

# 不動産マーケットリサーチレポート

VOL.295

2025.12.23

三菱 UFJ 信託銀行 不動産コンサルティング部

不動産マーケットリサーチレポートでは注目されているトピックスを中心に、不動産マーケットの様子を分析していきます。

## 金利上昇がキャップレート及び不動産価値に及ぼす影響の再考

- ・ 政策金利が引き上げられた後も、金融市場における金利の先高観は根強い
- ・ 中期的なインフレ期待や経済成長期待に対し、金融市場はなお織り込み不足の可能性も
- ・ 不動産価値への悪影響も懸念される中、キャッシュフローの成長性を高める施策が重要

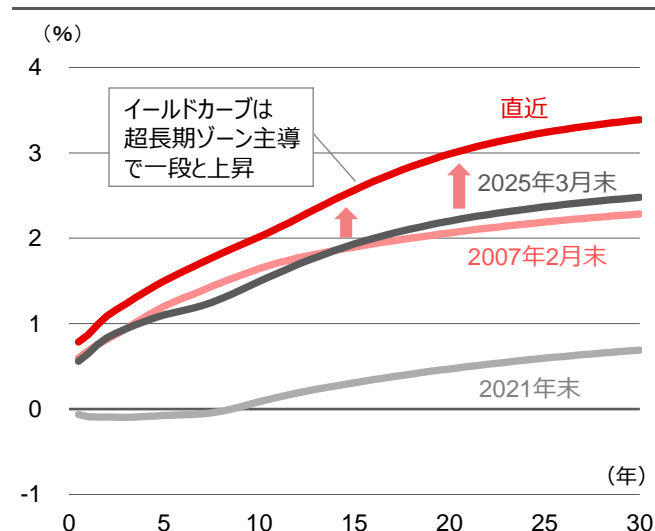
### 政策金利が 0.75%に引き上げられた後も、金融市場における金利の先高観は根強い

2025 年 4 月に発行したレポート「金利の期間構造の正常化が不動産投資収益に及ぼす影響」では、金利が世界金融危機前の水準にまで戻ってきた時点で不動産市場への影響を分析したが、その後、イールドカーブは更にベア・スティープ化している（図表 1）。日本銀行が 0.75%への利上げを決定するなど、当時より一段と金利が上昇した足元の状況を踏まえ、現在の金利環境から推察されるキャップレートと不動産価値への影響を改めて考察する。

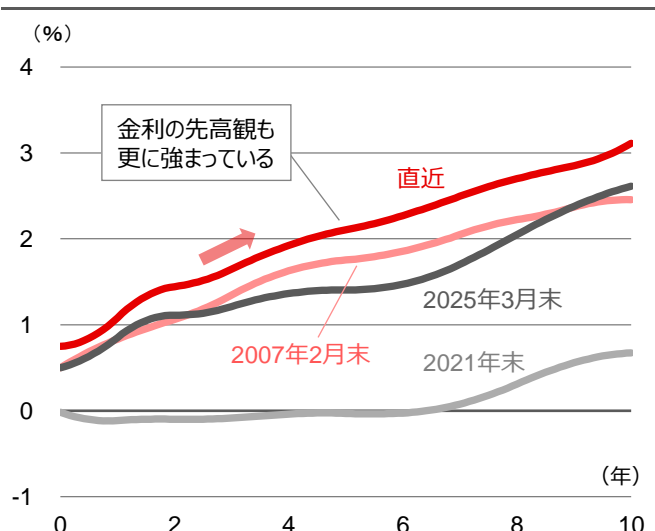
### 中期的なインフレ期待や経済成長期待を勘案すると、金融市場はなお織り込み不足の可能性も

固定金利の基準となる国債金利は、2021 年末時点に比べて満期 5 年のところで 1.6%ポイント程度上昇している。変動金利の基準となる政策金利は 0.75%に引き上げられたが、足元の日本国債のイールドカーブはこの先の追加利上げも相応に見据えた価格形成となっている（図表 2）。5 年先スタートのインプライド翌日物金利、すなわち 5 年後の政策金利に関する市場の期待は、2%を超え、タームプレミアムを考慮しても、今後 5 年で 3~4 回の追加利上げは織り込まれていると考えられる。

図表 1: 日本国債のイールドカーブ



図表 2: インプライド翌日物金利の期間構造



出所 財務省資料等を基に三菱 UFJ 信託銀行作成

注 1. 日本国債の主要年限毎の最終利回り等を基に割引ファクターを満期のスプライン関数と仮定して期間構造を簡易的に推計。

2. インプライド翌日物金利は日本国債の瞬間フォワードレートとして計算。

人をつなぐ。未来をつなぐ。

三菱UFJ信託銀行

世界が進むチカラになる。



一方、過去において短期金利の操作が金融政策の主な手段であった 2006 年から 2013 年頃の時期、特に世界金融危機の起こる前は、5 年先スタート翌日物金利は中期的な名目成長率見通し並みの水準で推移していた（図表 3）。インフレ環境の定着もあり、中期的な物価見通しは 2% 台半ば、名目経済成長率の見通しは 2% 台後半に上昇していることを勘案すると、足元のフォワード金利はなお低く、先行きの利上げに対する市場の織り込みは不十分とも解釈できる。

## 「不動産投資のリスクプレミアムーキャッシュフロー成長期待」は 1% 台まで切り下がるか

不動産のキャップレートを、

$$\text{キャップレート} = \text{割引率} - \text{キャッシュフロー成長期待}$$

$$\text{割引率} = \text{リスクフリーレート（国債利回り）} + \text{不動産投資のリスクプレミアム}$$

と捉えると、キャップレートと国債利回りの差（スプレッド）は、不動産投資のリスクプレミアムからキャッシュフロー成長期待を引いたものとして説明できる。

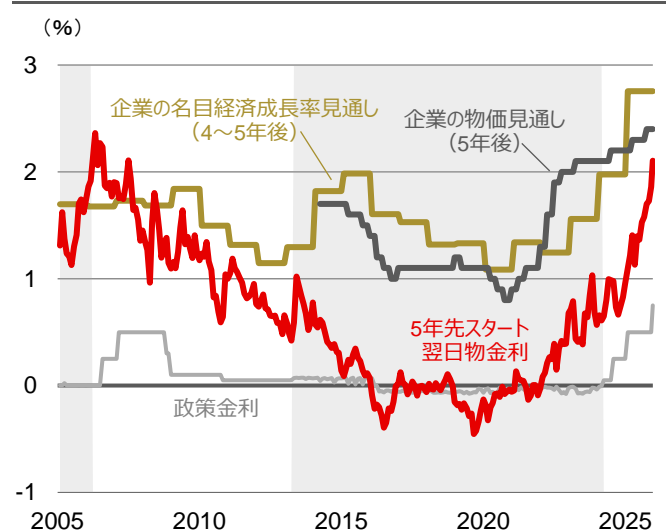
J-REIT の投資口価格から推計されるインプライド・キャップレート<sup>1)</sup>は、全銘柄ベース<sup>2)</sup>で 4% 程度の水準で推移している（図表 4）。この間、5 年国債利回りが 1.5% 程度に上昇してきたことで、全銘柄のインプライド・キャップレートと 5 年国債利回りのスプレッドは 2% 台に低下しており、2007 年に一時 2% 台前半にまで低下した頃の状況に近付いている。厳密には J-REIT のポートフォリオ構成の変化を加味する必要があるものの、REIT 投資家が織り込む不動産投資リスクプレミアムが金融危機前の最低水準に近付いたことを示唆する。

足元のイールドカーブに織り込まれるフォワード 5 年金利は、この先 5 年間で 1% ポイント程度の上昇を示している。その上、仮に足元の利上げ織り込みが不十分で、その修正が進んだ場合には、5 年金利ももう一段の上昇が想定される。その場合、インプライド・キャップレートと 5 年金利のスプレッドが更に 1% ポイント以上縮小する程に投資家のリスク選好が強まらなければ、どこかのタイミングでインプライド・キャップレートが水準を切り上げることになるだろう。

1) REIT 投資家が投資口価格に織り込む保有不動産の要求収益率。

2) ポートフォリオとしてのインプライド・キャップレートを異なる時期で比較する場合、保有物件の用途・地域構成等が時期によって異なることに注意する必要がある。

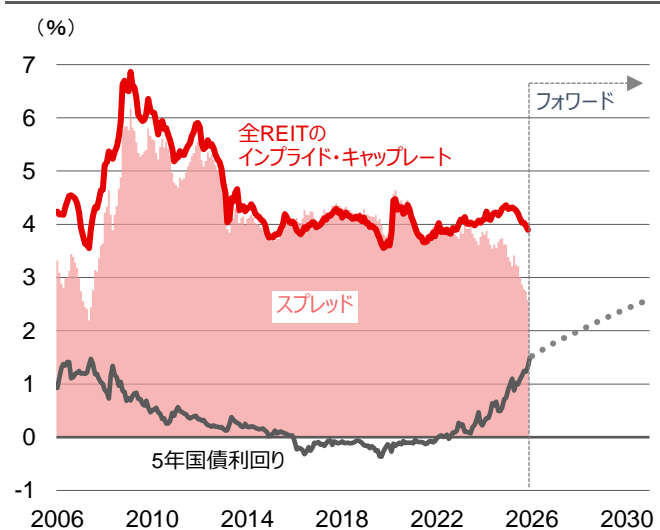
図表 3: インプライド翌日物金利（5 年先）の推移



出所 各種資料を基に三菱 UFJ 信託銀行作成

注 網掛け部は無担保コール O/N 物が政策金利ではない時期（政策金利は無担保コール O/N 物の平均値を記載）。

図表 4: インプライド・キャップレートの推移



出所 各種資料を基に三菱 UFJ 信託銀行作成

注 インプライド・キャップレートは NCF ベース。

人をつなぐ。未来をつなぐ。

三菱UFJ信託銀行

世界が進むチカラになる。



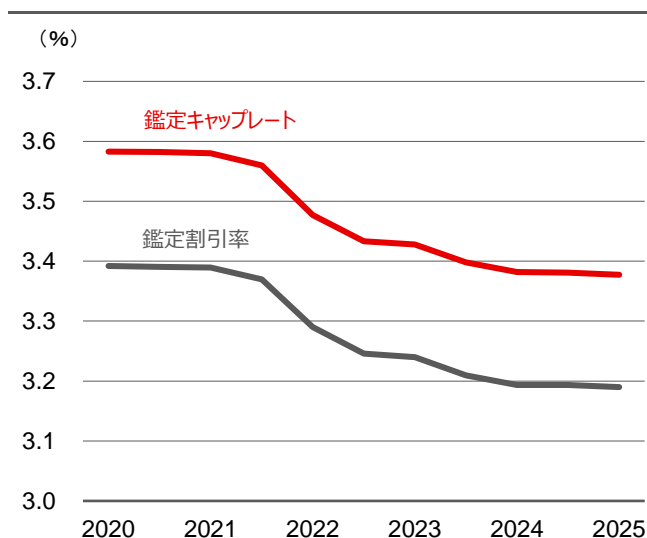
## インフレによる賃料上昇期待の高まりがキャップレートに影響している可能性は低い

前述のように、キャップレートと国債利回りのスプレッドは「不動産投資のリスクプレミアムーキャッシュフロー成長期待」と整理できるため、スプレッドの縮小はキャッシュフロー成長期待の高まりによって説明される可能性もある。2025 年 4 月のレポートでは、キャッシュフロー成長期待の変化がキャップレートに及ぼす影響は限定的とみなしたが、特に東京オフィス市場では賃料相場が低下局面から上昇局面に転じており、キャッシュフロー成長期待の変化がキャップレートの低下要因となっている可能性も指摘される。そこで、賃料上昇期待がキャップレートに反映されているか、J-REIT の鑑定評価情報を用いて簡単な検証を試みた。

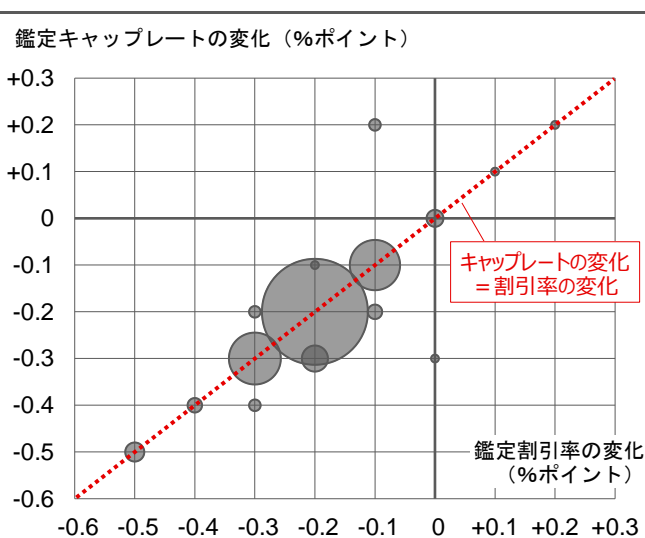
J-REIT が東京都心 3 区に保有するオフィス物件の直接還元法の還元利回り（以下、鑑定キャップレート）と、DCF 法の割引率（以下、鑑定割引率）を比較すると、理論上、キャッシュフローの成長期待は前者には反映されるが、後者には反映されない。キャッシュフローの成長期待が変化した場合、その他の条件が変わらなければ、鑑定キャップレートは変化するが鑑定割引率は変化しないと考えられる。しかし、2020 年上半期から 2025 年上半期において鑑定キャップレートと鑑定割引率それぞれの平均値の推移を比較すると、どちらも同程度の低下で差が無い（図表 5）。もしキャッシュフロー成長期待の高まりがキャップレートに影響を及ぼすほどであれば、鑑定キャップレートの方が鑑定割引率より大きく低下するはずだが、実際には両者の低下幅に差が見られず、キャッシュフロー成長期待の影響は限定的とみられる。

平均値ではなく個別の物件ごとに見ても、結論は変わらない。2020 年上半期から 2025 年上半期における鑑定キャップレートの変化と鑑定割引率の変化を物件ごとに比較すると、共に 0.2%ポイント低下しているケースが最多で、次に多いのが共に 0.1%ポイント低下、及び共に 0.3%ポイント低下しているケースである（図表 6）。すなわち、変化幅が一致している物件が大半を占める。中には鑑定キャップレートの方が 0.1~0.3%ポイント大きく下がっている物件もあるが、逆に 0.1~0.3%ポイント相対的に高くなっている物件もあり、キャッシュフローの期待成長率がキャップレートを押し下げている証左は見付からない。

図表 5: 鑑定キャップレートと鑑定割引率の推移  
(都心 3 区オフィス)



図表 6: 鑑定キャップレートと鑑定割引率の変化  
(都心 3 区オフィス、2020H1~2025H1)



出所 各投資法人資料を基に三菱 UFJ 信託銀行作成

- 注 1. 2020 年上半期決算から 2025 年上半期決算まで継続保有する物件が対象（持分が変動した物件は除外）。  
2. 図表 6 の円の大きさは物件数に比例。

2020 年から 2025 年の間にオフィス賃料相場は低下局面から上昇局面に明確に変化した、賃料上昇への環境変化がキャップレートの押し下げに働き、金利上昇の影響を相殺する効果は、あったとしても限定的と言える。

### キャップレート上昇の影響を相殺するために必要な賃料上昇率の試算

リスクプレミアムの縮小も既に相当程度進んだと考えられ、更なる縮小余地は限られるとすれば、この先の金利上昇はキャップレートの上昇につながりやすいとみられる。金利上昇によるキャップレートの押し上げが不動産価値を低下させる効果を相殺するために必要な賃料上昇率は、式(1)の形で計算することができる<sup>3)</sup>。式(1)が意味するところは、 $\Delta$ キャップレートのキャップレート上昇による不動産価値の押し下げ効果は、近似的に、 $1/\text{表面利回り} \times \Delta$ キャップレートの賃料上昇率によって相殺されるということである。

$$\text{不動産価値低下の相殺に必要な賃料上昇率} = \frac{1}{\text{表面利回り}} \times \Delta \text{キャップレート} \quad (1)$$

例として東京オフィスへの投資を想定し、表面利回りを 5%とすると、 $\frac{1}{\text{表面利回り}} = 20$ となる。仮に今後 5 年で金利が 1%ポイント上昇し、その半分はリスクプレミアムの更なる縮小で相殺され、残り 0.5%ポイントのキャップレート上昇を想定した場合、不動産価値を維持するためには  $20 \times 0.5\% = 10\%$ の賃料上昇が必要と試算される。なお、この試算は賃料とキャップレート以外の条件が一定であることを仮定しているため、物価高に伴う各種運営費用の増加を勘案すると、10%の賃料上昇では十分とは言えないだろう。

3) 前提条件については 2025 年 4 月 7 日付レポート「金利の期間構造の正常化が不動産投資収益に及ぼす影響」を参照。

### 不動産価値への悪影響も懸念される中、キャッシュフローの成長性を高める施策が求められる

足元ではキャップレートが依然として低下傾向を維持し、投資家のリスク選好は強い状態にある。一方で、金利の先高観は今後キャップレートを押し上げる要因となり、賃料上昇余地の乏しい物件は不動産価値の維持が困難になるリスクが高まっている。こうした環境下では、金利とキャップレートの動向を注視しつつ、個別物件の収益力を精緻に評価し、リーシング戦略を強化することが不可欠であり、賃料改定余地のある物件の選別やテナントミックスの最適化など、キャッシュフローの成長性を高める施策が求められる。

#### 三菱 UFJ 信託銀行 不動産コンサルティング部

竹本 遼太

本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。

本資料は執筆者個人の見解に基づくものであり、弊社としての統一した見解を公式に表明するものではありません。

ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。弊社および執筆者はその正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。税務・会計・法務等に関する事項に関しては、予めお客様の顧問税理士、公認会計士、弁護士等の専門家に相談の上、お客様の責任においてご判断ください。

本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承ください。

弊社および執筆者はいかなる場合においても、本資料を提供したお

客さまならびに直接間接を問わず本資料を当該お客さまから受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、お客さまの弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。本資料は弊社の著作物であり、著作権法により保護されており、弊社の事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部を引用または複製、転送等により使用することを禁じます。

本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

本資料は、「不動産の鑑定評価に関する法律」に基づく鑑定評価書ではありません。

上記各事項の解釈および適用は、日本国法に準拠するものとします。

人をつなぐ。未来をつなぐ。

三菱UFJ信託銀行

世界が進むチカラになる。

