

不動産 投資 レポート

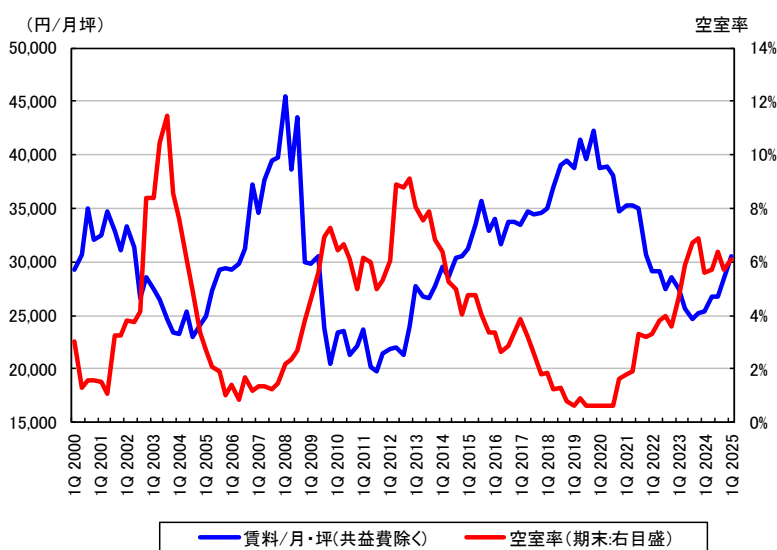
東京オフィス市場は賃料上昇率が拡大。J-REIT 市場は需給改善で反発 不動産クォーターリー・レビュー2025 年第 1 四半期

金融研究部 不動産投資チーム 上席研究員 岩佐 浩人
(03)3512-1858 e-mail:hiwasa@nli-research.co.jp

要 旨

- 2025 年 1-3 月期の実質 GDP(5/16 公表予定)は前期比▲0.2%(前期比年率▲0.9%)と4四半期ぶりのマイナス成長になったと推計される。
- 住宅市場では住宅価格の上昇が続いている。2025 年 1-3 月期の新設住宅着工戸数は前年同期比+13.1%増加、首都圏のマンション新規発売戸数は同▲15.6%減少、中古マンションの成約件数は同+25.5%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)が前期比+7.1%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で前年同期比プラスとなった。ホテル市場では 2025 年 1-3 月の延べ宿泊者数が前年同期比+3.5%増加した。物流賃貸市場では首都圏の空室率が 11.1%と 2010 年以来 15 年ぶりの高水準となった。
- 2025 年第1四半期の東証 REIT 指数は+2.3%上昇した。

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

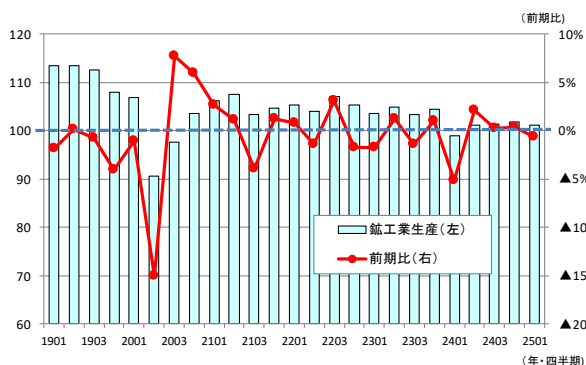
1. 経済動向と住宅市場

5/16 に公表予定の 2025 年 1-3 月期の実質 GDP は前期比▲0.2%（前期比年率▲0.9%）と 4 四半期ぶりのマイナス成長になったと推計される¹。財貨・サービスの輸入（前期比+2.5%）が前期の落ち込みの反動もあり、高い伸びとなったことから、外需寄与度が前期比▲0.6%と成長率を押し下げた。なお、4-6 月期については、米国の関税引き上げの影響で輸出および国内生産が大きく下押しされると考えられ、現時点では 2 四半期連続のマイナス成長が予想される。

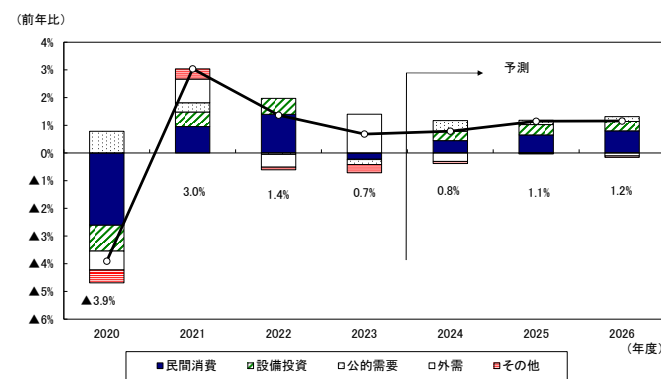
経済産業省によると、1-3 月期の鉱工業生産指数は前期比▲0.7%と 4 四半期ぶりの減産となった。（図表－1）。業種別では、自動車が前期比+0.5%と 2 四半期連続で増加した一方で、生産用機械（同▲4.7%）や情報通信機械（同▲11.5%）が落ち込み、生産全体を押し下げた。

ニッセイ基礎研究所は、3 月に経済見通しの改定を行った。実質 GDP 成長率は 2025 年度+1.1%、2026 年度+1.2%を予想する（図表－2）²。ただし、トランプ政権の関税政策を受けた世界経済の急減速や、実質所得の低迷を主因とした消費の腰折れなど、先行きの下振れリスクに十分留意する必要がある。

図表－1 鉱工業生産(前期比)



図表－2 実質 GDP 成長率の推移(年度)



住宅市場では、住宅価格の上昇が続いている。2025 年 3 月の新設住宅着工戸数は 89,432 戸（前年同月比+39.1%）と 2 カ月連続で増加し、1-3 月累計では約 20.6 万戸（前年同期比+13.1%）となった（図表－3）。なお、3 月の大幅増は、建築物省エネ法および建築基準法の改正（2025 年 4 月施行）³を前にした駆け込みの影響が大きく、今後は反動減が見込まれる。

2025 年 3 月の首都圏のマンション新規発売戸数は 2,210 戸（前年同月比▲9.8%）、1-3 月累計では 4,118 戸（前年同期比▲15.6%）となった（図表－4）。3 月の 1 戸当たり平均価格は 10,485 万円（前年同月比+37.5%）、㎡単価は 158.9 万円（前年同月比+40.0%）、販売在庫は 6,116 戸（前年比+455 戸）となっている。

東日本不動産流通機構によると、2025 年 3 月の首都圏の中古マンション成約件数は 4,991 件（前年同月比+31.0%）と 5 カ月連続で増加し、1-3 月累計では 12,385 件（前年同期比+25.5%）と 2 四半期

¹ 斎藤太郎『2025 年 1-3 月の実質 GDP～前期比▲0.2%（年率▲0.9%）を予測』（ニッセイ基礎研究所、Weekly エコノミスト・レター、2025 年 4 月 30 日）

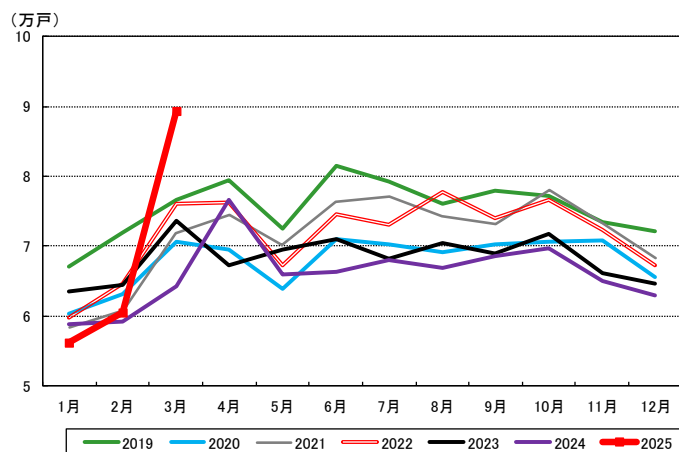
² 斎藤太郎『2024～2026 年度経済見通し-24 年 10-12 月期 GDP 2 次速報後改定』（ニッセイ基礎研究所、Weekly エコノミスト・レター、2025 年 3 月 11 日）

³ 建築確認審査における「4 号特例の見直し・縮小」、木造建築物に仕様に応じた「構造規制の合理化」、原則として全ての住宅・建築物の「省エネ基準への適応義務化」等

連続で増加した(図表-5)。中古マンション市場では価格の上昇と成約件数の増加が続いている。

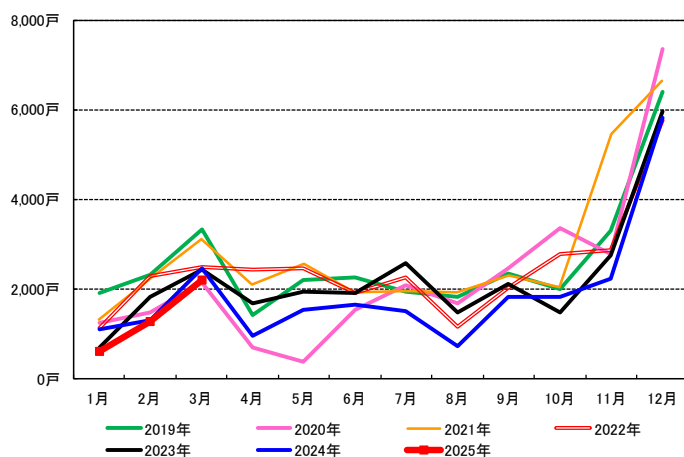
また、日本不動産研究所によると、2025年2月の住宅価格指数(首都圏中古マンション)は前月比+0.5%、過去1年間では+8.1%の上昇となった(図表-6)。

図表-3 新設住宅着工戸数(全国、暦年比較)



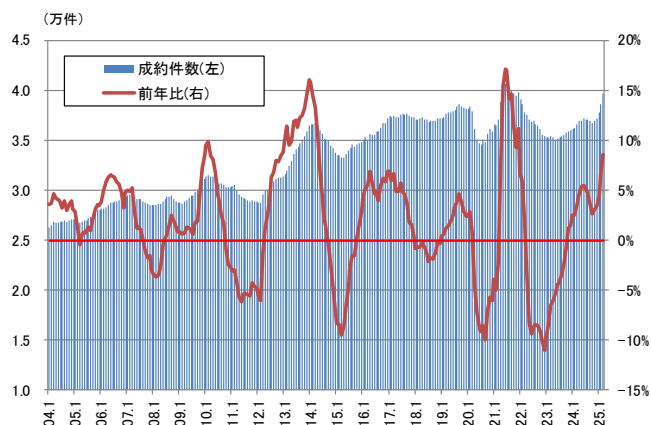
(出所)国土交通省「建築着工統計調査報告書」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

図表-4 首都圏のマンション新規発売戸数(暦年比較)



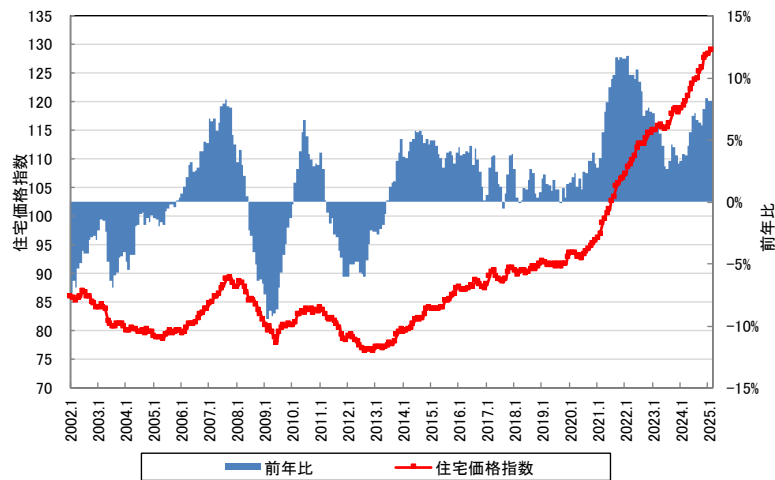
(出所)不動産経済研究所のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

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)の公表データをもとにニッセイ基礎研究所が作成

図表－6 不動産住宅価格指数(首都圏中古マンション)



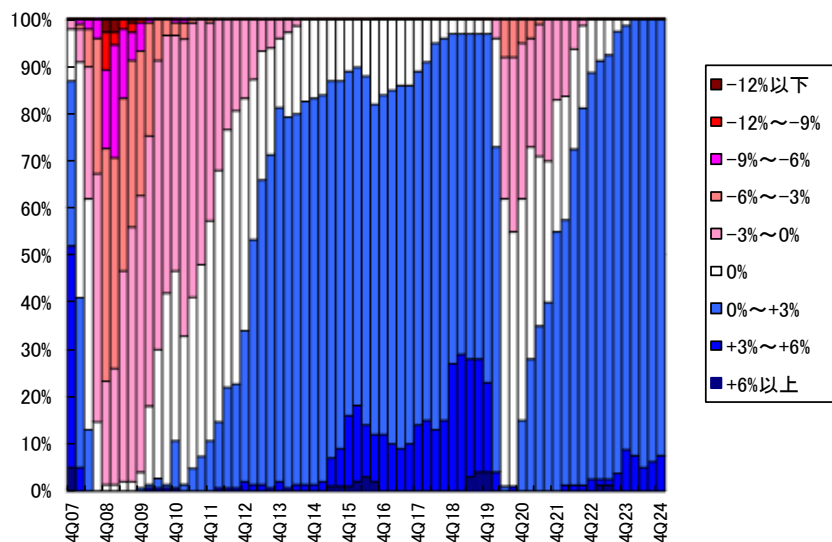
(出所)日本不動産研究所「不動産住宅価格指数」

2. 地価動向

地価は、住宅地・商業地ともに上昇している。国土交通省の「地価 LOOK レポート（2024 年第 4 四半期）」によると、4 四半期連続で全ての地区（全国 80 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に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などから上昇傾向が継続。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。

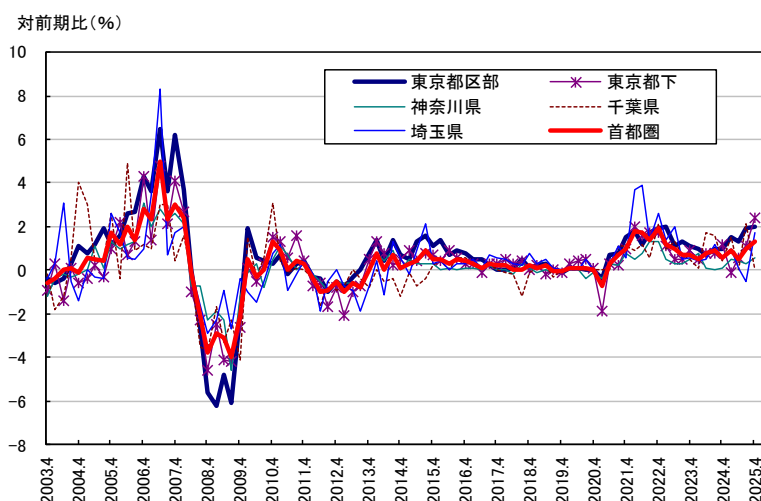
また、野村不動産ソリューションズによると、首都圏住宅地価格の変動率(4/1 時点)は前期比+1.3%（前回+1.0%）となり 19 四半期連続でプラスとなった。東京都区部では、相対的に割安感のある中古戸建ての引き合いが活発で、住宅地地価の上昇率は拡大傾向にある（図表－8）。

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レポート」

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ニッセイ基礎研究所が作成

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、2025年3月の東京都心5区の空室率は3.86%（前月比▲0.08ポイント）、平均募集賃料（月坪）は14カ月連続で上昇し、20,641円（前月比+0.8%）となった。他の主要都市では、複数の大型ビルの竣工により一時的に空室率が上昇したが、その後のリーシングは順調に進み、札幌を除いて空室率は前年比で低下している⁴（図表－9）。

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、2025年第1四半期の東京都心部Aクラスビル賃料（月坪）は30,509円（前期比+7.1%）と6期連続で上昇し、空室率は6.1%（前期比+0.4ポイント）となった（図表－10）。同社は、「第1四半期は複数の新築ビルが空室を抱えて竣工したため空室率は上昇したが、足元のオフィス需要は活発な状況が続き、これら新築ビルでも成約に向けた話が進んでいることから、今後は空室消化が進む」としている。

また、日経不動産マーケット情報（2025年4月号）によると、「新築オフィスビル45棟⁵の平均稼働率は79%で、半年前の調査から10ポイント上昇した」とのことである。

ニッセイ基礎研究所は、東京都心Aクラスビル市場の見通しを3月に発表した⁶。「新規供給は続くものの、オフィス環境整備に支えられた需要は堅調であり、空室率は3%～6%のレンジで推移し、成約賃料は今後5年間で+10%上昇する」見通しである。

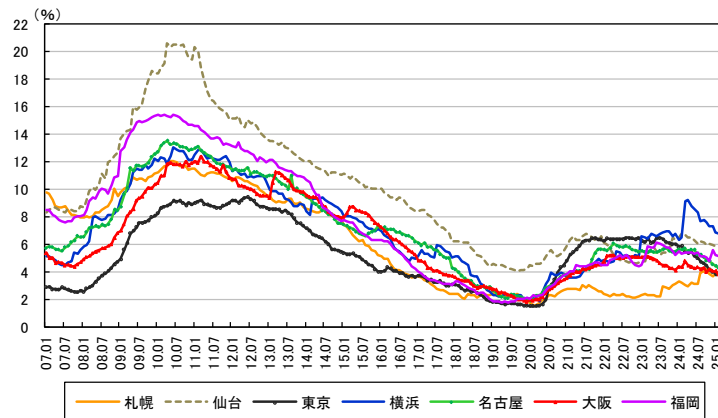
このように、東京オフィス市場では賃料上昇率が拡大し回復基調が強まっている。一方で、今後はトランプ政権による相互関税の影響が懸念される。製造業を中心に企業業績が悪化し、人員採用計画の見直しや経費削減、企業の設備投資意欲が減退すれば、オフィス需要が一転して停滞する恐れもあり、引き続き市場動向を注視する必要がある（図表－11）。

⁴ 良好な需給環境を背景にいずれの都市も賃料が上昇している。2025年3月時点の平均募集賃料は、札幌（+4.4%）・仙台（+0.7%）・横浜（+2.2%）・名古屋（+1.8%）・大阪（+1.8%）・福岡（+2.9%）となっている。

⁵ 東京23区で2023年4月～2026年春に完成した、または完成予定の賃貸オフィスビルを含む大規模ビル。原則として、延べ床面積1万㎡以上が対象

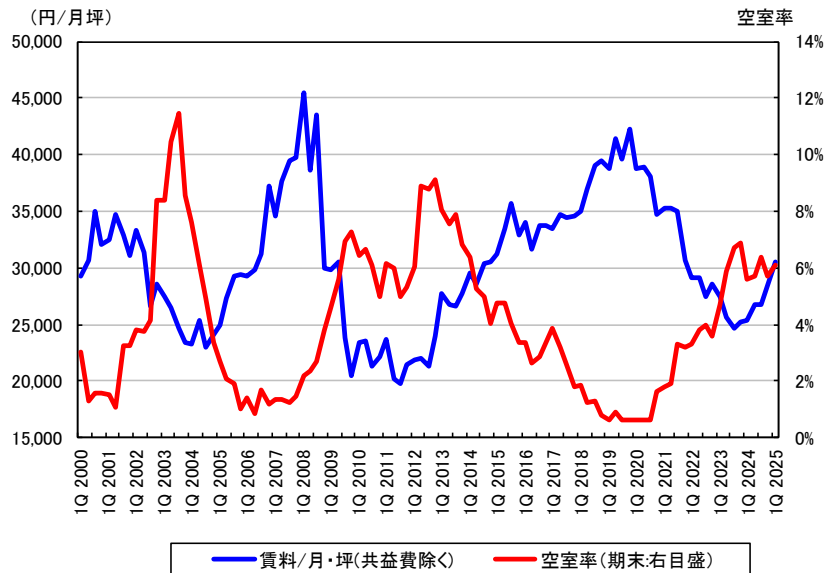
⁶ 吉田資『東京都心部Aクラスビル市場の現況と見通し（2025年3月時点）』（ニッセイ基礎研究所、不動産投資レポート、2025年3月5日）

図表－9 主要都市のオフィス空室率



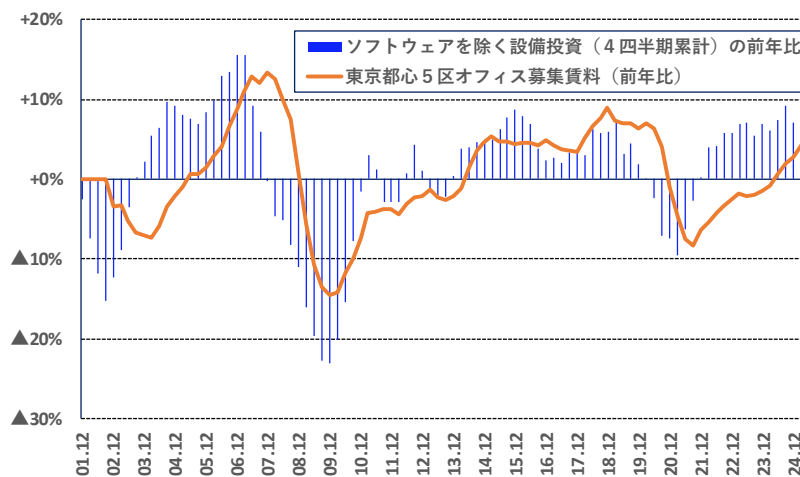
（出所）三鬼商事のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

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

図表－11 企業の設備投資と東京都心5区オフィス募集賃料（前年比）



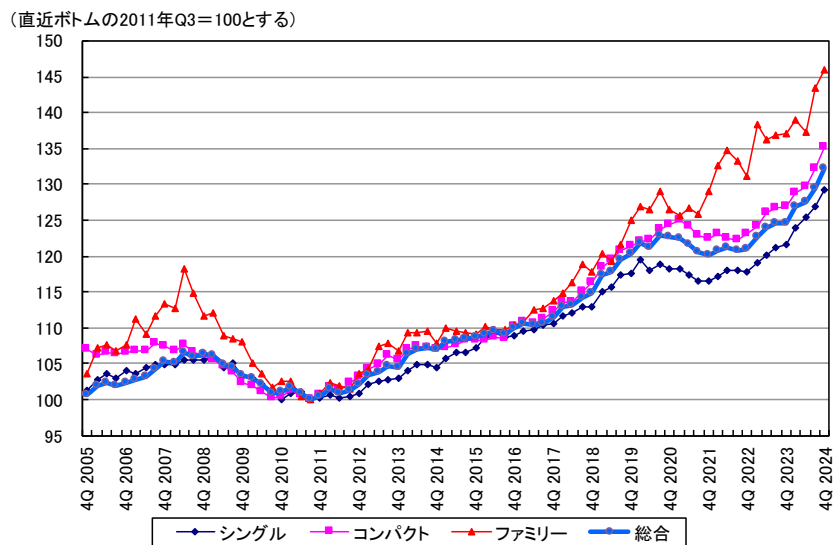
（出所）財務省「法人企業統計」、三鬼商事のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

②賃貸マンション

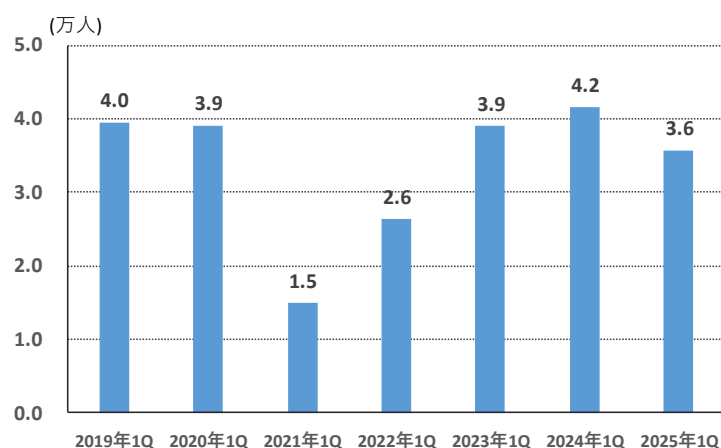
東京 23 区のマンション賃料は、全ての住居タイプで前年同期比プラスとなった。三井住友トラスト基礎研究所・アットホームによると、2024 年第 4 四半期はシングルタイプが+7.3%、コンパクトタイプが+7.8%、ファミリータイプが+8.0%であった(図表-12)。

一方で、総務省によると、2025 年 1-3 月累計の東京 23 区における転入超過数は+35,649 人となり、前年同期比▲14%減少した(図表-13)。昨年 8 月以降、前年同月の水準を下回る月が続いており、都心回帰の動きにやや一服感がみられる。

図表-12 東京 23 区のマンション賃料



図表-13 東京 23 区の転入超過数(各年第1四半期)

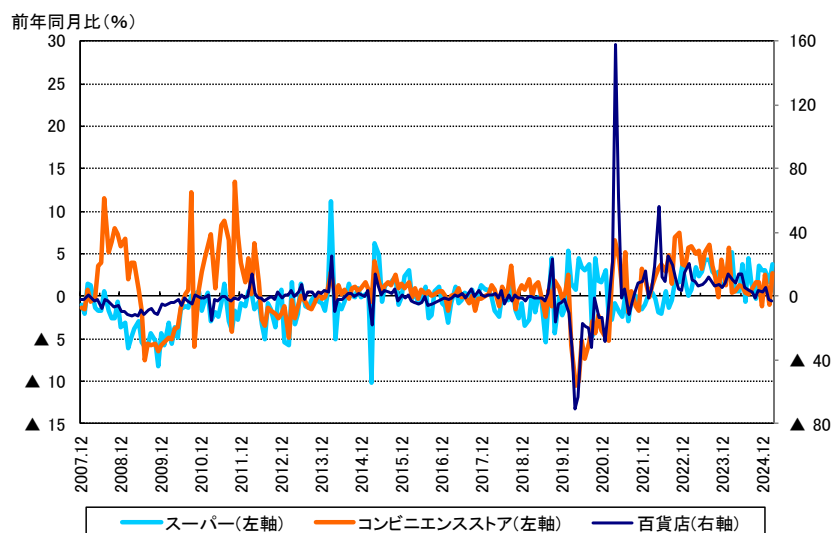


③商業施設・ホテル・物流施設

商業セクターでは、円高の影響や世界景気の減速懸念などを背景にインバウンド消費にブレーキがかかり、2 月以降、百貨店の売上高が減少に転じている。商業動態統計などによると、2025 年

1-3月の小売販売額（既存店、前年同期比）は百貨店が+0.1%、スーパーが+2.8%、コンビニエンスストアが+1.5%となった。3月単月では、百貨店が▲2.9%（2カ月連続のマイナス）、スーパーが+3.7%（5カ月連続のプラス）、コンビニエンスストアが+2.7%（2カ月ぶりのプラス）となっている（図表-14）。

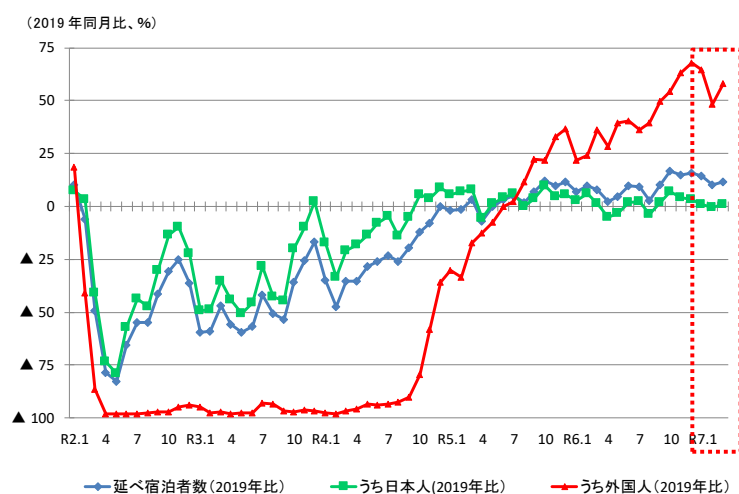
図表-14 百貨店・スーパー・コンビニエンスストアの月次販売額(既存店、前年比)



(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

ホテル市場では、引き続きインバウンド需要が牽引し宿泊者数は拡大しているものの、客室料金の高騰を受けて日本人の宿泊需要に頭打ち感がみられる。宿泊旅行統計調査によると、2025年1-3月累計の延べ宿泊者数は前年同期比+3.5%（2019年同期比+11.9%）、このうち日本人が同▲2.7%（同+0.4%）、外国人が同+23.0%（同+57.0%）となった（図表-15）。また、2025年1-3月の訪日外国人客数は約1,053万人となり、四半期としては初めて1,000万人を超えた。

図表-15 延べ宿泊者数の推移(2019年同月比、2020年1月～2025年3月)

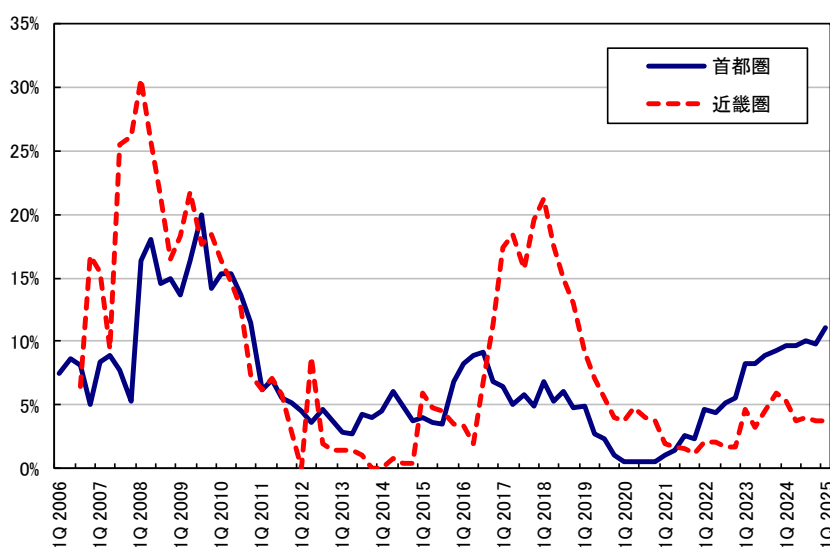


(出所)「宿泊旅行統計調査」を基にニッセイ基礎研究所が作成

物流賃貸市場では、首都圏の空室率が一段と上昇している。シービーアールイー（CBRE）によると、2025 年第 1 四半期の首都圏の大型マルチテナント型物流施設の空室率は 11.1%（前期比+1.3 ポイント）となり、2010 年以来 15 年ぶりに 11%を上回った(図表－16)。外縁部を中心に新規供給が継続するなか、空室の消化ペースは鈍く、空室率は当面高止まりする見通しである。一方、近畿圏の空室率は 3.8%（前期比+0.1 ポイント）と低い水準を維持し、需給は引き締まった状態が続いている。

また、一五不動産情報サービスによると、2025 年 1 月の東京圏の募集賃料は 4,700 円/月坪（前期比▲1.7%）となり、3 四半期連続で下落した⁷。

図表-16 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

2025 年第 1 四半期の東証 REIT 指数（配当除き）は、昨年 12 月末比+2.3%上昇した。セクター別では、オフィスが+4.3%、住宅が▲1.3%、商業・物流等が+1.6%となり、好調なオフィス市況を背景にオフィスセクターが堅調であった（図表－17）。3 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 5.8 兆円を加えた 17.9 兆円に対して時価総額は 14.6 兆円で NAV 倍率⁸は 0.81 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 3.6%となった。

また、J-REIT による第 1 四半期の物件取得額は 3,799 億円となり、前年同期比▲25%減少した。アセットタイプ別の取得割合は、オフィス(33%)、ホテル(32%)、物流施設(15%)、住宅(12%)、商業施設(5%)、底地ほか(4%)となり、昨年続きホテルの取得比率が拡大する一方、物流施設の取得は低調であった（図表－18）。

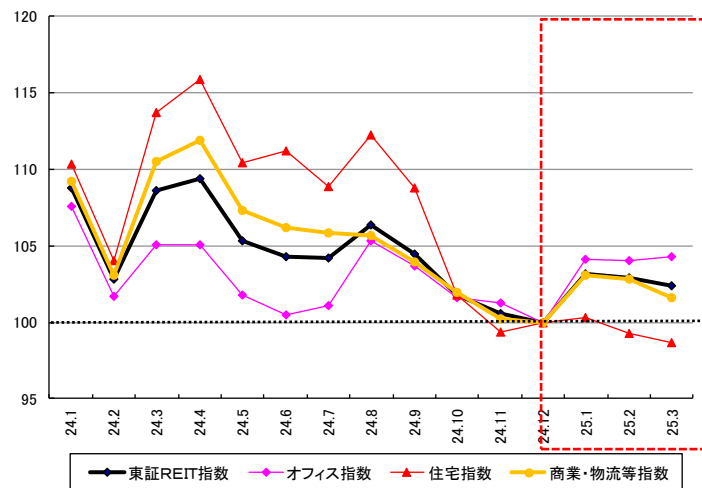
⁷ 一方、J-REIT が所有する物流施設は賃料の増額改定が続いている。GLP 投資法人(2025 年 2 月期)の満期更改時賃料上昇率は+5.2%、日本プロロジスリート投資法人（2024 年 11 月期）の改定賃料変動率は+3.9%であった。

⁸ 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。

第1四半期のJ-REIT市場は、10年国債利回りの大幅な上昇(1.1%→1.5%)や株式市場の下落(▲4.5%)といったマイナス材料があったにもかかわらず、上昇に転じた。その要因の1つとして、需給環境の改善が挙げられる(図表-19)。昨年の価格下落は、それまで主要な買い手であった海外投資家やJリート公募投信の売却に伴う需給悪化が大きく影響した。しかし、今年に入り、海外投資家は買い越しに転じ、Jリート公募投信からの資金流出も一巡しつつある。さらに、J-REITによる自己投資口買いが高水準で実施される一方、増資によるエクイティ調達額が大幅に減少したことも、需給の改善に寄与している。

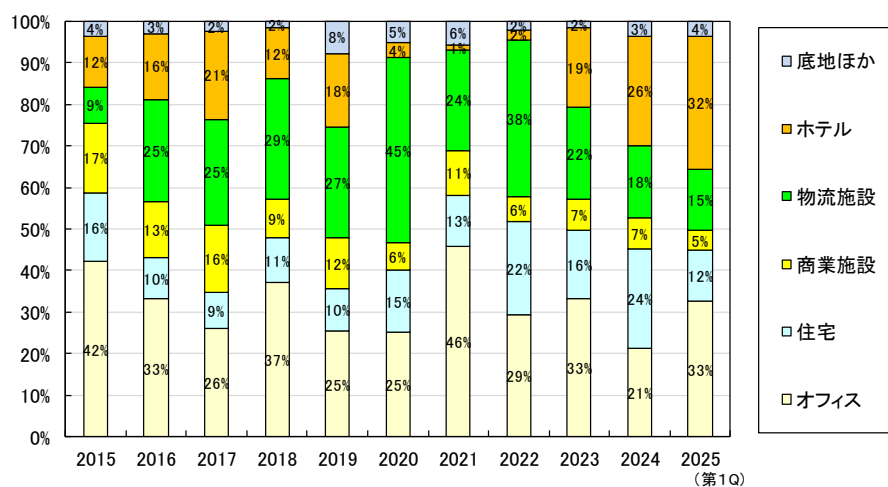
今後については、トランプ関税による世界経済悪化のリスクや金融市場における不確実性の高まりに十分注意が必要である。一方で、J-REIT市場はトランプ関税の影響を相対的に受けにくいアセットクラスであり、資金の逃避先として選好される可能性もある。引き続き外部環境の先行き不透明感は強いものの、現在の割安なバリュエーションが見直されることに期待したい。

図表-17 東証REIT指数の推移(2024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-18 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－19 J-REIT 市場の需給動向(主要投資家別)

(単位：百億円)

		21年～23年 (年平均)	2024年	25年1Q	
主要 投資家	海外投資家	+11	▲11	+5.5	買越し転換
	Jリート公募投信	+13	▲15	▲0.8	資金流出縮小
	ETF	+18	+23	+0.9	資金流入継続
	個人	▲11	+7	+1.5	買越し継続
J-REIT	増資	▲35	▲26	▲0.4	大幅減少
	自己投資口買い	+1	+10	+3.9	高水準維持

(資料) 各種資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

本資料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、その正確性と完全性を保証するものではありません。
また、本資料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はありません。