GA technologies（3491 JP）

政策金利 2%の世界でどうなる？

2026 年 11 月 10 日

株式会社 Capital Growth Strategies
チームリサーチ
research@capital-gs.co.jp

株式会社 GA technologies（3491 JP）

株価（2026 年 11 月 9 日） 1,463 円
時価総額 601 億円

年度(10 月決算)	F25	F26E	F27E	F28E
EPS	97	132	181	235
P/E	15	11	8	6
EV/EBITDA	4	5	3	3
P/B	1.9	1.7	1.4	1.2
配当利回り	1%	1%	1%	2%
ROIC	12%	17%	18%	20%
ROE	15%	16%	19%	20%
FCF 転換率*	352%	1%	99%	90%
Incremental ROI**	-1095%	-88%	74%	11%

*FCF 転換率 ＝ FCF÷当期純利益

**Incremental ROI ＝ FCF 増加額÷投下資本増加額

エグゼクティブサマリー

日本銀行は、2026 年 9 月の金融政策決定会合で、政策金利を 1%→1.25%へ引き上げることを決定。引き続き段階的な利上げが見込まれ、金融市場では今回の利上げ局面におけるターミナルレートは 1.75～2%程度とみる向きが多い。本レポートでは、政策金利 2%の世界が GA technologies に与える影響を概観する。

○ **市場全体でみれば、政策金利 2%の世界でも、一定程度の賃料上昇が続けば、投資用不動産の採算は保たれる。同社にとっては、政策金利 2%の世界が相対優位を拡大する機会となり得ると CGS は考える。**金利上昇により物件の賃料上昇ポテンシャルがこれまで以上に投資採算を左右する。こうした環境では、データと AI を活用した物件選定の目利き力やオーナーサポート、取引スピード、同業他社比で優位な金利条件の利用機会といった同社の強みが一段と意義を増す。また、取扱物件の多様化やリカーリング収益の積み上げなどの成長戦略も、事業の金利耐性を高める方向に作用する。

○ 金利上昇は、その他の条件を一定とすれば、保有期間中の金利負担の増加と売却時の要求利回りの上昇により、投資用不動産にはネガティブに作用。ただし、賃料上昇が伴えば、こうしたマイナス影響はオフセットされ得る。**政策金利 2%の世界では、不動産投資ローンの借入金利は一般的なケースで 3.2%前後からになると想定されるが、新規取得のモデルケースでは、年率 1.3%超の賃料上昇が続けば IRR はプラスを維持すると試算。大手住宅 REIT の賃料改定の実績はこれを上回っており、金利の上昇だけを理由に悲観する必要はない。**最大のリスクは、融資の絞り込みなどを通じて、要求利回りの構成要素であるリスクプレミアムが一気に跳ね上がることとみる。

○ **巷間言われる中古マンション市場の「調整」は確かに起きている。しかし、これは主に実需の市場でのことであると CGS は認識している。**強気の売り出し価格に買い手が追随せず、取引は細っているが、全体として成約価格が大きく崩れているわけではない。**賃料が物件価格を規定する投資用の市場では、売り出し価格が期待先行で上がり、その修正を迫られるという、実需の市場でみられるような動きは起こりにくい。**こうしたことも一因となり、同社の販売は足元でも好調を維持。実際、物件販売に関わるネット売上収益は前年同期比 2 割強の伸びを継続している。

© Capital Growth Strategies Co. Ltd.

目次

1. 政策金利 2%で、変動ローンの借入金利は 3.2%前後からに....3
2. 賃料上昇が金利上昇のマイナス影響を相殺....4
2-1. 最初に確認しておきたいこと：投資用の市場は実需の市場と価格形成メカニズムが異なる....4
2-2. 新規取得・既保有とも、採算の鍵を握るのは賃料上昇....4
3. 賃料改定の実績は、試算上の必要水準を上回る....5
3-1. 試算上必要な賃料上昇率は、実績に照らして無理のない水準....5
3-2. 既存オーナーは月次キャッシュフローを維持できるか：入替の有無が分かれ目に....7
3-3. 借り手は一定の賃料上昇を許容....7
4. 売却時の要求利回り～投資用の最大のリスク要因はリスクプレミアム....8
4-1. 長期金利：賃料上昇期待を伴わない形での上昇に注意....8
4-2. 賃料上昇期待：引き続き、要求利回りの上昇を抑える方向に働くとみる....8
4-3. リスクプレミアム：要求利回りの構成要素のうち最大のリスク要因....8
5. 政策金利 2%の世界で、より活きる同社の強み....9
5-1. 政策金利 2%の世界は、相対優位を拡大する機会となり得る....9
5-2. これまでに実行してきた成長戦略は、事業の金利耐性を高める方向にも作用....9
コラム 1：中古マンション市場の「調整」～主に実需の市場でのこと....11
C1-1. 成約件数は減少、在庫は増加....11
C1-2. 価格は崩れていない....11
C1-3. 値上がり益頼みの領域とは構図が異なる....12
コラム 2：足元の販売動向～変調はみられない....13
CGS による業績予想モデル....14

© Capital Growth Strategies Co. Ltd.

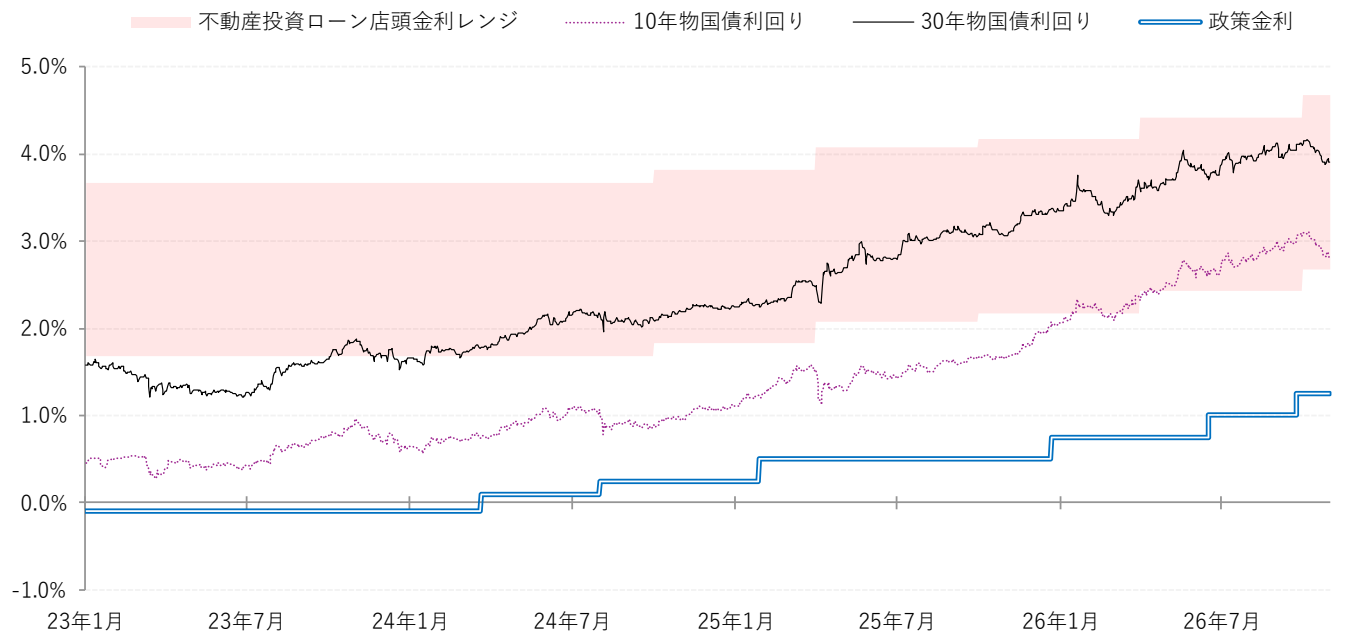
1. 政策金利 2%で、変動ローンの借入金利は 3.2%前後からに

・この先、3 ヵ月に 1 度のペースで利上げが行われるとすれば、2027 年 6 月にも政策金利 2%の世界が到来することになる。
・政策金利 2%の世界では、不動産会社を通じて物件を取得する場合の変動ローンの借入金利は、一般的なケースで 3.2%前後からと見込まれる。

不動産投資ローンで一般に用いられる変動金利は、金融機関が設定する店頭金利を基準に決まる。店頭金利の見直しは、年 2 回で 4 月と 10 月に実施するケースが多いようだ。店頭金利の下限は短期プライムレートに連動しており、見直しの際に、前回見直し時以降の政策金利の変更が反映される。

2024 年 3 月のマイナス金利解除以降、2026 年 6 月までに政策金利は 1%へと引き上げられた。これを受けて、大手金融機関の店頭金利の下限は 1.675%から 2.675%（2026 年 10 月 1 日付）へと 1%pt 上昇（図表 1）。マイナス金利解除時の+0.1%pt 分を除けば、短期プライムレートの上昇は政策金利の上昇にほぼ 1 対 1 で追随している。2026 年 9 月の 1.25%への利上げの影響は、次回見直し時に反映されることが見込まれる。この先、3 ヵ月に 1 度のペースで利上げが行われるとすれば、2027 年 6 月にも政策金利は 2%に達する。

図表 1：不動産投資ローン店頭金利は、政策金利の引き上げに追随



※2024 年 3 月以前の政策金利はマイナス金利政策下の適用金利。店頭金利は大手金融機関の公表値で、下限は同行の短期プライムレートに一致。
（出所：財務省、日本銀行、大手金融機関の公表資料をもとに CGS 作成）

この 1 対 1 の関係が続くとすれば、政策金利 2%が反映された後の店頭金利の下限は 3.675%という計算になる。不動産会社を通じて物件を取得する場合の優遇幅（概ね 0.4～0.5%pt）を考慮すると、変動ローンの借入金利は一般的なケースで 3.2%前後からになると見込まれる。なお、同社を通じた場合には、同業他社比で優位な金利条件を利用できる可能性がある。

© Capital Growth Strategies Co. Ltd.

2. 賃料上昇が金利上昇のマイナス影響を相殺

・投資用の市場では物件価格が賃料に規定され、実需の市場とは価格の決まり方が異なる。
・政策金利 2%の世界（対応する借入金利は一般的なケースを想定し 3.25%に設定）でも、新規取得のモデルケースでは、賃料が年率 1.3%超で上昇すれば IRR はプラスを維持すると試算。
・既に物件を保有するオーナーについても、返済額見直しまでのタイムラグと見直し時期の分散により、月次キャッシュフローの悪化を背景とした売り急ぎが市場全体で一斉に生じる展開は想定しにくい。

2-1. 最初に確認しておきたいこと：投資用の市場は実需の市場と価格形成メカニズムが異なる

投資用の市場と実需の市場とでは、物件価格の決まり方が異なる。報道等で中古マンション市場の「調整」が取り沙汰されるが、その中心は実需の市場であり、同じ物差しで投資用不動産の市場や投資採算を論じることはできないと CGS は考える。足元の中古マンション市場の動向については、巻末のコラム 1 を参照されたい。

実需の市場では、住宅ローン審査の軸は借り手の支払能力に置かれる。ペアローンの活用や借入期間の長期化などにより借入枠が拡がれば、物件価格は賃料相場から乖離して上昇し得る。価格は周辺の取引事例を参照して形成されるため、市況が強ければ、「高値の成約事例→強気の売り出し価格→成約価格の上昇→売り出し価格のさらなる強気化→成約価格の一段の上昇」といった構図となる。

一方、投資用の市場では、融資審査の軸は物件の収益力に置かれ、賃料をもとに融資額が判断される。物件価格は、賃料を要求利回りで割り戻す収益還元により算出されるため、賃料相場が示唆する水準から大きく乖離しにくい。このため、投資用不動産の価格は、期待先行での上昇も、そこからの調整も起こりにくい。

2-2. 新規取得・既保有とも、採算の鍵を握るのは賃料上昇

金利上昇は、その他の条件を一定とすれば、投資用不動産にとって逆風である。これは、保有期間中の金利負担の増加と売却時の要求利回りの上昇という経路を通じて作用する。ただし、変動するのは金利だけではない。賃料が上がれば、保有期間中の収入が増え、収益還元により算出される売却時の価格も支えられる（賃料動向は 3 節）。

では、政策金利 2%の世界で新規に物件を取得する顧客にとって、金利上昇のマイナス影響を相殺するにはどの程度の賃料上昇が必要なのか。ここでは、依然として同社収益の大きな部分を占める中古コンパクトマンションを例に、借入金利と賃料上昇率の組み合わせごとに税負担等調整後 IRR（以下、IRR）を試算し、IRR がプラスを保てる賃料上昇率を求めた。モデルケースの設定は、都心にある表面利回り 3.8%の物件を、ほぼ全額借入（35 年・元利均等返済）で取得し、10 年後に購入時と同じ表面利回りで売却するというもの。

主な読み取りは、以下の二点である。

① 政策金利 2%（対応する借入金利は一般的なケースを想定し 3.25%に設定）の世界においても、賃料が年率 1.3%超で上昇すれば IRR はプラスを維持する（図表 2 赤字部分）
② 政策金利が 0.25%pt 上がるごとに、IRR の維持に必要な賃料上昇率は年率 0.2%pt 強ずつ上がる（図表 2 青字部分）

© Capital Growth Strategies Co. Ltd.

図表 2：IRR 試算～政策金利 2%でも賃料が年率 1.3%超で上昇すれば IRR はプラスを維持

IRR試算（税負担等調整後）

政策金利	借入金利	賃料上昇率（年率）						
		0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
0.75%	2.00%	-1.3%	1.8%	4.4%	6.9%	9.1%	11.1%	12.9%
1.00%	2.25%	-2.8%	0.4%	3.2%	5.7%	7.9%	10.0%	11.9%
1.25%	2.50%	-4.4%	-1.0%	1.9%	4.5%	6.8%	8.9%	10.9%
1.50%	2.75%	-6.0%	-2.4%	0.7%	3.3%	5.7%	7.9%	9.9%
1.75%	3.00%	-7.8%	-3.8%	-0.6%	2.1%	4.6%	6.8%	8.9%
2.00%	3.25%	-9.6%	-5.4%	-1.9%	1.0%	3.5%	5.8%	7.9%
2.25%	3.50%	-11.5%	-6.9%	-3.3%	-0.3%	2.4%	4.7%	6.9%
2.50%	3.75%	-13.4%	-8.6%	-4.7%	-1.5%	1.3%	3.7%	5.9%
2.75%	4.00%	-15.5%	-10.2%	-6.1%	-2.8%	0.1%	2.7%	4.9%
3.00%	4.25%	-17.7%	-12.0%	-7.6%	-4.0%	-1.0%	1.6%	3.9%
3.25%	4.50%	-20.0%	-13.8%	-9.1%	-5.3%	-2.2%	0.5%	2.9%

政策金利+0.25%ptごとに、IRRをほぼ維持するために必要な賃料上昇率の上乗せ幅は0.2%pt強

政策金利2%のケース
賃料上昇率（年率）約1.3%でIRRがゼロに

※政策金利に対応する借入金利は、一般的なケースを想定して設定。借入金利は全期間一定とし、IRR には税負担のほか、団体信用生命保険の価値を調整。

（出所：CGS 試算）

なお、既に物件を保有するオーナーについては、返済額の見直しが 5 年ごと、見直し後の支払額は従前の 1.25 倍が上限という多くの金融機関でみられる契約構造（5 年ルール・125%ルール）により、金利上昇が返済額に反映されるまでにはタイムラグがある。返済額が見直されるまでの間に、賃料の増額（改定機会は入居者の入替時と通常 2 年ごとの更新時）が積み上がるかどうかが、月次キャッシュフローを維持できるかどうかに関わってくる。

政策金利 0.75%の時点で借入を行ったオーナーを例にとると、政策金利 2%の世界では、返済額が見直されるまでの 5 年の間に手取りの賃料収入を 2～3 割程度引き上げることが必要と試算。3 節では、5 年の間に入居者の入替の機会があれば、足元の賃料改定実績がこの水準を概ね満たすことを確認する。また、返済額の見直し時期は借入の時期により契約ごとに分散しており、月次キャッシュフローの悪化を背景とした売り急ぎが市場全体で一斉に生じる展開は想定しにくい。

新規に物件を取得する顧客にとっても、既に物件を保有するオーナーにとっても、金利上昇の影響を吸収できるかどうかは、一定の水準を超える賃料上昇が続くかどうかにかかっている。

3. 賃料改定の実績は、試算上の必要水準を上回る

・大手住宅 REIT の賃料改定の実績は、入居期間通算でみれば、新規取得のモデルケースで IRR のプラス維持に必要と試算した年率 1.3%を上回る賃料上昇が積み上がってきたことを示す。
・既に物件を保有するオーナーも、5 年の間に入替の機会があれば、月次キャッシュフロー維持に必要な賃料上昇を概ね確保できる。
・掲載賃料との開きは大きいものの、反響賃料は緩やかな上昇基調を保っており、借り手は一定の賃料上昇を受け入れているとみられる。

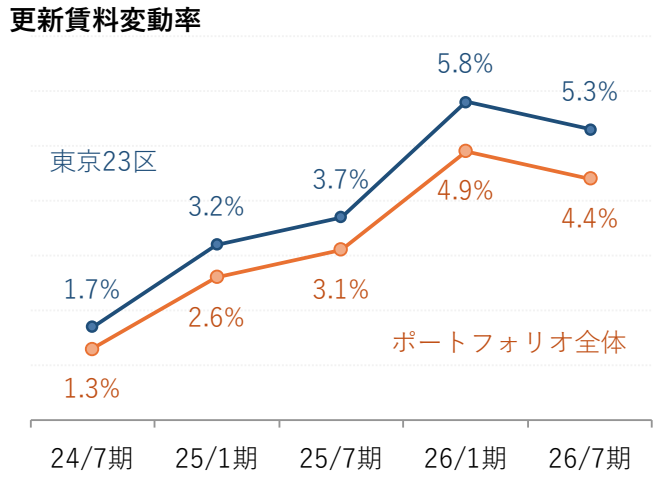
3-1. 試算上必要な賃料上昇率は、実績に照らして無理のない水準

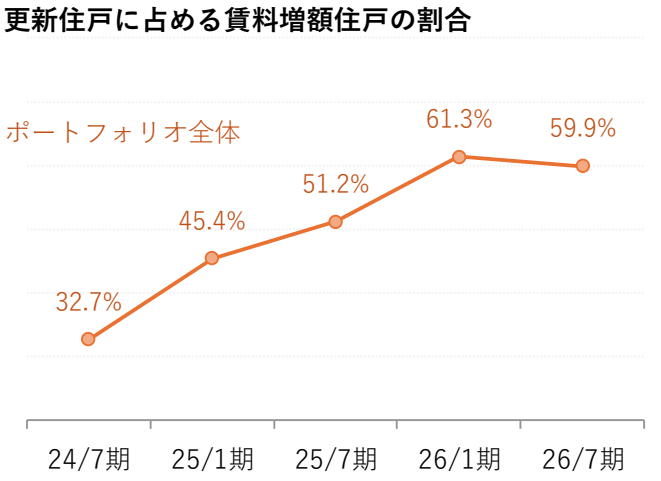
大手住宅 REIT のアドバンス・レジデンス投資法人の開示によれば、ポートフォリオ全体の更新時の賃料変動率

© Capital Growth Strategies Co. Ltd.

は直近期（26 年 7 月期）で+4.4%、過去 5 期の平均で+3.3%だった（図表 3 左図）。更新は通常 2 年ごとなので、年率に直すとそれぞれ約 2.2%、約 1.6%となり、更新時の改定だけで、2 節のモデルケースで IRR のプラス維持に必要と試算した年率 1.3%を超過（対象物件や指標の定義が異なり厳密な比較ではないため、あくまで目安）。なお、東京 23 区の更新時の賃料変動率は直近期で+5.3%、過去 5 期の平均で+3.9%と、ポートフォリオ全体の伸び率を上回る水準である。ポートフォリオ全体でみた更新住戸に占める賃料増額住戸の割合も、過去 2 年で 3 割強から 6 割程度に上昇（図表 3 右図）。

図表 3：更新時の賃料変動率～更新時の改定だけで、年率換算で 1.6～2.2%の伸び

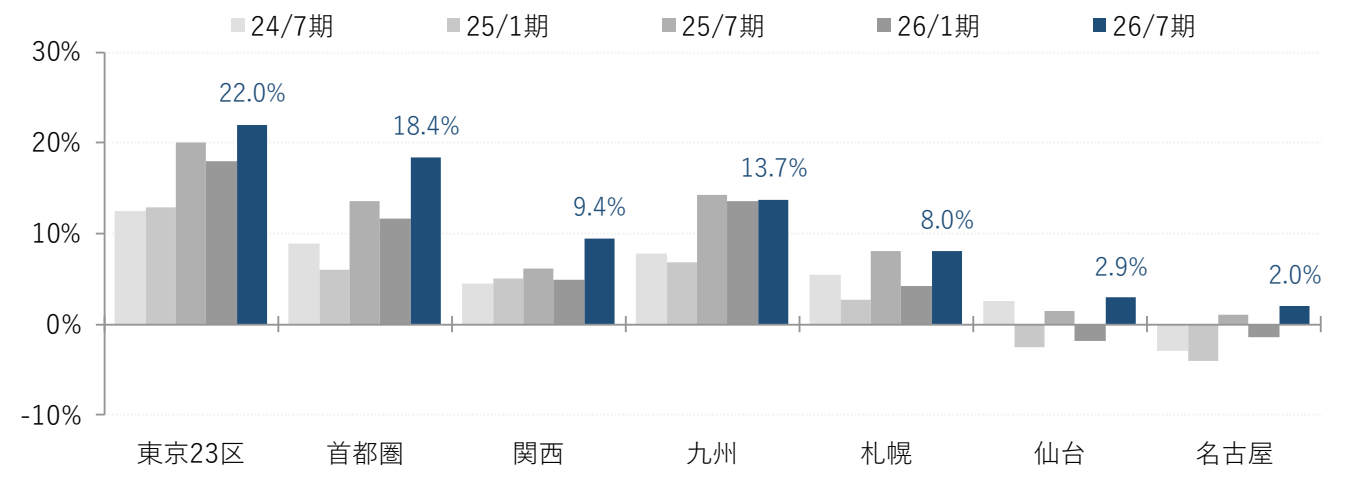




（出所：アドバンス・レジデンス投資法人の決算説明資料をもとに CGS 作成・算出）

同じく、アドバンス・レジデンス投資法人の開示によれば、入居者が入れ替わる際の賃料変動率は東京 23 区の直近期で+22.0%に達した（図表 4）。入替時の改定は、それまでの契約期間中の更新では市場の賃料上昇に追随しきれなかった分のキャッチアップの意味合いを有する。平均入居期間を 4～5 年（アドバンス・レジデンス投資法人の保有物件では直近期で全体・シングルとも 4.8 年）とすると、このキャッチアップ分だけで年率 4～5%の増額に相当。

図表 4：入替時の賃料変動率～東京 23 区を中心に大都市圏で大きく、地域差も鮮明



（出所：アドバンス・レジデンス投資法人の決算説明資料をもとに CGS 作成）

© Capital Growth Strategies Co. Ltd.

単純合算はできないが、入居期間通算（入替 1 回と更新 2 回程度）でみれば、2 節の試算で必要とした水準を上回るペースで賃料上昇が積み上がってきたといえよう。

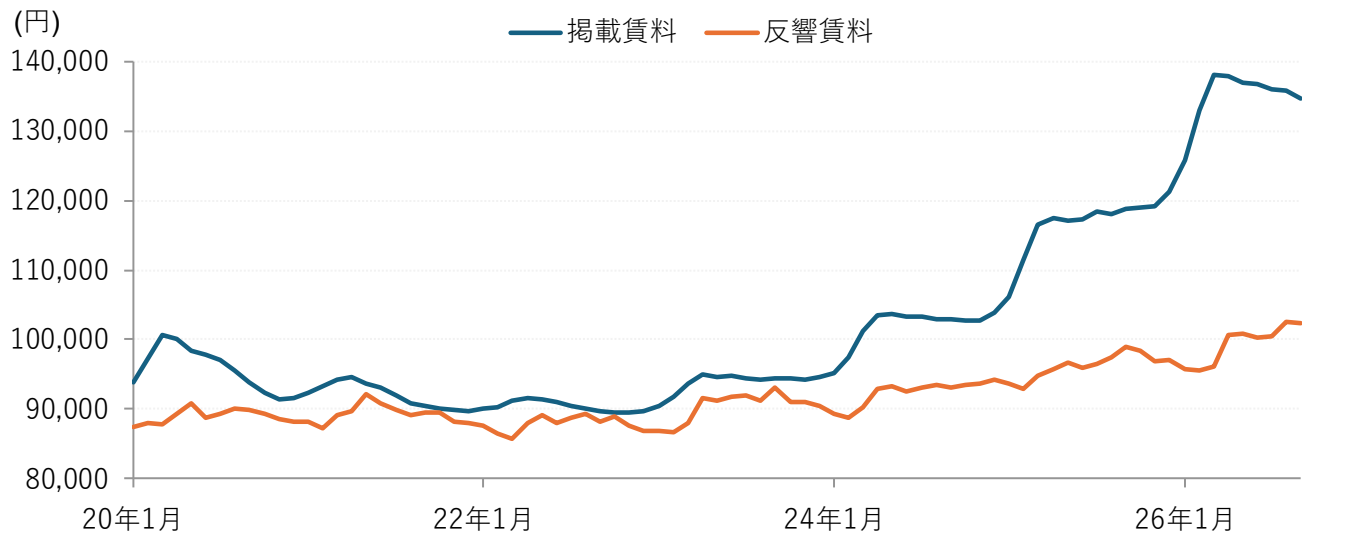
3-2. 既存オーナーは月次キャッシュフローを維持できるか：入替の有無が分かれ目に

アドバンス・レジデンス投資法人の東京 23 区の賃料改定実績に基づくと、返済額が見直されるまでの 5 年の間に 1 度の入替と 2 度の更新の機会があれば、賃料上昇率は 20%台半ば（過去 5 期の平均ベース：入替時+17.1%、更新時+3.9%）～30%台半ば（直近期ベース：入替時+22.0%、更新時+5.3%）となり、月次キャッシュフローを維持するのに必要な水準を概ね満たす。ただし、入居者の入替が起こらず、更新が積み上がるだけでは賃料上昇率は 10%前後にとどまる。普通借家契約では更新時の賃料増額に借り手の同意が必要だが、新規の契約を定期借家契約とすれば、入替がなくても再契約のたびに相場に合わせて賃料を見直すことが可能となる。

3-3. 借り手は一定の賃料上昇を許容

東京 23 区のシングル向け賃貸マンションでは、掲載賃料（募集広告に掲載された賃料の平均）が 2020 年 1 月から 2026 年 9 月にかけて 43.5%上昇した一方、反響賃料（入居希望者から実際に問い合わせがあった物件の賃料の平均）の上昇率は同期間で 17.0%にとどまり、両者の乖離が大きくなった（図表 5）。※掲載賃料、反響賃料はともに成約賃料とは異なる。

図表 5：東京 23 区シングル向け賃貸マンションの状況～掲載賃料は頭打ち、反響賃料は緩やかな上昇基調を維持



（出所：LIFULL HOME'S のデータをもとに CGS 作成）

ただし、直近に限れば、掲載賃料が頭打ちとなる一方、反響賃料は緩やかな上昇基調を保っており、両者の乖離は縮小しつつある。反響賃料の上昇は、賃料支払いの原資たる賃金の上昇に裏付けられたものであろう。実際、アドバンス・レジデンス投資法人は、直近期の決算説明の場で、入居者の年収に対する賃料負担率は 25%程度と前年から大きく変わっておらず、所得の増加が賃料負担力を支えているとの認識を示している。

賃金の上昇は、賃料上昇が続くための必要条件の一つとなるが、利上げが、賃金と物価の好循環を損なわない範囲での金融緩和の度合いの調整にとどまる限り、景気が冷え込み賃金上昇が途切れるとの懸念は限定的であろう。

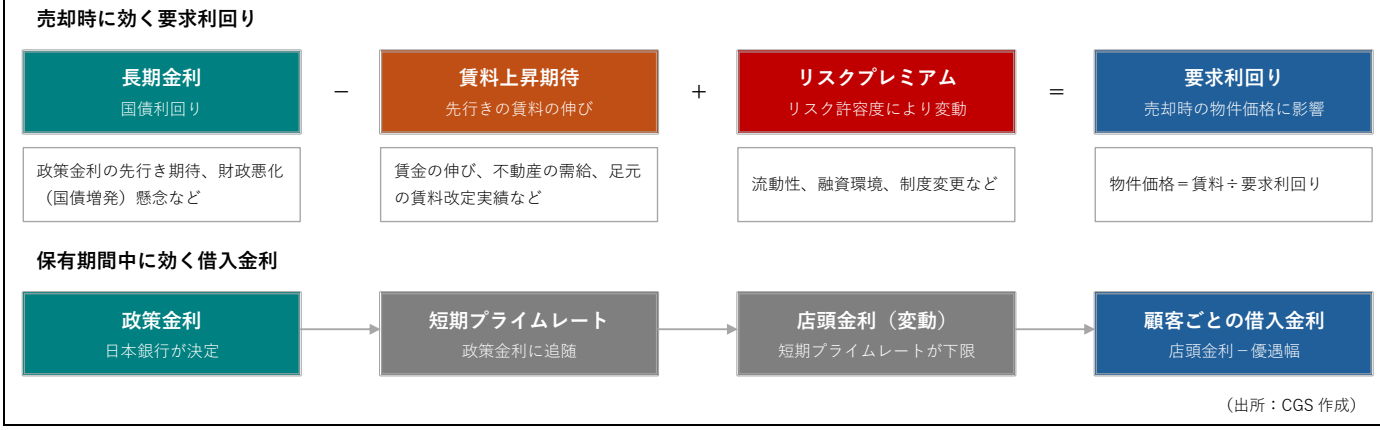
© Capital Growth Strategies Co. Ltd.

4. 売却時の要求利回り～投資用の最大のリスク要因はリスクプレミアム

・売却時の要求利回りの主な構成要素は、①長期金利、②賃料上昇期待、③リスクプレミアム。
・長期金利の変動要素のうち政策金利の将来見通しを反映した部分は賃料上昇期待と一定程度相殺しあう一方、賃料上昇期待を伴わない形での上昇には注意が必要。
・賃料上昇期待は、引き続き要求利回りの上昇を抑える方向に働くとみる。
・リスクプレミアムは、融資姿勢の変化などをきっかけに一気に跳ね上がる余地があり、要求利回りの上昇をもたらし得る最大のリスク要因と位置づける。

投資用不動産の売却時の価格は、その時点の賃料を市場の要求利回りで割り戻すことで算出される。要求利回りは、長期金利の水準から賃料上昇期待を差し引き、リスクプレミアムを上乗せしたものと整理できる（図表 6）。

図表 6：売却時に効く要求利回りと保有期間中に効く借入金利



（出所：CGS 作成）

4-1. 長期金利：賃料上昇期待を伴わない形での上昇に注意

長期金利のうち、政策金利の将来見通しを反映した部分については、インフレ期待を介して、賃料上昇期待と一定程度相殺しあう側面があり、要求利回りへの影響は限られよう。一方、国債需給の緩み（日本銀行の買入減額、拡張的な財政政策による国債増発など）や海外金利上昇の波及など、必ずしも賃料上昇期待を伴わない部分については、そのまま要求利回りを押し上げ得るため、注意が必要である。

4-2. 賃料上昇期待：引き続き、要求利回りの上昇を抑える方向に働くとみる

3 節で確認したとおり、借り手が一定の賃料上昇を許容する姿勢をみせるなか、更新時・入替時ともに賃料上昇が実現している。建築費の高騰により新規供給が増えにくい環境にあることも、賃料上昇のサポート材料となろう。賃金の上昇が保たれる限り、賃料上昇期待が大きく後退する展開は想定しにくく、引き続き、要求利回りの上昇を抑える方向に働くとみる。

4-3. リスクプレミアム：要求利回りの構成要素のうち最大のリスク要因

長期金利や賃料上昇期待と比較すると、リスクプレミアムには一気に跳ね上がる余地がある。引き金として考えられるのは、例えば融資環境の変化。仮に投資用不動産向けの融資が絞られれば、流動性リスクへの懸念からリ

© Capital Growth Strategies Co. Ltd.

スクプレミアムが急騰する可能性がある。この意味で、リスクプレミアムを要求利回りの構成要素のうち最大のリスク要因であると位置づける。CGS は同社への取材を通じて、足元の融資環境が良好なこと、金融機関が融資を絞るような動きはみられないことを確認している。ただし、融資環境は監督官庁の方針に左右される面もあり、その動向には注意を払う必要があろう。

5. 政策金利 2%の世界で、より活きる同社の強み

・金利上昇により賃料上昇ポテンシャルがこれまで以上に投資採算を左右するなか、データと AI を活用した物件選定の目利き力やオーナーサポート、取引スピード、同業他社比で優位な金利条件の利用機会などの強みを持つ同社にとっては、相対優位を拡大する機会となり得る。
・取扱物件の多様化やリカーリング収益の積み上げなどの成長戦略は、事業の金利耐性を高める方向にも作用。

5-1. 政策金利 2%の世界は、相対優位を拡大する機会となり得る

同業他社に対する差別化要素としては、引き続き、これまで蓄積したデータと AI を活用した物件選定の目利き力と、保有期間を通じた物件オーナーに対するサポートが挙げられよう。前者は賃料上昇ポテンシャルを有する物件を見出し、調達・提供する仕組みであり、後者は相場データに基づく賃料改定の提案や、幅広い買い手が存在するマーケットプレイスの提供までを含む。この他、仕入から販売までを自社で担い、手続きを電子化した仕組みなどによる取引のスピードの速さも挙げられよう。また、同社の顧客は同業他社比で優位な金利条件を利用できる可能性がある。これは、同社の取扱物件、顧客、販売プロセスなどに対する金融機関からの信認の表れであり、同社がこれまでに積み上げてきた取引の実績に裏付けられた優位性の一つとして数えられよう。

オーナーサポートの成果は、①同社管理物件の賃料改定実績、②既存オーナーの追加購入という形で表れている。①については、26 年 10 月期 Q3 の決算説明資料に記載があり、中古コンパクトマンションの入替時に賃料増額を実現した契約の割合が 2023 年 11 月の 10.7%から 2026 年 7 月には 96.6%まで高まり、1 件当たりの平均増額幅も約 3,000 円から 1 万円程度へと拡大。②については、直近 12 ヵ月の成約に占める継続取引の比率がこれまで 6 割前後で推移しており、金利が上昇するなかでも、賃料の上昇を実感している既存オーナーの購入意欲が冷え込んだ様子はうかがえない。

金利上昇で物件の利回りと借入金利の差が縮まれば、足元の賃料だけで投資採算を確保できる物件の幅は狭まる。加えて、賃料の伸びが鈍れば、賃料上昇期待の後退を通じて要求利回りが上昇することで、売却時の価格にも下押し圧力がかかる。賃料上昇ポテンシャルがこれまで以上に顧客の投資採算を左右する要素となるなか、これらの強みは金利上昇局面でより活きるだろう。

5-2. これまでに実行してきた成長戦略は、事業の金利耐性を高める方向にも作用

例として以下の 5 点が挙げられよう。

1） 取扱物件の多様化
金利上昇の影響は、利回りの水準や借入への依存度によって商品ごとに異なる。取扱物件が多様であれば、投資採算を確保できる物件の幅が狭まるなかでも顧客に提案できる選択肢をより多く持つことができ、需要

© Capital Growth Strategies Co. Ltd.

の取りこぼしを抑えられるほか、特定セグメントの市況悪化の影響を和らげることもできる。同社の取扱物件は新築、ファミリー、一棟、戸建て、海外など幅広くなっており、連結のネット売上収益に占める中古コンパクトの比率は、22 年 10 月期の 69%から 26 年 10 月期 Q1-Q3 には 45%にまで低下。

2) 地域展開の拡大

賃料上昇の地域差が鮮明なことは図表 4 で確認したとおり。大阪、福岡など、東京 23 区と並んで賃料上昇に勢いがある地域に展開を広げることで、同社は投資採算の確保に必要となる賃料上昇が見込める物件を、より多く顧客に提案できるようになる。

3) テレビ CM 等を通じた金利の影響を比較的受けにくい層への認知向上

26 年 10 月期は Q1 に続き Q3（5 月）にもテレビ CM を実施。この結果、相対的に購買力があり、成約率の高い 40 代以上・年収 1,000 万円超の層からの問い合わせが大きく拡大したもよう。所得水準が高く、厚めの自己資金を用意できる買い手ほど、借入金利の上昇が投資判断に与える影響は相対的に小さいと考えられる。金利上昇で物件の利回りと借入金利の差が縮まれば、レバレッジ効果が薄れるため、頭金を入れた購入の合理性が高まる。

4) リカーリング収益の積み上げ

物件管理やシステム利用料に対して継続的に生じるリカーリング収益は、仮に金利上昇で物件の販売が細ってもその多くが残る。国内のサブスクリプション（物件オーナー向け賃貸管理等）と ITANDI のネット売上収益の合計は 26 年 10 月期 Q1-Q3 で 89 億円に達し、販管費の固定的な部分*の約 3 分の 1 を賄うまでになった（22 年 10 月期通期は約 2 割）。*販管費合計から広告宣伝費を控除した額

5) 小口化事業の展開

同社は小口化事業の展開に向けてエスピーシー証券を買収しており、事業は来年度以降本格化の見込み。顧客の借入を前提としないという意味で、相対的に金利感応度が低い事業と位置づけられる。

© Capital Growth Strategies Co. Ltd.

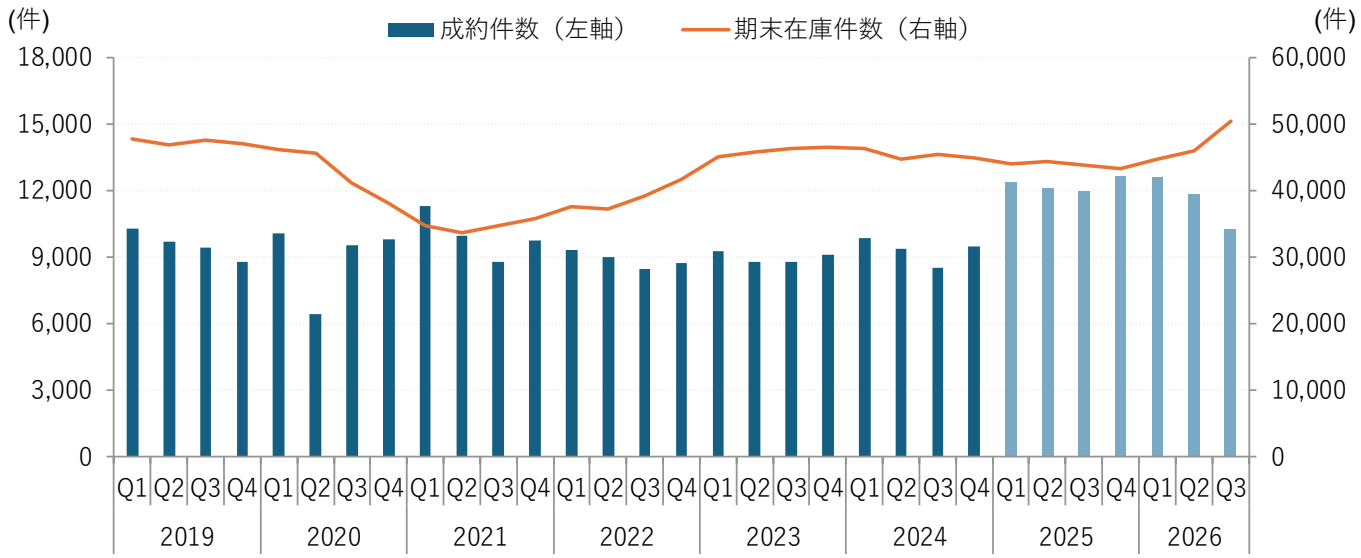
コラム 1：中古マンション市場の「調整」～主に実需の市場でのこと

巷間言われる中古マンション市場の「調整」は、主に実需の市場で起こっていることであり、価格規律が比較的保たれている投資用の市場に大きな変調は起きていないというのが CGS の認識である。取材を通じて、同社も同様の見方であることを確認している。

C1-1. 成約件数は減少、在庫は増加

東日本不動産流通機構によれば、首都圏の中古マンション成約件数は 2026 年 7-9 月期に 10,275 件となり、前年同期比で 14.4%減少。9 月末の在庫件数は 50,450 件と同 15.1%増加している（図表 C-1）。成約物件の平均（2026 年 7-9 月期）は、専有面積 62.82 ㎡、価格 5,172 万円と、ファミリーや 2 人世帯などの自己居住用が中心とみられる。投資用の区分マンションは、不動産会社による直接買取や自社顧客への直販など、同機構への登録義務が生じない形で成立する取引も多いため、同機構の成約データには表れにくい。つまり、同機構のデータは主に実需の市場動向を反映したものとみてよいだろう。

図表 C-1：首都圏における中古マンションの成約件数と期末在庫件数



※東日本不動産流通機構によれば、2025 年 1 月以降、成約登録適正化を図るためのシステム改修を行ったことにより、成約件数に影響を与えている可能性がある。

（出所：東日本不動産流通機構の資料「季報 Market Watch サマリーレポート」「月例速報 Market Watch サマリーレポート」「年報」の各号をもとに CGS 作成）

C1-2. 価格は崩れていない

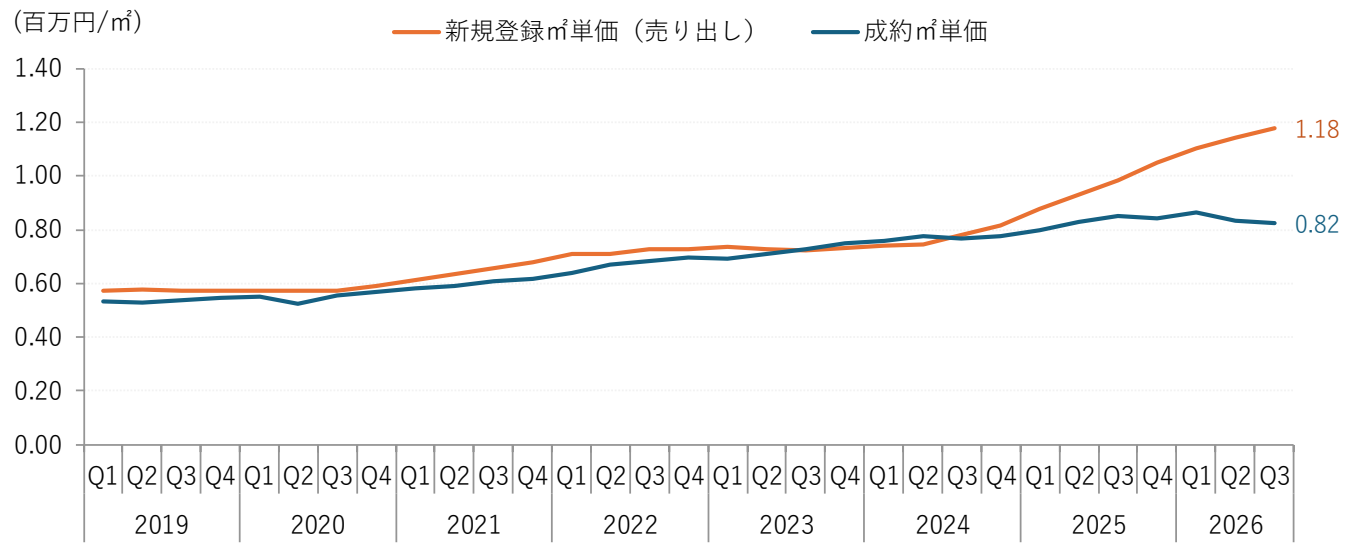
ただし、取引の減少を受けて、全体として成約価格が崩れているわけではない。足元は、主に実需の市場において、高値の成約事例を受けて期待先行で引き上げられてきた売り出し価格に買い手が追随せず、取引が細っている構図とみられる。建築費の高騰などを背景に新築マンションの価格が上昇したことも、中古の売り出し価格の強気化を後押ししたとみられる。

実際、2026 年 7-9 月期の首都圏中古マンションの新規登録㎡単価は前年同期比 19.3%上昇した一方、成約㎡単

© Capital Growth Strategies Co. Ltd.

価は同 3.3%下落。両者の乖離率は 40%以上に拡大している（図表 C-2）。市場の「調整」は確かに起こっており、一部のエリアや物件タイプでは 2 桁%の価格調整が生じているもようだが、全体としてみれば、成約価格の連鎖的な下落が生じているわけではなく、売り出し価格が実際に売れる水準へと修正される過程にあるとみるのが妥当であろう。こうした動きが、投資用の市場にそのまま当てはまるものでないことは本文 2 節で述べたとおりである。

図表 C-2：首都圏における中古マンションの㎡単価動向～売り出し価格と成約価格の乖離が拡大



※東日本不動産流通機構によれば、2022 年 1 月より物件再登録機能の廃止に伴い新規登録の集計範囲を変更している。
（出所：東日本不動産流通機構の資料「季報 Market Watch サマリーレポート」の各号をもとに CGS 作成）

C1-3. 値上がり益頼みの領域とは構図が異なる

投資用の市場でも、特定のエリアやセグメントでは、値上がり益を狙った短期の転売ニーズや海外資金の流入が価格を押し上げてきた面があり、金利上昇や資金の流れが変わったことにより価格調整が進んでいるとの指摘もある。ただし、これは賃料では説明しきれない水準まで価格が上昇した領域での話であり、賃料が価格を規定する中古コンパクト等の市場とは構図が異なる。

同社では、過熱感のあるエリアやセグメントの物件は目下のところ積極的には取り扱っていないようである。また、同社の取扱高に占める海外投資家の寄与は 3%程度にとどまるもようであり、海外資金が細ることによる直接的な影響は限定的とみてよいだろう。

© Capital Growth Strategies Co. Ltd.

コラム 2：足元の販売動向～変調はみられない

気になるのが、同社の 26 年 10 月期 Q3 の成約件数の伸び率である。Q3 の成約件数は前年同期比+2%と、上期までの 2 桁%成長から鈍化した。

同社はこれを商品構成の変化によるものと説明しており、足元の販売動向を「堅調」と評価。本文 5 節でも述べたとおり、同社はこれまでに取扱物件の多様化を図ると同時に、比較的年収帯の高い層へのアプローチを強化してきた。これにより、中古コンパクト対比で単価が高い物件の販売比率が高まっているという。一人の顧客が一定の予算のなかで中古コンパクトを複数戸購入するか、同じような金額の一棟物件を 1 棟購入するかで、成約件数への寄与は変わり得る。成約件数は顧客の選好により振れが大きくなる可能性を踏まえたうえで受け止める必要がある。

販売の良し悪しを測るうえで参照すべき指標は、物件販売に関わるネット売上収益であろう。実際、RENOSY マーケットプレイスと US ビジネスを合わせたネット売上収益は、26 年 10 月期 Q3 に前年同期比+22%となり、2 割を超える伸びを維持（同 Q1+21%、同 Q2+43%）。成約件数だけをみれば市場の「調整」の影響が疑われるが、ネット売上収益の伸びをみる限り、足元の販売に変調はみられない。広告投資や取扱物件の多様化によるシェア拡大の寄与もあろうが、市場構造の違いも一因と CGS は考える。本文 2 節で確認したように、投資用の市場では物件価格が賃料に規定されるため、実需の市場のように、期待先行で引き上げられた売り出し価格に買い手が追随せず取引が細るという構図になりにくい。

© Capital Growth Strategies Co. Ltd.

CGS による業績予想モデル

（百万円）	22年度	23年度	24年度	25年度	26年度E	27年度E	28年度E	28年度E Base Case	28年度E Bull Case	28年度E Bear Case
損益計算書:										
売上高	113,569	146,647	189,883	248,947	309,379	375,347	455,032	455,032	508,622	404,460
売上原価	97,050	124,025	159,149	206,784	256,785	311,163	376,767	376,767	419,104	336,916
総利益	16,519	22,622	30,734	42,163	52,594	64,184	78,266	78,266	89,517	67,545
販売管理費	15,499	20,449	26,864	34,865	42,414	50,994	61,430	61,430	69,807	53,512
営業利益	1,014	2,211	3,693	7,095	9,830	13,191	16,835	16,835	19,710	14,033
税前利益	477	1,585	2,957	6,179	8,707	11,831	15,305	15,305	18,166	12,451
税金	93	567	1,245	2,161	3,091	4,200	5,433	5,433	6,449	4,420
少数株主持ち分	0	8	10	128	160	180	200	200	220	180
当期利益	384	1,010	1,702	3,890	5,456	7,451	9,672	9,672	11,497	7,851
EBIT	1,014	2,211	3,693	7,095	9,830	13,191	16,835	16,835	19,710	14,033
減価償却費・のれん代償却	4,685	5,257	5,786	5,961	4,975	5,661	5,857	5,857	5,691	6,038
EBITDA	5,699	7,468	9,479	13,056	14,806	18,851	22,692	22,692	25,401	20,071
希薄化後期末株式数	37	37	37	40	41	41	41	41	41	41
GAAP EPS	10	27	46	97	132	181	235	235	279	190
配当金	0	0	0	8	13	18	24	24	56	19
Payout Ratio	0%	0%	0%	8%	10%	10%	10%	10%	20%	10%
売上高原価比率	85.5%	84.6%	83.8%	83.1%	83.0%	82.9%	82.8%	82.8%	82.4%	83.3%
売上高総利益率	14.5%	15.4%	16.2%	16.9%	17.0%	17.1%	17.2%	17.2%	17.6%	16.7%
売上高販売管理費比率	13.6%	13.9%	14.1%	14.0%	13.7%	13.6%	13.5%	13.5%	13.7%	13.2%
売上高営業利益率	0.9%	1.5%	1.9%	2.9%	3.2%	3.5%	3.7%	3.7%	3.9%	3.5%
売上高EBITDA比率	5.0%	5.1%	5.0%	5.2%	4.8%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
キャッシュフロー表:										
当期利益	384	1,010	1,702	3,890	5,456	7,451	9,672	9,672	11,497	7,851
減価償却費・のれん代償却	4,685	5,257	5,786	5,961	4,975	5,661	5,857	5,857	5,691	6,038
運転資金増減	-4,080	-577	-3,608	6,221	-7,675	-2,478	-2,806	-2,806	-75	-2,853
営業CF	2,238	6,798	3,635	15,935	2,917	10,814	12,922	12,922	17,333	11,215
設備投資	-1,111	-1,657	-1,990	-2,233	-2,846	-3,453	-4,186	-4,186	-4,679	-3,721
FCF（営業CF-設備投資）	1,127	5,141	1,645	13,702	70	7,361	8,736	8,736	12,654	7,494
買収資金	-1,212	-449	-2,902	-868	-4,000	-3,000	-3,000	-3,000	-3,000	-3,000
配当金支払い	0	0	0	0	-328	-534	-747	-747	-1,240	-657
FCF（営業CF-投資CF-配当金）	-774	4,746	-1,158	12,298	-4,258	3,827	4,989	4,989	8,415	3,837
自社株買い	0	0	198	5,037	0	0	0	0	0	0
有利子負債増減	-3,079	1,010	2,758	-5,658	5,747	262	971	971	-564	1,010
現預金増減	-3,433	5,610	1,873	11,040	1,689	4,089	5,960	5,960	7,850	4,847
CF転換率										
営業CF/EBITDA	39%	91%	38%	122%	20%	57%	57%	57%	68%	56%
FCF/当期利益	293%	509%	97%	352%	1%	99%	90%	90%	110%	95%
貸借対照表:										
現預金	11,842	17,452	19,325	30,365	32,054	36,143	42,102	42,102	45,217	40,483
売掛債権	329	316	845	812	1,017	1,234	1,496	1,496	1,393	1,330
在庫	8,056	10,183	13,950	11,682	19,699	23,018	26,838	26,838	26,409	28,615
流動資産	22,863	31,141	38,629	48,799	58,770	66,394	76,437	76,437	79,020	76,428
有形固定資産・使用権資産	3,711	3,267	4,019	3,504	5,095	4,677	4,564	4,564	4,868	4,237
投資不動産	14,607	11,303	10,689	3,823	3,823	3,823	3,823	3,823	3,823	3,823
無形固定資産	11,285	12,237	19,884	22,066	26,665	30,393	34,353	34,353	35,043	33,679
固定資産	32,348	30,211	38,574	33,571	39,760	43,071	46,919	46,919	47,912	45,917
総資産	55,211	61,352	77,203	82,370	98,530	109,465	123,355	123,355	126,931	122,345
短期有利子負債	10,711	15,025	19,555	15,054	20,048	21,647	23,609	23,609	23,452	24,497
買掛債務	1,967	3,504	3,638	4,388	4,995	6,053	7,329	7,329	8,956	7,384
その他流動負債	3,573	5,291	10,972	16,598	16,598	16,598	16,598	16,598	16,598	16,598
流動負債	16,251	23,820	34,165	36,040	41,641	44,298	47,536	47,536	49,007	48,479
長期有利子負債	18,017	15,314	18,532	13,720	18,791	19,972	21,499	21,499	21,416	22,175
固定負債	19,655	16,947	19,797	14,877	19,948	21,129	22,656	22,656	22,573	23,332
総負債	35,906	40,767	53,962	50,917	61,589	65,427	70,192	70,192	71,579	71,812
純資産	19,305	20,585	23,241	31,453	36,941	44,039	53,164	53,164	55,352	50,533
負債純資産合計	55,211	61,352	77,203	82,370	98,530	109,465	123,355	123,355	126,931	122,345
CCC										
売上債権回転日数	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
在庫回転日数	21	27	28	23	28	27	26	26	23	31
買掛債務回転日数	7	8	8	7	7	7	7	7	8	8
運転資金日数(CCC)	15	20	21	17	22	21	20	20	16	24
ROE	2%	5%	8%	15%	16%	19%	20%	20%	23%	17%
ROIC (incl. Cash)	2%	3%	4%	7%	9%	10%	12%	12%	13%	10%
ROIC (ex. Cash)	2%	4%	5%	12%	17%	18%	20%	20%	24%	17%
ネット有利子負債/EBITDA	2.4	2.0	1.7	0.7	0.2	0.3	0.2	0.2	0.1	0.3
1株当たりネットキャッシュ	-458	-344	-506	40	-165	-133	-73	-73	8	-150

© Capital Growth Strategies Co. Ltd.

Disclaimer

本レポートは、対象となる企業（以下「対象企業」といいます。）の依頼を受けて株式会社 Capital Growth Strategies（以下「株式会社 CGS」といいます。）が作成したものです。株式会社 CGS は、レポート作成以外の業務で対象企業から報酬を得る可能性があります（株式会社 CGS は、対象企業から、本レポートの作成に係る業務の報酬を得ています）。

本レポートは、対象企業に関して参考となる情報提供を目的として作成されており、投資の勧誘・推奨・助言を行うものではなく、またそれらを意図したものでもありません。投資に関する決定は、投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。本レポートに記載されている仮説、見解、分析、業績予想等は、公表資料や取材等を通じた情報をもとに株式会社 CGS が作成したものであり、当該企業によるものではありません。株式会社 CGS は、本レポートに記載された情報の正確性、完全性を保証するものではありません。本レポート記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果としてお客様に何らかの損害が発生した場合においても、株式会社 CGS はいかなる責任も負いません。

本レポートの著作権を含む知的財産権は、株式会社 CGS に帰属しており、株式会社 CGS の事前の書面による承認なしに複製、修正・加工、販売、表示、送信、配布することは固く禁止されます。株式会社 CGS の取締役、従業員は、対象企業の証券を保有している場合があります。本レポートの内容は、今後予告なしで変更される場合があります。

© Capital Growth Strategies Co. Ltd.