

不動産マーケットリサーチレポート

VOL.316

2026.09.28

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。

金利上昇はキャップレートにどこまで織り込まれたのか

- ・ 金融市場では、アセットタイプごとの収益成長期待を反映した選別が進展
- ・ 実物不動産市場では、金利上昇のキャップレートへの波及は現時点でなお限定的
- ・ キャップレートの調整が意識されるなか、収益成長力の重要性が高まる

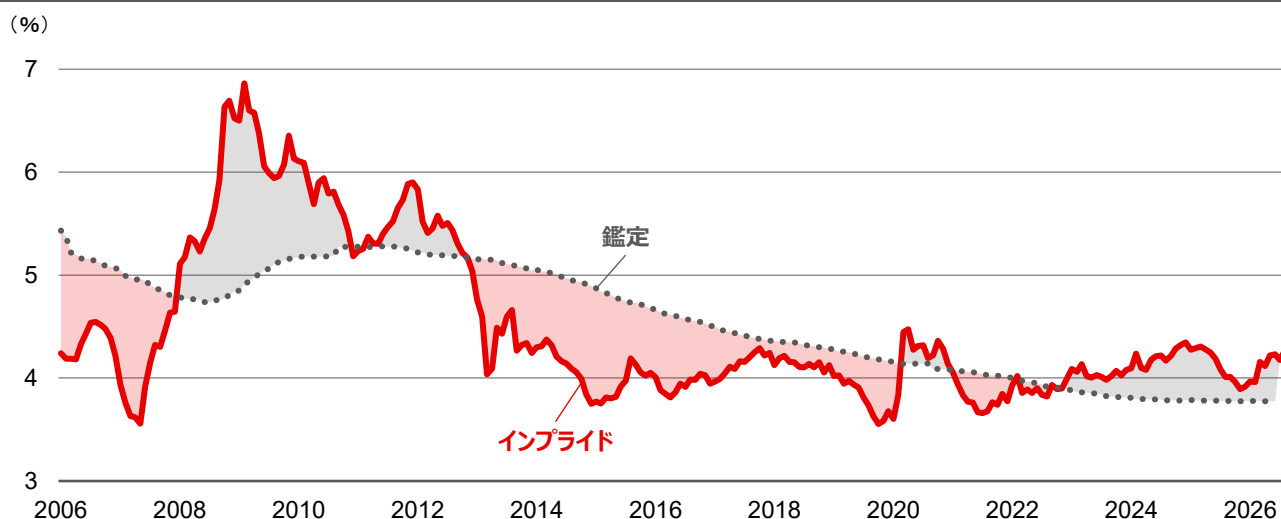
金利上昇局面で問われるキャップレートの再評価

日本銀行は9月18日に政策金利を1.25%へ引き上げた。緩和的な金融環境が続いているとの認識の下、原油高や為替の円安、AI関連需要の拡大などを背景に、物価の上振れリスクが意識されたとみられる。また、経済・物価・金融情勢に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整する方針が示された。金融政策の正常化が進み、国債利回りが上昇するなか、不動産市場ではキャップレートへの影響が重要な論点となっている。長らく続いた低金利環境が転換し、不動産投資に求められる利回り水準も見直しを迫られている。

もっとも、キャップレートは金利だけで機械的に決まるわけではない。理論的には、キャップレートは不動産キャッシュフローに対する割引率からキャッシュフロー成長期待を差し引いたものと整理できる。したがって、金利上昇が割引率を押し上げても、同時にキャッシュフロー成長期待が高まれば、キャップレートの上昇は抑制され得る。

本稿では、J-REITのキャップレートを分析することで、金利上昇の織り込み状況を検証する。さらに、アセットタイプ別の差異を確認することで、市場が金利上昇というマクロ要因だけでなく、収益成長力の違いをどの程度評価し始めているのかを考察する。

図表 1: J-REIT のインプライド・キャップレートと鑑定キャップレート



出所 各種資料を基に三菱UFJ信託銀行作成

注 鑑定キャップレートは直接還元法の還元利回り。インプライド・キャップレートの直近2ヵ月分は暫定値。

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。



J-REIT 市場が先取りするキャップレートの反転上昇

金融市場では、金利上昇を受けたキャップレート上昇が既に一定程度織り込まれているとみられる。J-REIT の投資口価格から計算されるインプライド・キャップレートは、投資家が保有不動産に対して要求する利回り水準を示す指標であるが、2023 年頃から上昇し、鑑定キャップレートを上回って推移している（図表 1）。長期金利の上昇傾向が強まるなかで、金融市場の投資家が将来の資本コスト上昇を先取りして REIT の価格形成に反映させていることを示唆する。

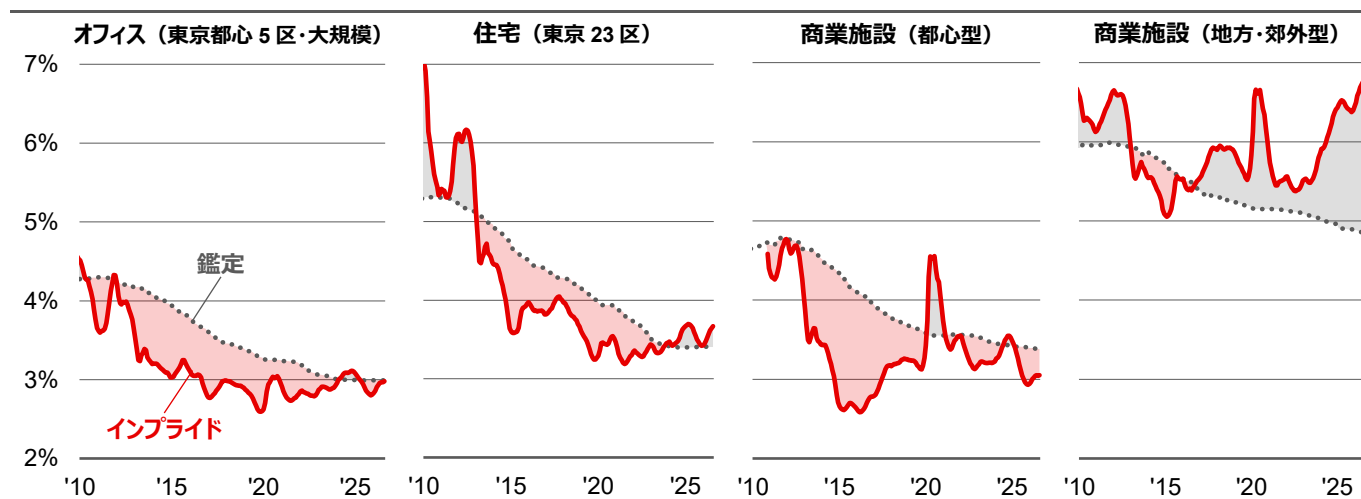
インプライド・キャップレートは金融市場の流動性や投資家のリスク選好にも左右されるため、そのまま実物市場のキャップレート上昇と同一視することはできないものの、金融市場では金利上昇によるキャップレートの切り上がりが相応に意識されていることを意味する。

金融市場で進むアセットタイプ別の選別

アセットタイプによって、金融市場が織り込むキャップレート上昇も一様ではない。賃料の成長性、稼働率の安定性、管理費用の転嫁可能性などはアセットタイプごとに大きく異なる。同じ金利上昇局面でも、投資家が要求する利回り水準の変化は一律にはならない。実際、REIT の価格変動には、物件属性の違いに応じた期待利回りの変化が反映されている可能性がある。

用途特化型以外の J-REIT 銘柄も含めて物件属性ベースのインプライド・キャップレートを推計する Takemoto (2026)¹⁾ の手法を用いると、アセットタイプ別の上昇幅には明確な差が見られる。例えば、東京都心 5 区・大規模オフィスのインプライド・キャップレートは利上げ局面での上昇幅が限定的である一方、地方・郊外型商業施設では金利上昇がより直接的に期待利回りに反映された可能性が示唆される（図表 2）。この手法は物件属性の分類方法によって推計値が変わり得る点に留意が必要なものの、郊外型商業施設に対して不動産投資家がポジティブな見方よりもネガティブな見方をしている傾向と整合的である（図表 3）。

図表 2: アセットタイプ別・地域別・物件属性別のキャップレート

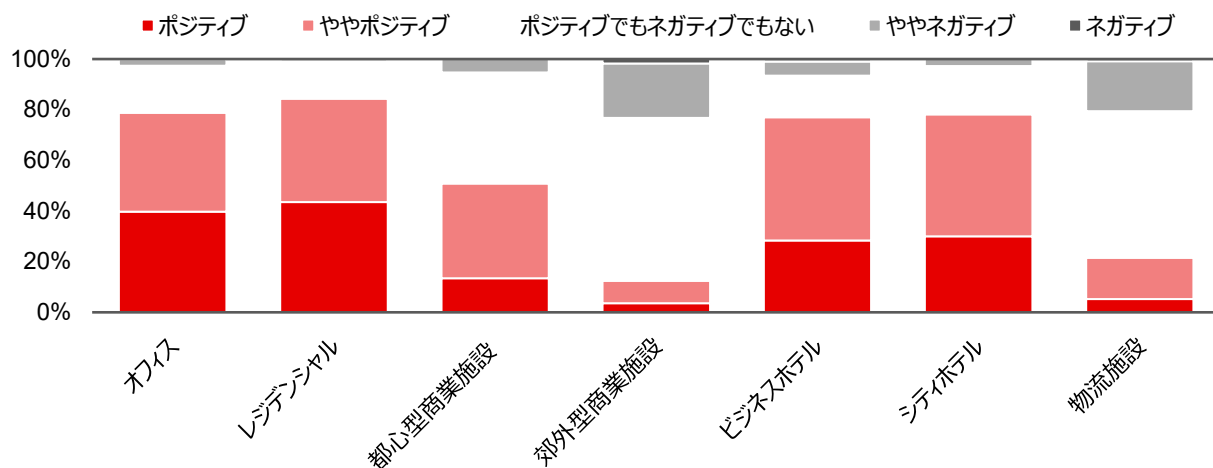


出所 各種資料を基に三菱 UFJ 信託銀行作成

- 注
1. インプライド・キャップレートは Takemoto (2026) を参考に、図表中の 4 分類に加え、オフィス 2 分類（都心 5 区・大規模以外、その他）、住宅 1 分類（その他）、ホテル 2 分類（東京都、その他）、物流施設 2 分類（延床面積 5 万㎡以上、その他）を含む計 11 分類で推計。全分類・全期間の値を同時に推計する手法であるため、分類方法や推計時期によって値は変わり得る。
 2. 東京都心 5 区は千代田区・中央区・港区・新宿区・渋谷区、大規模は延床面積 1 万坪以上とした。
 3. 図表 1 の注を参照。

1) Takemoto, R. 2026. Reframing the REIT-implied capitalization rate. *Journal of Asset Management* 27 (28).
<https://doi.org/10.1057/s41260-026-00460-4>

図表 3: 不動産投資家調査におけるアセットタイプ別の市場認識



出所 一般財団法人日本不動産研究所「第 54 回 不動産投資家調査」を基に三菱 UFJ 信託銀行作成

注 2026 年 4 月調査における「最近（回答時点）の状況」。

以上を踏まえると、金融市場では金利上昇という単一のマクロ要因だけでなく、各物件の収益成長力も価格形成に反映され始めていると考えられる。こうした環境では、契約更改時やテナント入替時における内部成長を期待できる物件ほど、金利上昇への耐性が高いと評価されやすい。一方で、キャッシュフロー成長のストーリーを描きにくい物件では、金利上昇による資本コストの上昇が価格調整として表れやすい。今後の不動産市場では、アセットタイプ間だけでなく、同一タイプ内でも立地、築年、契約条件、賃料ギャップの有無によって、期待利回りの差が広がる可能性がある。

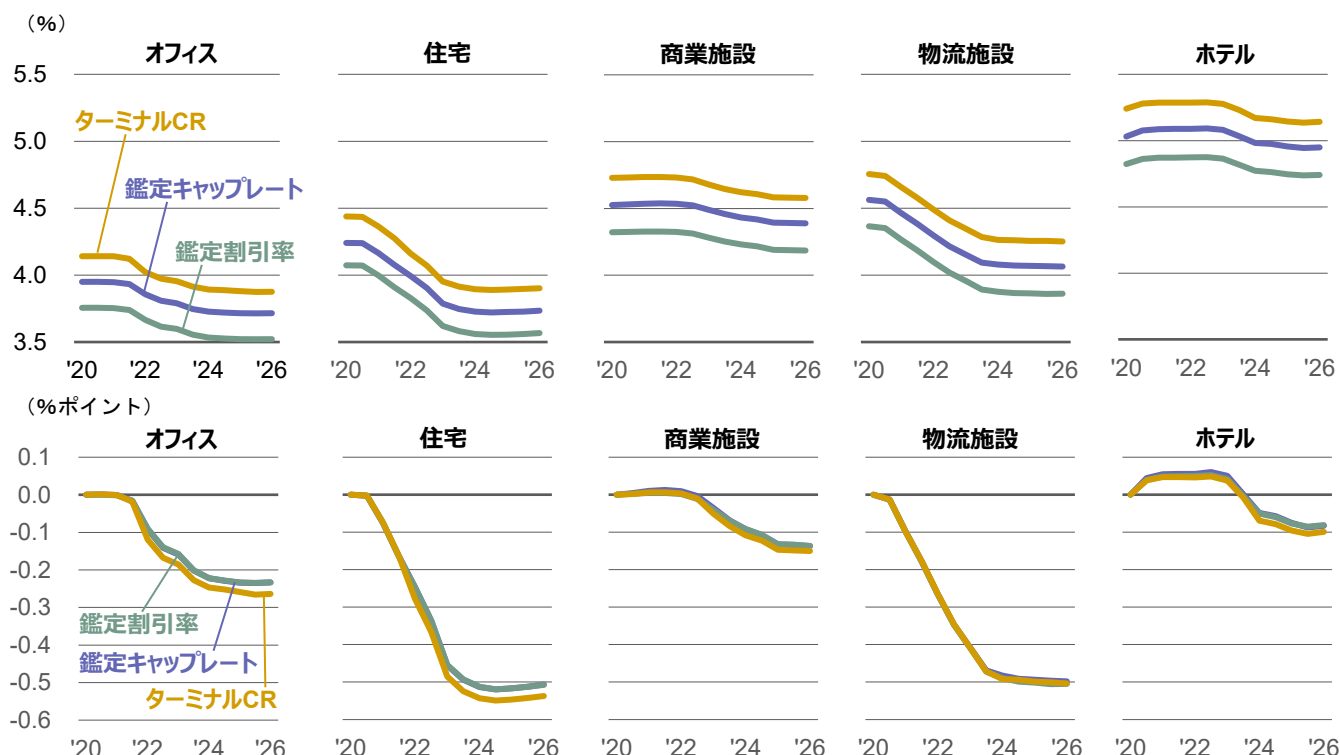
金利上昇の実物不動産市場への波及はなお限定的

実物市場でキャップレートが上昇していないことについては、「インフレに伴う賃料上昇期待、すなわちキャッシュフロー成長期待の高まりが、金利上昇の影響を相殺している」との見方もある。確かに、東京オフィス市場などでは空室率の低下を背景に賃料相場が上昇基調に転じており、収益成長を織り込みやすい局面に入っている。しかし、J-REIT の鑑定評価を分析すると、現時点では、キャッシュフロー成長期待の高まりが鑑定キャップレートの押し下げ要因として明確に表れているとは言い難い。

理論的には、キャップレートは「割引率－キャッシュフロー成長期待」と整理できる。したがって、キャッシュフロー成長期待が高まれば、他の条件が一定である限り、鑑定キャップレートは割引率よりも相対的に低下するはずである。ところが、J-REIT 保有物件の鑑定キャップレートと鑑定割引率を比較すると、主要アセットタイプの全てにおいて、両者は概ね連動して推移している（図表 4）。鑑定キャップレートと鑑定割引率の変化幅に大きな差が見られないことから、キャッシュフロー成長期待が切り上がったとは解釈しにくい。また、キャッシュフロー成長期待の影響を直接受けにくい鑑定割引率も 2026 年上期にかけてほぼ横ばいにとどまっており、割引率に対する金利上昇の影響もまだ限定的にしか表れていない。

J-REIT の投資口価格は金融市場の変化を先行的に反映する一方、鑑定評価は取引事例や賃貸収支の実績を踏まえながら段階的に見直される。したがって、現時点で確認できるのは、キャッシュフロー成長期待が金利上昇の効果を相殺しているというよりも、金利上昇の影響が鑑定キャップレートにまだ十分反映されていない可能性である。

図表 4: J-REIT 保有物件の鑑定キャップレートと鑑定割引率（上：平均水準、下：2020 年上期からの変化）



出所 各種資料を基に三菱 UFJ 信託銀行作成

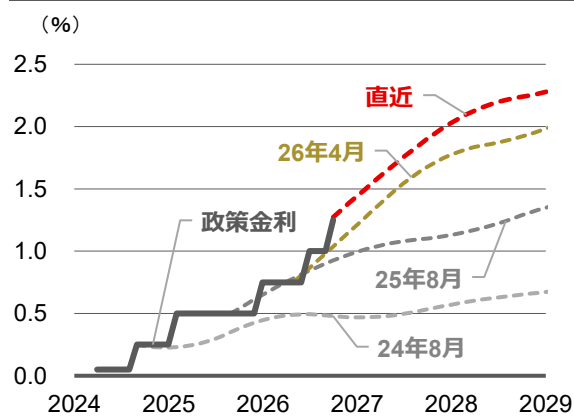
- 注 1. 鑑定キャップレートは直接還元法の還元利回り、鑑定割引率とターミナル CR は DCF 法の割引率と最終還元利回り。
2. 各数値が継続して公表されている物件が対象。

キャップレート調整の先で問われるキャッシュフローの成長性

本稿の分析から、J-REIT 市場では将来のキャップレート上昇がインプライド・キャップレートに一定程度織り込まれている一方、実物不動産市場の鑑定評価には、金利上昇の影響が十分には反映されていないことが示唆される。また、鑑定キャップレートと鑑定割引率が概ね連動していることから、現時点では、キャッシュフロー成長期待の高まりが金利上昇の影響を相殺しているとも判断しにくい。

一方、国債市場では今回の利上げに加え、年内の追加利上げも相当程度織り込まれており、前回レポート²⁾執筆時に比べても市場の目線は一段と切り上がっている（図表 5）。いずれ鑑定キャップレートにも上昇圧力がかかる可能性は低くないだろう。その際には、賃料上昇の持続可能性を含む収益成長力によって影響度合いが異なるとみられる。賃料改定余地やテナント需要などを踏まえ、キャッシュフローの成長性を精緻に見極めることが、投資判断において一層重要になるだろう。

図表 5: 政策金利と国債のフォワードカーブ



出所 三菱 UFJ 信託銀行

注 日本国債の瞬間的フォワードレートを簡易推計。

MUFG 不動産研究所

竹本 遼太

2) 2026 年 5 月 21 日付・不動産マーケットリサーチレポート「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」

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。