

特集「金利のある世界」と不動産市場の新たな局面

令和8年度特別講演会講演録
日時：令和8年4月14日（火）

オフィス市場の価格下落リスクを捉える 独自指標「N-EWS」

—運用ファンドにおける投資判断およびリスク管理に資する
参考ツールとして活用—

野村不動産投資顧問株式会社 調査運用室 不動産市場研究員 本庄 出
ほんじょう いずる

野村不動産投資顧問の本庄でございます。本日は、不動産早期警戒指標「N-EWS（ニュース）」についてご説明します。近年、不動産価格は高過ぎるのではないか、あるいは今後大きく下落することはないのかといった関心が高まっています。そうした問題意識に対して、できるだけ客観的な材料を提示することを目的として、私どもではN-EWSを開発しました。

N-EWSは、Nomura Early Warning Systemの略称です。東京都のオフィスビル価格の動向に着目し、その価格が将来的に大きく下落する兆候を、経済・金融指標を用いて早期に把握しようとするものです。なお、N-EWSについては、特許を取得しております。

1. N-EWSの目的・特徴

N-EWSの目的は、オフィスビル価格が前年比で5%を超えて下落する兆候を察知することにあります。ここで対象としているオフィスビル価格とは、国土交通省の「不動産価格指数（オフィスビル価格指数・東京都）」です。したがって、本指標は、東京都のオフィスビル価格が急落するリスクを早めに把握するための指標として構築されています。

N-EWSの構成にあたっては、オフィスビル価格に対して先行性と相関の高い経済指標を抽出しました。その中でも、相関係数が0.7以上のものを中心

に採用し、最終的に12指標で構成しています。各指標の状態を危機の度合いに応じて3段階で点数化し、それらを合成して0から100までの指数として示します。0はまったく問題のない状態、100はすべての構成指標が悪化している状態を意味します。そして、50超となれば、概ね1年以内に価格下落のシグナルが発したとみなすという考え方を採っています。

N-EWSの第一の特徴は、不動産価格に関する定量的な警戒指標であることです。第二に、対象としている価格データが、国土交通省公表の実績ベースの取引価格であり、汎用性が高いという点があります。第三に、過去20年以上の不動産価格の大幅下落局面をすべて捉えてきたという点です。

不動産ファンドにおいては、物件価格の下落は投資パフォーマンスに直接的な影響を与えます。そのため、価格下落リスクを事前に把握したいという実務上の要請はきわめて大きいといえます。私どもにとっても、過去の危機局面での経験が、本指標を構想する大きな動機となりました。

2. 開発プロセス

N-EWSの開発にあたっては、まずマクロ経済指標を幅広く収集しました。初期段階では、モニタリング候補として約180指標を集めています。そこから、過去の不動産価格下落局面との対応関係を検

証し、異常な悪化が価格下落の兆候として機能していると考えられるものを選別し、57 指標まで絞り込みました。さらに、その中から予測パフォーマンスに優れ、かつ視点の偏りが生じないよう配慮しながら、最終的に 12 指標を選定しました。

採用した 12 指標は、海外と国内にまたがっています。海外では、MSCI US IMI Real Estate 25/25 Index (米国不動産株)【本庄注:特許取得当時は「世界株指数」でしたが、現在「米国株指数」に変更しています。世界株指数との相関係数は 0.95 超と高く、両指数の整合性は検証済みです】、コンファレンスボード米景気先行指数、FRB・米銀行／上級貸出担当者調査(商工ローン)を用いています。国内では、東証株価指数、東証 REIT 指数、消費者態度指数、景気動向指数 CI 指数 一致系列、金融機関の貸出態度 DI、短観／加重平均 DI、雇用人員判断 DI、有効求人倍率(東京都)などを採用しています。資産価格、景況感、資金調達環境、物価、雇用といった複数の観点を組み合わせることで、特定の一要因に依存しない構成としています。

3. 判定方法とスコア化

各指標が悪化しているかどうかは、その指標の値が、過去の趨勢的な変動、すなわちトレンドからどの程度乖離しているかによって判断します。トレンドは後方 3 年移動平均によって捉え、判定基準には標準偏差(σ)の 1 倍、1.25 倍、1.5 倍などを指標ごとに設定しています。測定方法についても、前年同期比、前年同期差、原系列など、各指標の特性に応じて使い分けています。

たとえば景気動向指数では、当四半期の平均値と前年同期との差を用います。基準値の範囲内であれば 0 点、基準値の 2 分の 1 を下回ると 2 点、基準値そのものを下回ると 4 点というように機械的に点数化します。こうして 12 指標のスコアを合計し、最大 48 点を百分率化することで、0~100 ポイントの N-EWS を算出しています。したがって、N-EWS の値が高いほど、状況は悪いと判断されます。

国土交通省の東京都オフィス価格指数と N-EWS との関係性をバックテストした結果、2000 年以降の

すべての期間において、前年比 5%以上の下落の兆候を捉えていたことが確認されています。また、作成後の 2020 年 1 月以降についても、価格に先行し、かつ連動する動きがみられています。

具体的には、IT バブル崩壊時には N-EWS が 68.2 となって 50 を超え、その後、不動産価格指数が前年比 8.3%のマイナスとなりました。リーマンショック時には、リーマン破綻以前の段階で N-EWS が 54.2 となり、シグナルを発していました。さらに、コロナ禍においても N-EWS は 79.2 まで上昇し、その後、オフィス価格は 5.3%下落しました。このように、大きな価格下落局面を事前に捉えてきたことが、本指標の有効性を示しています。

4. クールマップと波及経路

N-EWS では、最終的な指数だけではなく、その背景にある各構成指標の状態を可視化するために、「クールマップ」を作成しています。クールマップでは、紺色が悪化、水色がやや悪化、灰色が正常圏を示します。バックテストによれば、1997 年のアジア通貨危機、2001 年の IT バブル崩壊、2008 年のリーマンショックなど、過去の危機局面の前に多くの指標がシグナルを発していたことが確認できます。

このクールマップをみると、たとえば IT バブル崩壊時には、まず米国側の指標が悪化し、その後、日本国内へと波及して N-EWS が 50 を超えていったことがわかります。リーマンショックの前も同様に、まず海外の景況感や金融環境の悪化が先行し、それが国内の資産価格、景況感、資金調達環境へと及んでいった様子が確認できます。

私どもは、不動産価格の下落に至る経路として、まず海外の資産価格、景況感、資金調達環境の悪化が起こり、それが日本の資産価格や景況感に波及し、さらに国内の資金調達環境、物価、雇用に影響を与え、最終的に不動産価格下落へつながると考えています。とりわけ重視しているのが、資金調達環境です。不動産売買は借入を前提とするケースが多いため、金融機関の貸出姿勢が厳しくなれば、不動産価格に大きな影響が及びます。

5. 直近の状況

直近のN-EWSは、2025年第4四半期が8.5ptsと、急落警戒ラインである50ptsを大きく下回っています。アメリカの不動産市場、株式市場、また資金調達環境も良好な状態にあるため、現時点では当面の急落リスクは低いと判断しています。

2022年から2023年にかけては、コロナの影響が収まる一方で、ウクライナ情勢やインフレ、米国の急速な利上げなどを背景に、米国側の指標は大きく悪化しました。しかし、日本国内ではなお緩やかな金融環境が維持され、国内経済も大きく崩れてはいませんでした。そのため、海外の悪化が日本に十分波及せず、N-EWSも50を下回る水準にとどまりました。結果として、不動産価格は下落しませんでした。

6. 資金調達環境の重要性

資金調達環境がなぜ重要かという点、第一に、融資制約によって需要が減少するためです。不動産投資は借入依存度が高いため、ローン調達が難しくなると需要が急減します。第二に、有期限のファンドでは借換えが困難となり、場合によっては強制売却につながります。第三に、こうした事象が広がると市場心理が冷え込み、売りが売りを呼ぶ展開になりやすくなります。リーマンショック時には、まさにそのようなことが起こりました。

もっとも、資金調達環境だけで価格動向を説明できるわけではありません。ITバブル崩壊やリーマンショックでは資金調達環境の悪化と価格下落が重なりましたが、2012年の欧州債務危機では資金調達環境が悪化しても、不動産価格は大きく下落しませんでした。逆に、コロナ禍では資金調達環境は悪化していなかったにもかかわらず、実体経済の悪化によって価格が下落しました。そのため、資金調達環境は重要であるが、それ単独ではなく、他の経済指標と合わせて分析する必要があると考えています。

7. おわりに

以上、N-EWSの考え方、開発方法、過去の検証結果、そして直近の状況についてご説明しました。私どもとしては、N-EWSを通じて、不動産価格の下落リスクとその背景にある経済・金融環境を、できるだけ客観的に把握できると考えています。今後も、資金調達環境、景況感、資産価格、雇用などを総合的にみながら、不動産市場の動向を検討していきたいと思えます。

8. 質疑応答

【質問1】 先行期間はどの程度あるのか

N-EWSは不動産価格の先行指標とのことですが、コロナのような急激なショックと、リーマンショックのように徐々に悪化するケースとでは、どの程度前もって変化を捉えられるかに違いがあるのでしょうか。

【回答】

平均すると、1年程度の先行期間があると考えています。ただし、ご指摘のとおり、ショックの性質によって差があります。コロナのように実体経済が急激に停止するケースでは、1年前から予測することは困難です。ただ、不動産価格そのものには遅行性があるため、実体経済の悪化から価格下落までには一定の時間差があります。2020年の第1四半期にシグナルが出て、その後、2021年に悪化が確認されたというのがその一例です。

一方、リーマンショックのように金融市場の悪化を経由して広がるケースでは、比較的早い段階から兆候を捉えやすいと考えています。特に、金融市場経由で悪化が波及する場合は、不動産市場に大きな影響を与える傾向があるため、注意深くみています。

【質問2】実体経済が傷んでも、不動産価格はすぐには動かないのか

今後、仮に実体経済が傷んだ場合でも、不動産価格はすぐには動かず、ある程度遅れて下落すると考えてよいのでしょうか。

【回答】

はい、そのように考えてよいと思います。オフィス市場や住宅市場が悪化する場合でも、金融機関の融資姿勢の変化、雇用や賃金の変化、需要減少といった要素が重なり、モメンタムが悪化して初めて価格下落につながります。そのため、ある程度の遅行性があるとみています。

現状では、金融市場は不安定ながらも持ちこたえており、私どもが特に重視している米国の資金調達環境や国内の融資姿勢にも、大きな悪化は見られていません。景況感も比較的良いため、足元では大きく崩れているとはみていません。

【質問3】クールマップの見方に付いて

クールマップでは、需給関係や雇用関係の一部が青や水色になっているように見えます。これはネガティブなシグナルなのでしょうか。

【回答】

ここは少しテクニカルにみる必要があります。たとえば有効求人倍率は前年差でみていますので、前の年に大きく改善した反動で、その後の改善ペースが鈍ると、統計上は悪化のように表れることがあります。したがって、絶対水準が悪いというより、改善テンポの鈍化を捉えていると理解していただくのが適切です。

【質問4】住宅市場の高騰は N-EWS と関係するの

か
東京周辺では住宅価格がかなり高くなっており、一般消費者が購入しにくい状況になっています。こうした住宅市場の状況は、N-EWS の考え方と関係するのでしょうか。

【回答】

N-EWS で直接みているのは、あくまで東京都のオフィス市場ですので、住宅市場を直接対象にしているわけではありません。ただし、住宅市場はオフィス市場にやや先行することがありますし、住宅市場の悪化は実体経済に幅広く波及します。その意味で、住宅市場の動向とオフィスの市況はある程度連動していると考えられます。今後もし住宅市場が鈍化した場合、将来的に実体経済やオフィス市場にも影響を及ぼす可能性はあると考えています。

【質問5】東京のオフィス需要は本当に強いのか

都心の再開発ではオフィス供給が続いていますが、東京のオフィス需要は本当に強いのでしょうか。需要の背景はどのように説明できますか。

【回答】

私どもの実感として、東京のオフィス需要は非常に強いです。特に人手不足が深刻化する中で、企業はオフィスを単なるコストではなく、人材確保のための投資として捉えるようになってきました。高機能で立地が良く、快適性や見栄えの良いオフィスは、採用戦略にも直結します。そのため、質の高いオフィスに対する需要は非常に強く、作っても足りないくらいだという印象があります。

一方で、立地やスペックの面で劣るオフィスについては、用途転換が進むケースもあります。ただ、東京では、人材獲得競争を背景として、良質なオフィスへの需要はなお強く、当面続くのではないかとみています。

【質問6】オフィス市場はショック後に回復する

のか
オフィス市場は、何か大きなショックがあると落ち込むものの、その後は比較的早く回復すると考えてよいのでしょうか。

【回答】

基本的には、そのようにみています。リーマンショックのときも、コロナ禍のときも、一時的には大きく落ち込みましたが、その後は回復してきました。東京のオフィス市場は市場規模そのものが大きく、厚みがあります。そのため、大きなショックで一時的に落ち込むことはあっても、経済全体が持ち直せば、需要も回復しやすいと考えています。

【質問7】 不動産価格下落そのものが次の循環の起点になるのか

不動産価格が下がることで担保価値が下がり、それがさらに資金調達環境を悪化させ、マクロ経済に波及していくというクレジットサイクル的な見方もあると思います。不動産価格の下落自体が、次の循環の起点になるという理解は可能でしょうか。

【回答】

まさにそのような面があります。金融市場と実体経済の双方が悪化すると、不動産取引市場が縮小し、価格下落が担保価値の低下を通じてさらに悪循環を生む、というスパイラルが起こり得ます。ただ、それが永続するわけではありません。価格が十分に下がり、政策対応も入ると、N-EWS は再び正常圏に戻っていきます。実際、IT バブル後、リーマンショック後、コロナ後の局面では、N-EWS が正常圏に戻る過程で価格も回復に向かっていることが確認できます。そうした意味では、N-EWS が正常化する局面は、次の好循環の兆しとしてみる事ができると考えています。

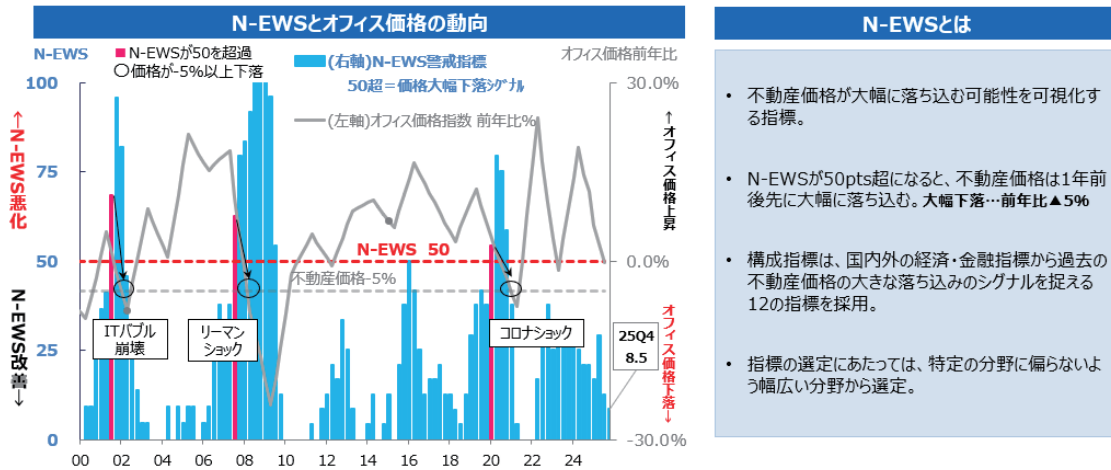
【質問8】 大きなショックがなければ、オフィス市場は右肩上がりなのか

2000年以降をみると、ITバブル、リーマンショック、コロナといった大きなショックがなければ、日本のオフィス市場はかなり右肩上がり推移してきたようにも見えます。この理解でよいのでしょうか。

【回答】

基本的には、そのようにみてよいと思います。その背景には、長期にわたる低金利環境や、デフレ下での金融緩和があったと考えられます。もちろん長期的には人口減少の影響も出てくるでしょうが、少なくとも足元では、東京への人口流入や企業の採用需要が続いており、都心のオフィス需要はなお強いとみています。

図表1



N-EWSとは

- 不動産価格が大幅に落ち込む可能性を可視化する指標。
- N-EWSが50pts超になると、不動産価格は1年前後先に大幅に落ち込む。大幅下落…前年比▲5%
- 構成指標は、国内外の経済・金融指標から過去の不動産価格の大きな落ち込みのシグナルを捉える12の指標を採用。
- 指標の選定にあたっては、特定の分野に偏らないよう幅広い分野から選定。

出所：国土交通省、(公社)東京都不動産鑑定士協会、三鬼商事、各種公開情報より野村不動産投資顧問作成
注釈：直近N-EWSは速報値を含むため過去に遡り修正することがある

図表2

N-EWS採用指標とクールマップ				25年Q4						
カテゴリー	個別指標	採用指標		19	20	21	22	23	24	25
米国	a 資産価格	米国不動産株	MSCI US IMI Real Estate 25/25 Index							
	b 景況感	米国景気	コンファレンスボード 米景気先行指数							
	c 資金調達環境	米国資金調達環境	FRB 銀行上級貸出担当者調査							
国内	d 資産価格	日本株	東証株価指数 (TOPIX)							
	e	J-REIT	東証REIT指数							
	f 景況感	景気動向 (先行)	内閣府 消費者態度指数							
	g	景気動向 (一致)	内閣府 景気動向指数CI指数 一致系列							
	h 資金調達環境	資金調達環境 (先行)	日本銀行 短観・金融機関の貸出態度 (中小企業・全産業)							
	i	資金調達環境 (不動産)	日本銀行 短観・金融機関の貸出態度 (大企業・不動産業)							
	j 需給	需給ギャップ	日本銀行 短観加重平均DI (需給ギャップ推定・物価先行)							
	k 雇用	企業の雇用センチメント	日本銀行 短観・雇用人員判断 (全規模・非製造業)							
l	雇用	東京都・有効求人倍率 (季節調整済)								

出所：野村不動産投資顧問 作成