Deal Tracking Solutions | MCX
日本不動産マーケットブリーフ
第3号 · 2026年11月16日
mcxweb.jp

日本不動産マーケットブリーフ
第3号：ホテルとインバウンド減速

1. エグゼクティブサマリー

日本のホテル市場は二極化しています。訪日客数の合計はわずかに減少していますが、構成は中国から韓国・台湾・欧米に移っています。この新しい顧客層を取り込む東京と京都のホテルは客室単価を引き上げ続け、中国の団体客と万博2025への依存が大きかった大阪は単価を下げています。価格はまだこの分化を反映していません。

- **インバウンドの伸びは止まった。**
  9月の訪日客数は310万人で前年同月比−5.0%、1〜9月累計は3,073万人で−2.9%（トラベルボイス／JNTO）。9月は中国が−44.5%、韓国が+25.6%、台湾が+13.0%で、中国客の減少分の約3分の2を補った。
- **この冬、中国客は戻らない。** 中国の航空会社は冬ダイヤで中国–日本の座席を約19%削減した（WION、OAGデータ）。2027年2月6日の春節が回復の最初の試金石となる。
- **東京は上昇、大阪は下落。**
  10月の推計客室単価は港区・新宿区・中央区（東京）で+11〜14%、大阪市中央区で−21.5%（HotelBank、メトロエンジン推計）。京都は9月に稼働率が低下しながらもADRを5.4%引き上げた。
- **全国の伸びは一桁台前半。**
  JHRの変動賃料ホテル29物件のRevPARは9月+1.5%、1〜9月+2.5%（JHR）。人件費の上昇により、売上の伸びが利益に結びつきにくい。
- **資金はなお流入。**
  2026年上半期のホテル投資額は4,431億円（前年同期比+41%、JLL）。GICはフォーポインツ
  フレックス16ホテルを約2,000億円で取得し、大阪のホテルもほぼ2025年の価格（ガーナーのポートフォリオは1室約4,000万円）で取引されている。
- **金利のクッションは薄い。**
  東京の宿泊特化型ホテルの期待利回りは4.1%（日本不動産研究所）で10年国債との差は約1.2ポイント。当ブリーフの大阪の試算（7.6節）では、RevPARが20%低下するとNOIは42%減少し、LTVは100%を超える。

今すべきこと。

オーナーは送客市場別に価格を見直し、欧米・韓国需要が強いところでは稼働率より単価を優先する。ポートフォリオマネージャーは東京と京都をオーバーウェイトし、大阪は底値のNOIで成り立つ価格でのみ取得する。レンダーは大阪のホテル融資を2025年比RevPAR−20%で

検証し、固定賃料リースではオペレーターの信用力を確認する。ベンダーは、オーナーが人件費の削減に動き、それを実現するツールに対価を支払うと想定すべきです。

ホテル・ダッシュボード

指標	最新値	出典
訪日外客数	310万人（2026年9月）、前年比−5.0%。1〜9月累計3,073万人、−2.9%	トラベルボイス / JNTO
中国 / 韓国 / 台湾からの訪日客（9月）	43万800人（−44.5%） / 84万2,300人（+25.6%） / 59万5,600人（+13.0%）	トラベルボイス / JNTO
中国–日本の冬ダイヤ座席数	287万席（前年355万席、−19%）	WION、OAGデータ
外国人延べ宿泊者数	1,165万人泊（9月、速報）、−9.2%	訪日ラボ / 観光庁
JHRホテル実績（29物件、9月）	稼働率85.6%、ADR 20,468円（+2.3%）、RevPAR 17,519円（+1.5%）	JHR
推計客室単価（10月）	港区（東京）+14.4%、中央区（大阪）−21.5%	HotelBank、メトロエンジン推計
宿泊特化型ホテル期待利回り（2026年4月）	東京4.1%、大阪4.5%、京都4.5%	日本不動産研究所
10年国債とのスプレッド（11月16日2.89%）	1.21ポイント（東京）	Trading Economics、当ブリーフ計算
ホテル投資額	4,431億円（2026年上半期）、+41%	JLL
2026年最大の取引	約2,000億円、フォーポインツ フレックス16ホテル、GICがKKRから取得	HVS、Hospitality Net

金利、為替、その他のセクター指標は「10. 最近の経済指標」にまとめています。

2. 金利・為替とホテルの資産価値

日銀は引き続き利上げを予定し、景気は足踏みし、円は160円に近づいています。ホテルにとっては、円安が訪日客の購買力を支える一方、金利上昇は資産価値と変動金利の借入人を圧迫します。

金融政策。
政策金利は6月と9月の利上げで約31年ぶりの高水準と1.25%。11月10日公表の10月会合「主な意見」は、基調的な物価上昇率が2%目標と概ね整合的とし、追加利上げが適当とした。より速いペースを主張する委員もいた（Trading Economics）。11月12日には浅田統一郎委員が個人消費の弱さを理由に慎重さを求めた。市場は12月18日の会合で1.50%への利上げを予想している（Trading Economics）。

景気。

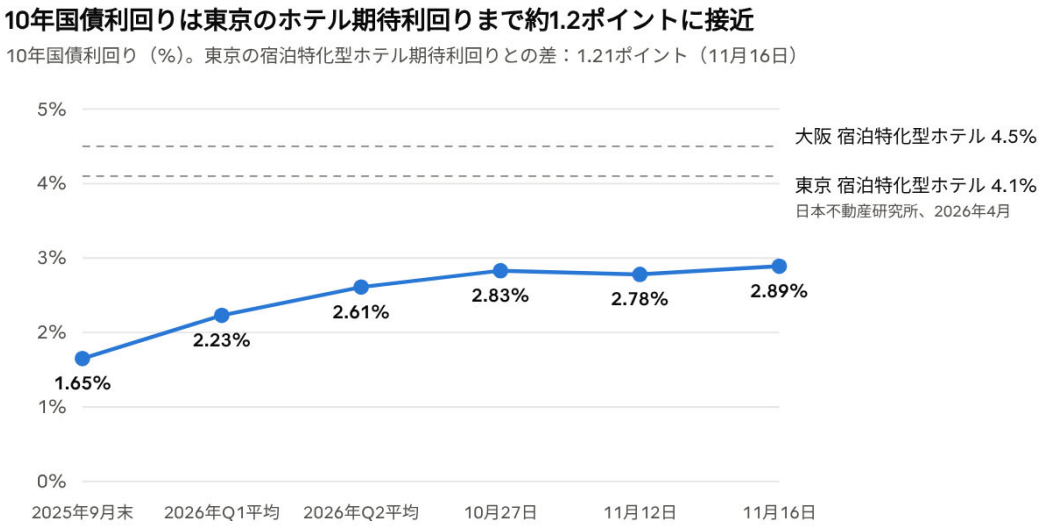
7〜9月期の実質GDP速報値は年率−0.1%と、小幅プラスの予想を下回った。個人消費は弱く、輸出は1年ぶりに減少、設備投資は増加した（Trading Economics）。国内消費の弱さはホテルにとって重要だ。ホテル需要の約7割は日本人客が占める（トラベルボイス、STR）。

債券。

10年国債利回りは11月16日に約2.89%。11月13日には米物価指標を受けて3週間ぶりの高水準（約2.87%）を付けた。第2号発行時は2.78%、10月上旬には1996年以来の高水準となる約3.12%を付けている（Trading Economics、Admiral Markets）。

為替。

ドル円は11月16日に159.6円。片山さつき財務相と三村淳財務官は、昨夏の日米協調介入に触れつつ、急激な変動への対応を警告した（Trading Economics）。市場は12月の米利上げを高い確率で織り込んでおり、ドルは堅調だ。



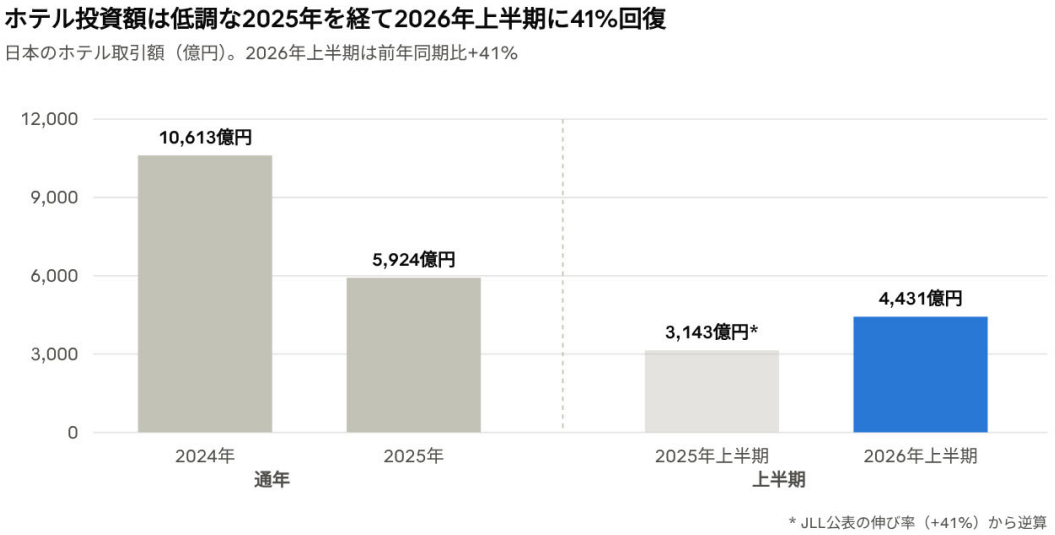
国債：CBRE 2025年Q3 MarketView（9月末）、FRED/OECD四半期平均（2026年Q1・Q2）、財務省終値（Admiral Markets経由、10月27日）、Trading Economics（11月12日・16日）。ホテル期待利回り：日本不動産研究所「不動産投資家調査」2026年4月（宿泊特化型）。

ホテルへの示唆。

円安は欧米や韓国からの訪日客がより多く消費し、長く滞在する最大の理由であり、中国客の不在を一部補っている。介入などで円が急反発すれば、中国客が戻らない中でその支えが弱まる。資本面では、東京の宿泊特化型ホテルの期待利回り4.1%と国債の差は約1.2ポイントと2025年9月の約2.5ポイントから縮小した。ホテルは客室単価を日々見直せるため、投資家は長期リース資産より薄いスプレッドを受け入れている。ただしそれが成り立つのは単価の上昇が続く場合に限られる。

3. 資本市場：ホテル取引

投資額は過去最高水準にあり、インバウンド減速にもかかわらずホテルは取引が活発なセクターに戻っています。CBREによれば2026年第3四半期の事業用不動産投資額は前年同期比+4%の2.21兆円で、ホテルは複数の大型取引により増加した（CBRE）。



JLL「2026年
日本ホテル投資市場の今後の展望」（2026年10月26日）。2025年上半期は公表の伸び率（+41%）から当ブリーフが逆算。

投げ売りではなく、買いが優勢。
JLLによれば2026年上半期のホテル取引額は4,431億円で前年同期比+41%。2025年は過去最高の2024年から44%減少していた（JLL）。第3四半期には年内最大のポートフォリオ取引として、GICがKKRからフォーポイントツ フレックス by
シェラトン16ホテルを約2,000億円で取得することで合意した（HVS、Hospitality Net）。上半期の日本はアジア太平洋最大のホテル投資市場で、19億米ドルと地域全体の約28%を占めた（HotelBank、JLL）。

J-REITは撤退ではなく入れ替え。 ジャパン・ホテル・リートはハイアット リージェンシー東京を鑑定評価額の80.8%に当たる1,260億円で取得し、ザ・ビーチタワー沖縄を鑑定評価額の約3倍の309億円で売却、カンデオホテルズ大阪なんばを143億円で取得した（HotelBank）。ホテルは2025年に初めてJ-REIT資産の10%を超えた（野村不動産ソリューションズ）。

上場市場は軟調。
東証REIT指数は11月6日に2.3%下落した後、11月13日は1,669で引けた（stock-marketdata.com）。上場REITは第3四半期に3,797億円を取得した一方、投資口の自己投資口取得の資金に充てるため含み益の大きい資産を売却している（CBRE）。私募のホテル買い手は上場市場の示唆する価格を上回る水準で支払っており、J-REITのホテル売却は引き続き有力な案件源だ。

海外資本。
最も活発な海外のホテル買い手はシンガポールと香港の投資家だ。GIC、ヒカリ・ホスピタリティ・ファンド、そして日本で16件のホテルを取得し、2027年春に第3号ファンドを設定予定のABキャピタルなど（HVS、Hospitality Net）。ドル円が160円に近い中、ヘッジコストを考慮してもドル建て投資家にとって取得価格は割安なままだ。

4. 融資環境

不動産向け貸出は過去最高で、レンダーの融資姿勢も積極的です。ただしホテルは収入が最も速く減り得る資産であり、レンダーは都市と運営リスクの負担者によって差をつけています。

指標	最新値	出典
不動産向け貸出（全金融機関）	147兆円（2026年3月末）、前年比+7%	CBREレンダーサーベイ2026
銀行の不動産業向け貸出	118兆円（2025年12月末）、過去最高。銀行貸出の18%	東洋経済
債務超過の旅館・ホテル事業者	28.6%（2025年度）、2019年度は24.8%	帝国データバンク（財経新聞）
宿泊業の倒産件数	89件（2025年）、+14%。2年連続増加	野村不動産ソリューションズ（帝国データバンク）

レンダーの姿勢。
CBREの2026年レンダー調査では融資姿勢に変化はなく、メザニンへの関心が高まっている（CBRE）。GICの2,000億円のポートフォリオやJHRのハイアットリージェンシー東京など今年の大型ホテル取引は資本力のあるスポンサーが担っている。信用が最も厳しいのは、小規模でレバレッジの高いオーナーだ。

監督の圧力。
日銀の「金融システムレポート（2026年10月号）」は、地銀の県外向けや相対的にリスクの高いメザニンの不動産融資を指摘した（日本銀行）。金融庁は与信上限の設定が高すぎる、あるいは未設定の地銀を確認している（東洋経済）。2023〜2025年の好況期に地銀が融資した小規模ホテルが最も影響を受けやすい。

見えにくいリスクはオペレーターの信用力。 J-REITや多くの私募ホテルは、固定賃料または固定＋変動賃料でオペレーターに賃貸している。RevPARが低下してもオーナーの賃料が守られるのは、オペレーターに支払能力がある間だけだ。帝国データバンクによれば、旅館・ホテル市場は2025年度に過去最高の約6.5兆円に達する一方、事業者の約3割が債務超過で、人件費の上昇を価格に転嫁できるのは強い市場に限られる（財経新聞）。

借入コスト。
変動金利のホテルローンは日銀の利上げのたびに金利が上昇している。当ブリーフの大阪の試算（7.6節）では、LTV60%、全て込み金利3.0%の場合、RevPARが20%低下すると利息カバー率は2.4倍から1.4倍に低下する。12月に1.50%へ利上げされれば、さらに約25bp上乗せされる。

プライベートクレジットの出番。

- **リポジショニング融資。**
  中国の団体客中心から欧米・韓国・台湾の個人旅行客向けへのリブランドや客室再編。Axeはガーナーホテルでこれを行い、2024年の取得価格の約2倍で売却した。
- **レスキュー・資本再構築。**
  2025年の価格で高レバレッジで取得された大阪の宿泊特化型ホテルはコベナンツに抵触する可能性がある。劣後資金やローン買取りで回復までをつなぐ。
- **オペレーターリースの立て直し。**
  弱いオペレーターに時間が必要で、オーナーが交代よりリース条件の見直しを選ぶ場合の短期融資。
- **コンバージョン融資。**
  不振ホテルが賃貸住宅やアパートメントホテルとしてより高い価値を持つ場合の用途変更資金。

5. 地域別スナップショット

東京と京都は単価を維持し、大阪は主要市場で唯一の下落、国内需要や多様な需要を持つ地方都市は安定しています。期待利回りはどの都市でもほぼ動いておらず、大阪の価格は実際の運営実績に追いついていません。

都市	宿泊特化型ホテル期待利回り（日本不動産研究所、2026年4月）	最新のホテル実績	その他の指標	評価
東京	4.1%（−0.1ポイント）	上半期のRevPAR +9%（JLL）。10月の推計客室単価は港・新宿・中央区で+11〜14%（メトロエンジン）	ハイアットリージェンシー東京は1室当1億7,700万円で売却	最も強い市場。欧米需要とラグジュアリー客室の不足（JLL、HotelBank）
京都	4.5%（−0.1ポイント）	9月：稼働率79.7%（−3.8ポイント）、ADR 19,333円（+5.4%）、RevPAR	米国が外国人宿泊の首位（17.0%）。中国は−51.1%	単価は維持、量は鉱化（京都市観光協会）

都市	宿泊特化型ホテル期待利回り（日本不動産研究所、2026年4月）	最新のホテル実績	その他の指標	評価
		+0.6%。外国人延べ宿泊者数−12.3%、日本人+9.3%		
大阪	4.5%（横ばい）	大阪市中央区の10月客室単価−21.5%、浪速区の9月−34.7%（メトロエンジン推計）。ラグジュアリーの上半期RevPAR −20%（JLL）	大都市で最も高い中国比率（2025年の外国人宿泊の29%）。万博2025の反動	最も弱い市場。価格は未調整（HotelBank、トラベルボイス、STR）
福岡	4.7%（−0.1ポイント）	8月の客室稼働率75.2%で都道府県首位	稼働率とADRが年間を通じてほぼ平坦（STR）	安定。大都市で最も季節変動が小さい（訪日ラボ / 観光庁、トラベルボイス）
札幌 / 北海道	5.0%（横ばい）	外国人比率が高く、RevPARの伸びが鈍化	札幌への国際線拡充。アドベンチャーツーリズム	中国便が減る冬が試金石（トラベルボイス、STR）
那覇 / 沖縄	5.0%（横ばい）	台風がJHRの9月実績を押し下げ	ザ・ビーチタワー沖縄は鑑定評価額の2.97倍で売却	リゾート地の価値は堅調（JHR、HotelBank）

期待利回り：日本不動産研究所「不動産投資家調査」2026年4月。

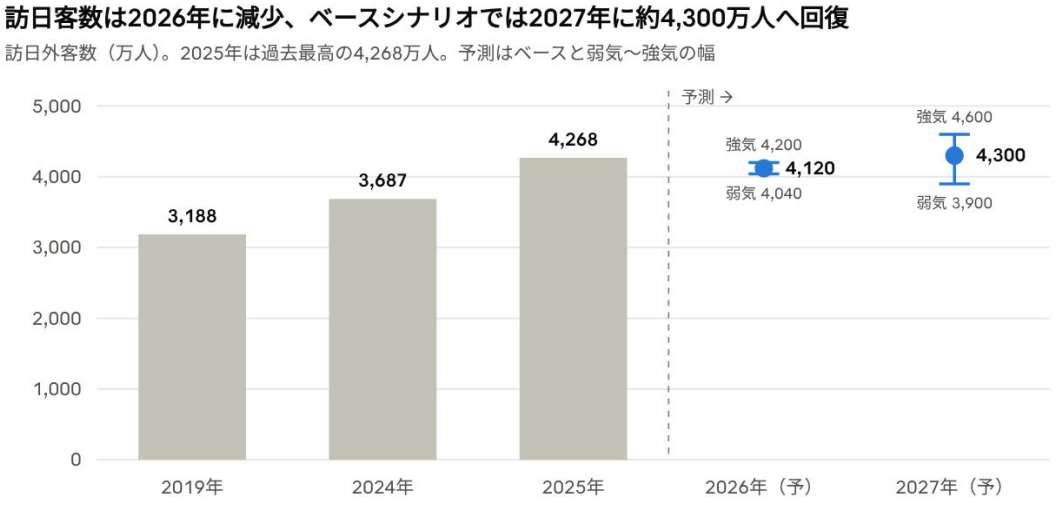
地方分散は進むが、そのペースは緩やか。
8月の外国人延べ宿泊者数は三大都市圏で前年比−15.6%、地方部で−4.9%となり、地方部の比率は35.9%に上昇した（訪日ラボ / 観光庁）。STRによれば、分析対象の全国43地区の77%で稼働率とADRが成長を続けている（トラベルボイス）。地方都市は第6号（福岡と地方都市）で取り上げる。

6. 見通しと成長予測

ベースシナリオは、2026年の訪日客数の小幅減少、ホテル期待利回りの横ばいから小幅上昇、そして万博の反動が一巡する2027年春からの大阪の回復です。全国のホテル収入は東

京と京都の単価上昇により緩やかに増加します。以下のシナリオは当ブリーフの見解であり、第三者の予測ではありません。

変数	弱気（25%）	ベース（60%）	強気（15%）
日銀政策金利	2.00%	1.75%	1.50%
10年国債利回り	3.5%以上	2.75〜3.25%	約2.5%
訪日外客数（2027年）	約3,900万人（中国客不在、円高）	約4,300万人	約4,600万人（中国客が一部回復）
全国ホテルRevPAR（2027年）	−5%	+2〜4%	+6〜8%
大阪ホテルRevPAR（2027年、2026年比）	横ばい	+5〜10%	+15%以上
東京 宿泊特化型ホテル期待利回り（現在4.1%）	+30〜50bp	+10〜20bp	横ばい
ホテル投資額（2027年）	約0.5兆円	0.8〜1.0兆円	1.2兆円以上
きっかけ	介入後の円高、中国の渡航自粛の長期化、国内消費の弱体化	日銀の段階的な正常化。韓国・台湾・欧米の伸びが継続	外交関係の改善で中国便が回復。円安が継続



実績：JNTO（トラベルボイス経由、2025年。2024年は前年比+15.8%から逆算）、JNTO（2019年）。予測：当ブリーフの見解。2026年は1〜9月実績（3,073万人）に、10〜12月を前年比−5%（ベース）、−12%（弱気）、+2%（強気）として加算。

ベースシナリオで収入が伸びる理由。
韓国と台湾は二桁成長を続け、欧米客は1回あたりの消費が多い。建設費の高騰でホテル供給は限られ、2025年のホテル着工棟数は13%減少した（野村不動産ソリューションズ）。大阪では万博2025との比較が2026年10月で一巡し、STRは10月以降に稼働率の減少幅が縮小するとみている（トラベルボイス）。

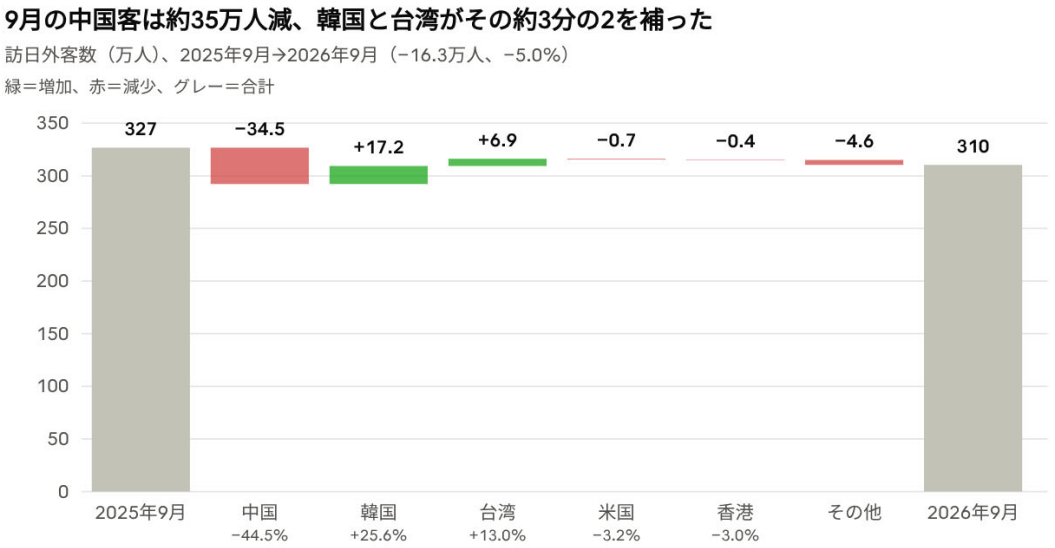
シナリオが崩れる条件。
第一に、欧米・アジアの訪日客の購買力を削ぐ急速な円高。第二に、中国の渡航自粛の2027年までの長期化。第三に、ホテル需要の約7割を占める国内消費の弱体化。人件費の上昇により、売上の伸びが利益に結びつきにくくなっている点にも注意が必要だ。STRは、フルサービス型ホテルのGOPが売上増加にもかかわらず前年を下回る月があると指摘している（トラベルボイス）。

7. 特集：ホテルとインバウンド減速

日本のホテル市場はもはや一つではありません。中国政府の渡航自粛で中国客は約半分に減り、韓国・台湾・欧米がその穴の大半を埋めましたが、全てではありません。新しい顧客層を取り込む東京と京都のホテルは単価を引き上げ続け、中国の団体客と万博2025に依存していた大阪のホテルは単価を下げています。価格はまだこの分化を反映しておらず、レバレッジの高い大阪のオーナーにはリスク、忍耐強い資本には機会となっています。

7.1 需要の構成が変わった

中国は2025年に909万人が訪れた第2の市場だった（トラベルボイス / JNTO）。2025年11月の中国政府による渡航自粛の呼びかけ以降、中国からの訪日客数は6〜9月の各月で前年を44〜59%下回った。6月−57.3%、7月−56.1%、8月−59.0%、9月−44.5%（6月、7月、8月、9月）。



JNTO推計値（トラベルボイス経由、2026年10月21日）。2025年9月の水準は公表の前年同月比から逆算。「その他」は残差。

韓国と台湾が二大市場となった。9月は韓国が+25.6%の84万8,300人、台湾が+13.0%の59万5,600人。欧米豪は訪日ホテル需要の約3割を占め、中国の従来のシェア（約2割）を上回った（トラベルボイス、STR）。京都では9月、米国人が外国人延べ宿泊者数の17.0%を占めて首位だった（京都市観光協会）。

構成の変化は人数以上の意味を持つ。欧米客は滞在が長く消費額も多い。韓国・台湾客の多くは個人旅行客で、団体用の客室ではなくホテルを直接予約する。中国の団体ツアーは平日やオフシーズンの客室を低単価で埋めていた。大阪が失ったのはまさにその泊数だ。

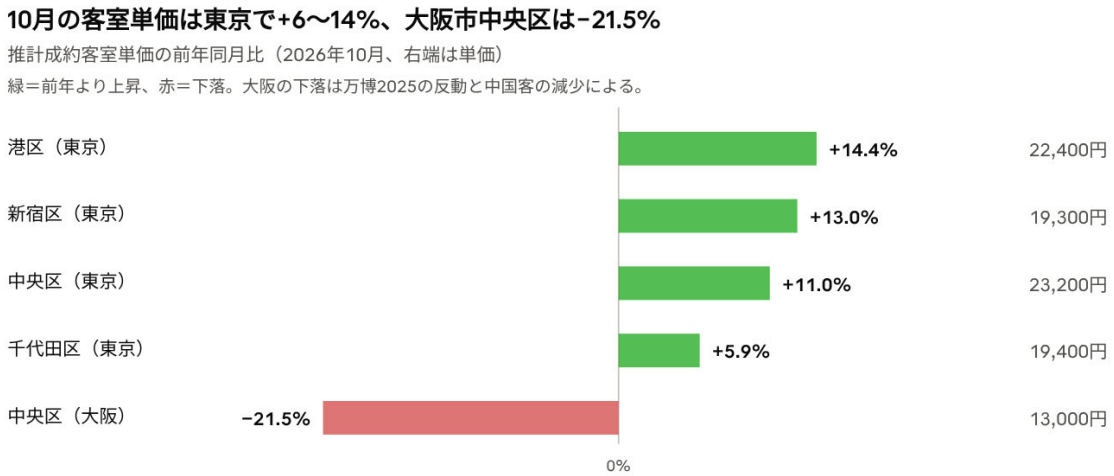
この冬も解決しない。

中国国際航空、中国東方航空、中国南方航空は冬ダイヤでそれぞれ909便、1,185便、511便を削減し、中国–

日本の座席数は355万席から287万席に減少した（WION、OAGデータ）。日本の国際線全体は前年の97.3%（訪日ラボ、国交省データ）。2027年2月6日の春節が、自粛緩和の有無を判断する最初の試金石となる。

7.2 新しい顧客層が向かう市場では単価が維持

全国的にホテルは稼働率より単価を優先している。JHRの変動賃料ホテル29物件の9月の稼働率は85.6%（−0.6ポイント）、ADRは2.3%上昇の20,468円で、RevPARは1.5%上昇にとどまった。大阪の不振と沖縄の台風が重しとなった（JHR）。STRは2026年を3年以上続いた二桁成長の終わりと位置づけ、単価主導の一桁成長への移行と説明している（トラベルボイス）。



メトロエンジンリサーチ＆コンサルティングがOTA公開価格から推計（HotelBank経由、2026年10月）。監査済みの運営データではない。

格差は市場の上位と下位で最大。

東京では、ラグジュアリー・アッパーアップスケールとアッパー・アッパーミッドスケールのADR差が2019年の17,500円から2026年には35,600円と倍増した。欧米需要とラグジュアリー客室の不足が背景だ（トラベルボイス、STR）。大阪では7月にミッドスケールのADRが21.

7%下落した一方、ラグジュアリーは3.1%の下落にとどまった（同）。メトロエンジンは浪速区の9月の単価を約10,200円と推計しており、万博開催月だった前年同月比は−34.7%だが、2024年9月比では+2.2%だ（HotelBank）。

京都はそのトレードオフを示す。

9月の稼働率は3.8ポイント低下したが、ADRは5.4%上昇し、RevPARは0.6%増。外国人延べ宿泊者数が12.3%減る中、日本人は9.3%増えた（京都市観光協会）。1年前には高すぎた客室を、国内旅行客が埋めている。

利益は売上に遅れる。

制約は人手だ。日銀短観の宿泊・飲食サービスの雇用人員判断DIは−58と、全産業の−38を大きく下回る（野村不動産ソリューションズ）。STRはフルサービス型ホテルのGOPが売上増加にもかかわらず前年を下回る月があるとしている。RevPARの1ポイントの伸びが生むNOIは、2023〜2025年より小さい。

7.3 RevPARのリスクを誰が負うか

同じRevPARの低下でも、オペレーターとの契約形態によってオーナーへの影響は大きく異なります。日本では固定賃料のリースが依然として多く、オペレーターの信用力は市場実績と同じくらい重要です。

契約形態	日本での主な用途	RevPAR低下時のオーナー収入	主なリスク	モニタリング項目
固定賃料リース	国内チェーンへのビジネスホテル賃貸、運営会社によるセール・アンド・リースバック	オペレーターが支払えなくなるまでは安定	オペレーターのデフォルト、更新時の減額	賃料カバー率（賃料控除前利益÷賃料）、オペレーターの財務状態
固定＋変動賃料リース	J-REIT。例：JHRの変動賃料ホテル29物件	固定部分は維持、変動部分は減少	NOI成長の鈍化、固定賃料の再交渉	月次RevPARとGOP、変動賃料の閾値
運営委託（MC）・ハイブリッド	国際ブランドと海外ファンド。K+ホスピタリティやCREAL Hotelsなどの関連オペレーター	ホテル利益にほぼ連動して減少	営業レバレッジがそのまま反映、人件費インフレ	週次の予約ペース、チャネル構成、労働時間、GOP率

事例。

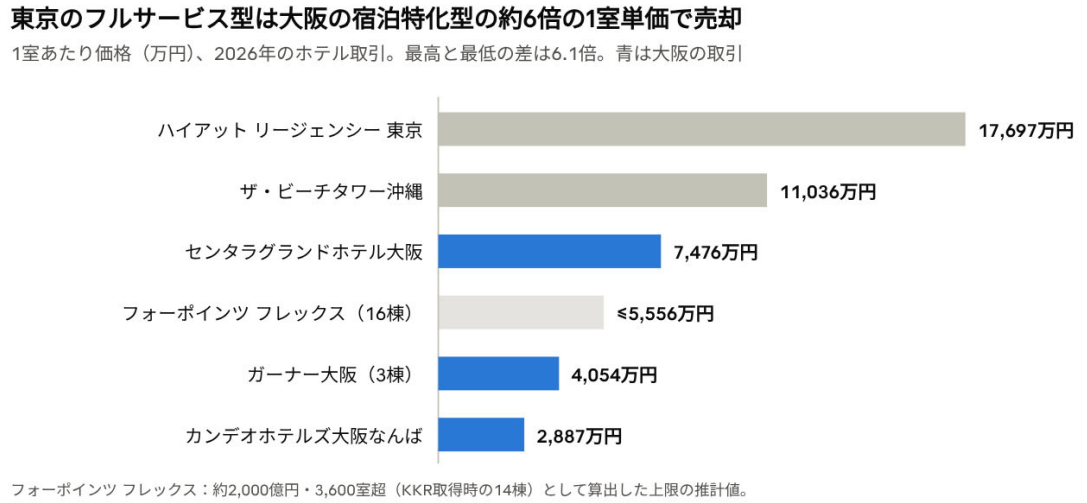
センタラは3月、515室のセンタラグランドホテル大阪を野村系の私募ファンドに385億円で譲渡し、賃借人として運営を継続している（HotelBank）。買い手は固定賃料を得るが、そのオペレーターが展開するなんば市場では9月の客室単価が前年比約3分の1下落した。リースが収入を守るのは、オペレーターの事業全体がそれを支えられる間だけだ。

オペレーターの体力は弱い。

帝国データバンクによれば、旅館・ホテル事業者の28.6%が債務超過（財経新聞）で、宿泊業の倒産は2025年に14%増の89件だった（野村不動産ソリューションズ）。レンダーとオーナーは、大阪の小規模オペレーターへのリースをリースリスクではなくホテルリスクとして扱うべきだ。

7.4 ホテルの売買価格

取引	時期	買い手 / 売り手	室数	価格（100%）
フォーポインツ フレックス by シェラトン、11都市16ホテル	2026年9月	GIC（KKRから取得）	3,600室超	約2,000億円
カンデオホテルズ大阪なんば	2026年8月	ジャパン・ホテル・リート	496	143億円
ガーナー大阪ポートフォリオ、3棟	2026年7月	CREAL（Axe Management Partnersから取得）	518	約210億円
ザ・ビーチタワー沖縄	2026年7月	ジャパン・ホテル・リートが売却	280	309億円
センタラグランドホテル大阪	2026年3月	野村系私募ファンド	515	385億円
ハイアット リージェンシー 東京	2026年3月	ジャパン・ホテル・リート	712	1,260億円



価格と室数：HotelBank（JHR開示、センタラ）、HVS（Hospitality Net経由、GIC–KKR）、KrASIA（CREAL）。1室あたり価格は当ブリーフの計算。100%ベース。

大阪はまだ価格調整していない。
ガーナーのポートフォリオは7月、1室約4,000万円で売却された。IHGへのリブランドを経て、Axeが2024年にキャピタランド・アスコット・トラストから取得した価格（107億円）の約2倍だ（KrASIA）。CREALは既に3棟のうち2棟をシンガポールの投資家などに売却中で、うち1棟（168室）は38億円以上とされる（HVS、Hospitality Net）。JLLは、RevPARの低下にもかかわらず大阪のホテル価格に大きな調整はまだ見られないとしている（JLL）。買い手は現在の収入ではなく2027年の回復を織り込んでいる。

7.5 コンバージョン：流れは依然として宿泊施設へ

ホテルから賃貸住宅への転用は不振ホテルの出口の一つだが、2026年の日本では多くのコンバージョンが逆方向に進んでいる。運営会社はオフィスや店舗、アパートを、長期滞在する欧米の家族客向けアパートメントホテルに転換している。

- MIMARUは東京・京都・大阪で27のアパートメントホテルを運営し、大阪で2施設を追加。三菱地所は4月にWaypointを立ち上げ、2030年までに10施設を計画（TTG Asia）。
- Wayfarerは7月、商業ビルを転用したORI Ikebukuroを開業し、大阪と新宿でホテル→アパートメントホテル、オフィス→ホテルの転用を計画（estie）。
- 住宅宿泊（民泊）の届出件数は2026年3月に39,575件（+30%）、宿泊数の約半分は東京（野村不動産ソリューションズ）。

賃貸住宅への転用が成り立つ条件。
大阪の宿泊特化型ホテルの期待利回りは4.5%、東京のワンルーム賃貸マンションは3.6%（日本不動産研究所）で、東京の賃料は年6%上昇している（第1号）。客室が小さく、底値の収入が弱く、駅に近い小規模で古いホテルは、転用費用を差し引いても賃貸住宅としての価値が高い場合がある。特に東京でそうだ。主な障害は、建築基準法・消防法上の対応、賃貸の標準を下回る専有面積、旅館業許可の喪失だ。賃貸住宅への転用は潮流というより、不振の小規模ホテルの限られた出口にとどまるとみる。

7.6 アンダーライティング例：万博期の価格で取得した大阪のホテル

なんばの180室の宿泊特化型ホテルを2025年に1室約4,100万円（ガーナーの取引価格と同水準）で取得したと仮定した。重要なのは感応度であり、正確な数値ではない。

前提	値	根拠
客室数	180室	当ブリーフの仮定
2025年の稼働率／ADR	85%／15,500円 → RevPAR 13,175円	仮定。浪速区のADRは2025年9月15,548円（メトロエンジン）
総売上	9億1,100万円（客室部閏95%）	
運営委託料・FF&E積立・物件費用控除後のNOI	売上の35% → 3億1,900万円	当ブリーフの仮定

前提	値	根拠
費用構造	NOI以外の費用の60%が固定、40%が売上に連動	当ブリーフの仮定
取得価格	74.2億円（キャップレート4.3%、1室4,120万円）	当ブリーフの仮定
借入	LTV60%、44.5億円、変動金利	当ブリーフの仮定

RevPAR（2025年比）	NOI	NOI率	価値（利回り4.5%）	LTV	金利3.0%での利息カバー率
0%	3億1,900万円	35.0%	70.9億円	63%	2.4倍
−10%	2億5,100万円	30.7%	55.9億円	80%	1.9倍
−20%	1億8,400万円	25.3%	40.9億円	109%	1.4倍
−30%	1億1,700万円	18.3%	25.9億円	172%	0.9倍

当ブリーフによる試算。価値＝NOI÷4.5%（日本不動産研究所の大阪・宿泊特化型ホテルの期待利回り）。

損失を生むのは営業レバレッジ。
2026年半ばの大阪のホテルと同程度のRevPAR20%低下で、NOIは42%減少する。現在の収入で評価すれば、ホテルの価値は借入額を下回る。ただし利息カバー率は1.4倍を保ち、利払いは継続できる。リスクは支払いの滞納ではなく、借換えやLTVテストだ。

それでも買い手が1室4,000万円を支払う理由。
2027年までにRevPARが2025年比−10%まで回復すれば、利回り4.5%での価値は約56億円、2025年水準まで回復すれば約71億円となる。現在、2025年の価格を支払う買い手は完全回復に賭けている。レンダーは最大でも−10%のケースで融資額を設定すべきだ。

固定賃料リースの場合。
同じホテルを固定賃料3億円で賃貸していれば、当初オーナーの収入は変わらない。しかしRevPAR−20%では、賃料控除前のホテル利益は当ブリーフの前提で約1億8,400万円となり、賃料の約0.6倍しかカバーできない。先に破綻するのはオーナーではなくオペレーターだ。

7.7 示唆

オーナー・アセットマネージャー

- 送客市場別に価格を見直す。韓国・台湾・欧米の需要が強いところでは単価を優先し、国内市場の基準となるような値引きで稼働率を追わない。
- 平日やオフシーズンの空きは国内のビジネス需要と長期滞在で埋める。京都の日本人延べ宿泊者数+9.3%は、価格次第で国内需要が戻ることを示す。
- 中国依存度の高い資産をリポジショニングする。ファミリールーム、簡易キッチン、直接予約チャネルは新しい顧客層に合う。ガーナーのリブランドがその例だ。

- 労働時間を単価と同じくらい厳密に管理する。GOPが売上に遅れる中、販売客室1室あたりコストが利益率のカギだ。

ポートフォリオマネージャー

- 東京と京都の単価成長をオーバーウェイト。大阪は2027年の回復を狙う取引と位置づけ、底値のNOIで成り立つ価格でのみ取得する。
- 各資産で運営リスクを誰が負うかを確認する。資本の薄いオペレーターへの固定賃料リースはホテルリスクだ。
- J-REITのホテル売却と資産入れ替えに注目。私募の買い手は上場市場が示唆する価値を上回る価格を支払っている。

レンダー・プライベートクレジット

- 大阪のホテル融資は、RevPARを2025年比10〜20%低い水準、利回り4.5〜5.0%で設定する。
- RevPARとGOPの報告を四半期ではなく月次でコベナンツにし、一定の利息カバー率を下回ればキャッシュスイープを発動させる。
- リース物件はオペレーターを審査する。賃料カバー率、財務状態、賃料減額時の影響を確認する。
- 機会：2025年の価格で高レバレッジで取得したオーナー向けのリポジショニング、レスキュー、コンバージョン融資。

ベンダー・サービスプロバイダー

- 省人化ツールに需要がある。セルフチェックイン、清掃のスケジュール管理、デジタル作業指示、保守の外部委託。
- 多言語対応は韓国語、繁体字中国語、英語へ、予約チャネルは直接予約と欧米系OTAへとシフトしている。
- 新しい顧客層に向けたリポジショニングで、改装・リブランド工事は続く。
- 小規模オペレーターの与信を確認する。大阪や中国依存度の高い地方リゾートのホテルとの取引条件はリスクが高まっている。

8. リスクと注目点

ホテルの短期的な最大リスクは円高と中国客不在の長期化です。全セクターにとって、資産価値を左右するのは引き続き金利の動向です。

リスク	重要な理由	注目すべきシグナル	重要度
日銀の利上げ加速／10年債3.25%超	ホテル期待利回り4.1%とのスプレッドは約1.2ポイント。変動金利のホテルローンが上昇	12月18日の日銀会合、10年債入札	高
円高・為替介	中国客が戻らない中で欧米・アジア	ドル円160円前後、財務省の発言	高（ホテ

リスク	重要な理由	注目すべきシグナル	重要度
入	客の購買力が低下		ル）
中国の渡航自粛が2027年まで継続	大阪、北海道、団体客向けホテルの回復シナリオが崩れる	春節（2027年2月6日）の予約、2027年夏ダイヤ	中〜高
オペレーターの経営悪化	小規模オペレーターの資金が尽きれば固定賃料リースは機能しない	帝国データバンクの宿泊業倒産件数、賃料滞納	中
人件費の上昇	売上の伸びがNOIに結びつかない	日銀短観の雇用人員判断DI、REIT開示のGOP率	中
国内消費の弱さ	ホテル需要の約7割は日本人客	12月7日のGDP改定値、家計調査	中
銀行の与信引き締め	地銀の不動産集中に対する金融庁のレビュー	金融庁の指針、地銀の貸出伸び率	中
地震 / 台風	沖縄の台風が既に9月の実績を押し下げ	PML調査、保険更新	発生確率は低いが影響大

今後の予定

時期	イベント	重要な理由
11月18日（予定）	JNTO 10月の訪日外客数	大阪が万博終了月を一巡する最初の月
11月下旬	日本不動産研究所「不動産投資家調査」（2026年10月）、観光庁の10月宿泊旅行統計	ホテル期待利回りが動いたかの最初の確認
12月7日	7〜9月期GDP改定値	マイナス成長の確認または修正
12月15日	CREALによるガーナーホテル大阪本町御堂筋の売却完了	大阪のホテル価格の実動確認
12月18日	日銀金融政策決定会合	市場は1.50%への利上げを予想
2027年2月6日	春節	中国からの訪日旅行が再開するかの試金石
2027年3月28日	夏ダイヤ開始	中国–日本の座席が戻るか

9. テクノロジーによる運営の最適化

RevPARの伸びが止まる局面では、ホテルの価値を守るのはコスト管理と早期警戒です。保守、ベンダー、資本的支出、オペレーター報告を一元管理するオーナーとレンダーは、問題を早く把握し、報告ではなく事実に基づいて対応できます。

本号の課題	運営上のニーズ	テクノロジーでできること
人手不足、GOPが売上に遅れる	販売客室1室あたりの設備・管理業務時間の削減	デジタル作業指示、点検、ベンダー手配。GOP率と販売客室1室あたりコストを物件ごとに予算と比較
繁忙期の故障客室	不具合の報告と修理の迅速化	モバイルでの不具合登録とアラート。販売可能室数が計画を下回れば検知
新しい顧客層へのリポジショニング	資本的支出・FF&E工事の予算・工程管理	見積比較、承認ワークフロー、完成までの残コスト管理を備えたベンダーポータル。リポジショニング融資の実行管理
資本の薄いオペレーターとの固定・変動賃料リース	オーナーとオペレーターの責任分担と信用力の可視化	タイムスタンプ付きの保守記録。賃料カバー率、変動賃料の閾値、オペレーターの信用力を一元管理
LTV・利息カバー率テストに抵触し得る大阪の融資	四半期のテスト前の早期警戒	日銀の金利シナリオ下での月次RevPAR、GOP、コベナンツテストとアラート
J-REITの売却や大阪の経営難オーナーからの案件	迅速で比較可能なデューデリジェンス	買い手向けに整えた物件状態と保守履歴。都市別、1室あたり価格別、底値NOIベースの価格で整理したホテルのパイプライン

試算例：7.6節の大阪180室のホテル

前提：RevPAR−20%のケース。売上は約7億2,900万円、NOIは1億8,400万円。

施策	内容	年間NOIへの影響
故障客室の削減	客室の1%（1.8室）を高需要の約120泊、ADR12,700円で販売に戻す	約270万円
ベンダー管理	保守・清掃・リネン契約（売上の約8%、5,800万円）を5〜10%削減	約290〜580万円
労働時間	作業指示・点検ワークフローで設備・管理の常勤1名分を削減	約500万円
エネルギー管理	水光熱費（売上の約5%、3,600万円）を5%削減	約180万円

施策	内容	年間NOIへの影響
合計		**約1,200〜1,500万円（NOIの約7〜8%）**

利回り4.5%で評価すると約2.8〜3.4億円の価値に相当し、利息カバー率は1.4倍から約1.5倍に改善する。数値は試算であり、実際の効果はホテル、オペレーター契約、ベンダー条件によって異なる。

レンダーにとって。
各ホテルローンをオペレーターの月次報告（RevPAR、GOP、賃料カバー率）に紐づけ、事業計画と日銀の金利パスに照らして管理するローン単位のモニタリングにより、四半期のテストの2〜3カ月前にコベナンツの問題を把握できる。また、スポンサーの予測ではなく運営データに基づいてレスキューやリポジショニング資金の価格を設定できる。

10. 最近の経済指標

2026年11月16日時点の最新値と、第2号（11月12日）からの変化。

- **11月16日：**
  10年国債利回りは2.78%から約2.89%に上昇。米国の物価指標の上振れとFRBのタカ派発言が背景。日本の7〜9月期GDPは年率−0.1%とマイナス成長。
- **11月16日：**
  ドル円は159.6円と160円に接近。片山財務相と三村財務官が為替介入の可能性を警告。
- **11月12日：**
  都心5区のオフィス空室率は10月に1.75%（9月1.85%）に低下。平均募集賃料は坪当24,245円で33カ月連続上昇。
- **11月10日：**
  日銀の10月会合「主な意見」は追加利上げを支持。11月12日には浅田統一郎委員が慎重な判断を促した。

指標	最新値	第2号（11月12日）からの変化	出典
日銀政策金利	1.25%（10月30日据え置き、8対1）	変化なし。次回会合は12月18日	Trading Economics
10年国債利回り	約2.89%（11月16日）	+0.11ポイント（11月12日2.78%）	Trading Economics
ドル円	159.6円（11月16日）	ほぼ横ばい（11月12日約159.9円）。介入警戒	Trading Economics
実質GDP（2026年7〜9月期）	年率−0.1%（速報）	新規公表	Trading Economics
都心5区	1.75%（10月）	−0.10ポイント（9月1.85%）	LIV

指標	最新値	第2号（11月12日）からの変化	出典
オフィス空室率			PLUS（三鬼商事）
東証REIT指数	1,669（11月13日）	11月6日（1,655）比+0.9%	stock-marketdata.com

他セクター

セクター	稼働率 / 空室率	賃料 / 単価	勢い	注目点
オフィス（都心5区）	空室率1.75%（2026年10月）、7カ月連続低下	坪当24,245円、33カ月連続上昇	強い	賃料上昇は更新とグレードアップが主導（LIV PLUS（三鬼商事））
住宅（東京23区）	稼働率96.2%（2026年Q3）	1㎡当4,909円、前年比+6.0%	強い	30〜50㎡帯で賃料負担力の天井（サヴィルズ）
物流（首都圏）	空室率7.7%（2026年Q3）、6四半期連続低下	実質賃料 坪当4,660円、過去最高	改善	2027年の供給減（CBRE）
データセンター（首都圏）	空室率6%（2026年Q1）	募集賃料 約280米ドル/kW/月	強い（電力制約あり）	第2号を参照（CBRE）

他セクターへの示唆。
オフィスと住宅の好調は東京への国内出張需要を支え、インバウンド減速下でも東京のホテルを下支えしている。大阪もオフィス空室率は低く、ホテルの不振は地元経済ではなく観光客の構成によるものであり、構造問題ではなくタイミングの問題だ。

11. 出典・手法・免責事項

手法。
数値は2026年11月16日時点で公表されている最新のもの。JNTOの10月分訪日外客数は未公表。出典が変化率のみを示す場合、過去の水準は逆算し、その旨を明記した。メトロエンジンの客室単価はオンライン公開価格からの推計値で、監査済みのホテル実績ではない。1室あたり価格は開示された価格と室数から当ブリーフが計算した。シナリオ、大阪のホテルモデル、テクノロジーの試算例は当ブリーフによる分析例であり、引用元の予測ではない。新たな公表がない融資関連の数値は第1号から引き継いだ。

出典

- 金利・為替・GDP：Trading Economics（国債）、Trading Economics（日銀「主な意見」）、Trading Economics（ドル円）、Trading Economics（円、11月11日）、Trading Economics（GDP）、Admiral Markets
- 訪日客・航空便：トラベルボイス / JNTO 9月、8月、7月、6月、2025年通年、訪日ラボ（宿泊旅行統計）、訪日ラボ（冬ダイヤ）、訪日ラボ（国際観光旅客税）、WION（OAGデータ）
- ホテル実績：ジャパン・ホテル・リート 2026年9月、京都市観光協会 2026年9月、トラベルボイス（STR、7月）、トラベルボイス（AHICEレポート、9月）、HotelBank（センタラ、なんばの供給）、HotelBank（上半期投資、メトロエンジン単価）、野村不動産ソリューションズ
- ホテル投資・取引：JLL 日本ホテル投資市場の展望、HVS（9月25日週）、HVS（10月9日週）、HVS（10月16日週）、KrASIA、CBRE Japan Investment MarketView 2026年Q3
- 期待利回り：日本不動産研究所「不動産投資家調査」2026年4月
- オペレーター・人手：帝国データバンク（財経新聞、市場規模・債務超過）、帝国データバンク（財経新聞、人手不足）
- コンバージョン・アパートメントホテル：TTG Asia、estie
- 融資：CBREレンダーサーベイ2026、東洋経済、東洋経済（金融庁）、日本銀行 金融システムレポート2026年10月号
- 他セクター・上場市場：LIV PLUS（三鬼商事）、サヴィルズ 東京賃貸住宅 2026年Q3、CBRE Japan Logistics MarketView 2026年Q3、CBRE Global Data Center Trends 2026、stock-marketdata.com（東証REIT指数）
- 過去の号：第1号 東京の賃貸住宅賃料とBTR、第2号 データセンター、英語版 第3号

免責事項。

本ブリーフは情報提供のみを目的とし、投資・法務・税務上の助言ではありません。第三者データは信頼できると考えられるものですが、独自に検証していません。将来に関する記述は例示であり、実現しない可能性があります。

Deal Tracking Solutions | MCXについて

Deal Tracking Solutions | MCXは、不動産オーナー、アセットマネージャー、ポートフォリオマネージャー、レンダー、そしてそのベンダー向けのソフトウェアを提供しています。物件運営・資本的支出管理（MCX、AIエージェントCappy）、テナントの修繕依頼（TenX）、ベンダーの見積・請求（VenX）、ポートフォリオ分析（Port-Trak）、案件パイプラインと融資モニタリング（Deal-Trak）をカバーします。

「日本不動産マーケットブリーフ」は、日本の不動産に携わるアセットマネージャー、ポートフォリオマネージャー、レンダー、サービスプロバイダー向けに、英語と日本語で週2回発行しています。

Web： mcxweb.jp · **お問い合わせ：** info@mcxweb.jp · Deal Tracking Solutions LLC, 99 Wall Street, New York, NY 10005