

## 2025年日本の不動産市場展望:金利よりも注目すべき要因とは?

KEY  
POINT

- 不動産市場は金利上昇下でも堅調。長期金利が不動産投資家の想定範囲内であることが要因。加えて、不動産業の財務体質の変化によって金利耐性は過去より強化されてきていたことも一因。
- ファンダメンタルズ面からみると、最大アセットのオフィス賃料が上向き始めた点が明るい材料。出社回帰の動きや優秀な人材確保を目指したオフィス投資の増加などが背景。ホテルや住宅の賃料も上昇傾向。
- 2025年も長期金利の緩やかな上昇とオフィス市況の改善等により、不動産市場は堅調と予想。リスク要因として日本の長期金利が注目されやすいが、米国長期金利や建設コスト増加にも留意すべき。

## 1. 金利上昇でも不動産業の景況感は改善

2024年に日本銀行はマイナス金利政策を解除し、国債購入の段階的な縮小を決定する等、金融政策の正常化に舵を切った。そして、米国の長期金利が景気好調やインフレ再燃懸念によって高値圏となり、日本の長期金利(10年債利回り)も1%超で推移する局面もみられた。25年入り後、米国長期金利が一時5%に迫る勢いで上昇したこともあり、日本の長期金利も一時1.2%を超えた。金利がいよいよ動く世界となり、今後は金利変動による経済への影響が注目される。

金利上昇で最も連想されやすいのは商業用不動産市場の悪化だ。一般的に、不動産業は負債比率が他の業種より高く金利上昇によるリファイナンスコストや支払利息の増加などのマイナスの影響を受けやすいと思われることが多い。

しかし、**図表1**の通り、足下の日本の不動産業の金利先高観は急騰しているが、景況感は順調に改善している。景況感の水準は、バブル崩壊以降で最も高まっているほどだ。金利上昇下でも不動産市場に変調はみられない。

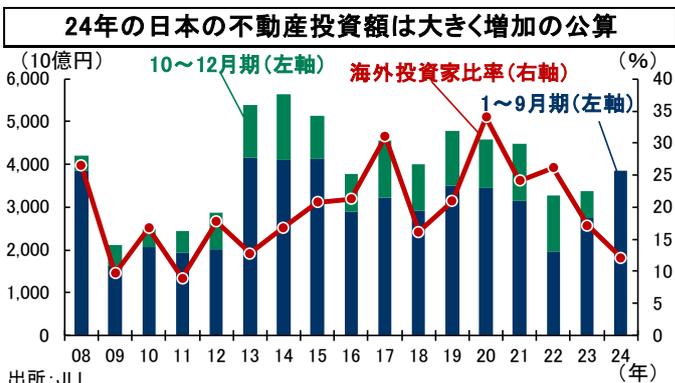
**図表1: 不動産業の業況判断と借入金利水準・全規模借入金利上昇も景況感は改善**



その理由の一端は、日本不動産研究所の「第51回 不動産投資家調査 特別アンケート調査」([レポートリンク](#))をみるとわかる。同アンケートによれば、不動産投資家の70%超が金融政策による不動産投融資の姿勢に変化なしと回答した。2026年末の長期金利想定と不動産投融資姿勢の影響については、金利2%以下と予想した回答者の7~8割が投融資性に変化なし、段階的に保守化と回答しており、長期金利が2%に届かない限り、影響は小さいとみているようだ。

こうした状況下、不動産投資も活発だ。**図表2**の通り、JLL(ジョーンズラングラサル株式会社)の不動産投資額をみると、2024年1~9月期の投資額は2015年以来の高水準となった。円安による海外投資家の押し上げが大きいと連想されそうだが、実際にはむしろ海外からの投資割合は低下傾向にある。つまり、現在の不動産投資は、国内投資家主体で増加しているということだ。

**図表2: 日本の不動産投資額(JLL調査)**



不動産投資が堅調のため、価格も高値圏が続いている。国土交通省「不動産価格(商業用不動産)」をみると、価格はコロナ禍前と比べて20%程度上昇、土地を含めた総合で15%程度上昇している。東証REIT指数(配当込み)はじりじりと値を下げしており、TOPIXと比較してアンダーパフォームが目立つ状況だが、実勢の不動産市場は堅調のようだ。

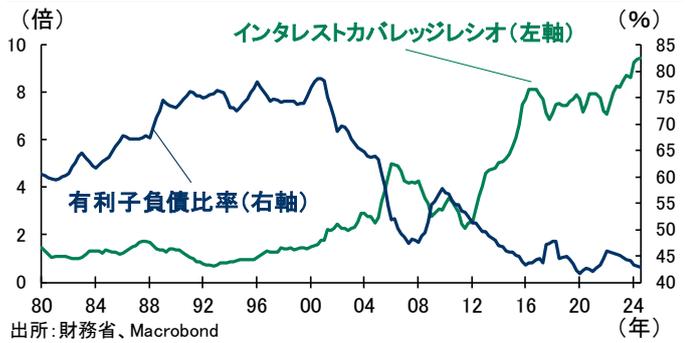
## 2. 金利上昇でも不動産堅調の理由

金利が上昇する中でも不動産市場が堅調に推移する理由は何か。①金利上昇幅が限定的、②不動産業の金利耐性強化、③不動産市場のファンダメンタルズ面の改善がある。

まず①について、現状の長期金利は、過去と比べれば上昇基調が強まっているが、約1年で50bpの上昇幅で米国等の他地域と比べれば限定的だ。また、インフレ予想を差し引いた実質長期金利は未だマイナス圏にあるため、不動産投資に向けたファイナンスのハードルは低い状況のまま。日銀短観をみても、金融機関の不動産業への貸出態度は未だ緩和的で、不動産業の資金繰りにも余裕がある。金利上昇下でも不動産に関わるファイナンス環境は良好だ。

②について、不動産業の金利耐性は過去よりも強化されている。**図表3**で不動産業の有利子負債比率((長短借入金+社債)/総資産)とインタレストカバレッジレシオ((受取利息+営業利益等)/支払利息)をみると、バブル期と比較して有利子負債比率は大きく低下し、不動産業の資金調達方法が分散されていることが窺える。加えて、インタレストカバレッジレシオはバブル期よりも大きく改善した。仮に今後金利が一段上昇しても、利払い費を支払える能力は強化されている。こうしたストック、フロー両面での財務体質の変化により、想定する水準を大幅に超過するほどの金利上昇でない限り、不動産業に慌てた様相はないのは当然とも言える。

**図表3: 不動産業の有利子負債とインタレストカバレッジレシオ**  
**不動産業の金利耐性は過去よりも強化**



③について、不動産市場のファンダメンタルズ面に明るい材料が出ていることも要因だ。例えば、オフィス市場の底打ちだ。不動産投信の保有資産のうちオフィスの割合は40~50%程度とみられ、日本の不動産市場にとってオフィス市場は要だ。そのオフィス市場は、三鬼商事や三幸エステート、CBREいずれのデータを見ても、空室率が足下低下傾向にあり、賃料も底打ちが見えてきた。このオフィス市場の復活が不動産市場に対する楽観視を促している。

このオフィス市場の復活の要因は何か。まず出社回帰の動きが強まっていることだ。調査によって結果には幅があるため、以下はあくまで例示だが、日本生産性本部「第15回働く人の意識調査」(レポートリンク)によれば、テレワークを行っていないとの回答率は84%程度と、日本ではオフィス回帰が鮮明だ。テレワークを実施する人の中でも、完全リモートワーク実施率は16%程度と、コロナ禍初期と比べて低下している。一方、米国調査会社WHF(Working From Home)リサーチの調査(レポートリンク)によると、2024年9月の結果ではフル出社の回答率は64%と、日本と比べてハイブリッド型の勤務が続いていることが窺える。日本で出社回帰が米国以上に進んでいる理由は、経営者のこだわりの強さ(メンバーシップ型の日本の雇用慣行は会社への帰属意識が求められる)、国土や家の狭さ(日本は郊外の家から車通勤する人は少なく家も狭いため出社が好まれる)などが挙げられる。

オフィス回帰に加え、コロナ禍での働き方の変化もオフィス需要を後押しする。リモート会議の増加による個室ブースの需要増等もあり、増床ニーズは持ち直しているようだ。また、優秀な人材を確保するために新卒を引きつける環境(リラクゼーションスペースの設置など)整備や共働き世帯でも通勤しやすい都心中心部や駅近への入居の必要が増しており、企業も積極的なオフィス投資を再開しているようだ。

その他にも、コロナ禍終焉による都心回帰や出社回帰による住宅賃料の増加やインバウンド需要の急回復によるホテル需要の好調なども、不動産市場には明るい材料だ。

こうした状況から、**図表4**の通り、不動産業の販売価格すなわち、賃料が順調に上昇し、不動産業の景況感が改善していることがわかる。金利が上昇しても賃料に上がる余地があるのであれば、収益を確保できると不動産業はみているようだ。

**図表4: 不動産業の業況判断と販売価格判断・全規模**  
**販売価格=賃料上昇が景況感改善に**



**3. 2025年の不動産市場も堅調と予想**

2025年を見通す上では、①長期金利と②不動産賃料がどうなりそうか、を検討する必要がある。

①については、日本・米国経済や物価情勢次第であり、トランプ大統領の政策次第の面もあるため不確実性は大きい。ただ、日本銀行の国債購入は減額されているものの、フローでの購入比率は未だに大きい。例えば、日本銀行の5年超~10年以下の国債購入予定額は月間1.3兆円の方、財務省の10年債発行予定額は月間2.6兆円のため、依然として日銀が50%分も国債購入する。また、2024年7~9月期時点で未だに国債残高のうち50%超を日銀が保有している。今年については、日銀の国債購入減額が続き、日銀の国債保有比率も低下するだろう。しかし、それでもフロー、ストック両面で長期金利の下押し効果はまだまだ相応に発現するとみられる。

日本の名目潜在成長率や25年の名目GDP成長率予測から考えると、長期金利の理論的な上限値は2%台後半とみられるが、ストック効果による下押し効果は1%弱程度と想定される。つまり、今年の長期金利の上限は1.6~1.7%に届か届かないか、といったところだろう。前述の日本不動産研究所の「第51回 不動産投資家調査 特別アンケート調査」をみる限り、この程度の水準であれば不動産投資家にとっては想定範囲内だ。つまり、日銀の利上げが債券市場の想定(2回程度)を大きく上回って長期金利が2%を大幅に上回るほど急騰しない限り、不動産市場に冷や水を浴びせるという展開にはならなそうだ。OIS2年先1年物レートは足下でも1%未満にとどまり、長い目で見た金利先高観はまだそこまで大きく高まっているわけではない。

②の不動産賃料についてはどうか。最大のポイントはオフィス賃料だが、筆者は楽観的に考えている。企業のオフィス回帰の動きに加えてリモート会議も不可欠な時代となり、新たな働き方にフィットさせるためのオフィス増床ニーズは高まるだろう。優秀な人材確保の観点から、オフィス一等地への移転需要も引き続き旺盛とみられる。

一方で、森トラストの「東京23区の大規模オフィスビル供給量調査2024」(☞[レポートリンク](#))によれば、2025年は都心オフィスビルの供給が前年より大きく増加し、今後4年間の中でも最も多くなる見込みだ。そのため、供給増による需給の緩みからオフィスビルの賃料が伸び悩むとの懸念もある。しかし、報道によれば、多くのビルで入居テナントは決定済とみられる。そのため、空室率が上昇する可能性は小さい。

また、仮に空室率が大きく低下しなかったとしても、賃料が上昇する期待は大きい。前述のように企業の人材確保の観点等から都心中心部オフィスへのニーズは強いからだ。日本の企業収益が引き続き過去最高水準に近いほど好調である点も追い風となり、オフィスの賃料が引き上げられていこう。

その他のアセットも、筆者は総じてみれば賃料の上昇が続くとみている。特に、拙著レポート(「2025年インバウンド展望:訪日中国人消費の本格回復は始まるのか?」☞[レポートリンク](#))でも述べたインバウンド客数については、今年4千万人程度の着地となって過去最高を更新する見込みで、ホテル需要増加への期待は引き続き大きい。都心・社回帰の動きは都心の住宅需要を押し上げるため、家賃の上昇も続くだろう。

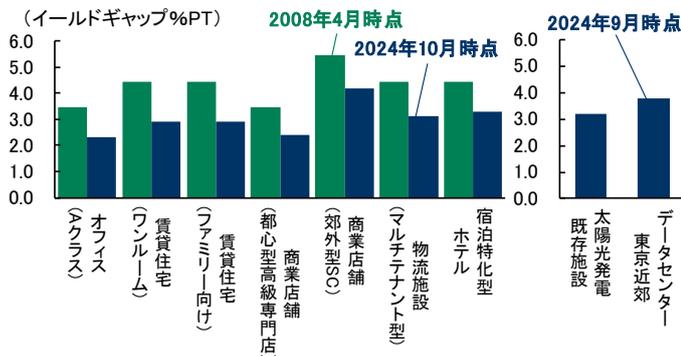
#### 4. 利ザヤにはまだ妙味のあるアセットあり

上記を踏まえると、今後も不動産投資における利ザヤはある程度確保できるとみている。利ザヤとは、投資して得られる期待利回り、ファイナンスコストを表す長期金利の差分だ。要は、不動産投資による実質的なリターンを測る物差しの1つだ。

図表5は日本不動産研究所、CBREの調査するアセット別の期待利回りから計算したイールドギャップだ。過去最も利ザヤが小さかったリーマンショック前後の時点と比べて、どのアセットをみても利ザヤは縮小し、妙味は小さくなった。

図表5:不動産アセットのイールドギャップ

利ザヤは過去より縮小もまだ妙味あり



出所:日本不動産研究所、CBRE、Macrobond

しかし、最も小さいオフィスですらまだ利ザヤが2%超ある。中長期的な金利先高観がまだ高まっていないこと、オフィスなどで賃料上昇の期待があることから、今後の利ザヤ縮小を想定して不動産投資が急速に手控えられるとは考えにくい。むしろデータセンターやホテルなど利ザヤがまだ大きく、今後も利ザヤが厚そうなアセットへの投資は積極的のようだ。

なお、賃料上昇期待が相対的に小さいアセットについては注意は必要だ。例えば、日本人の個人消費が低調な商業店舗、長期契約が多いため賃料が変動しにくい物流施設については、他と比べて期待利回りが上昇しづらく、慎重姿勢が強ま

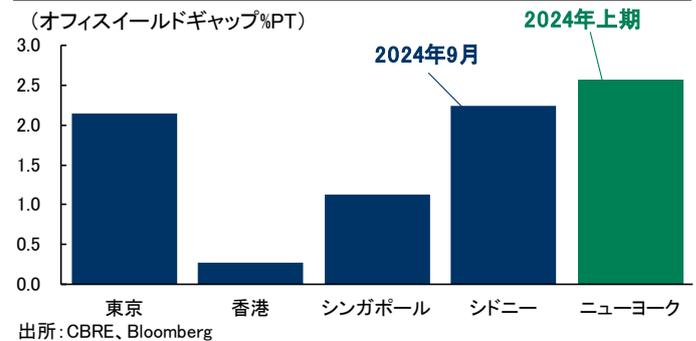
るリスクがある点には留意されたい。

#### 5. 米国長期金利がリスク要因の面も

加えて、海外との比較から考えると、日本の不動産投資の妙味はまだ残されており、今後は海外からの投資流入の再開が期待される。例えば、CBREの調査を用いて、オフィスのキャップレートを国際比較したものが図表6だ。これを見ると、アジア太平洋地域では東京の利ザヤは大きい。ニューヨークやシドニーと比べても遜色ない。他国と比べて社回帰の強まりや金利先高観の低さを考えると、安定的インカムゲインを得られる投資先として東京が選択される余地がある。

図表6:オフィスのイールドギャップ・国際比較

東京のオフィス投資の利ザヤは他都市と比べても相応にあり



出所:CBRE、Bloomberg

前述したように、日本の不動産投資の中での海外投資家比率はコロナ禍で下がってきたが、これは日本の要因ではなく主に米国金利急騰による不動産から債券など他の金融商品への投資シフトが要因とみられる。もちろん今年も米国長期金利の上昇懸念は残るが、FRBが利下げに転換したこともあり、債券等から不動産に投資が戻ってくると期待される。

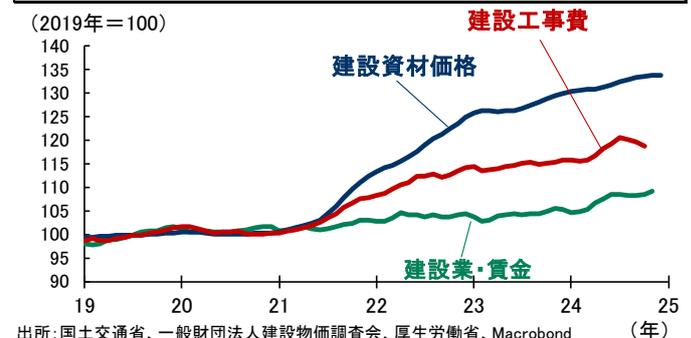
逆に言えば、もし米国経済の堅調が続き、トランプ関税などを契機にインフレ期待が一段と高まり、FRBも利下げを断念して利上げを再開すれば、長期金利が5%を目指して上昇基調を強めるリスクが出てくる。米国長期金利が上昇すれば、日本を含む世界的な不動産投資意欲が冷え込み、海外から日本への不動産投資も細るリスクがあるため注視する必要がある。

#### 6. 建設工事コスト増大や進捗遅延がリスク要因

金利と同等に不動産市場にとってリスク視されているのは建設コスト高、それに伴う工事の遅延だ。図表7のように現状の建築工事コストはコロナ禍前と比べて20%程度増加している。その主因は、円安や原材料高を起因とする建設資材価格の高騰だ。加えて、24年以降は人件費上昇も目立ち始めた。加えて、ドライバー不足等による物流コストの増加も一因だ。

図表7:建設工事費と資材価格、建設業の賃金

建設コスト増加は資材価格高騰が主因



出所:国土交通省、一般財団法人建設物価調査会、厚生労働省、Macrobond

不動産のコスト構造について、国土交通省「不動産業投入調査」をみると、費用の中で建築工事費は土地購入費と同程度の20%を占める。なお支払利息は1%程度と小さい。不動産業にとって建築工事費の増大は利払い以上にコスト要因として意識されやすいのだろう。

建設コストの増大が不動産市場に悪影響を及ぼす経路は何か。まず不動産開発業から言えば、土地と建物を合計した開発コストの中で建物にかかる費用が大きい場合、建設コストの増大は開発費用を大きく左右する。開発コストが増えれば、利益を得るために賃料や物件売却価格を引き上げる必要がある。しかし、それによりテナント需要が想定よりも下振れたり、買い手がなかなかつかないリスクは高まる。つまり、開発コストの増大を吸収しきれず、不動産開発業の収益が圧迫される。もしくは、開発コストを抑えるために土地価格を抑えようとする動きが強まる可能性がある。

もう一つ、建設コストに歯止めがかかることを期待して、開発を延期するケースが出てきたり、人手不足やドライバー不足、資材の納期遅れなどを要因に(意図せず)竣工時期が後ろ倒しになるリスクが出てくる。この場合、不動産投資家からみると、賃貸収入や売却までにかかる期間が長期化することで、その物件の期待利回りは低下することになる。極端な仮定だが、こうしたケースが頻発すれば、不動産市場全般に期待利回りが低下して不動産投資が低調になりかねない。

現状、建設コスト増大が不動産市場にマイナスの影響を大きく及ぼしているとは考えにくい。日本経済がデフレではない状態となり、賃料を上げて建設コスト増大を相応に吸収できるとの見方が不動産開発や投資の後押しになっているとみられる。また、不動産開発の遅れによる供給制約は、不動産需給をひっ迫させる要因とも言え、既存物件の価格や賃料を押し上げるとも期待される。

一方、中長期的にみれば、不動産開発業は建設コスト増大により、高い賃料が実現できる生産性の高い不動産アセットを開発する必要がある。そのため、開発のハードルは高まる。開発が遅延すれば、収益を得る機会を失う。不動産投資の観点からは、新規の魅力的物件がなかなか出てこず、不動産以外のアセットに投資がシフトしかねない。また、海外投資家が、日本以外の地域に不動産投資をシフトさせるリスクもある。

「不動産市場は日本の金利上昇がリスク」という面に注目が集まりがちだが、米国の金利、建設コストという別のリスク要因があることにも留意すべきだろう。

宮嶋貴之

## ソニーフィナンシャルグループ 金融市場調査部・研究員紹介



**尾河 眞樹 (おがわ まき)**  
執行役員(金融市場調査部担当)  
チーフアナリスト

ファースト・シカゴ銀行、JPモルガン・チェース銀行などの為替ディーラーを経て、ソニー財務部にて為替リスクヘッジと市場調査に従事。その後シティバンク銀行(現SMBC信託銀行)で個人金融部門の投資調査企画部長として、金融市場の調査・分析を担当。2016年8月より当社執行役員。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBCなどにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。主な著書に『為替ってこんなに面白い！(2024年幻冬舎新書)』、『く最新版)本当にわかる為替相場(2023年日本実業出版社)』などがある。ソニー銀行株式会社取締役、ウェルスナビ株式会社取締役。



**菅野 雅明 (かんの まさあき)**  
金融市場調査部  
シニアフェロー チーフエコノミスト

1974年日本銀行に入行後、秘書室兼政策委員会調査役、ロンドン事務所次長、調査統計局経済統計課長・同参事などを歴任。日本経済研究センター主任研究員を経て、1999年JPモルガン証券入社(チーフエコノミスト・経済調査部長・マネジングディレクター)。2017年4月より現職。総務省「統計審議会」委員ほか財務省・内閣府・厚生労働省などで専門委員などを歴任。日本経済新聞「十字路口」「経済教室」など執筆多数。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBC「昼エクспレス」コメンテーター。1974年東京大学経済学部卒、1979年シカゴ大学大学院経済学修士号取得。



**石川 久美子 (いしかわ くみこ)**  
金融市場調査部 シニアアナリスト

商品先物専門紙での貴金属および外国為替担当の編集記者を経て、2009年4月に外為どっとコムに入社し、外為どっとコム総合研究所の立ち上げに参画。同年6月から同社研究員として、外国為替相場について調査・分析を行う。2016年11月より現職。外国為替市場に関するレポート執筆の他、テレビ東京「Newsモーニングサテライト」など多数のテレビやラジオ番組に出演し、金融市場の解説を行う。また、Xでの情報発信なども行っている。資源国・新興国通貨に強い。



**渡辺 浩志 (わたなべ ひろし)**  
金融市場調査部長 兼 調査課長  
シニアエコノミスト

1999年に大和総研に入社し、経済調査部にてエコノミストとしてのキャリアをスタート。2006年～2008年は内閣府政策統括官室(経済財政分析・総括担当)へ出向し、『経済財政白書』等の執筆を行う。2011年からはSMBC日興証券金融経済調査部および株式調査部にて機関投資家向けの経済分析・情報発信に従事。2017年1月より当社。内外のマクロ経済についての調査・分析業務を担当。ロジカルかつデータの裏付けを重視した分析を行っている。



**森本 淳太郎 (もりもと じゅんたろう)**  
金融市場調査部 シニアアナリスト

みずほフィナンシャルグループにて企画業務、法人営業などを経験した後、2019年8月より現職。外国為替市場の調査・分析業務、特にユーロやポンド、スイスフランなどの欧州通貨を専門に担当。TOKYO MX「Stock Voice 東京マーケットワイド」、日経CNBC「朝エクспレス」「GINZA CROSSING Talk マーケットニュース」などにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。2013年東京大学経済学部卒。



**宮嶋 貴之 (みやじま たかゆき)**  
金融市場調査部 シニアエコノミスト

2009年にみずほ総合研究所にエコノミストとして入社。2011年～2013年は内閣府(経済財政分析担当)へ出向。官庁エコノミストとして『経済財政白書』、『月例経済報告』等を担当。2021年4月より現職。日本・中国・米国のマクロ経済や債券市場、半導体、不動産、観光等を分析。主な著書(全て共著)は、『TPP-日台加盟の影響と展望』(国立台湾大学出版中心)、『キーワードで読み解く地方創生』(岩波書店)、『図解ASEANを読み解く』(東洋経済新報社)、『激震 原油安経済』(日経BP)。

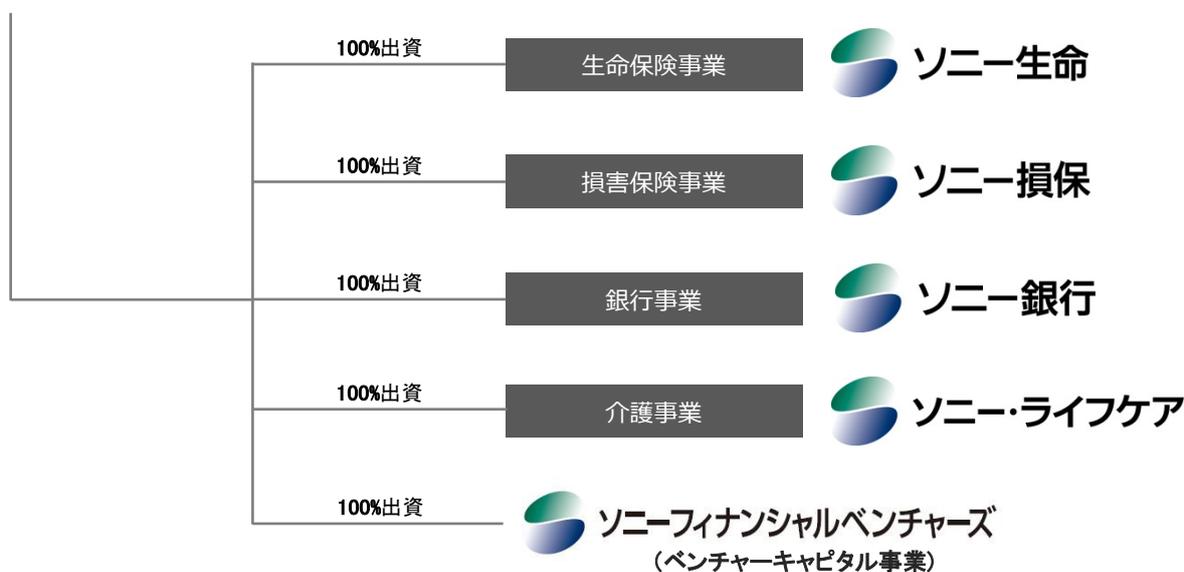
## 本レポートについてのご注意

- 本レポートは、ソニーフィナンシャルグループ株式会社(以下「当社」といいます)が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものでもありません。
- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社はかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能な情報ですが、当社がその正確性・信頼性・完全性・妥当性等を保証するものではありません。本レポート中のグラフ、数値等は将来の予測値を含むものであり、実際と異なる場合があります。
- 本レポート中のいかなる内容も、将来の投資環境の変動等を保証するものではなく、かつ、将来の運用成果等を約束するものでもありません。かかる投資環境や相場の変動は、お客様に損失を与える可能性もございます。
- 当社は、当社の子会社及び関連会社(以下、「グループ会社」といいます)に対しても本レポートに記載される内容を開示又は提供しており、かかるグループ会社が本レポートの内容を参考に投資決定を行う可能性もあれば、逆に、グループ会社が本レポートの内容と整合しないあるいは矛盾する投資決定を行う場合もあります。本レポートは、特定のお客様の財務状況、需要、投資目的を考慮して作成されているものではありません。また、本レポートはお客様に対して税務・会計・法令・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資の選択や投資時期の決定は必ずお客様ご自身の判断と責任でなされますようお願いいたします。
- 当社及びグループ会社は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したこと(お客様が第三者に利用させたこと及び依拠させたことを含みます)による結果のいかなるもの(直接的な損害のみならず、間接損害、特別損害、付随的損害及び懲罰的損害、逸失利益、機会損失、代替商品又は代替サービスの調達価格、のれん又は評判に対する損失、その他の無形の損失などを含みますが、これらに限られないものとします)についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家その他の第三者に対しても法的責任を負うものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、本レポートの提供を受けられたお客様限りで日本国内においてご使用ください。
- 本レポートに関する著作権及び内容に関する一切の権利は、当社又は当社に対して使用を許諾した原権利者に帰属します。当社の事前の了承なく複製又は転送等を行わないようお願いいたします。
- 本レポートに関するお問い合わせは、お客様に本レポートを提供した当社グループ会社の担当までお願いいたします。

## ソニーフィナンシャルグループ



ソニーフィナンシャルグループ(株)



- ソニーフィナンシャルグループ株式会社は、ソニー生命保険株式会社、ソニー損害保険株式会社、ソニー銀行株式会社の3社を中核とする金融持株会社です。
- 当社グループの各事業は、独自性のある事業モデルを構築し、合理的かつ利便性の高い商品・サービスを個人のお客様に提供しています。
- 当社グループの基本情報、グループ各社の事業内容などにつきましては、当社ホームページでご覧いただけます。  
<https://www.sonyfg.co.jp>