

東京の不動産価格と賃料 -株価、消費者物価指数との比較-

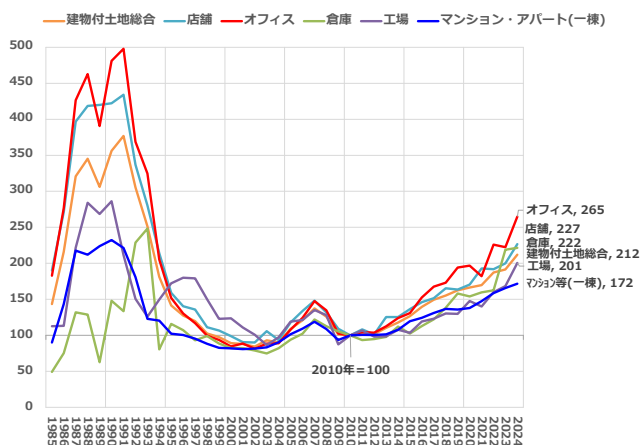
大和不動産鑑定株式会社
主席研究員 竹内 一雅

- ・東京では不動産価格の上昇が続くと同時に、マンションやオフィスの賃料上昇が顕著となっている。本稿では、こうした価格や賃料の上昇を、(不動産の需給等を考慮せず)他の経済指標との比較をしてみた。具体的には、東京都の商業用不動産価格を株価(東証株価指数(TOPIX))と、都区部の不動産賃料を消費者物価指数とを、作図により比較した。
- ・その結果、東京都の不動産価格(年次、オフィス、店舗、住宅等)は、東証株価指数との連動性(当年や前年などと)がみられた。
- ・また、都区部の賃料(月次、住宅、オフィス等)は、消費者物価指数との明確な連動性はみられないものの、用途別に、消費者物価指数に対して、先行して上昇したものや、遅れて上昇しはじめたものなど、アセット別の差異が確認できた。

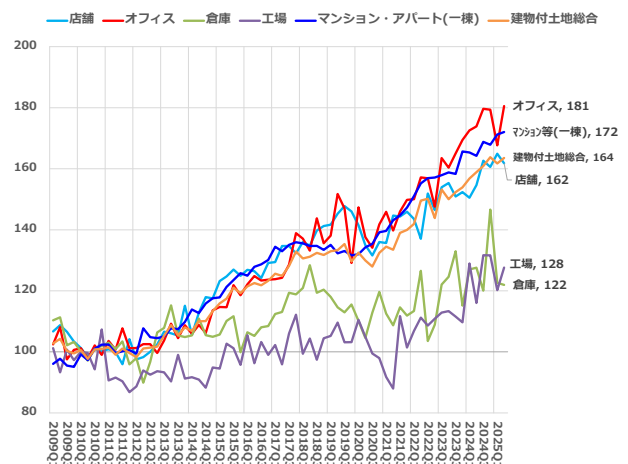
1. 東京都の不動産価格と株価指数

- ・東京都の不動産価格の推移を、国交省が公表する不動産価格指数(商業用不動産、以下同じ)から確認すると、1980年代のバブル景気時をピークに、その後、大きく下落したが、2010年代以降、(不動産価格指数で集計されている)商業用不動産の各用途すべてで急速な上昇がみられる(図表1)。
- ・不動産価格の上昇は、全国の四半期データでも同様だ(図表2)。ただし、2010年を100とすると、東京都の不動産価格(建物付土地総合指数)は2024年に212(+112%)の一方、全国では2025年第2四半期に164(+64%)と、上昇率には大きな差がある(東京都の数値は現時点で2024年までの開示)。

図表1: 不動産価格指数(東京都)の推移(年次、2010年=100)



図表2: 不動産価格指数(全国)の推移(四半期、2010年平均=100)



(図表1: 出所)国土交通省「不動産価格指数(商業用不動産)」の「東京都(現系列)」, (公社)東京都不動産鑑定士協会。

(図表2: 出所)国土交通省「不動産価格指数(商業用不動産)」の「全国季節調整」

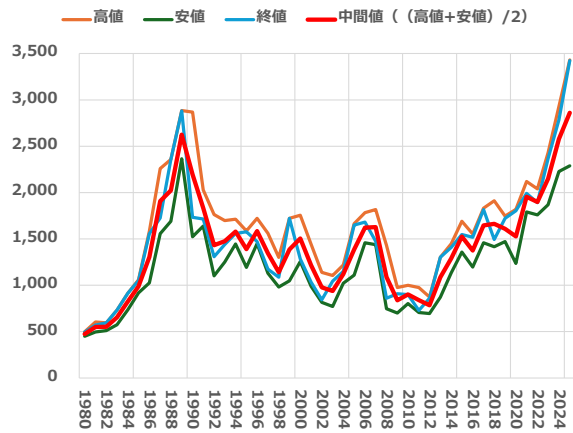
(注)図表1は2010年を100とする指数。図表1の東京都の数値は年次のため2025年値は未公表。図表2は2010年平均を100とする指数。

(注)不動産価格指数は、「不動産の取引価格情報をもとに、全国・ブロック別・都市圏別等に不動産価格の動向を指数化した」もの。

(注)「建物付土地総合」は、所有権移転登記の地目が「宅地」で、「土地と建物等と一緒に取引したもの。用途は店舗、オフィス、倉庫、工場、マンション・アパート(一棟)。推計方法等については、国土交通省「不動産価格指数(商業用不動産)」の作成方法を参照のこと。

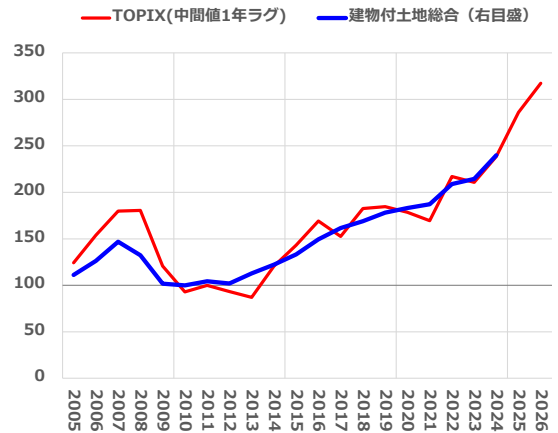
- ・東京都の不動産価格指数と、東証株価指数（以下、TOPIX とする、図表 3）の推移を比較した。
- ・その結果、東京都の不動産価格は、全体としても、オフィスをはじめとする用途別でも、当該年あるいは 1 年前等の TOPIX の推移と連動性がみられる（図表 4～8）。
- ・このように、東京都の不動産価格は、株価で代表される他の資産価格の推移との関連もありそうだ。

図表3： 東証株価指数(TOPIX)の推移



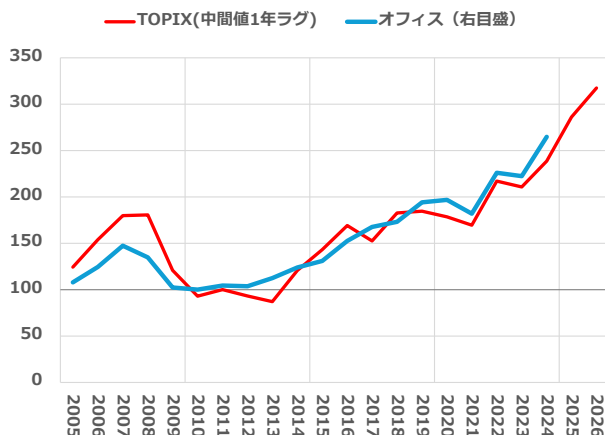
(出所) Quick「東証株価指数(TOPIX)」
 (注) 各年の高値と安値の平均値(ここでは中間値と呼ぶ)を太赤線で示した。
 (注) 2025 年 12/23 の終値までをもとに作成。

図表4： 建物付土地総合価格(東京都、不動産価格指数)と株価(TOPIX、1 年ラグ)の推移

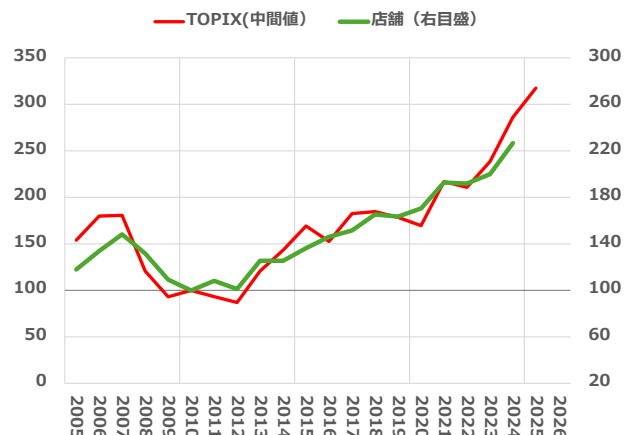


(出所) Quick「東証株価指数(TOPIX)」、「不動産価格指数(商業用不動産)」、(公社)東京都不動産鑑定士協会、(図表 4～8 は同じ)
 (注) 図表 1～3 の注を参照のこと。「建物付土地総合」は店舗、オフィス、倉庫、工場、マンション・アパート(一棟)からなる。
 (注) TOPIX の各年の代表値を、各年の高値と安値の中間値(高値と安値の平均値)とし、図表では中間値と表記した(以下同じ)。

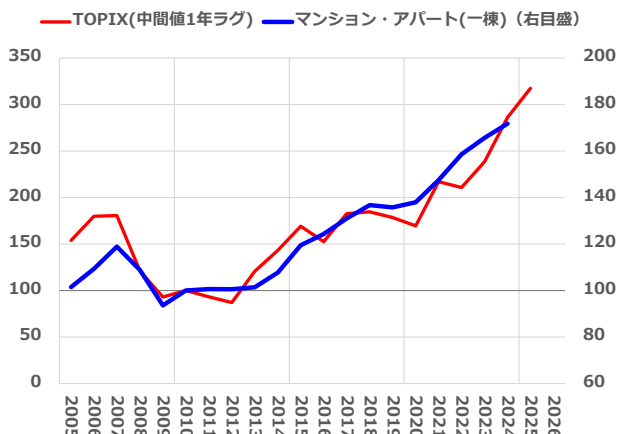
図表5： オフィス取引価格(東京都、不動産価格指数)と株価(TOPIX、1 年ラグ)の推移



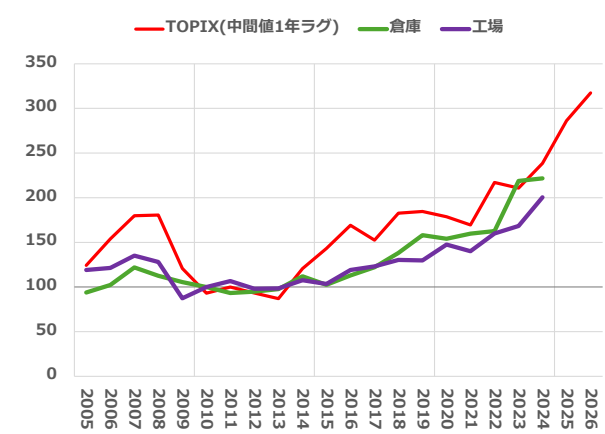
図表6： 店舗取引価格(東京都、不動産価格指数)と株価(TOPIX)の推移



図表7： マンション・アパート取引価格(東京都、不動産価格指数)と株価(TOPIX)の推移



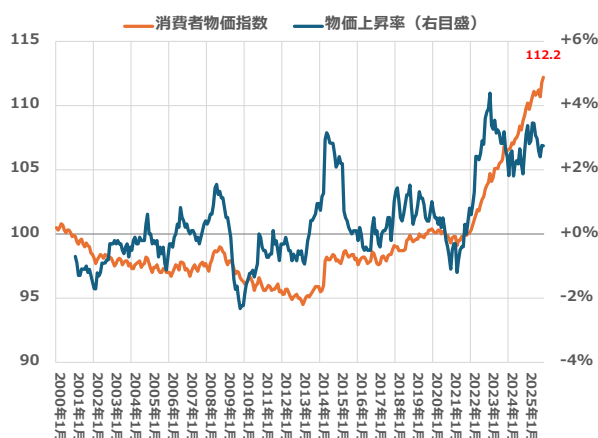
図表8： 倉庫・工場取引価格(東京都、不動産価格指数)と株価(TOPIX、1 年ラグ)の推移



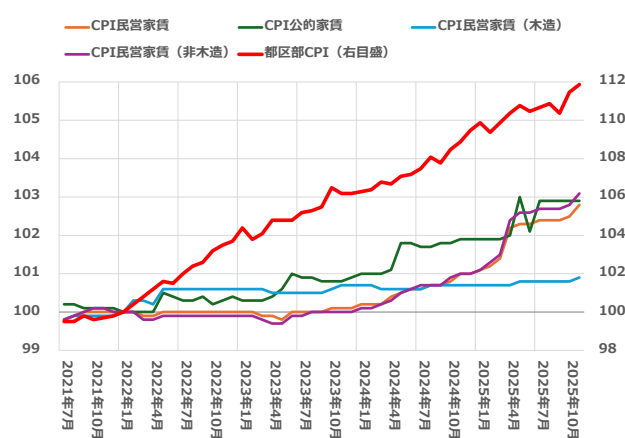
2. 東京都区部の不動産賃料と消費者物価上昇率

- ・現在、消費者物価指数は急速な上昇が続いている（図表 9）。消費者物価指数（CPI）の家賃指数を、総合指数と比較すると、2022 年 1 月を 100 とすると、家賃指数は 103 程度で、総合指数（112）の上昇幅の 1/4 だった（図表 10）。なお、消費者物価指数の家賃指数は、現在の賃貸住宅全体の、ある意味でストックの賃料といえるもので、賃料上昇期の現在は、物価に比べておだやかな上昇になっている。
- ・このため、現況（フロー）の賃料として、東京カンテイのまとめている分譲マンションの募集賃料の推移を、消費者物価指数と比較した（図表 11）。2022 年 1 月の水準と比べると、都区部ファミリータイプの募集賃料単価の上昇は、都区部の消費者物価の上昇の倍となっている（図表 11）。特に、2025 年に入ってから賃料の上昇が著しい。
- ・同様に、三幸エーストがまとめた東京都心 5 区の規模別オフィス募集賃料を消費者物価指数と比較したのが図表 12 だ。2022 年以降、消費者物価指数はオフィス賃料を大きく上回っていたが、2025 年に入り、特に大規模オフィス賃料が急速に上昇し、その水準差（2022 年 1 月基準）はほぼなくなっている。都心オフィスの賃料上昇率は、物価指数の上昇率を上回っており、今後、大規模以外のビルの賃料も、消費者物価指数（2022 年 1 月基準）に追いつきそうだ。

図表 9： 消費者物価指数（総合指数、東京都区部、2020 年度基準）と前年比上昇率



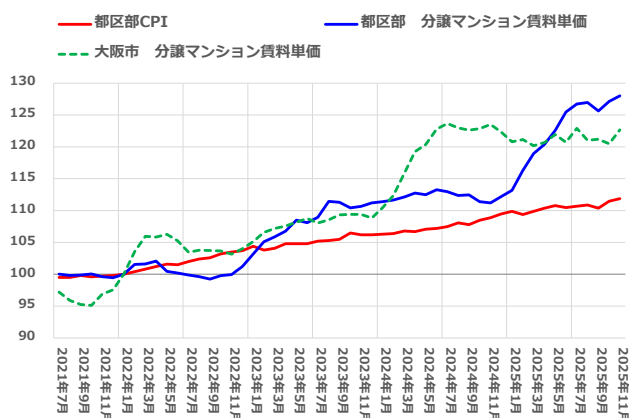
図表 10： 都区部 CPI 家賃と CPI 総合指数（東京都区部、2022 年 1 月＝100）



（図表 9：出所・注）消費者物価指数（2020 年度基準）。（図表 10：出所・注）消費者物価指数（2020 年度基準）を 2022 年 1 月を 100 として作成。

（図表 10：注）消費者物価指数（図表では CPI と表記）の家賃指数は、調査時点での成約や募集の賃料ではなく、基本的に賃貸住宅（全体）で支払われている家賃水準であり、ある意味でストックの賃料指数といえる。図表 11 の東京カンテイのマンション賃料は募集賃料であり、そちらは、募集されている賃貸住宅の現況の需給状況に応じたフローの賃料指数といえる。なお、図表 1～8 の不動産価格指数は、取引価格を基に算出した指数であり、フローの価格指数といえる。

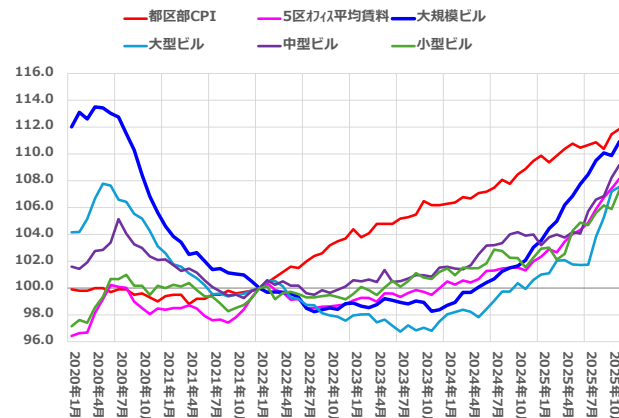
図表 11： 都区部分譲マンション賃料単価と CPI 総合指数（東京都区部、2022 年 1 月＝100）



（出所）東京カンテイ「分譲マンション賃料月別推移」、消費者物価指数

（注）対象は東京カンテイのデータベースに登録されたファミリータイプ分譲マンション（専有面積 30 m²未満の住戸や事務所・店舗用は除外）の募集賃料（m²単価に換算）。数値は 2022 年 1 月を 100 とした指数に変更

図表 12： 東京都心 5 区オフィス募集賃料と CPI 総合指数（東京都区部、2022 年 1 月＝100）



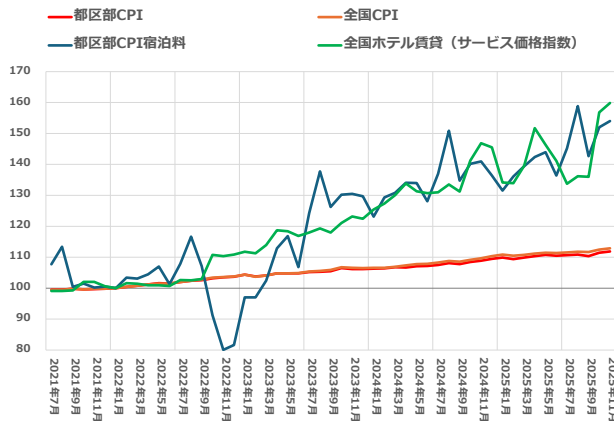
（出所）三幸エースト、消費者物価指数

（注）数値は 2022 年 1 月を 100 とした指数に変更

（注）オフィス賃料は共益費込みの募集賃料

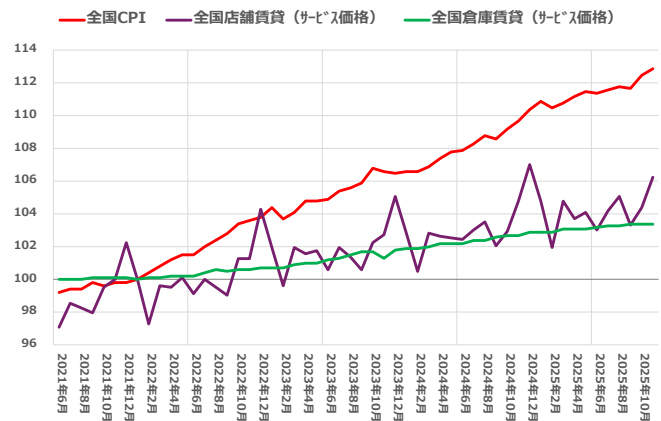
- ・以下では、住宅・オフィス以外の用途の賃料と物価の比較をみていく。
- ・宿泊料（都区部）やホテル賃貸料（全国、企業向けサービス価格指数）は、消費者物価指数を大きく上回って推移している（図表 13）。
- ・その一方で、参考までに、全国の店舗賃貸料と倉庫賃貸料（企業向けサービス価格指数）を、全国の消費者物価指数と比較すると、ともに物価指数を下回って推移している（図表 14）。
- ・以上のように、各アセットの賃料（月次）は、消費者物価指数との直接の連動性はみられない。ただし、消費者物価指数に対して、先行して上昇したもの、遅れて上昇するものなど、アセット別に差異がみられる。

図表 13: 都区部 CPI 宿泊料・全国ホテル賃貸料（企業向けサービス価格指数）と CPI 総合指数（東京（企業向けサービス価格指数）と CPI 総合指数（全国、都区部、2022 年 1 月＝100）



（出所）消費者物価指数、日本銀行「企業向けサービス価格指数」
（注）数値は 2022 年 1 月を 100 とした指数に変更

図表 14(参考図表): 全国の店舗賃貸料・倉庫賃貸料（企業向けサービス価格指数）と CPI 総合指数（全国、都区部、2022 年 1 月＝100）



（出所）消費者物価指数、日本銀行「企業向けサービス価格指数」
（注）数値は 2022 年 1 月を 100 とした指数に変更

3. さいごに

- ・東京では不動産価格の上昇が続いている（図表 2）。最近では、住宅バブル崩壊が近いとか、そもそもバブルではないなどの議論がみられるが、マンション価格の所得倍率の高さの一方で円安に伴う海外からの投資の増加など、需要要因や価格要因が複雑で、どちらの論理・見通しも成立する難しい状況とを感じる。
- ・本稿では、まず、東京の不動産価格を東証株価指数と比較した。不動産価格が株価（他の資産価格）との連動性（オフィスでは遅行性）があるなら、（東証改革等による）さらなる株価上昇は、（資産効果という意味でも）今後の不動産価格の上昇につながるのであろうか。
- ・長期金利が急上昇する中で、不動産取引価格は上昇しており、その結果、算出される不動産のリスクプレミアム（不動産利回りと長期金利の差）は圧縮される傾向が続いている。長期金利が 2%を上回ってきた現在、リスクプレミアムの圧縮は限界に近いと感じる。
- ・一方で、今後は賃料の上昇が不動産価格の上昇を促しそう。物価上昇が不動産価格上昇に何らかの効果があるのは間違えないと思われるが、本稿の図表からは賃料と物価の直接の連動性は低そうで、用途別に賃料上昇の差異が大きくなるかもしれないと感じる。
- ・現在、東京を中心に不動産価格や賃料が明確な上昇に転じるとともに、長期金利の上昇、物価上昇など、不動産投資は近年とは異なる経済環境にある。何より、現在の不動産価格の上昇は 2010 年頃からの 15 年間に過ぎず、そのほとんどがゼロ金利時代であり、金利のある世界における（さらには人口減少時代における）不動産価格上昇に関する知見が不足している。ここでは、簡単な作図で、不動産価格や賃料と、経済データとの比較を行ったが、現在の不動産市況の把握や今後の見通しに少しでも参考になればと考えている。

＜お問い合わせ＞

リサーチ&マーケティング部

support-RM@daiwakantei.co.jp

- ・ 本資料は情報提供のみを目的としており、特定の商品やサービスの購入、投資、その他の取引を推奨するものではありません。
- ・ 本資料は信頼できると判断した情報源に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性、最新性を保証するものではありません。
- ・ 本資料に関する権利は当社に帰属し、無断での複製、転載等は禁じております。
- ・ 本資料に記載されている内容や見解は筆者個人の意見・見解であり、必ずしも当社の公式な見解や方針を代表するものではありません。

