による物件の取得金額は前年を下回り、かつ売却金額が過去最高に至ったことから、各銘柄は物件の

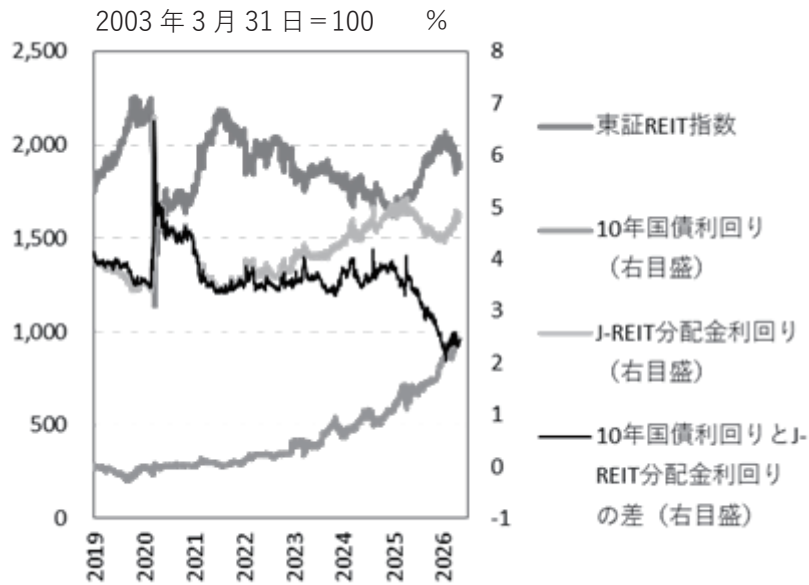
² J-REIT.jp ウェブサイト (<https://j-reit.jp/study/foundation/04.html>)



注：役員を除く雇用者数。

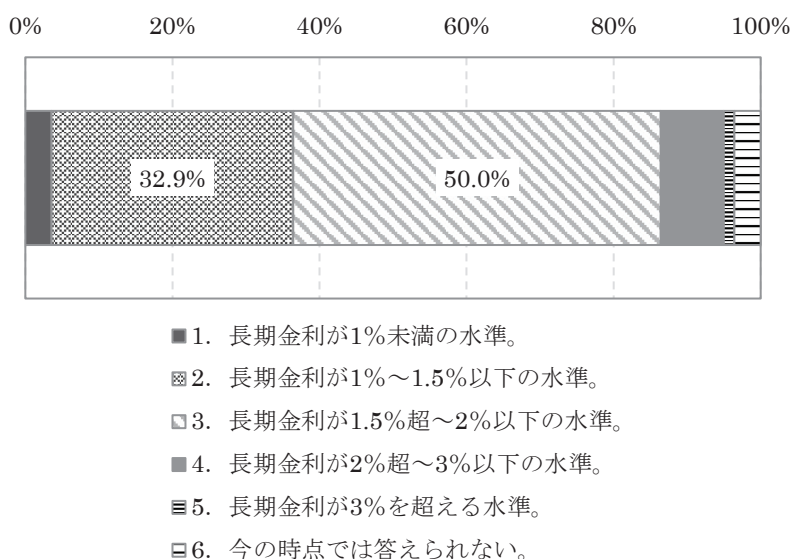
出所：総務省「労働力調査」

図表 13：雇用者数の変化（前年同月比）と雇用形態別寄与度



出所：Bloomberg

図表 14：東証REIT指数と10年国債利回り



注：有効回答数は140。

出所：日本不動産研究所「第52回 不動産投資家調査®」（2025年4月現在）

特別アンケート（I）

図表15：「2027年3月末における長期金利の水準をどのように予想していますか。」

追加ではなく入れ替えによって利回りを作ろうと苦心しているものと見受けられる。とりわけオフィスに限れば、2025年は前年に引き続いて売却の多い1年となった。

このまま J-REIT の割安感が解消に向かって外部成長の機会が増えるよう期待されていたところではあるが、2025年秋以降は一層の長期金利の上昇が嫌気され、NAV 倍率が1倍を超えることなく J-REIT 市況は頭打ちとなった。長期金利の上昇を補うだけのキャッシュフローの増加（賃料の上昇）を証券市場が確信するに至っていないことを示唆している。この状況を打破するには、賃貸市場の改善に対する証券市場の信頼感を今一度獲得する必要がある。そのために求められるのは、不動産賃貸市場が実際に賃料増額に成功し続けることに他ならない。賃料増額の実績が適恰的に証券市場の

期待に働きかけるというプロセスを作動させる必要がある。

さもなくては現在生じているような J-REIT 市況の頭打ちが、不動産投資市場の調整局面入りの前兆となりかねない。先述のとおり、前回の不動産投資市場の回復局面において、「不動産投資家®」で観測される利回りのボトムは2007年10月調査であった。その一方、J-REIT 市況がピークに至ったのは2007年5月であって、不動産投資市場のピークアウトを半年程度先行したことになる。本稿執筆時点では、東証 REIT 指数の直近のピークは2026年1月16日の2067.93ポイントであった（終値ベース）。これが真に不動産投資市場の調整の前触れになると確信すべき証跡は今のところ見当たらないが、証券市場の懐疑を真摯に受け止めることは無益ではないだろう。

総括：今後の着目点

日本においては国内民間部門における貯蓄が潤沢であり、これが間接金融を通じて資金需要主体に融通されている。この点は一国全体が資金需要主体である米国とは異なる。金利上昇局面において金融機関間の預金獲得競争は激化するものと予想されるものの、金融危機時のように金融・資本市場の機能が損なわれるような事態が生じない限りにおいて、マクロ全体で不動産ファイナンスの目詰まりが生じる可能性は低いであろう。

そうならば、金利の上昇ペースとの見合いにおいて十分な賃料上昇期待が形成されるか否かが今後の不動産市況を見通す鍵となる。オフィスについては、さしあたり賃貸市況の改善が続くと見込まれる中、適恰的に賃料上昇期待が形成されやすい地合にあることは安心材料である。しかし何らかの要因で賃貸市況が調整局面に至った際に、それでも中長期的な賃料上昇期待が維持されるのか否かが重大な分水嶺となる。一般物価の“ノルム”が変化していると指摘されていることと同様に、不動産市場における賃料の“ノルム”も変化しているのであるか。これまでに筆者は「賃貸借契約において物価連動条項を組み込んでいる」「普通借家契約においても契約更新時に賃料増額を受け入れるテナントが増えている」といった伝聞情報に触れており、これらはいずれも“ノルム”が変化しつつあることを象徴する現象といえよう。来たるべき賃料調整局面に至る前にこのような商慣行をなるべく多く積み重ねておくことが、中長期的な賃料上昇期待の醸成と維持に寄与するであろう。

金利水準が不動産投資市場の想定を超えるペースで上昇することも、金融環境の変化における不動産市況の安定を脅かす要因となりえる。現に2025年の長期金利の上昇は投資市場関係者の想定を超えていた。2025年4月の調査時点では、2027年3月末の長期金利水準として、「不動産投資家調査^⑧」の回答者の大半が1%台をイメージしていた（図表15）。実際には本稿執筆時点までに長期金利は一時2.5%を超える水準に至っており、トッ

プクラスの投資用不動産のキャップレートとの利回り格差は消失している。このような状況が正当化されるのは、ひとえに不動産の純収益の伸びしろがあるからに他ならない。万が一賃料上昇期待が十分に醸成されないまま、国債金利の上昇が進行することとなれば、このような状況は徐々に正当化されづらくなるであろう。この点において筆者は政府の財政政策の行く末を憂慮している。財政再建に向けた政府の意思や能力に対する国債市場の信認が低下すれば、長期金利は一層切り上がるであろう。財政政策による物価対策が却ってインフレの高止まりを招いて将来的に日銀が強い金融引き締めを講じざるを得なくなる、という連想も、長期金利のさらなる上振れに作用しかねない。国民生活の安定はもちろんのこと、不動産市場の安定のためにも、ぜひとも政府には穏当な財政政策を堅持するよう期待したい。