

CPI家賃はなぜ上がりにくいのか

フロー家賃上昇の波及はごく緩やか

調査部 経済調査チーム
 主席エコノミスト

河田 皓史
 080-2074-8973

hiroshi.kawata@mizuho-rt.co.jp

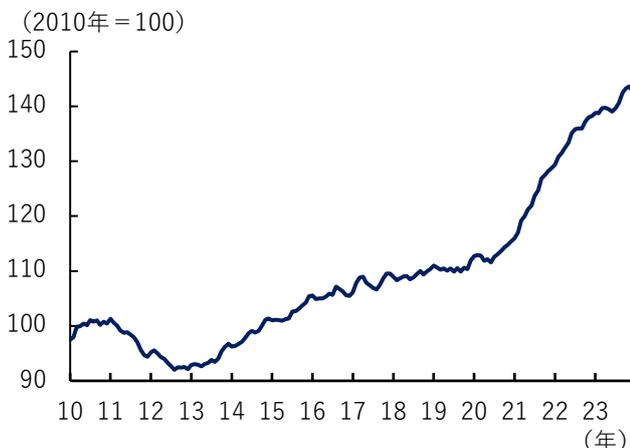
- マンション価格が高騰しているほか、マンション賃料も上昇傾向を続けている。それにもかかわらず、CPI家賃は横ばい圏内の動きが続いている
- CPI家賃が弱い（あるいは動かない）要因としては、①経年劣化に伴う品質調整を行っていないこと、②ストックベースの家賃であることが挙げられる
- フロー家賃の上昇が続くとすれば、CPI家賃も先行き上昇する可能性が高いが、そのペースは極めて緩慢であり、前年比+1%に達するのは2027年度以降とかなり先になると見込まれる

1. マンション価格は高騰、マンション賃料は上昇、だがCPI家賃は横ばい

マンション価格が高騰している。日本不動産研究所が首都圏の中古マンション価格から算出する「不動産住宅価格指数」は、2021年頃から騰勢を強めており、現在の水準は2010年対比で40%以上も高くなっている（図表1）。不動産経済研究所によると、東京23区の新築分譲マンション価格は2023年平均で1億円を超えており、いわゆる「億ション」は今や当たり前になりつつある。

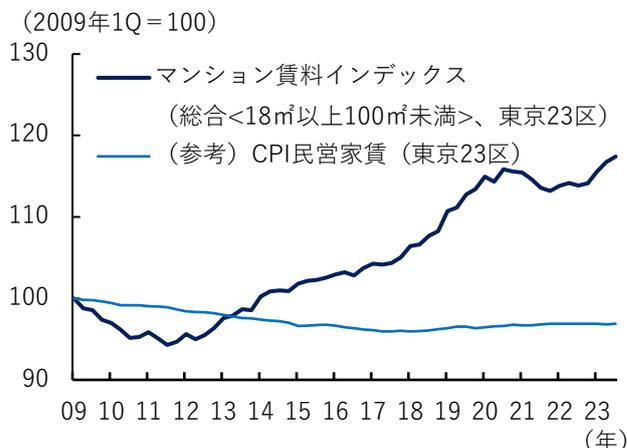
マンション賃料も上昇している。アットホーム株式会社と株式会社三井住友トラスト基礎研究所が共同で開発した、賃貸マンションの成約事例に基づく賃料指数である「マンション賃料インデックス」の東京23区をみると、コロナ禍でいったん低下する局面もあったものの、2010年頃から概ね一本調子

図表1 マンション価格（首都圏）



（出所）日本不動産研究所「不動産住宅価格指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表2 賃貸マンションの成約賃料（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）、総務省「消費者物価指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

で上昇しており、現在の水準は2010年対比で20%程度高い（図表2）。

一方、CPI家賃は横ばい圏内の動きが続いている（図表2、3）。前述の通り、マンション価格やマンション賃料は10年以上にわたって上昇トレンドを続けているほか、コアCPIも2年近くにわたって2%以上の伸び率が続いているにもかかわらず、20年以上にわたってゼロ%前後で推移するCPI家賃はまさに「動かざること山の如し」である。結果として、家賃を含むインフレ率と除くインフレ率でこのところ大きな差が生じている（図表4）。河田（2023）や河田（2024）が指摘した通り、CPI全体の20%弱を占める家賃（帰属家賃を含む）が微動だにせず、「岩盤」あるいは「ラスボス」として立ちはだかっている限りは、物価上昇の持続性は不確かであると言わざるを得ない。

CPI家賃がこれほどまでに弱い（あるいは動かない）理由としては、①経年劣化に伴う品質調整を実施していないこと、②「マンション賃料インデックス」のようなフローベースの家賃と異なり、CPI家賃はストックベースの家賃であること、が挙げられる。本稿では、これらの点を勘案したうえで、既に観察されているフロー賃料の上昇がCPI家賃にどのように波及していくかを検討したい。

2. フロー家賃の上昇はやがてCPI家賃に波及するが、そのペースは極めて緩慢

CPI家賃が変動しにくい理由として最もよく知られているのは、「経年劣化に伴う品質調整を実施していない」ことである。すなわち、CPIは「同一品質の財・サービスの価格を計測する」建前になっているため、本来であれば住宅ストックの経年劣化に伴う実質的なサービス品質の低下分を調整するべきなのだが、日本のCPI家賃ではこうした品質調整が行われていない（米国のCPIではこうした調整が行われている）¹。そのため、日本のCPI家賃は常に「下方バイアス」を有している。民営家賃（ウェイト：2.2%）だけならまだしも、日本のCPIでは民営家賃の価格を概ねそのまま帰属家賃（ウェイト：15.8%）にも適用するため、品質調整を行わないことによるCPIの下方バイアスは無視できない程度に大きい（詳細は後述）。多くの有識者がこの問題を繰り返し指摘してきたにもかかわらず、今日まで改善されていない。

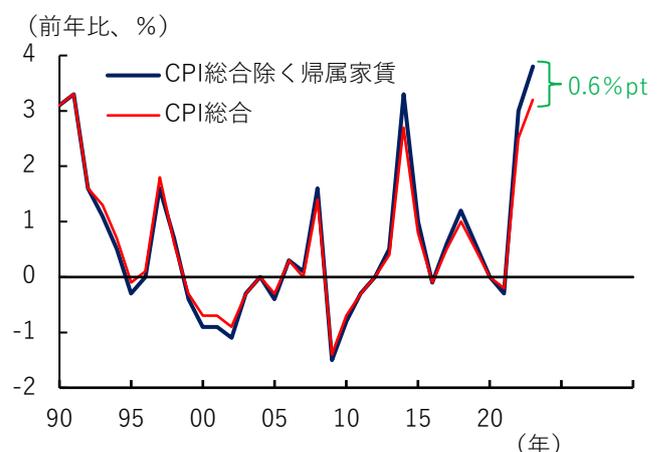
しかも、これは経済財政諮問会議が2016年に取りまとめた「統計改革の基本方針」でも指摘されて

図表3 CPI家賃



(注) 家賃＝民営家賃＋帰属家賃（以降の図表でも同じ）
 (出所) 総務省「消費者物価指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表4 家賃を含む・除くインフレ率

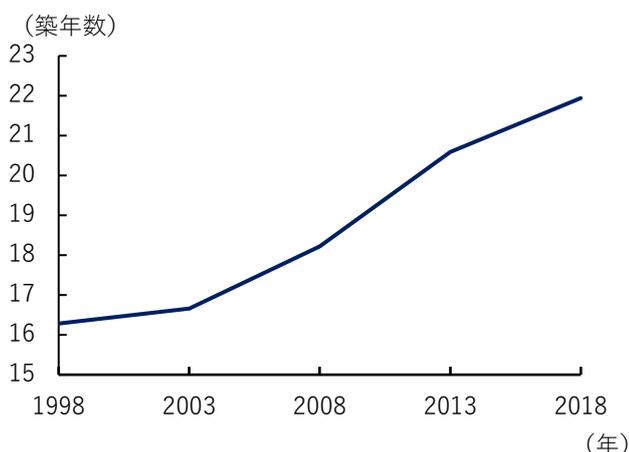


(出所) 総務省「消費者物価指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

いたことである。「統計改革の基本方針」においては、「家賃の経年劣化を踏まえた品質調整について検討する」ことがCPIの改善ポイントとして第一に挙げられていた。それにもかかわらず、現時点では品質調整に関する「研究結果」が公表されただけであり、CPI統計にはまだ反映されていない。物価の基調判断にも影響を及ぼす問題であり、早急な対応が求められるところだが、今のCPI家賃では「経年劣化に伴う品質調整がなされていない」ことは受け入れざるを得ない現実である。

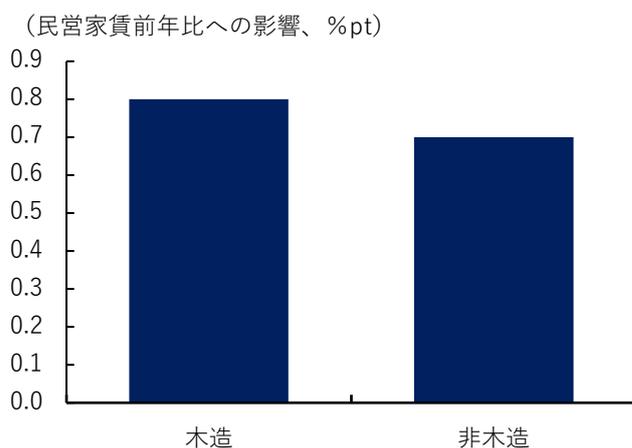
住宅に関する構造統計である「住宅・土地統計調査」をもとに賃貸住宅の平均築年数を計算すると、1998年から2018年までの20年間で5年ほど上昇しており、日本の賃貸住宅はトレンド的に「高齢化」していることがわかる（図表5）。この住宅・土地統計調査の個票データを用いて家賃の経年劣化影響を推計した総務省統計局物価統計室（2021）によると、品質劣化が家賃前年比に与える影響は0.7～0.8%ptとなっており、CPI家賃には相当の下方バイアスがあることがわかる（図表6）。また、前述のとおり帰属家賃も含めた家賃のウエイトはCPI全体の2割弱を占めるため、CPI全体にも0.1～0.2%pt程度の下方バイアスが常に存在することになる。前述の「マンション賃料インデックス」は、築年数などの

図表 5 賃貸住宅（民営借家）の平均築年数



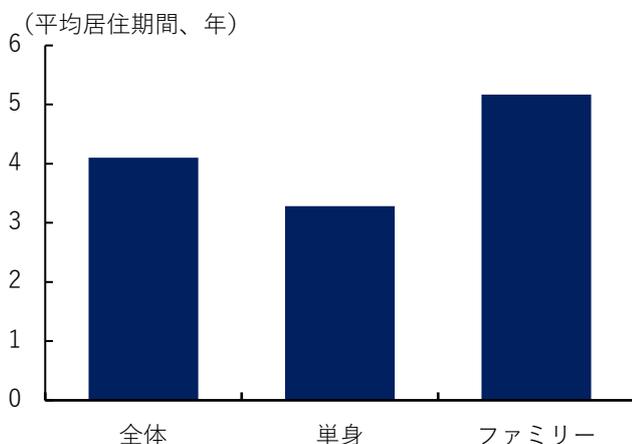
(出所) 総務省「住宅・土地統計調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 6 経年劣化が家賃に与える影響



(出所) 総務省統計局物価統計室（2021）「消費者物価指数における民営家賃の経年変化の調整方法」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 7 賃貸住宅の平均居住期間



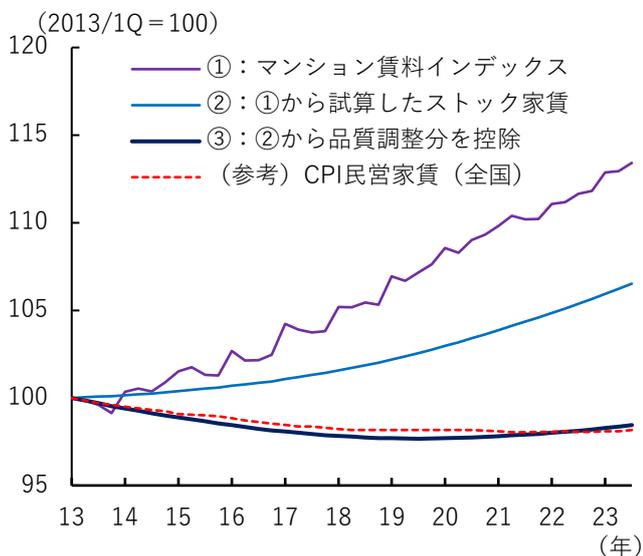
(注) 2023年7～8月に調査。調査客体は賃貸住宅管理会社
 (出所) 日本賃貸住宅管理協会「賃貸住宅市場景況感調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

属性情報をコントロールしたうえで指数が作成されているため、図表2で示したCPI家賃との乖離にはこうした品質調整要因も大きく影響している。

もう1つの乖離要因は、CPI家賃が「ストックベース」の家賃を表しているということである。つまり、CPI民営家賃が表しているのは、「賃貸住宅に居住している人が直面している家賃」であり、賃貸住宅ストックに対応する家賃である。これに対して「マンション賃料インデックス」のような成約賃料、あるいは募集賃料などが表しているのは、「その時々で入居者を募集している賃貸住宅の家賃」であり、各時点で賃貸市場に出回っている賃貸住宅フローに対応する家賃である。日本では継続居住者の家賃引上げに関する法的ハードルが高いとされており、家賃が変更されるのは、多くの場合、入居者が変わるタイミングである。したがって、フローベースの家賃（「マンション賃料インデックス」など）はストックベースの家賃（CPI家賃）に対して先行することが予想される。

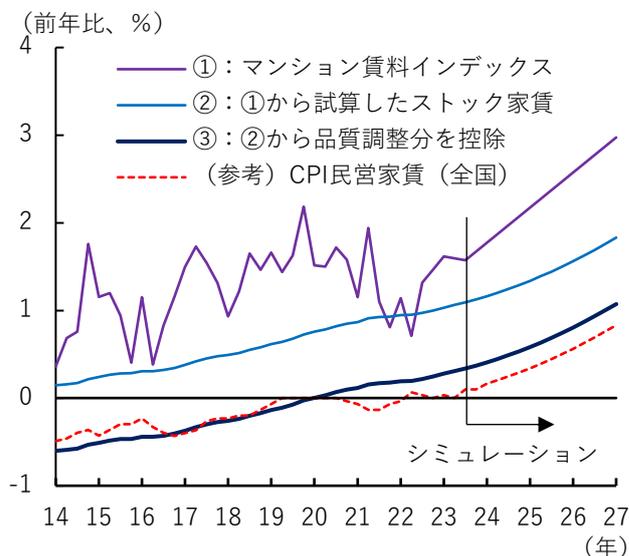
そうだとすれば、フローベースの家賃からストックベースの家賃を推計することができるはずである。もちろん、推計に際しては仮定を置かざるを得ないため、幅を持つてみる必要はあるが、ウェイトの大きいCPI家賃の先行きを考えるうえで興味深いエクササイズにはなるだろう。図表7で示した賃貸住宅の平均居住期間（単身・ファミリー計で4.1年）から単純に計算すれば、賃貸住宅の居住者は毎月約2%ずつ入れ替わっていくことになる。無論、実際に全ての居住者が4年少々で入れ替わるわけではない。日本賃貸住宅管理協会の「賃貸住宅市場景況感調査」によると、最大で17年以上、最小で2か月と、個人ごとに居住期間にはかなりのバラツキがあるのも事実である。

図表8 フロー家賃によるストック家賃の試算



(注) 1. 「①：マンション賃料インデックス」は、複数地域の総合（18㎡以上100㎡未満）指数を単純平均したもの。具体的には、東京23区、東京都下、横浜・川崎市、千葉西部、埼玉東南部、札幌市、仙台市、名古屋市、京都市、大阪広域、福岡市の指数を単純平均
2. ②を③に変換する際の品質調整分には、図表6で示した総務省推計値を使用
(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）、総務省「消費者物価指数」等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表9 CPI家賃の先行きシミュレーション



(注) 1. 「①：マンション賃料インデックス」は、複数地域の総合（18㎡以上100㎡未満）指数を単純平均したもの。具体的には、東京23区、東京都下、横浜・川崎市、千葉西部、埼玉東南部、札幌市、仙台市、名古屋市、京都市、大阪広域、福岡市の指数を単純平均
2. ②を③に変換する際の品質調整分には、図表6で示した総務省推計値を使用
3. 先行きのシミュレーションは、①の前年比伸び率が少しずつ（+0.1%pt/四半期）高まっていくことを仮定して実施
(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）、総務省「消費者物価指数」等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

そのように長期間にわたって転居しない居住者の存在も勘案しつつ、その時々フロー家賃が少しずつ反映されていくという仮定のもとで試算したストック家賃が図表8の②（青細線）である。これに対して図表6の品質調整を加味して「品質調整なしのストックベース家賃」を試算すると、概ねCPI民営家賃をトレースできている（図表8の③＜紺太線＞）。

これでフロー家賃からCPI家賃を推計する枠組みが一応整ったので、あとは先行きのフロー家賃について仮定（ここではマンション賃料インデックス前年比が四半期ごとに0.1%ptずつ高まると仮定）を置けば、CPI家賃の先行きパスが試算できる。結果をみると、現在ゼロ%程度のCPI家賃は、先行きごく緩やかに伸び率を拡大し、2026年度末には前年比+0.8%まで伸び率を高める姿となっている（図表9）。20年以上にわたってゼロ%が続いてきたという実績対比ではかなりの進歩だが、「2%」というインフレ目標対比で家賃が足を引っ張る姿には変わらない。

3. 下方バイアスを持った家賃を含むCPIで「2%」を目指すべきなのか

冒頭で、CPI家賃が弱い（あるいは動かない）要因として、①経年劣化に伴う品質調整を実施していないこと、②ストックベースの家賃であること、の2点を挙げた。このうち①については、現時点では所与と考えざるを得ない。仮に品質調整が導入されるとしても、それは次回の基準改定（2025年基準への基準改定を2026年後半に実施）以降の話であり、物価動向への注目度が最高潮に高まっている2024～25年度は、現行の「品質調整をしていないが故に下方バイアスを持った家賃」と向き合っていくべきを得ない。

フロー家賃の上昇を踏まえれば、CPI家賃も先行き伸びを高めていくと予想されるが、前述の通りそのペースは極めて緩慢であり、当面は「家賃が物価の足を引っ張る」構図に変化はないだろう。そうしたもとの、河田（2023）や河田（2024）が指摘した通り、インフレ率を2%前後で安定させるのは困難な目標であり続けると思われるし、したがって日銀は、現在の「最大限緩和」からは遠からず脱却するにしても、「これまでよりもマイルドな金融緩和」を継続せざるを得ないのだろう²。

だが、そもそもの話として、家賃による下方バイアスが明らかのもとで「CPIインフレ率2%」にどの程度こだわる必要があるのだろうか。「2%」からどの程度の乖離を許容するかにもよるが、仮に「1.8～2.2%」くらいの狭いレンジで安定しなければ「達成」ではないと厳格に考えるのであれば、家賃による0.1～0.2%の下方バイアスは相当大的な要因である。「2%±0.5%」くらいのレンジに収まっていれば「達成」とするのなら、家賃問題はそれほど大きな話ではないのかもしれない。どのくらいのレンジに収まっていれば「達成」なのか現時点でコンセンサスはないと思うが、金融政策正常化が具体的な形をとっていくにつれて、そうした議論も盛り上がっていくのだろう。その際には、こうした家賃問題も含め、「CPIは完璧な指標ではないし、相当の幅をもって見るべき」との認識も必要だというのが筆者の考えである。

[参考文献]

河田皓史 (2023) 「物価の基調をどうみるか—2024年度初のサービス価格改定が正念場—」、みずほインサイト、2023年11月30日

河田皓史 (2024) 「サービス物価2%の賞味期限—春先に1%台半ばまで低下すると予想—」、みずほインサイト、2024年1月26日

経済財政諮問会議 (2016) 「統計改革の基本方針」、2016年12月21日

総務省統計局物価統計室 (2018) 「借家家賃の経年変化について—消費者物価指数における家賃の品質調整に関する調査研究—」、2018年7月

総務省統計局物価統計室 (2021) 「消費者物価指数における民営家賃の経年変化の調整方法」、2021年8月20日

日本銀行 (2016) 「経済・物価情勢の展望 (2016年7月)」、2016年7月30日

みずほリサーチ&テクノロジーズ (2023) 「金利のある世界」への日本経済の適応力」、みずほリポート、2023年11月21日

¹ この点については、例えば、日本銀行 (2016) が平易・簡潔に解説している。

² 金融政策正常化 (あるいはその先にある「金利のある世界」の到来) に伴い住宅ローン金利が上昇する場合には、住宅取得コストの上昇を受けて家計の住居選択行動が変わる可能性もある。それも興味深いリサーチトピックであるが、本稿では取り扱わない。「金利のある世界」全般については、みずほリサーチ&テクノロジーズ (2023) を参照。

[本コンテンツに関するアンケートに](#)

[ご協力をお願いします](#)



【PR】YouTube®動画「MHRT Eyes」・各種 調査レポート (無料) を配信中! (「YouTube」はGoogle LLCの登録商標です)

～国内外の経済・金融動向など幅広い分野について、エコノミスト・研究員が専門的な知見をご提供～

▽メルマガ (登録無料) では、配信をいち早くお知らせしております。下記より是非お申込みください

<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/mailmagazine/research/index.html>



(QRコードはデンソーウェーブの登録商標です)

お問い合わせ：みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社 調査部メールマガジン事務局

(03-6808-9022, chousa-mag@mizuho-rt.co.jp)

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。