

# 不動産マーケットリサーチレポート

VOL.305

2026.05.21

MUFG 不動産研究所

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。

## 30年ぶりの金利上昇が示唆するキャップレートの局面変化

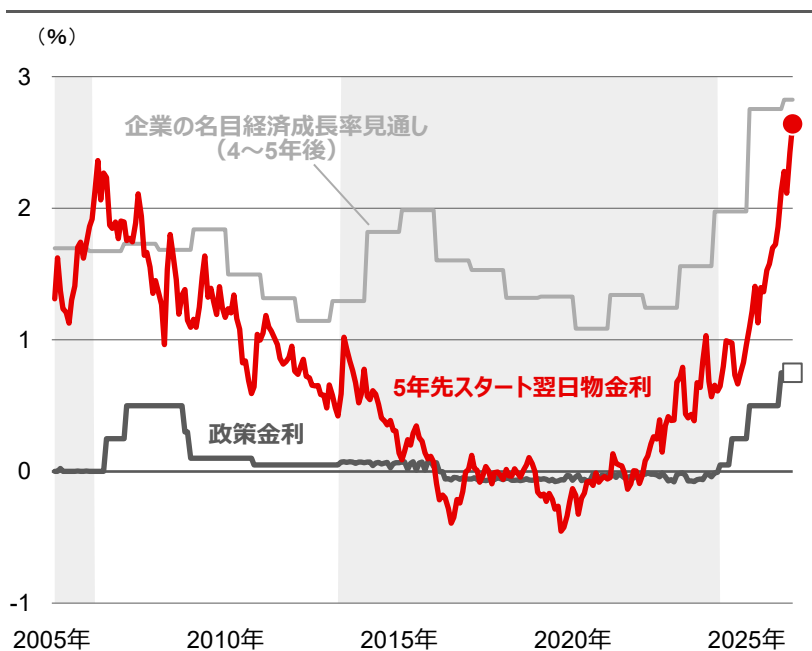
- 長期金利は約30年ぶりの水準に上昇し、2%台への利上げの可能性も示唆される
- J-REITのインプライド・キャップレートは鑑定キャップレートを上回って推移
- キャップレート上昇局面ではキャッシュフローの成長性が不動産価値を左右する

## 長期金利は約30年ぶりの水準に上昇し、2%台への利上げの可能性も示唆される

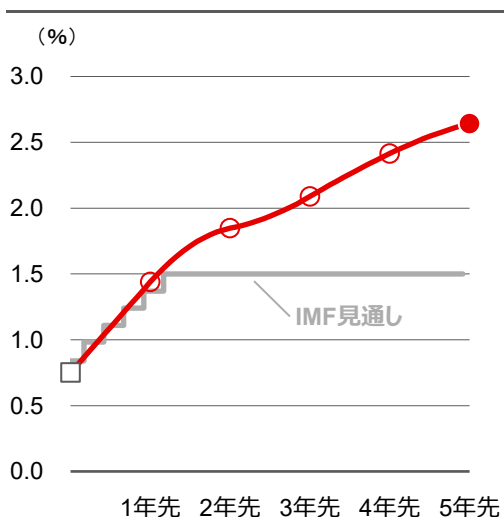
2025年12月のレポート「金利上昇がキャップレート及び不動産価値に及ぼす影響の再考」では、先行きの利上げに対する市場の織り込みが不十分である可能性を指摘した。その後、先行きのインフレ見通しや企業の成長見通しが引き上げられる中、10年金利と20年金利が共に約30年ぶりの水準を付けるなど、一段の金利上昇が続いている。

今次の利上げ局面の終着点（ターミナルレート）は1.5%と見る向きが多いが、4～5年先のフォワード金利が2%台半ばに位置している点は、金融市場が1.5%より高い水準の利上げ経路を予想している可能性を示唆する（図表1、2）。なお、フォワード金利には投資家のリスクプレミアムも内包されるため、純粋な金利見通しではない点には留意が必要である。とは言え、フォワード金利の水準は、中期的な名目経済成長率が2%台後半との見方とも整合的であり、

図表1: 政策金利とフォワード翌日物金利



図表2: 翌日物金利のフォワードカーブ（2026年4月末）



出所 各種資料を基に三菱UFJ信託銀行作成

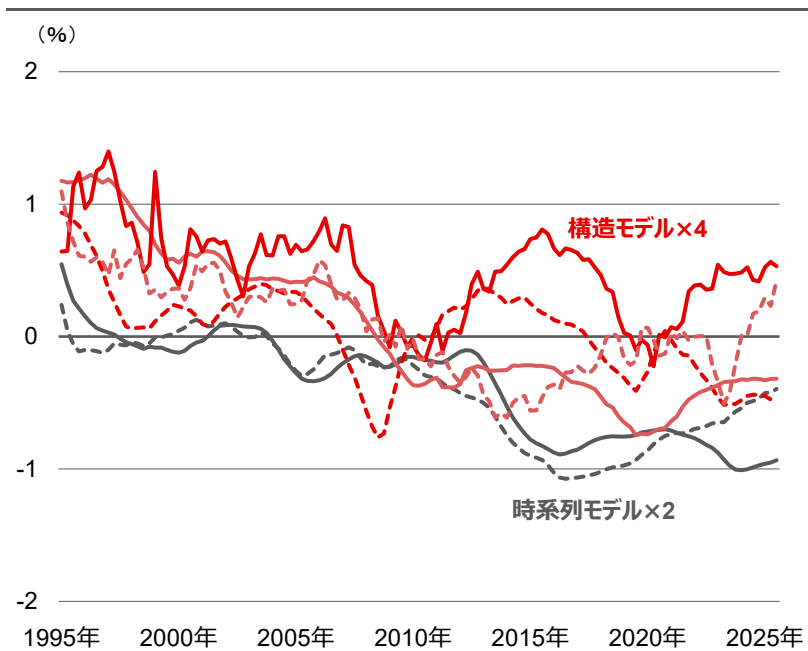
- 注 1. 左図の網掛け部は無担保コール O/N 物が政策金利ではない時期（政策金利は無担保コール O/N 物の平均値を記載）。  
2. 右図の IMF 見通し（四半期平均）は 2026 年 4 月時点。

三菱UFJ信託銀行  
MUFG不動産研究所

世界が進むチカラになる。

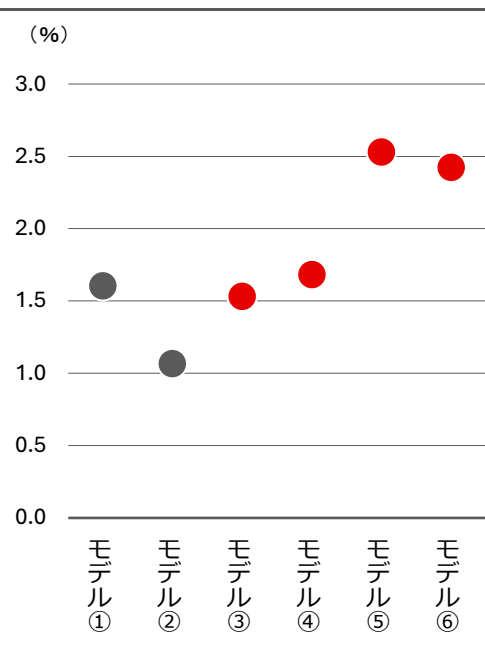


図表 3: 各種モデルによる自然利子率の推計値



出所 日本銀行資料を基に三菱 UFJ 信託銀行作成

図表 4: 自然利子率に予想物価上昇率を加味した中立金利の試算 (2025年第3四半期)



出所 筆者試算

注 1. 各モデルの自然利子率に、2%と仮定した予想物価上昇率を加算した値。  
2. モデル①と②は時系列モデル、③～⑥は構造モデル。

1.5%を大きく上回る水準への上昇は、2%台への利上げ継続を市場が意識している表れと捉えられる。

また、自然利子率の推計値からも、ターミナルレートが 1.5%より上振れるシナリオを検討する余地がある。自然利子率とは“経済・物価に対して緩和的にも引き締めのにも作用しない中立的な実質金利”と定義される。自然利子率の動きは直接観察できないため、自然利子率の動向を確認する際は、複数の手法を用いて総合的に判断することが重要とされる<sup>1)</sup>。

日本銀行が公表している 6 つのモデルによる自然利子率の推計値は、直近で概ね-0.9%～0.5%の範囲にある (図表 3)。なお、自然利子率は実質ベースの概念であることから、名目金利の水準を考える際には市場の予想物価上昇率を考慮する必要がある。ここでは、物価安定の目標である 2%近傍で予想物価上昇率が安定すると想定して、自然利子率に 2%を加算することで、各モデルについて中立金利を試算した (図表 4)。試算結果から、中立金利が 1.5%程度であることを示唆するモデルが 3 つと多いものの、2.5%程度の水準を示すモデルも 2 つある。2%超の中立金利を支持するモデルが複数存在する点を踏まえると、ターミナルレートを 1.5%と想定する金利見通しにはやはり下方バイアスがかかっている可能性がある。

### J-REIT のインプライド・キャップレートは鑑定キャップレートを上回って推移

金融市場における J-REIT の投資口価格から算出されるインプライド・キャップレートは、コ

1) 自然利子率の推計アプローチは大きく 2 通りに分類され、観測される実質金利の時系列データからトレンド成分を抽出して自然利子率と見做す「時系列モデル」と、経済変数同士の関係が経済理論と整合的となるように自然利子率を推計する「構造モデル」がある。

図表 5: インプライド・キャップレートと鑑定キャップレートの乖離



出所 各種資料を基に三菱UFJ信託銀行作成

- 注 1. J-REIT 全銘柄が対象。  
 2. 鑑定キャップレートは直接還元法の還元利回り。  
 3. インプライド・キャップレートの直近2ヵ月は暫定値。

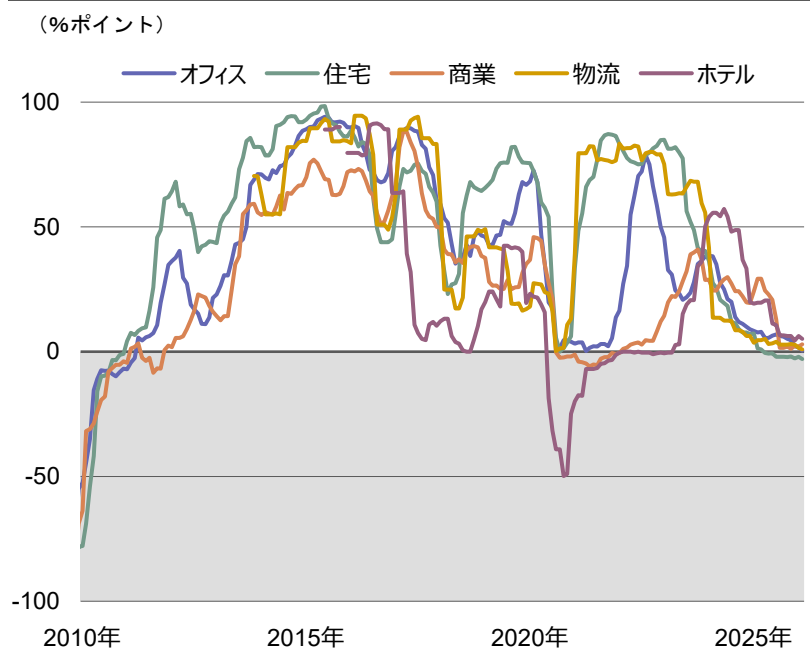
コロナ禍拡大直後の一時期を除くと長らく鑑定キャップレートを下回って推移していたが、長期金利が上昇傾向を強め始めた2023年頃から鑑定キャップレートを上回る状況が続いている（図表5）。鑑定キャップレートはこのところ横ばい圏で推移している一方、金融市場の投資家は将来の資本コストの高まりをJ-REITの投資口価格に反映させたと捉えられる。

インプライド・キャップレートは金融市場の流動性や投資家心理に左右されやすく、時としてミスリーディングなシグナルを発する点には注意を要するが、過去には世界金融危機時のように鑑定キャップレートの上昇に先んじて不動産市況の悪化を捉えたこともある。足元の乖離を一時的なノイズと見なすか、あるいは投資環境や実体経済の変化を市場が敏感に先取りした予兆と捉えるか、慎重な見極めが求められる局面にある。具体的には、アセットタイプ別の動向を詳細に見ることや、企業の資金調達環境などのファンダメンタルズ指標の変化と併せて評価することが有用であろう。

なお、鑑定キャップレートが上昇した割合と低下した割合の差を表す鑑定キャップレートDIは、オフィス、住宅、商業、物流、ホテルの各アセットタイプにおいて、ほぼゼロであり、鑑定キャップレートは総じて横ばいで推移していると言える（図表6）。どのアセットタイプの鑑定キャップレートもプラスやマイナスに振れていない現在の状況は、過去を遡っても珍しい。

金融環境の先行き不透明感が強い局面では、市場参加者の関心がマクロ要因に集中しやすい。そのため、アセットタイプや物件固有の需給構造や収益特性といったマイクロ要因の違いによる影響が限定的なものにとどまっている可能性がある。今後、仮に鑑定キャップレートが上昇する場合、どのアセットタイプや物件群が最初に動くかは、市場参加者が重視するリスク要因を映すシグナルとなる。

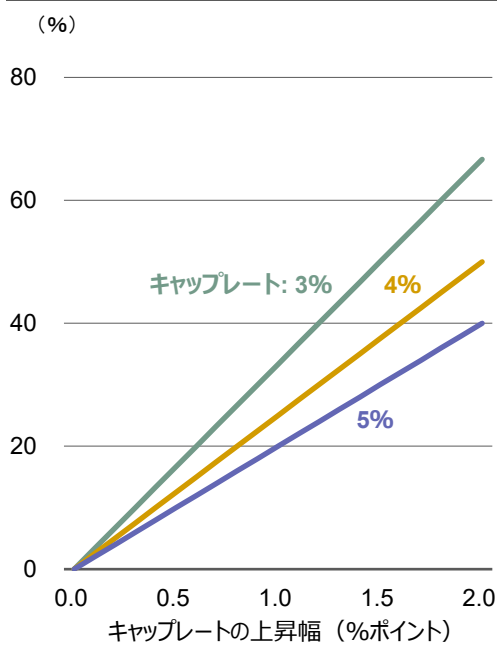
図表 6: 鑑定キャップレート DI



出所 各投資法人公表資料を基に三菱 UFJ 信託銀行作成

- 注 1. 直近 6 ヶ月の決算期末における直接還元利回りが「低下した物件割合 (%) - 上昇した物件割合 (%)」として定義。  
 2. 海外物件や持分が変動した物件は対象外。

図表 7: 不動産価値の維持に必要なキャッシュフロー増加率



出所 筆者試算

### キャップレート上昇局面ではキャッシュフローの成長性が不動産価値を左右する

キャップレートの上昇転換が意識される局面において、不動産価値を維持するために必要となるキャッシュフロー増加率は、式(1)によって導かれる。

$$\text{不動産価値の維持に必要なキャッシュフロー増加率} = \frac{\Delta \text{キャップレート}}{\text{キャップレート}} \quad (1)$$

例えばキャップレートが 4%の物件において 1%ポイント上昇する場合、不動産価値を維持するためには 25%のキャッシュフロー増加が必要と計算される。留意すべき点として、キャップレート水準が低い物件ほど、より高いキャッシュフロー増加率が要求される (図表 7)。

J-REIT 保有物件の平均的な鑑定キャップレートは直近で約 3.8%であり、また、直近のインプライド・キャップレートは鑑定キャップレートより 0.4%程度高い水準にあることを参考として、0.4%ポイントのキャップレート上昇を想定すると、不動産価値の維持には約 11%のキャッシュフロー増加が求められる。

昨今の賃料上昇環境を踏まえれば、約 11%のキャッシュフロー増加は、全てのアセットタイプにとって一様に困難とは言えない。賃料水準の上昇余地が大きく、需給バランスがひっ迫したセクターでは、内部成長を通じてキャップレート上昇の影響を吸収できる余地があるとみられる。一方で、賃料上昇が限定的なセクターや、費用増加の影響を受けやすい物件については、キャッシュフロー増加を実現するハードルは相対的に高いと考えられる。

今後の不動産市場では、キャップレートの上昇を吸収し得るキャッシュフロー成長力の差が、資産価値の優劣をより明確に分けていくことになる。

MUFG 不動産研究所  
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、弊社としての統一的な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ご相談の上、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ます。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。

MUFG 不動産研究所は、三菱 UFJ 信託銀行が不動産分野に関する調査・研究・レポート作成等の業務を対外的に行う際の呼称です。