

不動産マーケットリサーチレポート

VOL.294

2025.11.25

三菱 UFJ 信託銀行 不動産コンサルティング部

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。

不動産投資市場とマンション賃料

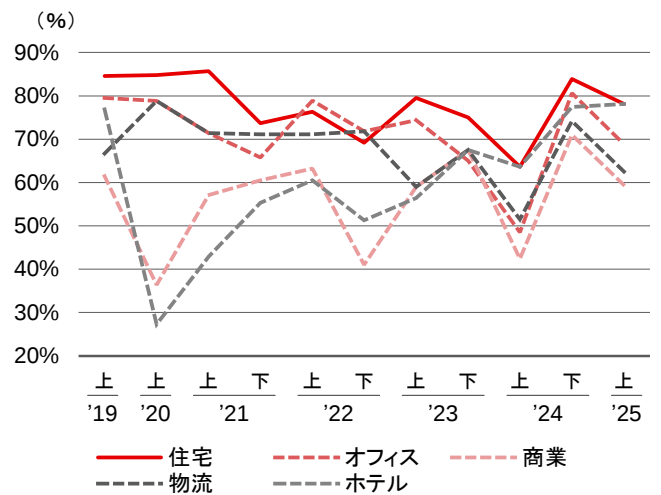
- ・ 分譲マンションの販売価格と賃料を比較すると、賃料の上昇率は低い水準が続いてきた。投資市場で決定されるキャップレートの低下が要因の一つに挙げられる。
- ・ キャップレートが横ばいないし上昇に転じた場合、過去の経済変数と賃料との関係から推定される賃料予想以上にマンション賃料は上振れる可能性がある。

不動産投資市場で人気の高い賃貸マンション

賃貸マンションの不動産投資市場での人気は高い。弊社の国内不動産アセットマネージャーへのアンケート調査「私募ファンド調査」では、投資対象としたいアセットタイプに関する設問を 2019 年より設けているが、賃貸マンションは過去一貫して最上位層に位置している（図表 1）。こうした人気の背景の一つには賃料成長への期待がある。実際、オフィス対比ではマイルドだが、物価変動（コア CPI¹）を超える賃料上昇が過去確認されてきた²。

足許では今後の賃料の行く末に注目が集まっている。直近のマンション賃料上昇に関し頻繁に言及される背景要因としては、工事原価や用地取得費等のコスト上昇、居住者の賃金上昇、代替財である新築分譲マンション等の価格上昇が挙げられる。筆者はもう一つの要因として、不動産投資市場の投資環境の変化に注目する。そこで本稿では、不動産投資市場の投資環境とマンション賃料の関係を概観し、今後の賃料成長への影響について筆者の見解を示す。

図表 1: アセットタイプ別の投資意欲



出所 「私募ファンド調査」（三菱 UFJ 信託銀行株式会社）を基に筆者作成

注 設問文「今後、特に投資対象としたいアセットタイプ・エリアをお答えください（複数回答）」の回答情報

¹ 一般的に変動が大きいとされる食料品を除いた消費者物価指数

² コア CPI 上昇時にそれを上回る賃料変動が確認されている。2009 年～2020 年において、賃貸マンションの Δ 賃料/ Δ コア CPI は 1.4 倍、オフィスは 4.1 倍だった。なお、2021 年以降はコロナ禍の影響が大きいため計算から除外した

人をつなぐ。未来をつなぐ。

三菱UFJ信託銀行

世界が進むチカラになる。



不動産投資市場の投資環境とマンション賃料

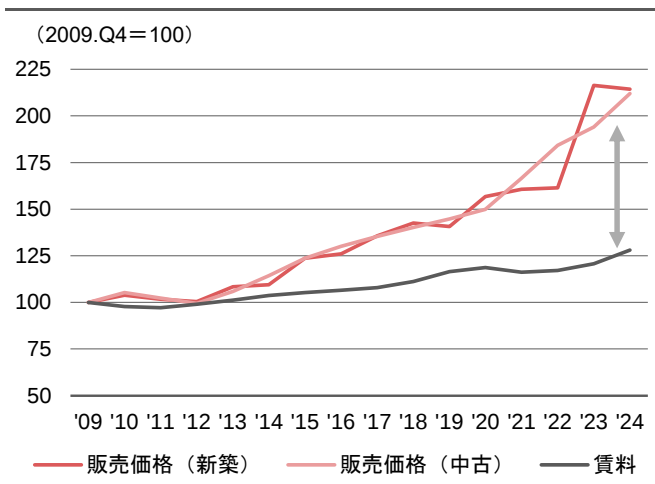
マンションの賃料形成を捉えるにあたっては、通常のマクロ経済環境の変動以外に、不動産投資市場の投資環境の変化が重要である。なぜなら、不動産投資市場への資金流入は物件供給に直結しているためだ。

図表2は分譲マンション（新築・中古）の販売価格と賃料の変動を比較している。過去15年間の賃料上昇率は+28%に止まるものの、新築分譲マンション及び中古分譲マンションの価格はそれぞれ+114%、+112%と大幅に上昇している。供給者の属性も重複するケースが多いことや原価構成も概ね同じであることを踏まえると一見不思議に映る。

この差異の主な理由の一つは、投資市場で決定されるキャップレートの低下にあると筆者は推察する。図表3は東京23区内の一般的な賃貸マンションを想定し、その価格変動を筆者が簡易的に推定したものである。面グラフはそれぞれの要因による累積の価格寄与であり、その合計は価格変化率を示している。過去15年間の価格上昇率は+116%であり、分譲マンションとほぼ同等の水準になる。同図表ではその価格変動の内訳を分解しているが、特にキャップレート効果（キャップレート低下による不動産価格上昇効果）が大きいことが分かる。全体の凡そ6割を占めている。これは投資家が低い利回りで賃貸マンションを供給してきたことを意味する。投資家の求めるキャップレートはリーマン・ショック直後の2009年にピークをつけた後、金融緩和下での不動産投資市場への資金流入に伴い低下が続いてきた。投資家の視点では、魅力的な物件ほど、期待される賃料に対して高い価格を出さないと年々購入することが難しくなっていた（＝利回りの低下）。一方、居住者の視点では、この変化は割安に賃貸マンションを賃借できるという経済的メリットとなっていた。キャップレートの低下していた期間には工事原価や住宅地地価も上昇しており、特に近年は建築費の高騰が著しいが（図表4）、結果的に賃料面の上昇としてはあまり目立たなくなっていたのではないかと推察する。

この前提に立つと、足許はキャップレートが横ばいに転じており³、コスト上昇が賃料に反映されやすい、投資家が賃料引き上げを求めやすい構造になっている可能性がある。弊社「私募ファンド調査」によれば、2025年7月時点で69.2%の回答者が、賃貸マンション（東京・城南エリア）キャップレートの今後1年間の横這い推移を予想している。その背景分析は本稿の範疇を超えるが、金利上昇に伴う資金調達コストの上昇などがその背景にあると考えられる⁴。

図表2: 分譲マンション価格（新築、中古）、賃料の比較（東京23区）



出所 「マンション賃料インデックス」（アットホーム株式会社、株式会社三井住友トラスト基礎研究所）、「首都圏新築分譲マンション市場動向」（株式会社不動産経済研究所）、「マーケットウォッチ」（公益財団法人東日本不動産流通機構）を元に筆者作成を基に筆者作成

注1 マンション賃料は総合指数（18㎡以上100㎡未満）を採用

注2 分譲マンション価格（新築、中古）は各年の平均値

³ つまり、キャップレートからの追加的な価格寄与が生じない状態を指す

⁴ 詳細は弊社マーケットリサーチレポート Vol.277 「金利の期間構造の正常化が不動産投資収益に及ぼす影響」（2025年4月・竹本遼太）等をご参照

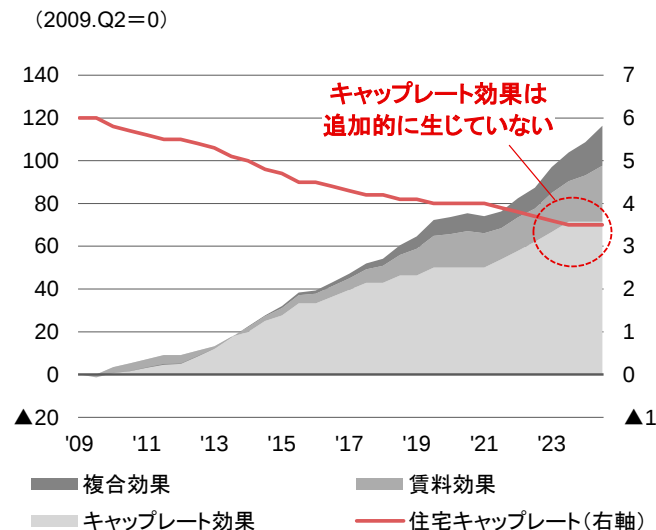
人をつなぐ。未来をつなぐ。

三菱UFJ信託銀行

世界が進むチカラになる。

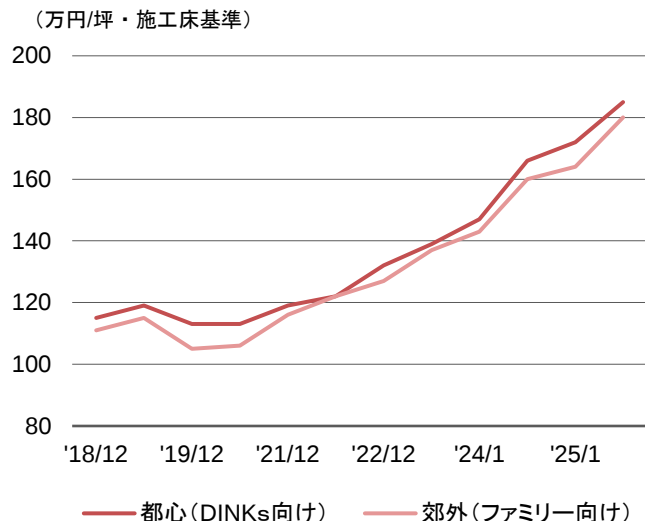


図表 3: 賃貸マンションの価格変動分解
(東京 23 区)



出所 「マンション賃料インデックス」(アットホーム株式会社、株式会社三井住友トラスト基礎研究所)、「不動産投資家調査」(一般財団法人日本不動産研究所)等を基に筆者作成
注 マンション賃料は総合指数(18㎡以上100㎡未満)を採用

図表 4: 賃貸マンションの建築費
(首都圏)



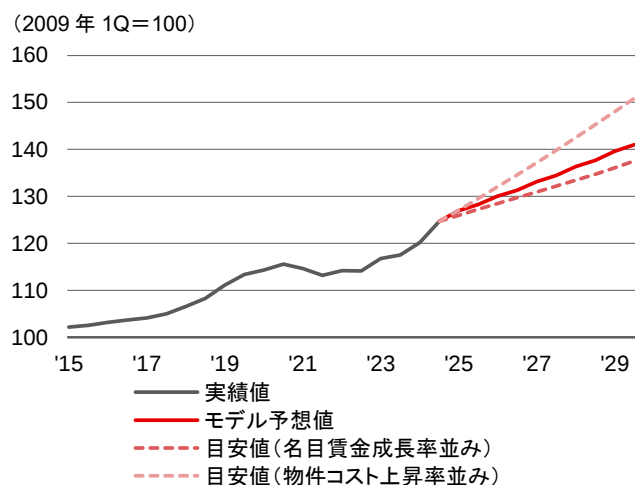
出所 「建築費調査」(三菱UFJ信託銀行株式会社)を基に筆者作成

過去の経済変数と賃料との関係を利用した 計量モデルに基づいた賃料予想では5年間で+14%だが

マンションに限らず、不動産賃料は過去の経済変数と賃料との関係を利用した計量モデルによって予想することができる。図表5では東京23区に立地するマンションの賃料変動について雇用環境と供給コストのみを考慮したシンプルな経済変数を用いているが、2025年から2029年までの5年間における賃料上昇率は+13%と予想された。なお、マクロ経済環境の前提として、東京23区の一人当たり名目賃金上昇は年率+2%⁵⁾、建築費上昇率は年率+5%⁶⁾としている。このように過去の賃料と経済変数の関係においても、賃金や供給コストの変動に応じた一定の賃料上昇が想定される。

しかし、これまでコスト上昇を結果的に吸収してきたキャップレートの低下が止まっていることを踏まえると、さらに賃料上昇幅は上振れる可能性がある。分析期間において大幅な

図表 5: マンション賃料の予想
(東京 23 区)



出所 「マンション賃料インデックス」(アットホーム株式会社、株式会社三井住友トラスト基礎研究所)等を基に筆者作成

注1 マンション賃料は総合指数(18㎡以上100㎡未満)を採用

注2 2025年以降は筆者予想値

⁵ 経済変数の予想については、三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社『日本経済の中期見通し(2023~2035年度)』における経済変数の変動をベースとした(建築費以外)

⁶ 三菱UFJ信託銀行「建築費調査(首都圏)」(調査時点:2025年7月)では、回答者の93%が今後の半年間の建築費上昇を予想していた。最大回答は「5%超上昇」だった。建築費上昇の背景として一過性の要因とは考えにくい「労務費の変動」が最大回答だったことを踏まえ、建築費は2024年の変化率が継続する前提とした

人をつなぐ。未来をつなぐ。

三菱UFJ信託銀行

世界が進むチカラになる。



コスト上昇とキャップレートの横這いないし上昇が併存した期間が見られないためその感応度は不明だが、仮に原価構成を用地取得費 2：建築費 1 とした場合、原価上昇が直接賃料に反映されると単純計算で 2 割程度の賃料上昇も想定されよう⁷。

過去の賃料と経済変数の関係だけで今後の賃料は語れない

本稿では不動産投資市場の投資環境とマンション賃料の関係を概観し、今後の賃料成長について筆者の見解を示した。(1) リーマン・ショック以降の長い間、工事原価等のコスト上昇の影響をキャップレートの低下が結果的に相殺してきたことで、マンション賃料は分譲マンション価格の上昇率を下回ってきた可能性、(2) 足許はキャップレートが横ばいに転じており、過去のその他の経済変数と賃料との関係から推定される賃料予想以上に賃料が上振れやすい構造になっている可能性、を指摘した。不動産投資市場とマンション賃料の関係は、従前から注目されてきた論点とは言えないが、マクロ経済環境、不動産投資環境が変化する今、重要な論点になりつつあることは間違いないだろう。

三菱 UFJ 信託銀行 不動産コンサルティング部

船窪 芳和

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のですが、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。

⁷ 2025 年～2029 年の建築費の上昇率予想 × 1/3 + 2025 年～2029 年の住宅地地価の上昇率予想 × 2/3 とした場合、計量モデルと同様の前提では +21%

人をつなぐ。未来をつなぐ。

三菱UFJ信託銀行

世界が進むチカラになる。

