

SMTRI シリーズレポート

【新たな経済環境における資産価値向上に向けた不動産等プレイヤーへの期待】その2

継続的な建築費上昇が不動産期待利回りに与える影響

2026年3月30日

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

私募投資顧問部 上席主任研究員 米倉 勝弘

■継続的な建築費上昇は不動産期待利回りに構造的な上昇圧力をもたらすのか

近年の新たな経済環境は、金利上昇とインフレの同時進行によって特徴づけられる。不動産期待利回りは、主にリスクフリーレート要因、リスクプレミアム要因、グロース要因で構成されるが、金利上昇はリスクフリーレート要因、インフレはリスクプレミアム要因に主として影響すると考えられる。

特にインフレに関しては、建設業界の慢性的な人手不足や資材価格の上昇等を背景として建築費の高騰が続いており、これが将来の建物再取得コスト(建て替え費用)を押し上げる要因となっている。こうした中、物件取得競争に勝つためだけに安易に利回り目線を切り下げる行動は、将来のキャピタルロスを招くリスクを内包している。不動産投資市場の健全な発展のためには、建物ライフサイクル等の長期的な視点も持って、定量的な分析に基づく慎重な投資判断が求められる。

本稿では、建築費上昇というインフレ要因に焦点を当て、土地建物一体の期待利回り(以下、「不動産期待利回り」という)に与える影響について考察する。

不動産鑑定評価基準に土地建物一体の還元利回り(不動産期待利回り)を求める手法として、「土地と建物に係る還元利回りから求める方法」が例示されている。この方法は、対象不動産が建物およびその敷地である場合に、その物理的な構成要素(土地および建物)に係る各期待利回りを各々の価格の構成割合により加重平均して求めるものである。本稿ではとりわけ建物に係る期待利回りに着目し、不動産期待利回りの変化について考察を行う。なお、金利上昇が不動産期待利回りに与える影響については、筆者が過去に執筆した別稿¹を参照されたい。

■主要プロパティタイプでは建物ライフサイクルの差異が不動産期待利回りに与える影響は限定的

建物に係る期待利回り(以下、「建物期待利回り」という)は、プロパティタイプ毎に異なる建物の構造、躯体・設備等の構成比率、経済的耐用年数といった諸要因によって左右される。したがって、プロパティタイプ間における不動産期待利回りスプレッドは、建物ライフサイクルに基づく投資回収構造の違いが一部に反映されているといえる。本分析の基礎となる Appendix 図表 1 では、各プロパティタイプにおける建物の資産区分割合(躯体・仕上・設備)に基づき経済的耐用年数を加重平均し、足元の金利動向を勘案した年利率 2% を用いて、投資回収の指標となる償還基金率を算出している。償還基金率は、経済的耐用年数の満了時に建物を再取得するために、毎年末に積み立てるべき金額を示す指標であり、建物再取得コストを反映した長

¹ [長期金利の上昇が不動産期待利回りに及ぼす影響 | レポート・コラム【株式会社三井住友トラスト基礎研究所】](#)
[長期金利の上昇が不動産期待利回りに及ぼす影響 II | レポート・コラム【株式会社三井住友トラスト基礎研究所】](#)

期的な投資回収計画を定量的に表すものである。

本稿では、東京都心部に立地するオフィス、共同住宅、物流施設、データセンターの4タイプを対象とし、建物ライフサイクルコストと建物期待利回りの関係を示すシミュレーションを行った。

東京都心部では不動産価格に占める土地価格比率が高く、建物期待利回り自体が高くても不動産期待利回りに与える影響は限定的となる傾向がある。

シミュレーションの結果、オフィス、共同住宅、物流施設の3タイプでは、オフィスとの比較における不動産期待利回りスプレッドは、共同住宅で0.04%、物流施設で0.01%と小さく、顕著な乖離は確認されなかった(Appendix 図表2参照)。物流施設は鉄骨造の採用や設備比率の高さから経済的耐用年数が相対的に短く、建物期待利回りを構成する償還基金率が高くなる傾向にあるが、東京都心部においては土地価格割合の高さによってその影響が緩和され、建物ライフサイクルの差異のみをリスクプレミアムとして考慮した場合の不動産期待利回りについては、オフィス・共同住宅と比較して大きな乖離は確認されなかった。

これに対してデータセンターは、設備比率が非常に高く、電源供給、冷却能力、冗長性確保など厳しい技術要件を満たす必要があるため、結果として不動産価格に占める建物価格割合が高くなる傾向にある。この構造的特性により、不動産期待利回りはオフィスと比較して0.94%と明確に高い水準となった。

シミュレーション結果のスプレッドは、不動産期待利回りの構成要素となり得る「リスクフリーレートの変化に対する感応度」、「資産市場における流動性(需給バランス)と価格のボラティリティ」、「賃貸市場における賃料・稼働率のボラティリティ」、「不動産投資環境との適合性」、「賃料の成長性を踏まえた契約形態」、「技術進化によるコスト削減可能性」等を加味していない。これらを加味した最終的な不動産期待利回りの比較においては、プロパティタイプ間の不動産期待利回りスプレッド格差が縮小している可能性も否定できない。しかしながら、特定のプロパティタイプに対する一時的な関心の高まりに伴う投資需要のみに依拠した過度な買い進みには、留意が必要である。

■継続的な建築費上昇は主要プロパティタイプで35~43bpの不動産期待利回り押し上げ要因

不動産投資をゴーイングコンサーンの観点で考えると、建築費上昇が継続する場合には、将来の建物再取得額(建て替え費用)の増加をリスクプレミアムとして加味する必要がある。建物期待利回りは、経済的耐用年数満了後の期末に当初の建物取得価額で再取得することを想定した償還基金率に基づく。しかし、継続的な建築費上昇を前提にすると、経済的耐用年数満了後の再取得額は当初取得時よりも高くなることが想定される。償還基金率は利率と経済的耐用年数で決まる固定率であり、数式として再取得額の上昇を直接織り込むことは困難である。そこで本稿では便宜的に、建築費上昇分の倍率を償還基金率に乗じる形で建物期待利回りを算出し、継続的な建築費上昇が不動産期待利回りに与える影響についてシミュレーションを行った。

なお、一般財団法人建設物価調査会総合研究所「建築費指数(集合住宅 Condominium RC)」によれば、2026年1月時点(2015年=100)の建築費指数(暫定)は、工事原価143.0、純工事費144.3、建築145.5、設備140.1となっており、この10年間で年率換算約3.4~3.8%の上昇が見られる。

本シミュレーションでは、過去10年の上昇率の半分程度に相当する年率1.8%で建築費が継続的に上昇するケースを想定しており、各プロパティタイプの経済的耐用年数(加重平均)を考慮した場合の建築費上昇倍率は、オフィス1.93、共同住宅1.87、物流施設1.74、データセンター1.63となる。

シミュレーションの結果、他の条件は一定であるとの仮定のもと、建物再取得額が取得時点から年率1.8%で上昇した場合、オフィス・共同住宅・物流施設など主要プロパティタイプでは、不動産期待利回りが35~43bp程度押し上げられることが確認された(Appendix 図表3参照)。

もともと償還基金率がオフィス・共同住宅より高い物流施設では、建築費上昇の影響が相対的に強く、建物期待利回りの上昇幅も大きくなる。しかし、東京都心部においては不動産価格に占める土地価格割合が高いため、その影響は緩和され、不動産期待利回りの変化はオフィス・共同住宅を下回る水準にとどまった。

ただし、これは土地価格割合が相対的に低くなる地方立地の不動産では、建物期待利回りの上昇が不動産期待利回りの上昇に与える影響が相対的に大きくなることを示唆している。特に郊外の物流施設においては、建築費上昇による不動産期待利回りの押し上げ効果が大きくなることに留意する必要がある。

なお、データセンターについては、もともとの償還基金率が高いうえ、全体価格に占める建物価格の割合も高いため、建築費上昇の影響が相対的に大きく、押し上げ幅は約 88bp に達した。

新たな経済環境下では、金利上昇(リスクフリーレート要因)など、他の要因による不動産期待利回りの上昇圧力も想定される。こうした状況下で、建築費上昇による不動産期待利回り上昇の影響を緩和するには、既に賃貸市場で織り込まれている水準を上回る成長が見込める不動産を選別することが重要となる。

■長期視点の運用こそが不動産投資市場の健全性を支える

インフレ環境の定着に加え、建設業界の慢性的な人手不足や資材価格の上昇等を踏まえると、建築費は今後も上昇基調が続く可能性が高い。建物ライフサイクルの観点からみれば、建築費の上昇は将来の建て替えコスト、すなわち再調達原価の上昇を通じて、不動産期待利回りに対する上昇圧力となる。

実際、過去 10 年以上にわたり建築費指数は上昇基調を続けており、特にコロナ禍以降はそのペースが拡大している。

一方で、各プロパティタイプにおける不動産期待利回りには顕著な上昇はみられていない。賃料上昇期待(期待成長率)や旺盛な投資需要に支えられ、実勢の不動産期待利回りは低位に抑えられている。

一般に、不動産期待利回りは、安全資産利回り等を基礎とするベース利回りにリスクプレミアムを加え、そこから期待成長率を控除する構造を有する。建築費の持続的な上昇は、再調達原価の上昇を通じて、長期的にはこの利回りに対する上昇圧力として作用し得るものであり、適切な不動産期待利回りを検討するにあたっては、他のリスクプレミアムによる影響を加減する前の理論的水準や、プロパティタイプ間の構造的格差を把握しておくことが重要である。

建物ライフサイクル等の長期的な視点を欠いたまま、上記のようなプロセスを経ずに、不動産ファンド間の物件取得競争に勝つことのみを目的として安易に利回り目線を切り下げる行動は、高値取得による将来のキャピタルロスにつながりかねず、その損失負担が最終的に投資家へ帰属する可能性も否定できない。

また、有期限の私募ファンドでは、運用期間中の修繕・資本的支出を抑制するインセンティブが働きやすい。適切な維持管理を怠れば、経済的耐用年数が当初見積もりより短期化し、売却時の価値毀損を招くおそれもある。アセットマネージャーは受託者責任の観点から、短期的な評価益の最大化ではなく、資産の経済的耐用年数全体を通じた価値保全および持続的なキャッシュフロー創出を重視すべきである。

インフレ局面では、賃料上昇によりインフレヘッジ機能が期待される一方、建築費の持続的な上昇による再調達原価の上昇は、長期的に利回りの上昇圧力となり得る。このため、インフレが継続する局面においては、賃料上昇期待による利回りの下方圧力と、建築費上昇による上昇圧力の双方を冷静に見極めることが重要であり、建物ライフサイクルを踏まえた適切な運用が求められる。

こうした投資家目線の浸透は、アセットマネージャーの行動規律やインセンティブ構造に影響を与え、短期的競争に偏らない持続的かつ慎重な運用姿勢を促す基盤となる。その積み重ねが不動産投資市場の健全な発展につながると考えられる。

<Appendix>

■前提条件

【図表 1：建物の構造、躯体・設備等の割合、土地と建物の価格割合等の差異に基づく償還基金率】

プロパティタイプ	価格割合		資産区分割合			経済的耐用年数				年利率	償還基金率
	土地	建物	躯体	仕上	設備	躯体	仕上	設備	加重平均		
オフィス	75%	25%	40%	40%	20%	60年	25年	15年	37年	2.0%	1.85%
共同住宅	75%	25%	40%	40%	20%	55年	25年	15年	35年		2.00%
物流施設	80%	20%	50%	20%	30%	45年	20年	15年	31年		2.36%
データセンター	50%	50%	15%	10%	75%	55年	40年	20年	27年		2.80%

出所) 三井住友トラスト基礎研究所作成

経済的耐用年数加重平均値は、プロパティタイプ毎に躯体・仕上・設備の経済的耐用年数を資産区分割合で加重平均して算出している。また、年利率については、足元のリスクフリーレート(新発10国債利回り)の水準および今後の金利動向を勘案して2%と設定した。償還基金率は、将来n年後の年末に一定額を得るために各年末に積み立てるべき金額を求める場合に使用する係数であり、下記の数式により算出される。

なお、不動産鑑定評価では、経済的耐用年数n年の建物の取得価額をn年後の期末に再取得することを想定し、年利率r%で毎年末に複利で積み立てる形で建物の償却金額を求める場合に、この償還基金率を使用する。

$$\frac{r}{(1+r)^n - 1}$$

r: 年利率

n: 経済的耐用年数(加重平均)

■プロパティタイプ別建物のライフサイクルから見た不動産期待利回りスプレッド

【図表 2：不動産期待利回りスプレッド】

プロパティタイプ	土地期待利回り(X)	建物期待利回り(X+償還基金率)	不動産期待利回り(土地建物加重平均)	不動産期待利回りスプレッド(オフィス比)
オフィス	4.00%	5.85%	4.46%	—
共同住宅	4.00%	6.00%	4.50%	0.04%
物流施設	4.00%	6.36%	4.47%	0.01%
データセンター	4.00%	6.80%	5.40%	0.94%

出所) 三井住友トラスト基礎研究所作成

建物期待利回りに焦点を当て、不動産期待利回りに与える影響を分析する場合、土地期待利回りの水準に影響を受けないため、ここでは土地期待利回りを4.0%と設定した。また、建物期待利回りは土地期待利回りに図表1で求めた償還基金率を加算して算出した。さらに不動産期待利回りは、土地期待利回りと建物期待利回りを図表1に示した価格割合(土地・建物)で加重平均して算出した。

不動産期待利回りスプレッドはオフィスを基準とした各不動産期待利回りの差分を表示している。

■建築費上昇が継続する場合における不動産期待利回りの変化

【図表 3 : 不動産期待利回りの変化】

プロパティタイプ	土地期待利回り (X)	建物期待利回り (X+償還基金率)	不動産期待利回り (土地建物加重平均)	不動産期待利回り の変化
オフィス	4.00%	7.58%	4.90%	0.43%
共同住宅	4.00%	7.73%	4.93%	0.43%
物流施設	4.00%	8.10%	4.82%	0.35%
データセンター	4.00%	8.55%	6.27%	0.88%

出所) 三井住友トラスト基礎研究所作成

土地期待利回りおよび不動産期待利回りについては、図表 2 と同一の方法により算出した。建物期待利回りは土地期待利回りに建築費上昇を加味した償還基金率を加算して算出した。なお、償還基金率は利率と経済的耐用年数で決まる固定率であるが、建築費上昇(本稿では年率 1.8%の上昇と仮定)による積立額の増加を反映するため、便宜的に建築費上昇分の倍率を掛けて計算しており、公式の定義とは異なる簡便法を採用している。

不動産期待利回り変化は、図表 2 の不動産期待利回りと図表 3 の不動産期待利回りの差分を表示している。

【お問い合わせ】 私募投資顧問部

<https://fofa.jp/smtri/a.p/116/>

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、あっ旋、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。また、法務、税務、財務等に関する事項につきましては、それぞれ弁護士、税理士、会計士等にご相談・ご確認され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。