ニッセイ基礎研究所　　2025 年 2 月 12 日

不動産投資レポート

ホテル市況は一段と明るさを増す。東京オフィス市場は回復基調強まる

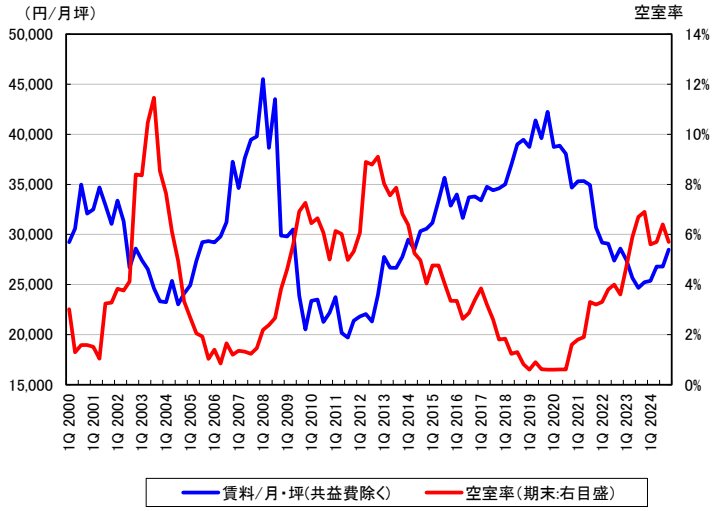
不動産クォータリー・レビュー2024 年第4四半期

金融研究部　不動産投資チーム　主任研究員　佐久間　誠
(03) 3512-1778　e-mail：msakuma@nli-research.co.jp

要　旨

- 2024 年 10-12 月期の実質 GDP(2/17 公表予定)は前期比+0.3%(前期比年率+1.0%)と推計され、3 四半期連続のプラス成長が見込まれる。
- 住宅市場では、価格上昇が継続するなか、販売状況は停滞傾向にある。2024 年 10-12 月期の新設住宅着工戸数は前年同期比▲2.4%減少、首都圏のマンション新規発売戸数は▲3.0%減少、中古マンションの成約件数は+3.6%増加した。地価は住宅地、商業地ともに上昇している。
- オフィス賃貸市場は、東京 A クラスビルの成約賃料(月坪)は5四半期連続で上昇した。東京 23 区のマンション賃料は全ての住居タイプが前年比で5%を超える上昇となった。ホテル市場は 2024 年 10-12 月の延べ宿泊者数が 2019 年対比で+16.7%増加した。物流賃貸市場は、首都圏の空室率が 9.8%に低下した。
- 2024 年第4四半期の東証 REIT 指数は▲4.2%下落した。

東京都心部 A クラスビルの空室率と成約賃料



(出所)空室率:三幸エステート、賃料:三幸エステート・ニッセイ基礎研究所

 Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved

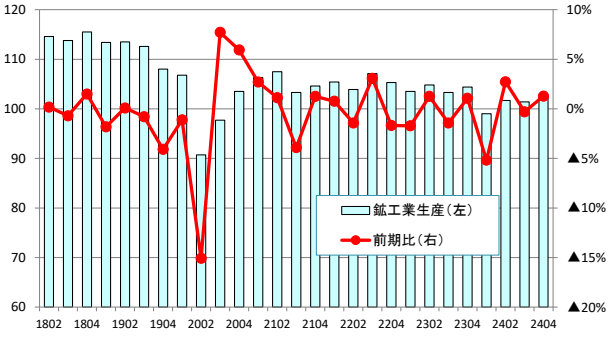
1. 経済動向と住宅市場

2/17 に公表予定の 2024 年 10-12 月期の実質 GDP は前期比 0.3%（前期比年率 1.0%）と、３四半期連続のプラス成長になったと推計される[1]。民間消費は物価高と減税効果の一巡により３四半期ぶりに減少したが、設備投資や外需がプラスに寄与し成長率を押し上げたとみられる。

経済産業省によると、10-12 月期の鉱工業生産指数は前期比＋1.3%と 2 四半期ぶりのプラスとなった（図表－１）。業種別では、好調が続いていた電子部品・デバイスが前期比▲8.5%と５四半期ぶりの減産となったが、工場の稼働停止の影響で落ち込んでいた自動車が同+3.6%と２四半期ぶりに上昇したほか、半導体製造装置などの大幅増産から生産用機械が同+12.1%の高い伸びとなった。

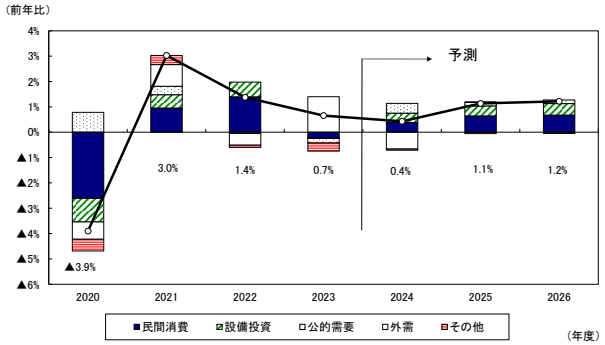
ニッセイ基礎研究所は、12 月に経済見通しの改定を行った。実質 GDP 成長率は 2024 年度が 0.4%、2025 年度が 1.1%、2026 年度が 1.2%を予想する（図表－２）[2]。潜在成長率を若干上回る１%程度の成長が続く見通しだが、トランプ米大統領の経済政策による世界経済への影響や、実質所得の低迷による消費の減退リスクなどに留意したい。

図表－1　鉱工業生産(前期比)



（出所）経済産業省「鉱工業指数」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

図表－2　実質 GDP 成長率の推移（年度）



（資料）内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP2次速報」をもとにニッセイ基礎研究所が作成(2024年12月)

住宅市場では、住宅価格の上昇が続くなか、販売状況などは停滞傾向にある。2024 年 12 月の新設住宅着工戸数は前年同月比▲2.5%の 62,957 戸と８カ月連続で減少し、10-12 月累計では前年同期比▲2.4%の約 19.8 万戸となった（図表－３）。

2024 年 12 月の首都圏のマンション新規発売戸数は 5,819 戸（前年同月比▲2.4%）、10-12 月累計では 9,883 戸（前年同期比▲3.0%）となった（図表－４）。12 月の１戸当たりの平均価格は 7,335 万円(前年同月比+5.3%)、㎡単価は 109.8 万円(同+2.4%)、販売在庫は 6,814 戸(前月比+1,609 戸)となった。

東日本不動産流通機構によると、2024 年 12 月の首都圏の中古マンション成約件数は 3,158 件（前年同月比+ 7.4%）、10-12 月累計では 9,457 件(前年同期比+3.6%)となり２四半期ぶりに増加した(図表－５）。

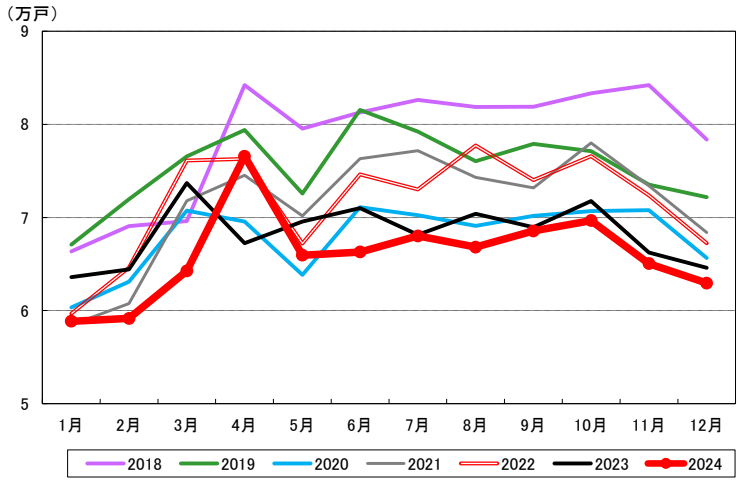
また、日本不動産研究所によると、2024 年 11 月の住宅価格指数（首都圏中古マンション）は前月比+ 1.5%、過去１年間の上昇率は+7.5%となった（図表－６）。

[1] 斎藤太郎『2024 年 10-12 月期の実質 GDP～前期比 0.3%（年率 1.0%）を予測～』（ニッセイ基礎研究所、Weekly エコノミスト・レター、2025 年１月 31 日）

[2] 斎藤太郎『2024～2026 年度経済見通し－24 年 7-9 月期ＧＤＰ2 次速報後改定』（ニッセイ基礎研究所、Weekly エコノミスト・レター、2024 年 12 月９日）

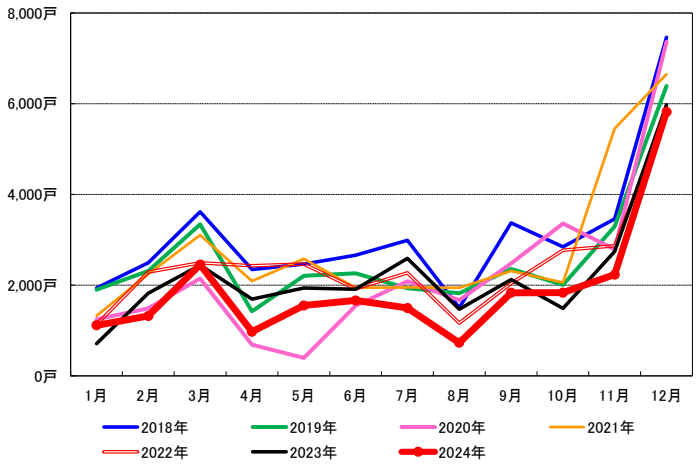
 Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved

図表－3　新設住宅着工戸数（全国、暦年比較）



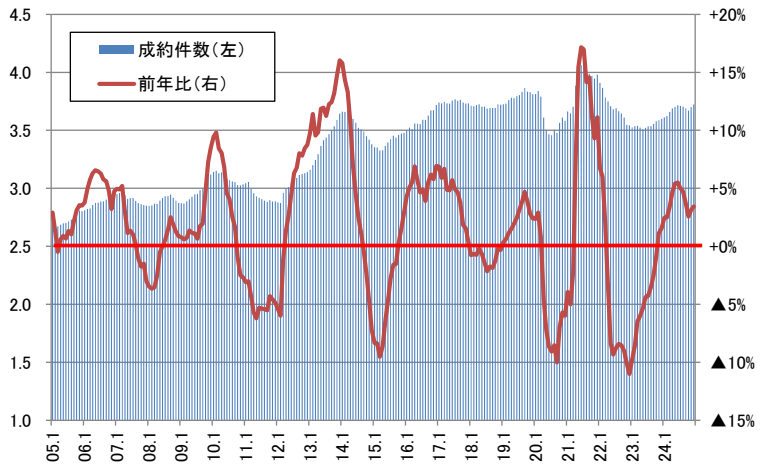
（出所）国土交通省「建築着工統計調査報告書」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

図表－4　首都圏のマンション新規発売戸数（暦年比較）



（出所）不動産経済研究所のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

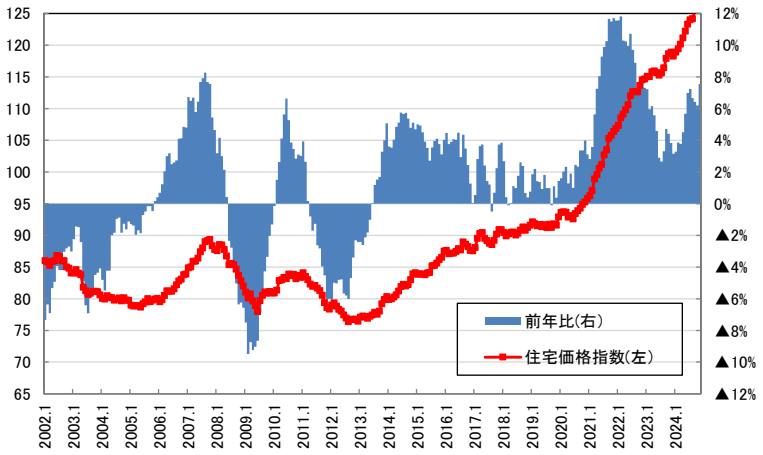
図表－5　首都圏の中古マンション成約件数（12 カ月累計値）



（出所）東日本不動産流通機構（東日本レインズ）のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

 Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved

図表－6　不動研住宅価格指数（首都圏中古マンション）



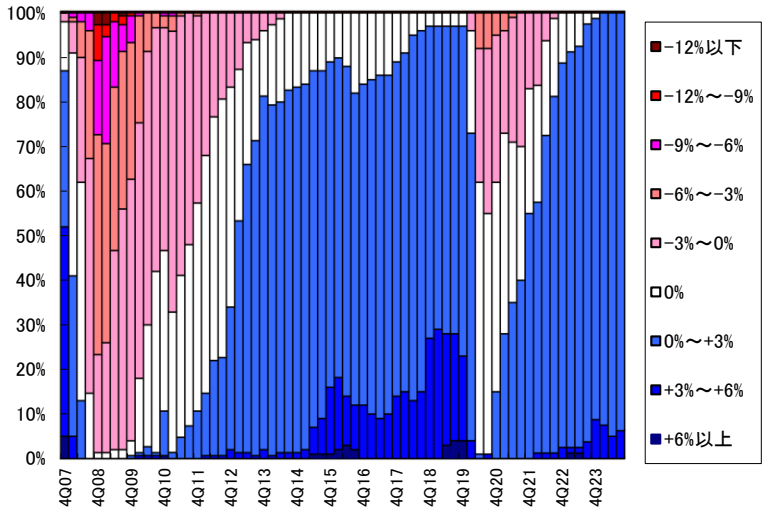
（出所）日本不動産研究所「不動研住宅価格指数」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

2. 地価動向

地価は住宅地、商業地ともに上昇を維持している。国土交通省の「地価 LOOK レポート（2024 年第３四半期）」によると、全国 80 地区のうち上昇が「80」となり、3 四半期連続で全ての地区が上昇となった（図表－７）。同レポートでは、「住宅地では、利便性や住環境の優れた地区におけるマンション需要に引き続き堅調さが認められたこと。商業地では、再開発事業の進展や国内外からの観光客の増加もあり、店舗・ホテル需要が堅調であったこと。また、オフィス需要も底堅く推移したことなどから、上昇傾向が継続した」としている。

また、野村不動産ソリューションズによると、首都圏住宅地価格の変動率（1/1 時点）は前期比+1.0%（前回+0.5%）と、18 四半期連続でプラスとなった（図表－８）。

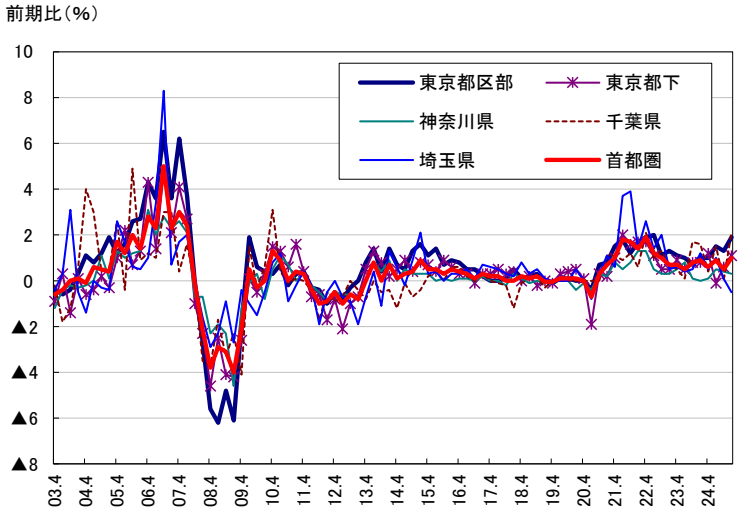
図表－7　全国の地価上昇・下落地区の推移



（出所）国土交通省「地価LOOKﾚﾎﾟｰﾄ」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

 Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved

図表－8 首都圏の住宅地価格（変動率、前期比）



（出所）野村不動産ソリューションズのデータをもとに作成

3. 不動産サブセクターの動向

①オフィス

三鬼商事によると、2024 年 12 月の東京都心 5 区の空室率は 4.0%（前月比▲0.2%）、平均募集賃料（月坪）は 20,296 円（前月比+0.3%）となり、11 カ月連続で上昇した。他の主要都市の空室率は、低い順に、札幌（3.7%）、大阪（4.0%）、名古屋（4.5%）、福岡（5.6%）、仙台（5.9%）、横浜（7.3%）と、新規供給が増加した都市では空室率の上昇または高止まりが見られる（図表－9）[3]。

三幸エステート公表の「オフィスレント・インデックス」によると、2024 年第 4 四半期の東京都心部 A クラスビル賃料(月坪)は 28,489 円（前期比+6.3%、前年同期比+12.9%）と 5 四半期連続で上昇し、空室率は 5.7%（前期比▲0.7%、前年同期比▲1.2%）に低下した（図表－10）。三幸エステートは、「高価格帯の新築・築浅ビルで成約が進んでいることに加え、引き続き館内増床の事例も多く、足元のオフィス需要は力強さを見せている」としている。

また、日経不動産マーケット情報（2025 年 2 月号）によると、東京ビジネス地区のオフィス成約賃料は 22 エリア中 10 エリアで賃料の上限または下限が半年前と比べて小幅に上昇した[4]。緩やかな賃料上昇が、中心エリアから周辺部に広がりを見せている。

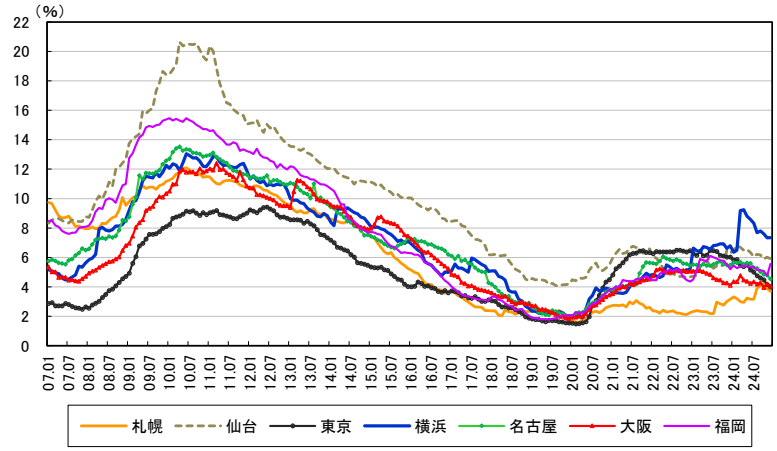
東京のオフィス市場は、回復基調が一層鮮明になっている。2025 年は大量供給を控えるなか、賃料上昇が一時的に停滞するのか、それとも新規供給が新たな需要を喚起し上昇基調が継続するのか、今後の需給動向を注視する必要がある。

[3] いずれの都市も賃料は前年比プラスとなっている。2024 年 12 月時点の平均募集賃料は、札幌(前年同月比+5.0%)・仙台（+1.0%)・横浜（+2.3%)・名古屋（+2.1%)・大阪（+1.6%)・福岡(+2.8%)となっている。

[4] 「東京駅周辺」の大規模ビルの成約水準の上限は 5.2 万円（半年前比+0.2 万円）と、直近の最高水準である 5.4 万円に迫る水準となっている。

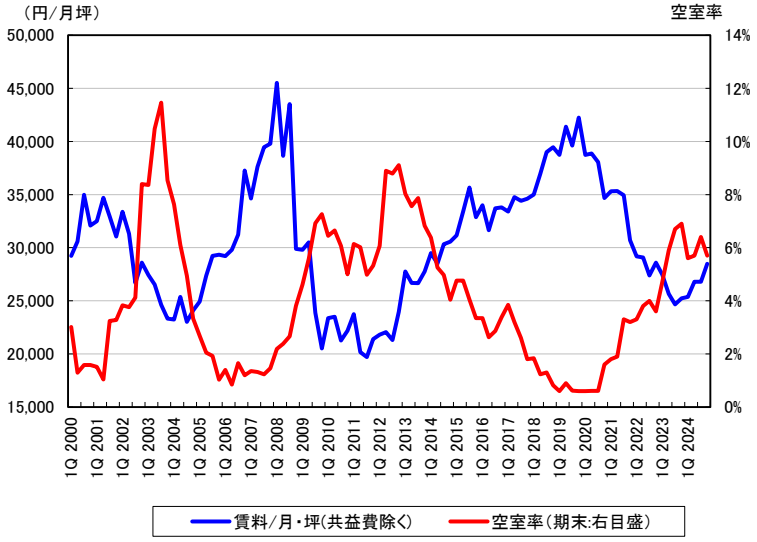
Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved

図表－9　主要都市のオフィス空室率



（出所）三鬼商事のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

図表－10　東京都心部Aクラスビルの空室率と成約賃料



（出所）空室率：三幸エステート、賃料：三幸エステート・ニッセイ基礎研究所

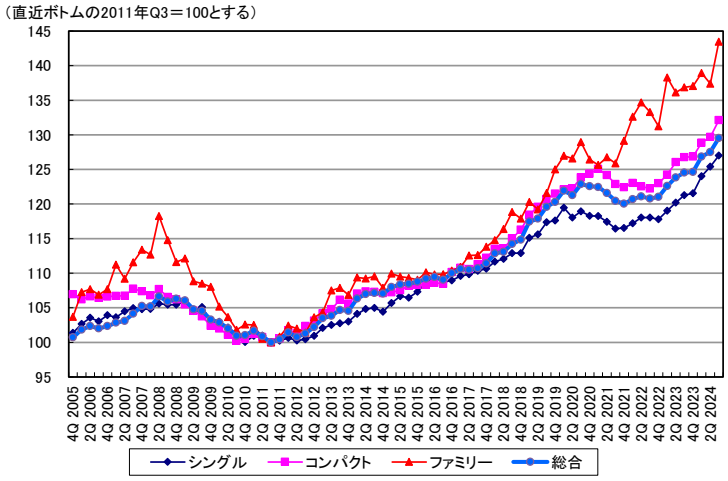
②賃貸マンション

東京 23 区のマンション賃料は、全ての住居タイプが前年比で 5%を超える上昇となった。三井住友トラスト基礎研究所・アットホームによると、2024 年第３四半期はシングルタイプが前年同期比+5.4%、コンパクトタイプが+5.1%、ファミリータイプが+5.9%となった(図表－11)。

総務省によると、2024 年の東京 23 区の転入超過数は+ 58,804 人(前年同期比+9.1%)となった。都市部への人口流入が賃料上昇の追い風となっている(図表－12)。

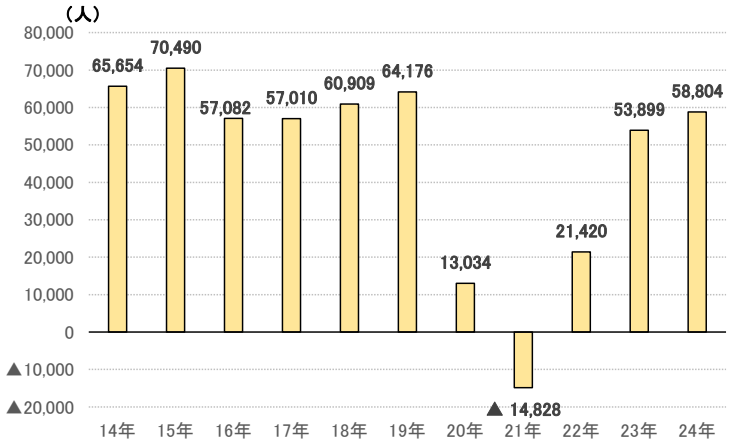
 Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved

図表－11　東京 23 区のマンション賃料



（出所）三井住友トラスト基礎研究所・アットホーム「マンション賃料インデックス(総合・連鎖型)」をもとに作成

図表－12　東京 23 区の転入超過数



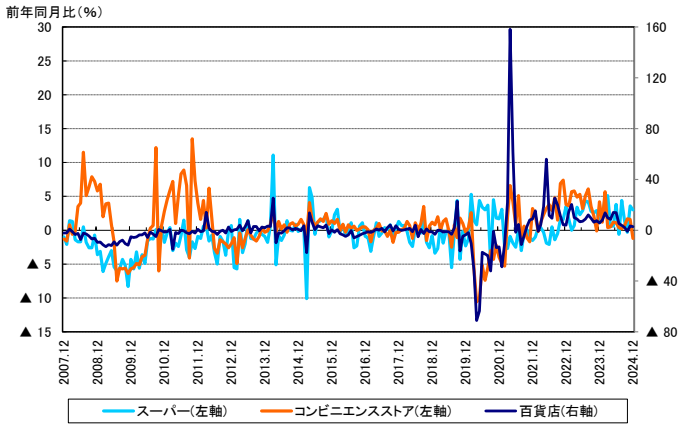
(出所)総務省「住民基本台帳人口移動報告」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

③商業施設・ホテル・物流施設

商業セクターは、インバウンド消費が堅調を維持し、施設売上が増加している。商業動態統計などによると、2024 年 10-12 月の小売販売額（既存店、前年同期比）は百貨店が+1.9%、スーパーが+2.2%、コンビニエンスストアが+0.7%となった。12 月単月では、百貨店+2.8%（2 カ月連続プラス）、スーパー+3.9%（2 カ月連続プラス）、コンビニ▲1.2%（13 ヶ月ぶりマイナス）となっている（図表－13）。

 Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved

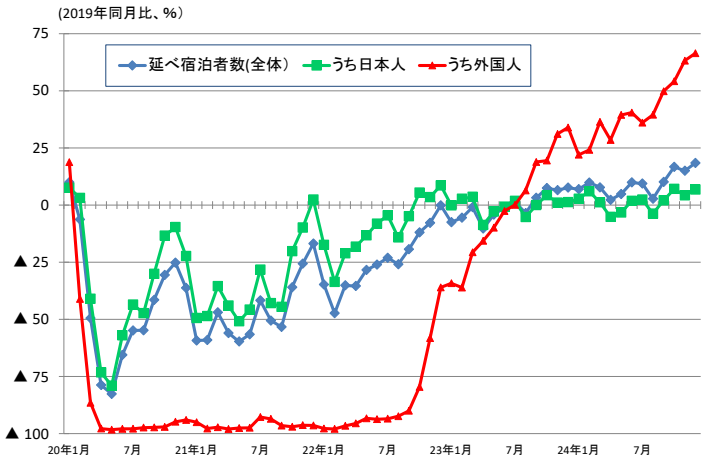
図表－13　百貨店･スーパー･コンビニエンスストアの月次販売額（既存店、前年比）



（出所）経済産業省「商業動態統計」、日本フランチャイズチェーン協会「JFAコンビニエンスストア統計調査月報」を基にニッセイ基礎研究所が作成

ホテル市場は、インバウンド需要の拡大を背景に一段と明るさを増している。宿泊旅行統計調査によると、2024 年 10-12 月累計の延べ宿泊者数は 2019 年同期比で+16.7%増加し、このうち日本人が+6.0%、外国人が+61.0%となった（図表－14）。また、2024 年の訪日外客数は約 3,687 万人と、過去最高であった 2019 年を約 500 万人上回った。STR 社によると、12 月のホテル RevPAR は 2019 年同月比で全国が+54%（2024 年 9 月+28%）、東京が+67%（+33%）、大阪が+60%（+35%）となり、9 月時点と比較してさらに高い伸びを示している。

図表－14　延べ宿泊者数の推移（2019 年同月比）



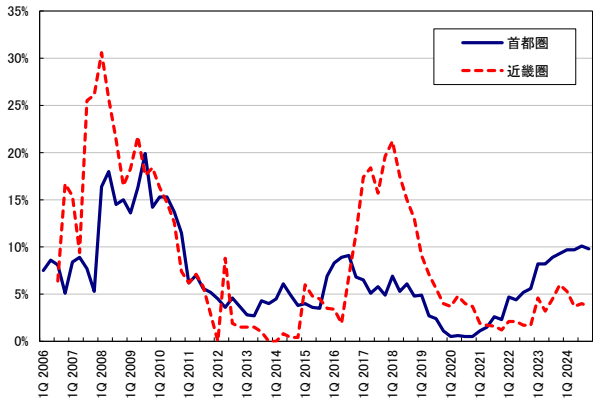
（出所）「宿泊旅行統計調査」を基にニッセイ基礎研究所が作成

物流賃貸市場は、首都圏では新規供給の影響を受け、空室率が高止まりしている。シービーアールイー（CBRE）によると、首都圏の大型マルチテナント型物流施設の空室率（2024 年 12 月末）は 9.8%（前期比▲0.3%）と、2022 年第２四半期以来約２年ぶりに低下した（図表－15）。今期の新規供給（3 棟 5.7 万坪）は小幅にとどまったが、来期は再び増加する見込みであり、今後のリーシング動向を注視したい。また、近畿圏の空室率は 3.7%（前期比▲0.3%）に低下した。2025 年の新規供給は 41 万坪と、過去最大だった 2017 年を４割強上回る見通しだが、足元の内定率は 70%に達しており、空室率が大きく上昇することはないとのことである。

 Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved

また、一五不動産情報サービスによると、2024 年 10 月の東京圏の募集賃料は 4,780 円/月坪（前期比▲0.8%）で、２四半期連続の下落となった。

図表-15　大型マルチテナント型物流施設の空室率



（出所）CBREのデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

4．J-REIT（不動産投信）市場

2024 年第４四半期の東証 REIT 指数（配当除き）は９月末比▲4.2%下落した。業種別指数では、オフィスが▲3.5%、住宅が▲8.1%、商業・物流等が▲3.8%の下落となった（図表－16）。国内外の長期金利が上昇基調で推移したことや、需給面では海外投資家が再び売り姿勢に転じたこともマイナスに寄与した。12 月末時点のバリュエーションは、純資産 12.1 兆円に保有物件の含み益 5.7 兆円を加えた 17.8 兆円に対して時価総額は 14.3 兆円で NAV 倍率[5]は 0.80 倍、分配金利回りは 5.1%、10 年国債利回りに対するイールドスプレッドは 4.0%となっている。

J-REIT による第４四半期の物件取得額（引渡しベース）は 2,313 億円（前年同期比+16%）、2024 年累計では１兆 3,446 億円（前年比+22%）となり２年連続で１兆円を上回った。アセットタイプ別の取得割合は、ホテル（26%）・住宅（24%）・オフィス（21%）・物流施設（18%）・商業施設（7%）・底地ほか（3%）となり、インバウンド需要拡大への期待からホテルの比率（19%→26%）が高まる一方で、前年トップであったオフィスの比率（33%→21%）が低下した（図表－17）。

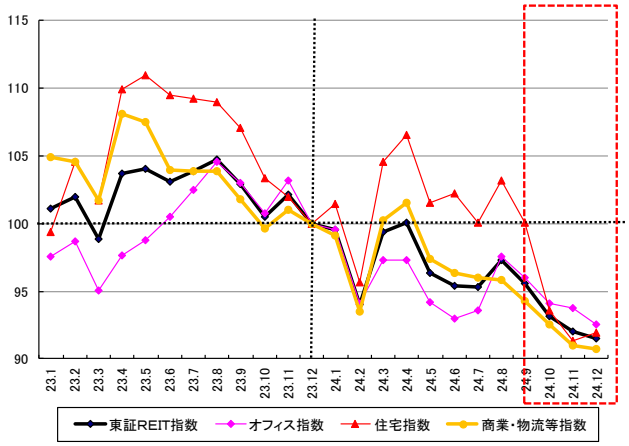
2024 年の J-REIT 市場を振り返ると、東証 REIT 指数は▲8.5%となり３年連続で下落した(図表－18)。日銀の金融政策正常化に伴う市場金利の上昇や、J-REIT 特化型投信からの資金流出を受けて年間を通じて弱含みで推移。東京オフィス市場が賃料上昇に向かうなど不動産ファンダメンタルズは堅調であったが､J-REIT 市場は閉塞感の強い１年となった｡市場規模については､３年連続で新規上場がなく、１件の合併によって上場銘柄数は 57 社に、市場時価総額は 14.3 兆円（前年比▲7%）に減少した。一方、運用資産額（取得額ベース）はホテルや住宅の取得が伸びて 23.6 兆円（前年比+3%）に拡大した。続いて、業績面では、不動産賃貸収益の回復や不動産売却益の計上が寄与し、市場全体の１口当たり予想分配金は前年比+８%増加し、１口当たり NAV も保有不動産の価格上昇を反映して+２%増加した。また、投資法人債の発行金額は 677 億円（前年比+８%）で、平均発行利率は 1.34%（2023 年 0.81%）

[5] NAV 倍率は、市場時価総額がリートの解散価値（NAV：Net Asset Value）の何倍で評価されているかを表わす指標。

Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved

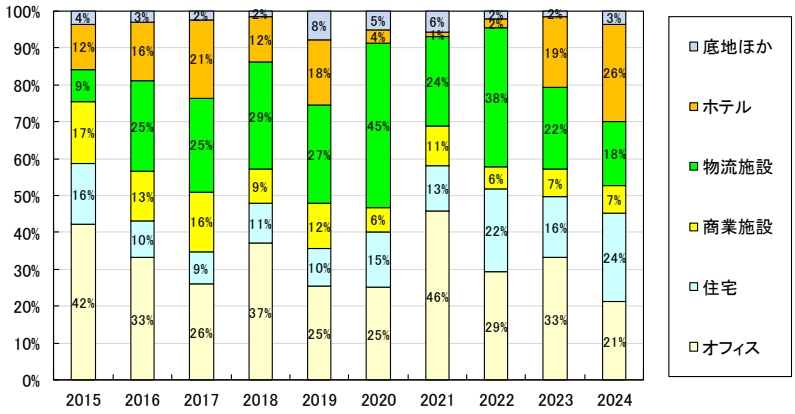
と前年実績から大きく上昇した。

図表－16　東証 REIT 指数の推移（2023 年 12 月末＝100）



（出所）東京証券取引所のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

図表－17　J-REIT によるアセットタイプ別取得割合



（注）引渡しベース。ただし、新規上場以前の取得物件は上場日に取得したと想定
（出所）開示データをもとにニッセイ基礎研究所が作成

図表－18　2024 年の J-REIT 市場（まとめ）

		2023年末	2024年末	騰落率/変化幅	備考
東証REIT指数	東証REIT指数(配当除き)	1,807	1,653	▲8.5%	年初来安値:1613(12/19)
	東証REIT指数(配当込み)	4,383	4,206	▲4.0%	-
市場規模など	上場銘柄数(社)	58社	57社	▲1社	新規上場なし、合併1件
	市場時価総額(兆円)	15.4兆円	14.3兆円	▲7%	-
	運用資産額(取得額ベース)	22.8兆円	23.6兆円	+3%	過去最高
	物件の新規取得額	1.1兆円	1.3兆円	+22%	2年連続で1兆円超え
	投資法人債発行額	625億円	677億円	+8%	平均期間7.4年、平均利率1.34%
ファンダメンタルズ/バリュエーション	1口当たり予想分配金	77.8	84.1	+8%	過去最高
	1口当たりNAV	2,021	2,066	+2%	過去最高
	分配金利回り(%)	4.3%	5.1%	+0.8%	過去平均(4.3%)
	イールドスプレッド(対10年金利)	3.7%	4.0%	+0.3%	過去平均(3.5%)
	P/NAV倍率(x)	0.89x	0.80x	▲0.09x	過去平均(1.1x)
株式市場	TOPIX(国内株)	2,366	2,785	+17.7%	年初来高値:2,929(7/11)
	S&P500(米国株)	4,770	5,882	+23.3%	年初来高値:6,090(12/6)
長期金利	日本10年金利	0.61%	1.09%	+0.48%	-
	米国10年金利	3.88%	4.62%	+0.74%	-

（出所）各種資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

 Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved

（ご注意）本稿記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本稿は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。

Copyright ©2025 NLI Research Institute All rights reserved