

金利変動下で問われる金融機関の目利き力とリスク管理体制 ～金利上昇時や市場調整時の影響経路も、越境融資の拡大で複雑化～

2026 年 10 月 30 日

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

投資調査部長 主席研究員 大谷咲太

本レポートは、週刊金融財政事情(2026.10.20 号)に寄稿した記事を利用許諾を得て、再掲したものです

監視の目が強まる事業用不動産向け融資

日銀の金融政策正常化が進み、金利上昇によって資産価格の変動リスクが高まるなか、金融当局は地方銀行を中心とする不動産向け融資の動向に目を配っている。とくに近年は、融資対象がアパートローンなどの居住用不動産から事業用不動産へと広がり、地元案件に加えて不慣れな首都圏などへの越境融資も拡大している。金融庁は今年度の金融行政方針の中で、不動産向け投融資の案件審査やリスクモニタリングの実効性を重点的に確認するとしている。国内金融循環に大きな不均衡はみられないとしても、金利上昇や市場調整時の影響経路は複雑になっている。事業用不動産の先行きを見通す重要性は、市場分析にとどまらず、金融システムの安定という観点からも高まっている。

価格調整されにくい足元の金利上昇局面

金利上昇局面では不動産価格が調整されやすいという見方は根強い。実際、バブル崩壊時や世界金融危機時には、不動産価格は大きく下落した。ただし、今回の局面はそれらとは様相が異なる。現在の金利上昇はインフレの定着と一体で進んでおり、好調な賃貸市況のもとで、物価上昇の賃料への転嫁が進みやすい環境にあるためである。

今後 5 年間の消費者物価の上昇率は年平均で 2.0%程度、建築費の上昇率は同 2.8%程度を見込む。エネルギー価格上昇や円安による資材価格の高騰は落ち着くとみているが、建設人材の人手不足は深刻で、人件費の押し上げによって物価を上回る建築費の上昇を見込んでいる。金利上昇や建築費の高騰といったコスト上昇は不動産の新規供給を抑制する作用も持つ。需要が底堅い大都市では、供給制約による需給バランスのタイト化によって、賃料や価格が押し上げられやすい。投資市場の側からみても、価格を大きく崩す材料は限られる。金利上昇は、期待利回りの上昇を通じて不動産価格の下押し要因となるが、足元では賃料上昇期待の高まりや国内外からの投資資金流入がこれを相殺している。金利上昇は市場全体を一律に押し下げるといふより、賃料転嫁力や供給制約の有無に応じてセクター間や立地間の選別を強める方向に作用している。

期待利回りを左右する三つの要因

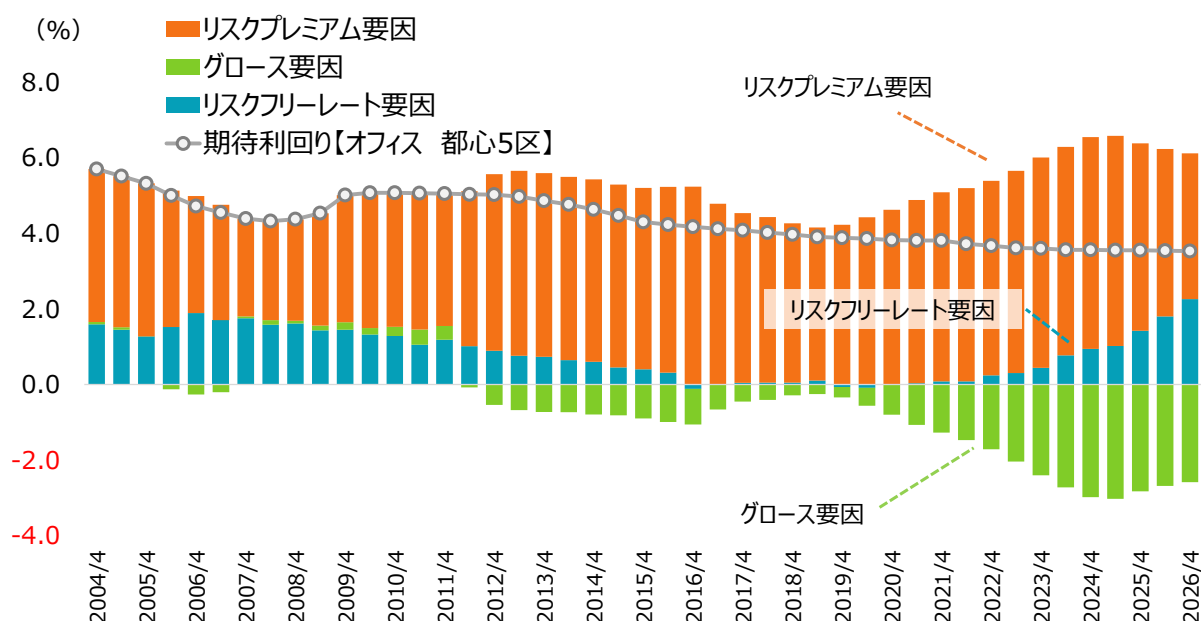
この状況を詳細に理解するため、期待利回りを①リスクフリーレート要因、②リスクプレミアム要因、③グロース要因の三つに分解して推移をみていく。リスクフリーレート要因は無リスク資産の利回りを指し、一般的に 10 年国債利回り(長期金利)で表され、金利が上昇すれば期待利回りは押し上げられる。リスクプレミアム要因は、不透明感の高まりなどを背景に投資家が要求する追加的なリターンであり、リスクが高まれば期待利回りの上昇要因となる。グロース要因は賃料上昇による純収益(NOI)の成長期待であり、期待が高まれば投資家

の要求利回りの低下を通じて、期待利回りを引き下げる要因となる。

東京都心5区のオフィスの期待利回りを例にみると(図表1)、2020～22年のコロナ禍では市場の不透明感が高まり、リスクプレミアム要因が拡大して期待利回りに上昇圧力がかかった。一方、低金利環境のもとで物価上昇期待も高まり、グロース要因による下方圧力がこれを上回ったため、期待利回りは緩やかに低下した。2023～24年の金利上昇局面でも、物価・賃料上昇期待の高まりがリスクフリーレート要因の上昇を相殺し、期待利回りは反転上昇せず、低位横ばいで推移した。コロナ禍収束後も投資資金の流入が続き、リスクプレミアム要因の縮小を通じて金利上昇の影響を和らげたことも大きい。

先行きについては、リスクフリーレート要因は2026年下期まで上昇し、その後は横ばいで推移するとみる。一方、グロース要因は緩やかに縮小する見通しであり、この二要因だけをみれば期待利回りには上昇圧力がかかる。ただし、堅調な国内資金に加え、海外投資資金の流入拡大によってリスクプレミアム要因が縮小し、結果として期待利回りはほぼ横ばいで推移すると見込む。海外主要都市でオフィス空室率の上昇や高止まりが続くのに対し、日本では賃貸市場が比較的安定しており、円安も相まって海外資金が流入しやすい環境にあるためである。

図表1. 期待利回りの推移および要因分解



出所)一般財団法人日本不動産研究所「不動産投資家調査」、Bloomberg をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

注)リスクプレミアム・グロース要因は三井住友トラスト基礎研究所による推計

セクター別に見た市場動向と今後の見通し

事業用不動産市場は足元で堅調な推移となっているが、今後は一様ではない。低金利による価格の全面高から、賃料成長力の用途、立地ごとの差が価格形成を左右する局面へ移りつつある。強いのは、需要が堅調でかつ供給が限られ、賃料転嫁力を持つセクターである。逆に、物価の賃料転嫁が進みにくいセクターでは、グロース要因が乏しく、金利上昇の影響が表れやすい。

堅調なセクターの代表が、東京や大阪のオフィスと賃貸住宅である。これらの都市では、人と企業の集積が続いており、それが市場を支える基盤となっている。オフィスでは、企業が人材確保や生産性向上を目的

に、交通利便性の高い都心の高機能ビルへ移る動きが続く。近年は製造業によるプライムビルへの入居も増えており、郊外の自社ビルや賃貸ビルからターミナル近接の大規模オフィスへ移転する例もみられる。東京都心5区の空室率は2026～28年に1%台、2029～30年も2%前後の低水準を維持し、マーケット賃料は2030年までの5年間で約3割上昇する見通しである。大阪市でもほぼ空室がない状態が続き、東京と同程度の賃料上昇が見込まれる。企業にとってオフィス賃料は人件費に比べれば負担が限定的であり、人手不足が続く中で、採用力や成長力を高める投資として受け入れられやすい。

賃貸住宅でも大都市の強さは明確である。東京をはじめとする大都市では、投資用マンションの供給が多かった名古屋など一部都市を除けば、空室率が2～3%程度の低位にあり、今後も安定的な賃料上昇が見込まれる。東京23区の賃貸マンション賃料は今後5年間で約2割上昇すると見込む。若年層や女性の所得上昇、地方からの人口流入、外国人居住者の増加に加え、分譲マンション価格の高騰が賃貸需要を押し上げている。都心部では高所得層のさらなる所得上昇が賃料負担力を押し上げ、周辺住居エリアでは都心からの押し出し需要が需給を引き締める。賃貸マンションの着工は比較的高水準であったが、足元では東京でも郊外部を中心に鈍化がみられ、供給抑制も広がりつつある。

物流施設も底堅い。ECや3PL事業者の需要拡大、メーカーの賃貸選好の広がりを背景に賃料は上昇基調であり、とくに大阪圏では需給が引き締まっている。東京圏では圏央道沿線の一部で需給の緩みが残る一方、東京湾岸や消費地に近い立地では改善が進んでおり、立地差が鮮明である。商業施設は二極化が目立つ。銀座や心斎橋などインバウンド恩恵の大きいハイストリートは強いが、郊外ではEC化や生活防衛的な消費行動が重荷となりやすい。閉鎖するSCが増える一方、競合施設の退出で集客を伸ばす施設もあり、目利きの重要性は一段と高まる。ホテルは中国人需要の減少で、大阪や名古屋など中国人比率が高い都市では短期的に影響を受けるが、中長期的には日本人需要が減少するものの、単価の高いインバウンド需要の拡大によって堅調な収入増が見込まれる。ただし、運営コスト上昇のため、収益の伸びは以前より緩やかになる見通しである。

大都市への集中、拡大する地域間格差

今後の日本の不動産市場を考えるうえで、用途間格差以上に重要なのが地域間格差の拡大である。人口や企業の集積が進む大都市では価格上昇が続く一方、人口減少が続く地方では価格が上昇しづらく、格差は広がりやすい。金利上昇と建築費高騰によって、賃料水準の低い地方都市ほど再開発による採算が合わなくなる。需要があっても新しいオフィスや住宅が供給されず、都市の更新が止まりやすい。そうなれば、企業が一定品質以上のオフィスを確保できない、住民が住みたいマンションを選べないといった事態が生じ、人と企業の流出をさらに招く。

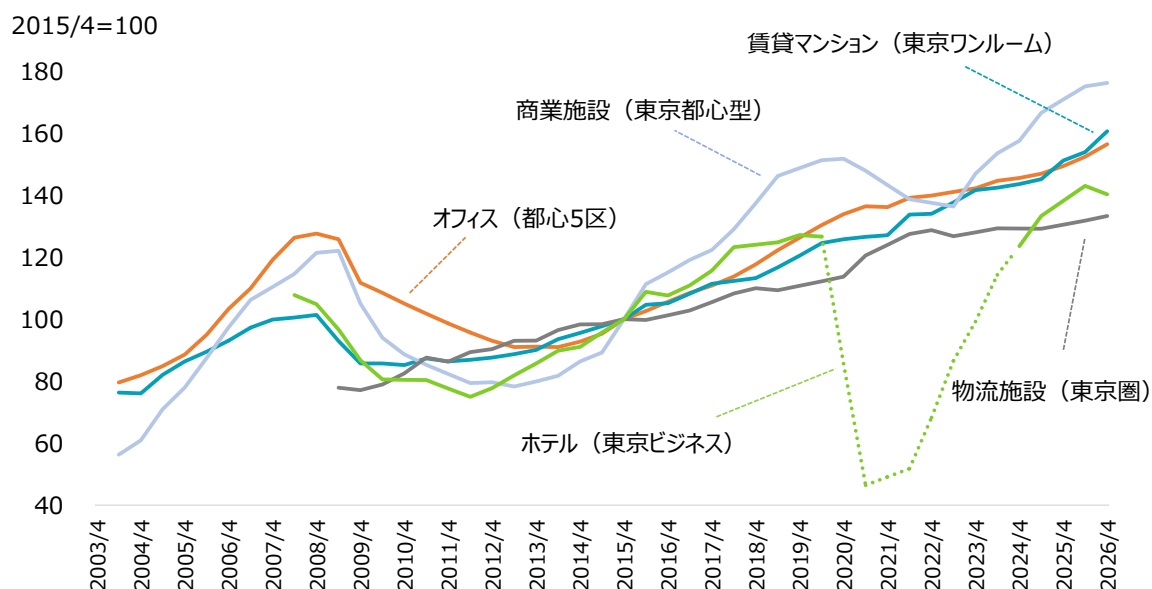
一方、足元では分譲マンション価格の高騰や賃貸マンションの賃料上昇で人口増加ペースはやや鈍化しつつも、大都市では人口増加が続いている。地方からの若者の人口流入や外国人居住者の増加が背景にある。こうした人口増加を背景に、インフラ整備や大規模開発の進むエリアほど不動産価値が高まりやすい。東京ではオフィス開発が活発な東京駅周辺に加え、インフラ整備が進む湾岸・品川方面への重心シフトが進む。短期的には多少の需給緩和につながるが、長期目線では価値の向上に寄与する。大阪でもなにわ筋線の開業による中心部の活性化や、大阪IRや万博跡地の開発を契機に湾岸部の存在感が高まることが期待される。他方、人口流入や賃料負担力の高まりが弱い地域では、賃料転嫁が進まず、金利上昇の影響を受けて価格調整が生じやすい。金利上昇や建築費高騰がもたらす最も大きな変化は、日本の都市構造を一段と大都市集中型へ傾ける点にある。全国的な人口減少のもとでも、大都市は更新を通じて発展し、地方や郊外では相対的な衰退が加速する可能性が高い。

金融機関に問われる目利きとリスク管理

以上を踏まえると、今後の事業用不動産市場は、過去のような一律の価格調整ではなく、賃料転嫁力の差によって明暗が分かれる展開になる公算が高い。そのため金融機関には目利き力が求められる。

とりわけ地方銀行では、地元案件に加え、不慣れな首都圏などへの越境融資や不動産ファンド向け融資の比重が高まっている先もある。表面的な担保価値や足元の稼働率だけでなく、環境変化時の価格調整や収益悪化まで織り込んだ管理が欠かせない。ただし、不動産は株式や債券に比べて開示情報が限られ、セクター別の価格動向さえ十分に把握しにくい。図表2は当社が推定した NOI および前述の期待利回りから算出したセクター別の不動産価格指数の推移である。このような推計データも活用しながら、足元の動向や将来見通しも踏まえた計量的な案件審査やリスクモニタリングが重要となる。当局が不動産向け融資の監督を強めるなか、金融機関には、セクター別・地域別の価格下落リスクに応じて、スプレッドや LTV などの融資条件を適切に設定し、時価評価も踏まえて与信構成を点検するなど、インフレや金利上昇といった環境変化に応じた管理体制を整えていくことが求められる。

図表2. セクター別の不動産価格指数の推移



出所)三井住友トラスト基礎研究所

【執筆者】

大谷咲太(おおたにしょうた)

株式会社三井住友トラスト基礎研究所 投資調査部長 主席研究員

【略歴】

国内銀行を経て、2008 年三井住友トラスト基礎研究所入社。大学教員を経て 2024 年より現職。主に、マクロ経済や金融、不動産投資市場の調査・研究業務に従事。現在、大阪大学大学院経済学研究科招へい教員、神戸大学経済学部非常勤講師、日経ビジネススクール講師など。大阪大学大学院経済学修士。



投資調査部 業務のご紹介

(不動産マーケットの動向分析・予測、不動産投融資のリスク管理など)

https://member.smtri.jp/service/invest_dept.html

「不動産マーケットリサーチレポート」のご紹介

全国主要都市の不動産賃貸市場、不動産投資市場の将来見通しや、その市場特性・動向をお示したレポートを、法人様向けに提供しています

https://member.smtri.jp/service/report/market_research_report.html

【お問い合わせ】投資調査部

<https://fofa.jp/smtri/a.p/113/>

1. この書類を含め、当社が提供する資料類は、情報の提供を唯一の目的としたものであり、不動産および金融商品を含む商品、サービスまたは権利の販売その他の取引の申込み、勧誘、あつ旋、媒介等を目的としたものではありません。銘柄等の選択、投資判断の最終決定、またはこの書類のご利用に際しては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願いいたします。
2. この書類を含め、当社が提供する資料類は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成していますが、当社はその正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料は作成時点または調査時点において入手可能な情報等に基づいて作成されたものであり、ここに示したすべての内容は、作成日における判断を示したものです。また、今後の見通し、予測、推計等は将来を保証するものではありません。本資料の内容は、予告なく変更される場合があります。当社は、本資料の論旨と一致しない他の資料を公表している、あるいは今後公表する場合があります。
3. この資料の権利は当社に帰属しております。当社の事前の了承なく、その目的や方法の如何を問わず、本資料の全部または一部を複製・転載・改変等してご使用されないようお願いいたします。
4. 当社は不動産鑑定業者ではなく、不動産等について鑑定評価書を作成、交付することはありません。当社は不動産投資顧問業者または金融商品取引業者として、投資対象商品の価値または価値の分析に基づく投資判断に関する助言業務を行います。当社は助言業務を遂行する過程で、不動産等について資産価値を算出する場合があります。しかし、この資産価値の算出は、当社の助言業務遂行上の必要に応じて行うものであり、ひとつの金額表示は行わず、複数、幅、分布等により表示いたします。
5. 当社が行う業務に関して、当社および当社と密接な関係にある者が、お客さまから金銭または有価証券をお預かりすることはございません。