

不動産 投資 レポート

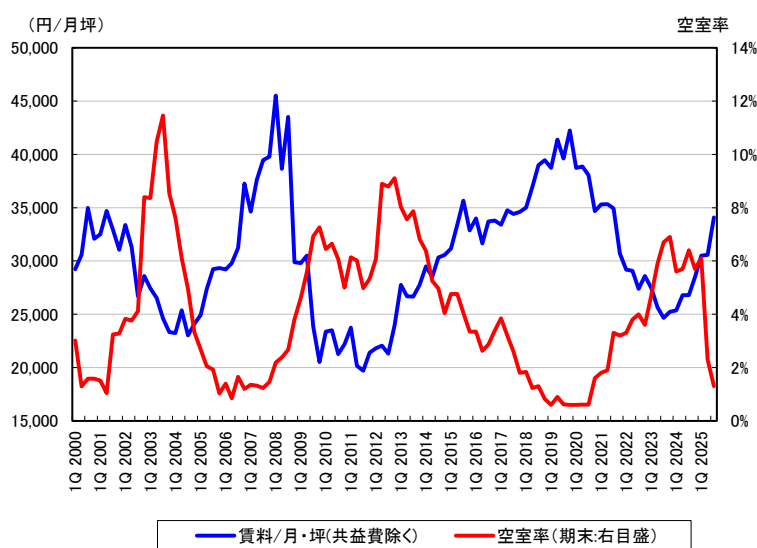
東京オフィス賃料は上昇基調が強まる。REIT 市場は6カ月連続で上昇 不動産クォーターリー・レビュー2025 年第3四半期

金融研究部 不動産投資チーム 上席研究員 [吉田 資](#)
(03)3512-1861 e-mail: tyoshida@nli-research.co.jp

要 旨

- 2025 年 7-9 月期の実質 GDP(11/17 公表予定)は前期比▲0.7%(前期比年率▲2.7%)と 6 四半期ぶりのマイナス成長になったと推計される。
- 住宅市場では住宅着工戸数の減少が続いている。7-9 月期の新設住宅着工戸数は前年同期比▲8.9%減少、首都圏のマンション新規発売戸数は同+28.6%増加、中古マンションの成約件数は同+40.6%増加、住宅価格指数は前年比+11.3%上昇した。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+11.5%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 7-9 月の延べ宿泊者数が前年同期比▲1.0%減少した。物流賃貸市場では首都圏の空室率が 10.4%、近畿圏の空室率が 5.0%となった。
- 2025 年第3四半期の東証 REIT 指数は+8.0%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

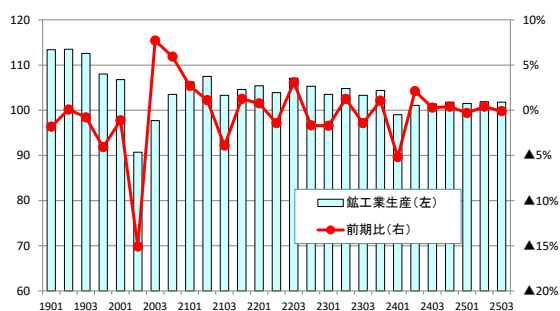
1. 経済動向と住宅市場

11/17に公表予定の2025年7-9月期の実質GDPは前期比▲0.7%（前期比年率▲2.7%）と6四半期ぶりのマイナス成長になったと推計される¹。民間消費や設備投資が小幅な増加にとどまる中、輸出と住宅投資が大きく落ち込み、外需および住宅投資だけで7-9月期の成長率を年率▲3%近く押し下げたとみる。

経済産業省によると、7-9月期の鉱工業生産指数は前期比▲0.1%と2四半期ぶりの減産となったが、均してみれば横ばいでの推移が続いている（図表-1）。業種別では、電子部品・デバイスが前期比+4.5%と3四半期連続で上昇した一方、トランプ関税の影響により米国向け輸出が落ち込んだ自動車は前期比▲3.8%となった。

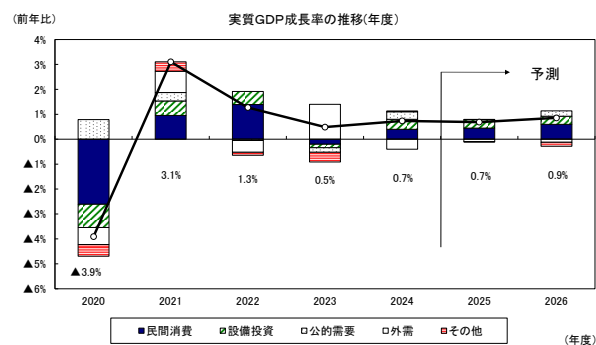
ニッセイ基礎研究所は、9月に経済見通しの改定を行った。実質GDP成長率は2025年度+0.7%、2026年度+0.9%を予想する（図表-2）²。2026年以降は、関税引き上げの影響が和らぐことで輸出が持ち直す中、民間消費や設備投資を中心に国内需要が増加し、潜在成長率を若干上回る年率1%程度の成長が続くと予想される。

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)



（出所）内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP速報(改訂)」をもとにニッセイ基礎研究所が作成(2025年9月)

住宅市場では、住宅着工戸数の減少が続いている。

2025年9月の新設住宅着工戸数は63,570戸（前年同月比▲7.3%）と6カ月連続で減少し、7-9月累計では約18.5万戸（前年同期比▲8.9%）となった（図表-3）。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需要の反動により、4月以降は大きく減少している。

2025年9月の首都圏のマンション新規発売戸数は1,908戸（前年同月比+4.3%）と3カ月連続で増加し、7-9月累計では5,215戸（前年同期比+28.6%）と8四半期ぶりの増加となった（図表-4）。9月の1戸当たり平均価格は9,956万円（前年同月比+28.6%）、㎡単価は146.5万円（同+27.6%）、販売在庫は5,879戸（前年比+854戸）となっている。

東日本不動産流通機構によると、2025年9月の首都圏の中古マンション成約件数は4,475件（前年同月比+46.9%）と11カ月連続で増加し、7-9月累計では12,007件（前年同期比+40.6%）と4四半期連続の増加となった（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

¹ 斎藤太郎『2025年7-9月期の実質GDP～前期比▲0.7%（年率▲2.7%）を予測～』（ニッセイ基礎研究所、Weeklyエコノミスト・レター、2025年10月31日）

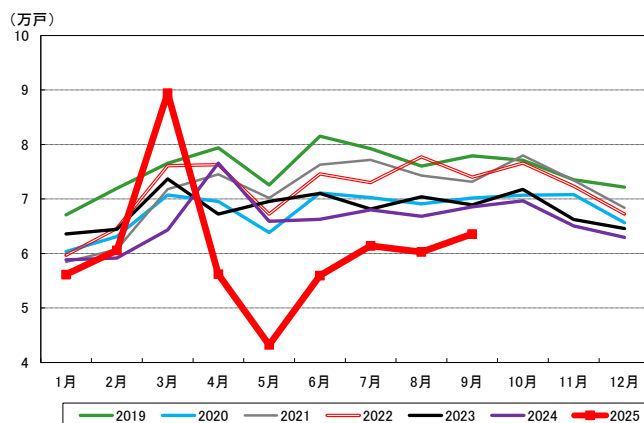
² 斎藤太郎『2025・2026年度経済見通し-25年4-6月期GDP2次速報後改定』（ニッセイ基礎研究所、Weeklyエコノミスト・レター、2025年9月8日）

³ 建築確認審査における「4号特例の見直し・縮小」、木造建築物の仕様に応じた「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

る。

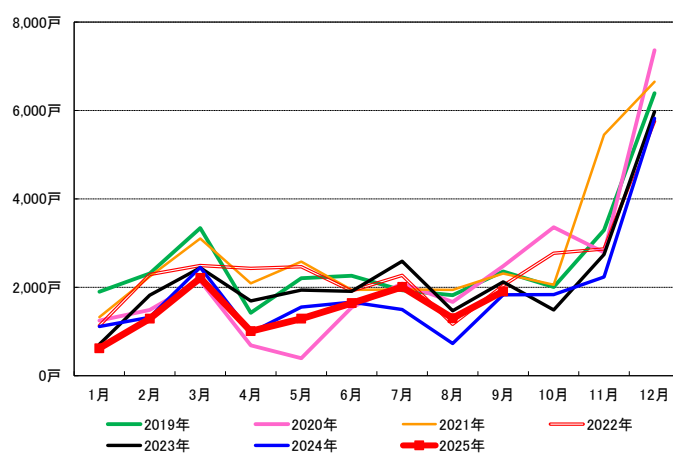
また、日本不動産研究所によると、2025 年 8 月の住宅価格指数（首都圏中古マンション）は前月比+0.9%、過去 1 年間では+11.3%の上昇となった（図表－6）。

図表－3 新設住宅着工戸数(全国、暦年比較)



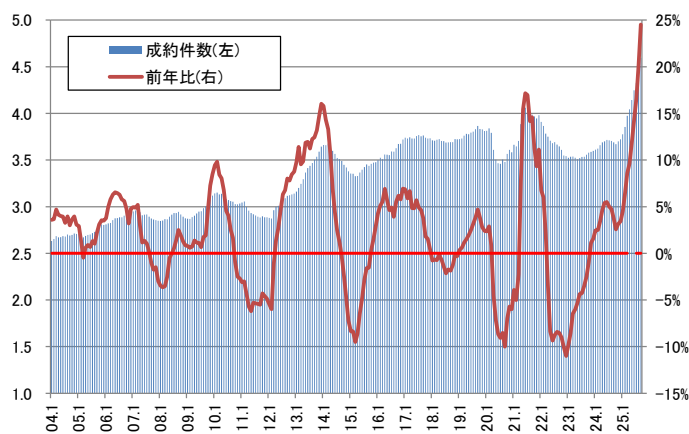
(出所)国土交通省「建築着工統計調査報告書」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

図表－4 首都圏のマンション新規発売戸数(暦年比較)



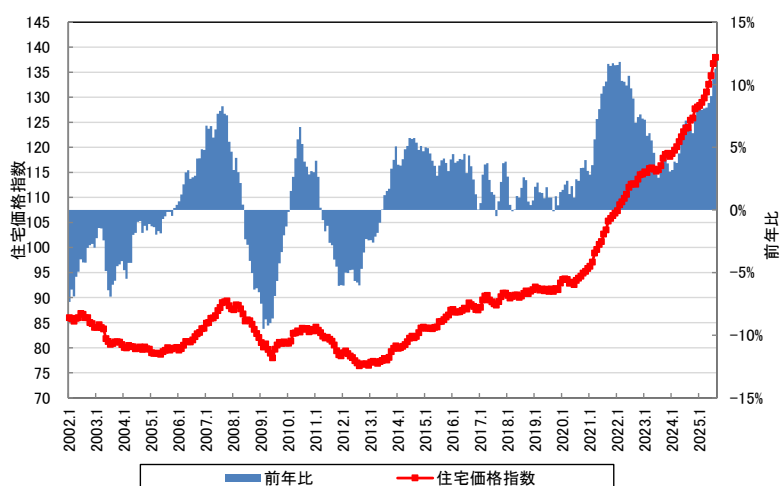
(出所)不動産経済研究所のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

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)



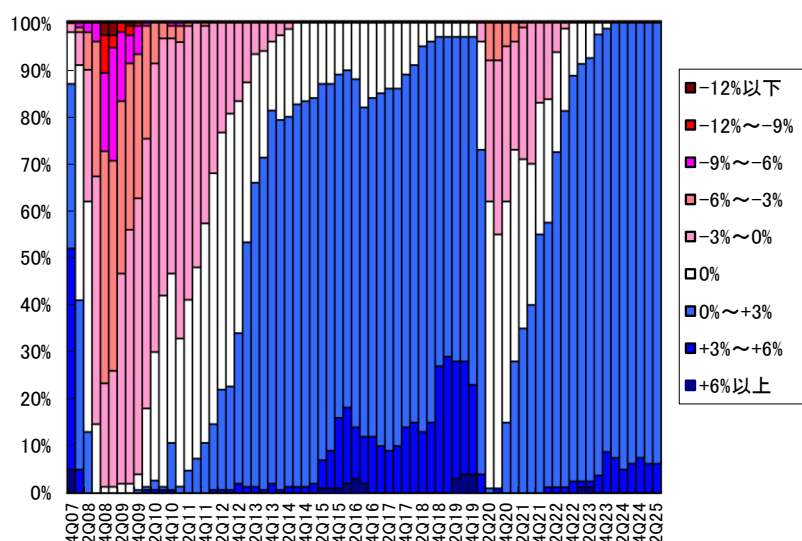
(出所)日本不動産研究所「不動産住宅価格指数」

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（2025 年第 2 四半期）」によると、6 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。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。

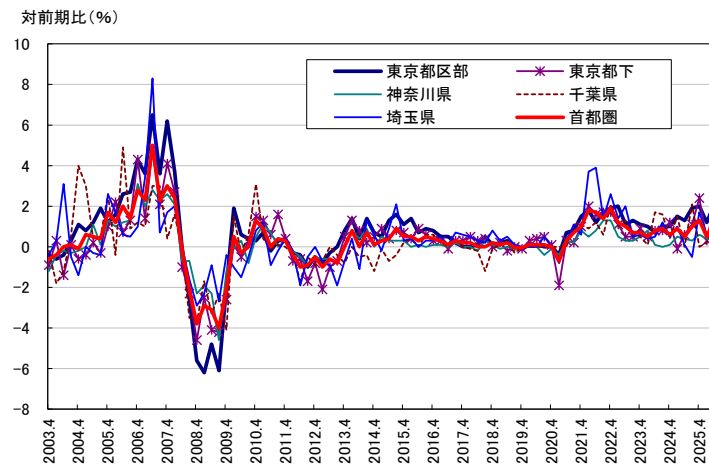
また、野村不動産ソリューションズによると、首都圏住宅地価格の変動率（10/1 時点）は前期比 +1.3%（前回+0.5%）となり 21 四半期連続でプラスとなった（図表－8）。値上がり地点の増加（前回比 +13 地点）と値下がり地点の減少（前回比▲5 地点）が確認され、上昇エリアの広がりがみられる。

図表－7 全国の地価上昇・下落地区の推移



(出所)国交省「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9月の東京都心5区の空室率は2.68%（前月比▲0.17ポイント）、平均募集賃料（月坪）は20カ月連続で上昇し、21,092円（前月比+0.3%）となった。他の主要都市でも、空室率は前年比で低下し（図表－9）、賃料についても上昇基調が続いている⁴。

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3四半期の東京都心部Aクラスビル賃料（月坪）は34,082円（前期比+11.5%）と8期連続で上昇し、空室率は1.3%（前期比▲1.0ポイント）に低下した（図表－10）。同社は、「オフィス需要は活発な状況が続く、成約に向けた話が進んでいる募集床も多く、空室率が示す以上に品薄感は強まっている。2025年第4四半期はAクラスビルの供給予定が無いことから、年末にかけて空室率の低下傾向が続く」としている。

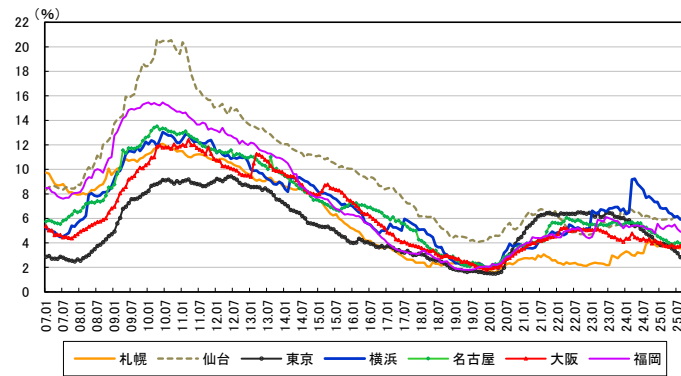
また、日経不動産マーケット情報（2025年11月号）によると、東京ビジネス地区における大型ビルの成約賃料水準は、22エリア中17エリアで半年前と比較して5%以上上昇した。東京駅周辺の大型ビルの成約賃料水準（月坪）は3.7万円～5.5万円で、半年前から上限が2000円、下限が1000円上昇し、2024年初めから上昇トレンドが続いているとのことである。

ニッセイ基礎研究所は、東京都心部Aクラスビルの賃料見通しを9月に改定した⁵。空室率は、良好な需給バランスを背景に2028年まで低下傾向で推移した後、2029年に上昇へ転じ3%台となる見込みである。また、成約賃料（2024年＝100）は、2025年に「112」、2028年に「122」、2029年に「118」となる見通しである（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9月時点の平均募集賃料は、札幌（前年同月比+3.7%）・仙台（+1.2%）・横浜（+1.8%）・名古屋（+1.8%）・大阪・（+3.4%）・福岡（+3.3%）となっている。

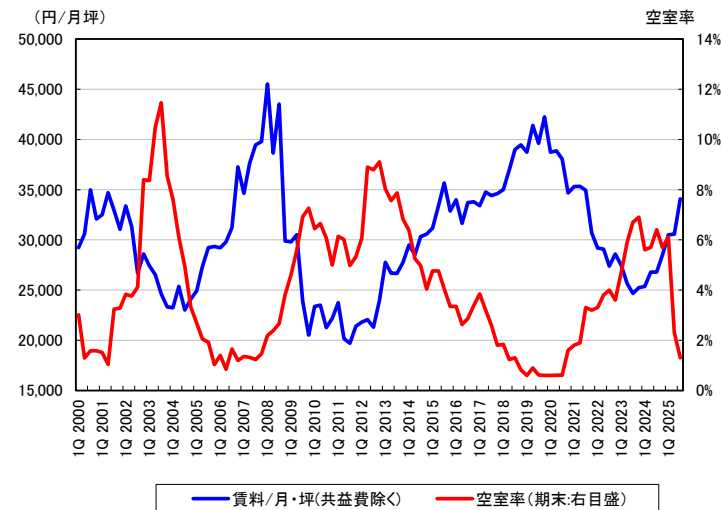
⁵ 吉田資『「東京都心部Aクラスビル市場」の現況と見通し（2025年9月時点）』（ニッセイ基礎研究所、不動産投資レポート、2025年09月29日）

図表－9 主要都市のオフィス空室率



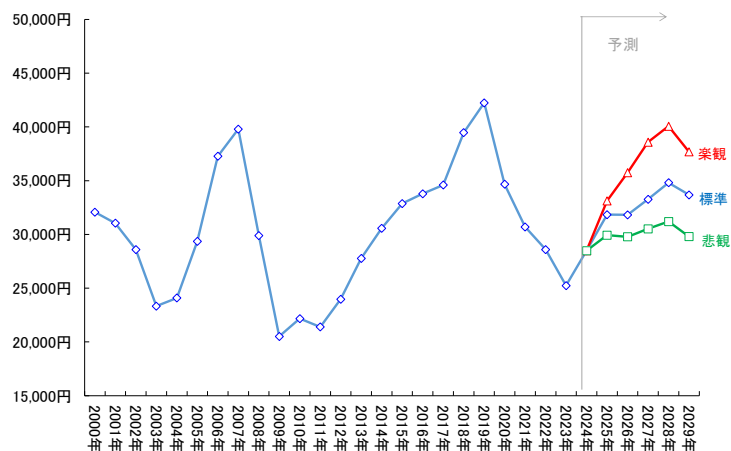
(出所)三鬼商事のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

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 東京都心部 A クラスビルの成約賃料見通し



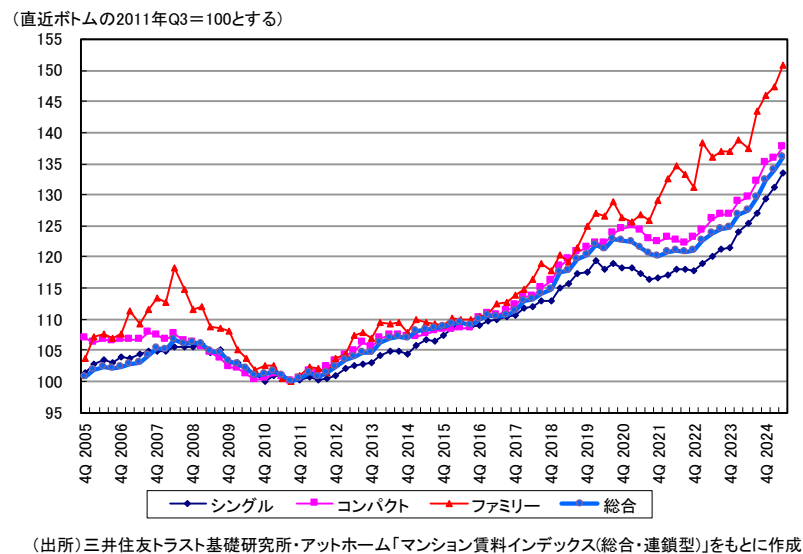
(注) 年推計は各年第4四半期の推計値を掲載。
 (出所)実績値は三幸エステート・ニッセイ基礎研究所「オフィスレント・インデックス」
 将来見通しは「オフィスレント・インデックス」などをもとにニッセイ基礎研究所が推計

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、2025 年第 2 四半期はシングルタイプが+7.7%、コンパクトタイプが+7.5%、ファミリータイプが+12.0%であった(図表-12)。

一方で、総務省によると、2025 年 1-9 月累計の東京 23 区における転入超過数は+ 44,149 人となり、前年同期比▲27%減少した。昨年 8 月以降、14 カ月連続で前年同月を下回っており、都心部への人口流入は鈍化傾向にある。

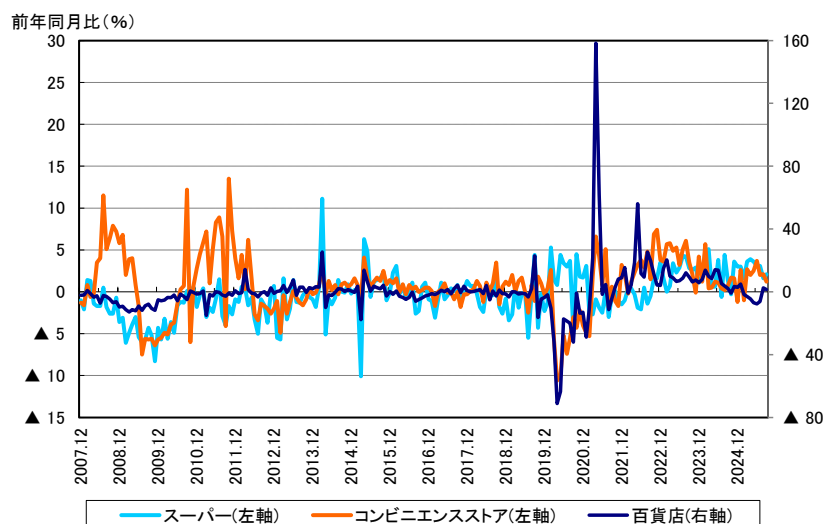
図表-12 東京 23 区のマンション賃料



③商業施設・ホテル・物流施設

商業セクターでは、インバウンド消費の落ち込みなどを背景に百貨店の売上が減少していたが、足もとでは快方に向かっている。商業動態統計などによると、2025 年 7-9 月の小売販売額（既存店、前年同期比）は百貨店が▲1.1%、スーパーが+2.3%、コンビニエンスストアが+1.8%となった。9 月単月では、百貨店が+1.4%(2 カ月連続のプラス)、スーパーが+2.1%(11 カ月連続のプラス)、コンビニエンスストアが+1.2%(7 カ月連続のプラス)となっている（図表-13）。

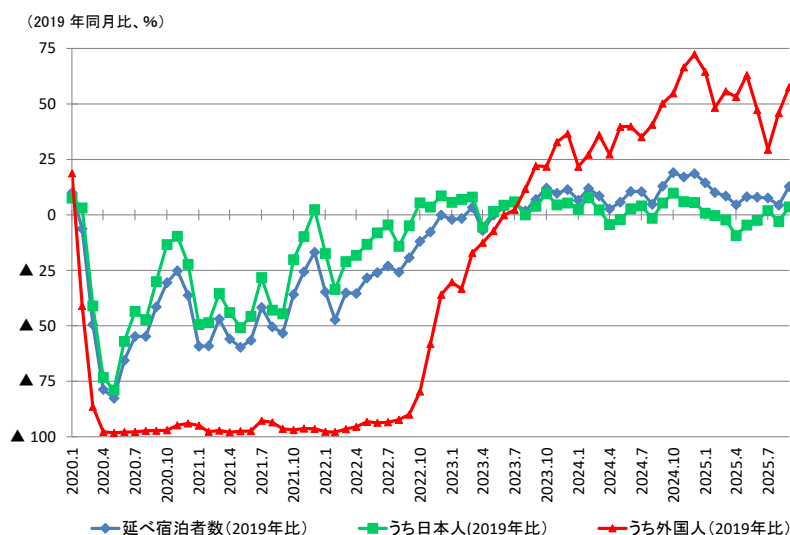
図表－13 百貨店・スーパー・コンビニエンスストアの月次販売額(既存店、前年比)



(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

ホテル市場では、日本人による宿泊需要の低迷やインバウンド需要の鈍化⁶を受けて、第3四半期の宿泊者数は前年同期比でマイナスに転じた。宿泊旅行統計調査によると、2025年7-9月累計の延べ宿泊者数は前年同期比▲1.0%(2019年同期比+7.9%)、このうち日本人が同▲1.7%(同+0.5%)、外国人が同+1.3%(同+43.1%)となった(図表－14)。一方、2025年1-9月累計の訪日外国人客数は約3,165万人(前年同期比+17.7%)となり、過去最速のペースで3,000万人を突破した。

図表－14 延べ宿泊者数の推移(2019年同月比、2020年1月～2025年9月)



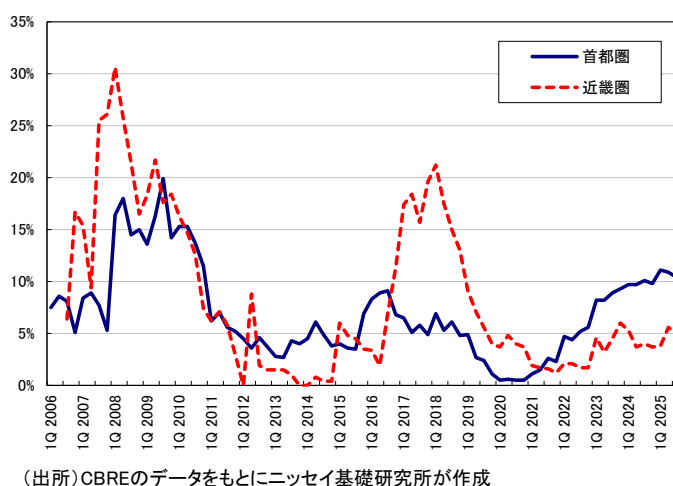
(出所)「宿泊旅行統計調査」を基にニッセイ基礎研究所が作成

⁶ 「日本で災害が発生する」との情報がSNS等で拡散したことが影響した。

物流賃貸市場は、首都圏では外縁部を中心に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、2025 年第3 四半期の首都圏における大型マルチテナント型物流施設の空室率は 10.4%（前期比▲0.5 ポイント）となった(図表－15)。今期の新規供給物件（3 棟・11.8 万坪）の竣工時稼働率は5 割弱にとどまり、空室率は3 四半期連続で 10%を上回った。もっとも、今後の新規供給は外環道エリアで増加するものの、圏央道エリアでは減少するため、空室率は緩やかに低下する見通しとのことである。一方、近畿圏の空室率は 5.0%（前期比▲0.6 ポイント）に低下した。今期の新規供給は3 四半期連続で 10 万坪を超える 11.3 万坪となったが、新規需要は過去最大の 12.2 万坪に達し、良好な需給バランスを維持している。

また、一五不動産情報サービスによると、2025 年7 月の東京圏の募集賃料は 4,620 円/月坪（前期比▲1.1%）となり、5 四半期連続で下落した。

図表-15 大型マルチテナント型物流施設の空室率



4. J-REIT(不動産投信)市場

2025 年第3 四半期の東証 REIT 指数（配当除き）は6 月末比+8.0%上昇した。業種別では、オフィスが+7.5%、住宅が+10.6%、商業・物流等が+7.6%と総じて堅調に推移するなか、これまで出遅れていた住宅が相対的に良好なパフォーマンスであった（図表－16）。9 月末時点のバリュエーションは、純資産 12.2 兆円に保有物件の含み益 6.0 兆円を加えた 18.2 兆円に対して、市場時価総額は 16.6 兆円で NAV 倍率⁷は 0.91 倍、分配金利回りは 4.6%、10 年国債利回りに対するイールドスプレッドは 3.0%となっている。

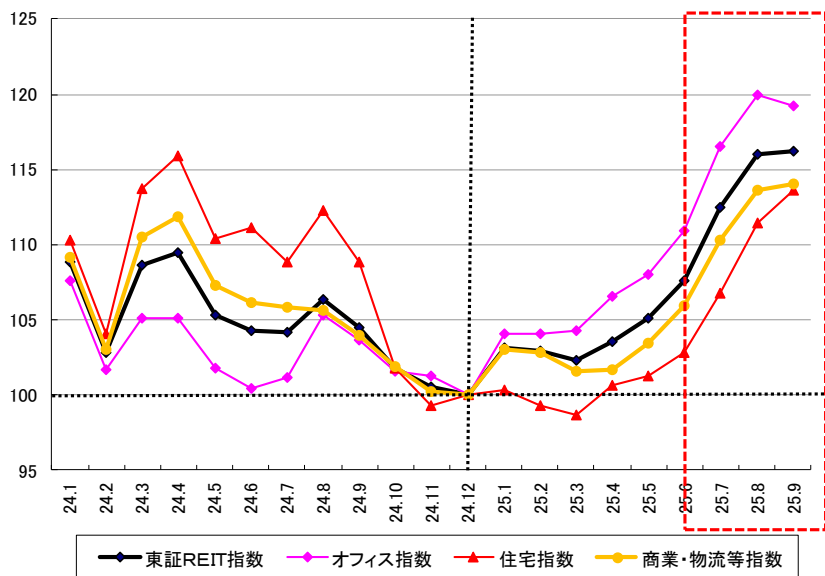
J-REIT による第3 四半期の物件取得額（引渡しベース）は 3,255 億円（前年同期比▲11%）、1-9 月累計では 9,008 億円（同▲19%）となった（図表－17）。アセットタイプ別の取得割合は、オフィス（35%）・ホテル（32%）・住宅（17%）・物流施設（9%）・商業施設（4%）・底地ほか（2%）の順となり、今後の賃料上昇期待が高いオフィス・ホテル・住宅で全体の8 割超を占めている。

J-REIT 市場は年初来の上昇率が 16.2%に達し、上昇スピードへの警戒感があるものの、好調な不

⁷ 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。

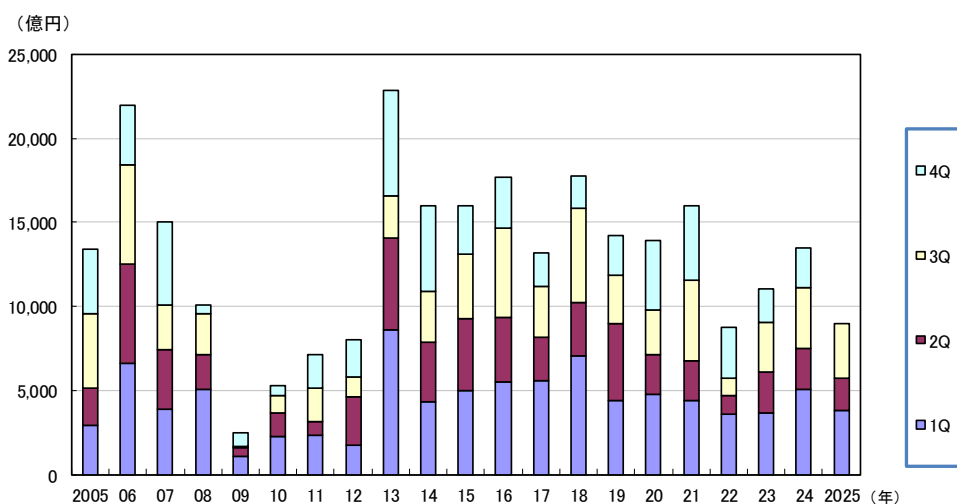
動産賃貸市況や米国での利下げ再開、海外投資家の買い越しなど需給環境の改善を背景に、今後は市場全体の NAV 倍率が 1 倍の水準を回復できるかが注目される。

図表－16 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－17 J-REIT による物件取得額(四半期毎)



(注) 引渡しベース。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

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。