



政策銀・北陸トピック

住宅価格下落保険は、金沢での定住促進に有効か？

～金融技術よりむしろ高齢化社会対応が定住促進のキーワード～

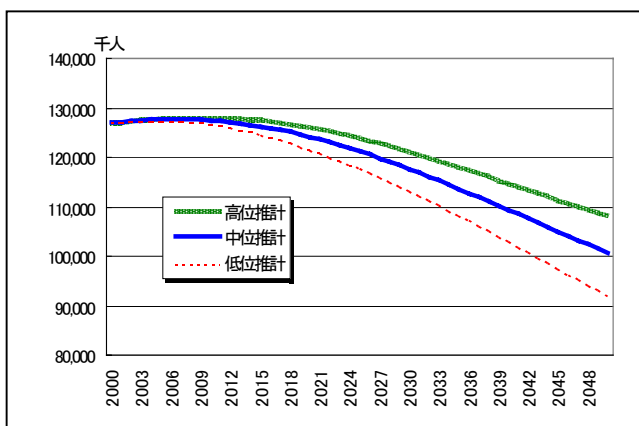
2003年12月

活発化する「金沢への定住促進」の議論

本格的な少子高齢化社会を控え、金沢では定住促進の議論が活発化している。現在、金沢市の人口は微増傾向にあるが、遠からず人口の自然減が避けられない。全国的に見ても2006年から総人口は減少に転じる見通しにある。激化する都市間競争に打ち勝ち、都市の活力を維持するには、定住人口や交流人口の維持増加が不可欠となる。2003年6月10日、金沢では、金沢市と住宅・宅地関係業界（住宅建築・販売7団体と土地建物取引3団体の計10業界団体が参加）が一体となり、「かなざわ定住推進ネットワーク」を設立した。定住促進に向け、官民が一体となるのは全国でも初の試みとされる。

ネットワーク」会議において、委員から、米国ニューヨーク州シラキュース市で2002年7月に導入された住宅価格下落保険の紹介があり、これを金沢での定住促進策として活用できないかとの議論がなされた。住宅価格下落保険は簡単に言うと、①住宅購入者が保険料を支払う代わりに、②一定期間後、住宅を売却する際に不動産市況が下落していた場合、③下落相当額が補填される権利を得る、というものである。不動産下落リスクを回避し、安心して住宅を購入できる環境を整えることにより、シラキュース市での住宅購入を促進しようというものである。こうした仕組みは、米国でも、かつてシカゴやボルティモアの一部地域に限って導入されたことがある程度とされる。

図1 日本の将来人口推計（平成14年1月推計）

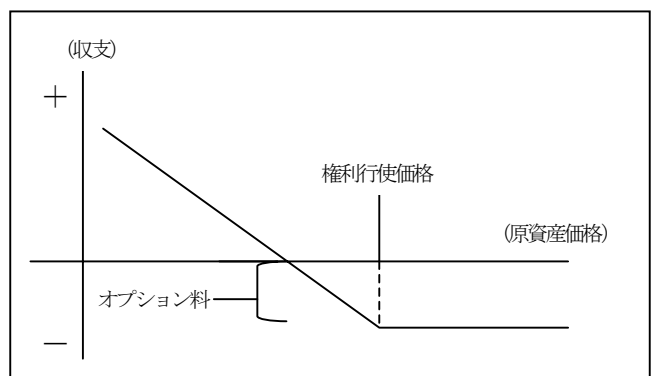


出所：国立社会保障・人口問題研究所

米国で導入された「住宅価格下落保険」

先頃（8月28日）開催された第3回「かなざわ定住推進

図2 住宅購入者・住宅価格下落保険取引に伴う収支



出所：各種資料より作成

人口14万6千人のシラキュース市で導入された住宅価格下落保険は、「Home Equity Protection Program」と称されるものである。これは、いわゆるプットオプション（＝約

定価格（権利行使価格）で原資産（＝住宅）を売ることができる権利）の形として捉えることができる。この場合、プットオプションの売手がシラキュース市（実際のオプション取引は市自体ではなく関連公的機関が担うが、以後は便宜的にシラキュース市と記述していく）、買手が住宅購入者となる。行政サイドであるシラキュース市にとっては、オプション取引の原資産である住宅価格が下落していけば、住宅購入者への支払額（＝権利行使価格－住宅売却価格）が大きくなり損失が拡大する。一方、住宅価格がいくら上昇してもシラキュースの利益は、オプションの買手である住宅購入者が支払うオプション料（＝保険料）に限定される形となる。オプション取引は、高度な金融デリバティブ手法であり、オプション料の算出は「ブラック・ショールズ・モデル」と呼ばれる複雑な計算式などを基礎に導き出されるものである。このため、取引時点において理論的には、住宅購入者が支払うオプション料と、将来見込まれるシラキュース市による住宅購入者への支払額は、等しい現在価値を交換していることになる。つまり、取引時点において、損得勘定は理論的には等しい計算となる。もちろん、不動産市況下落に伴い、シラキュース市の損失拡大リスクはある。こうした損失拡大リスクへの対応策として、シラキュース市へは連邦政府から5百万ドルの資本投下が行われている。また、年間400件、計2,000件程度を目途に取引を行う方針だが、資本の健全性、損失拡大の懸念がある場合は取引を制限することとしている。

#### 【Home Equity Protection Program の具体的スキーム】

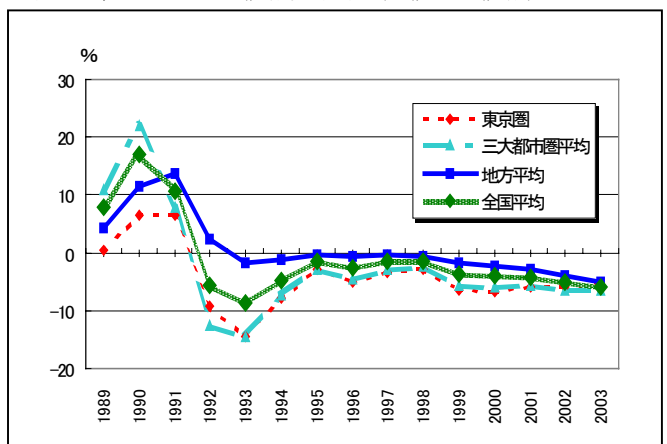
次に詳細なシラキュース市による Home Equity Protection Program のスキームを紹介しておきたい。例えば、シラキュース市内に住宅を購入する者（自己居住用が対象で既に保有している者でも良い）は、守りたい価格（権利行使価格）を決め、その1.5%のフィーを支払う。6万ドルの場合は900ドル。権利行使価格は、住宅価格の50～150%、ただし最低3万ドル、最高20万ドル（シラキュース市の平均住宅取引価格は約62,000ドル（2002年）で、これはサンフランシスコの1/8程度とされる）。住宅価格は、同じ郵便番号の地域内の住宅がインデックス化されて公表される。インデックスは、全国の不動産価格を調査している Mortgage Risk Assessment Corporation（MRAC）が算出する。3年以上居住し、売却する場合、インデックスが当初より下落していた場合、インデックス下落率を権利行使価格に掛けた金額がシラキュース市から支払われる。（権利行使

価格6万ドル、インデックス下落率20%の場合、12,000ドル）。保険期間は30年で、30年後に住宅を売却しない場合でも、住宅価格が下落していた場合は支払われる。一方、インデックスが下落したにもかかわらず、住宅を権利行使価格よりも高く売却した場合、住宅売却のキャピタルゲインに加え、インデックス下落部分の補填を受けることができる。これが、住宅購入者へのインセンティブとして作用し、適切な住宅管理に伴う街並み向上も期待されることになる。なお、同スキームは、Yale 大学、Freddie Mac などが開発したものである。

#### 不動産価格下落が続く日本では容易ではない

さて、住宅価格下落保険は金沢で導入可能だろうか。バブル崩壊以降、全国的に土地価格が一貫して下落基調にあるとはいえ、土地に値段がついている以上、オプション料のプライシングは理論的に可能ではある。しかし、精緻なプライシングを待たねば正確なことは言えないが、専門家は現実的なオプション料にならないと評価している。さらに、金沢におけるスキーム構築は、次の2点が大きな課題となる。①プットオプションを可能とする客観性の高い不動産インデックスを、誰がどのように作るのか、②プットオプションの売手となる行政のリスクヘッジ（損失拡大ヘッジ）スキームをどのように構築するのか、という2つの課題である。ここでは、土地価格部分の保険について言及した形で課題の議論を進める。これは、土地建物部を一体として評価する米国と同様の議論を進めることに、やや無理があるためである。

図3 住宅地の土地価格変動率（地価公示価格）



出所：地価公示平成15年（国土交通省）

【客観性の高い土地インデックス】

まず、インデックスの候補として地価公示価格（国土交通省）や基準地価格（国税庁）があげられよう。しかし、これらは実勢価格を反映していないとの批判が多く、住宅価格下落保険のようなスキームにストレートに馴染むものとは言い難い。さらに、大都市（特に駅周辺）に比べ、不動産売買の流動性が低い地方においては、不動産実勢価格の把握がより困難な状況にある。そもそもオプション取引は、原資産が市場（マーケット）で取引され、透明性の高い客観的なプライスが立っていることが基本となる。代表的なオプションである金利オプションや株式オプションも同様である。これが、オプション取引の客観的なインデックス提供を可能とする。一方、土地自体は不動産市場というマーケットで取引されているものの、個々の売買に個別性が強く反映される相対取引であり、常にプライスが立っているものではなく、オプション取引のための客観性確保は容易ではない。また、米国では、資産形成手段として住宅を買い換えていくため、中古住宅市場の売買も活発であり流動性が高く、複数の不動産業者が月次で平均住宅価格のインデックスを公表する等の背景の違いも指摘できる。土地白書（15年6月）によれば、日米の住宅ストックに対する中古住宅の流通量の割合は大きな差が見られる。白書は、住宅の耐用年数（日本26年、米国44年）、消費者の中古住宅への性能への不安等の要因を指摘している。

図4 各国の中古住宅流通量の比較 (単位：千戸)

|    | 住宅数     | 中古住宅流通戸数 | 中古住宅流通の比率 |
|----|---------|----------|-----------|
| 日本 | 50,246  | 156      | 0.3%      |
| 米国 | 119,628 | 5,113    | 4.3%      |
| 英国 | 23,000  | 1,225    | 5.3%      |

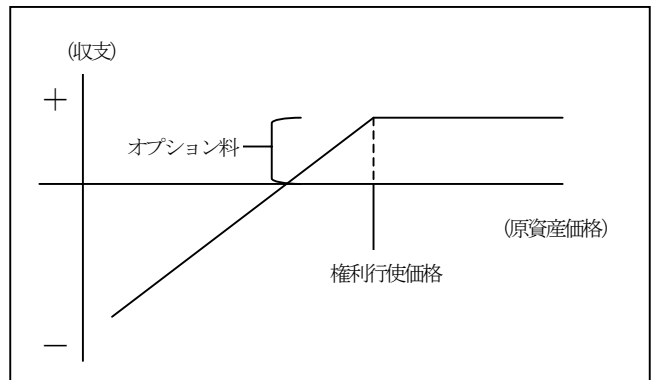
出所：平成14年度土地白書（国土交通省）

【行政のリスクヘッジ・スキーム】

オプションの売手となる行政サイドは、リスクヘッジ（損失ヘッジ）のスキーム確立が不可欠となる。住宅価格下落保険は、金融デリバティブ取引である。金融デリバティブ取引は、一歩間違えば多額の損失を被る可能性を秘めている。1994年12月、米国カリフォルニア州オレンジ郡がデリバティブ取引で多額の損失を出した事例もある（当時の郡の予算37.3億ドルに対して17億ドルの損失）。前述のように、原資産である土地はいわゆる市場（マーケット）で取引されていないため、金利オプションや株式オプ

ションのように原資産を絡めてリスクヘッジすることは容易ではない。また、ヘッジを土地価格と一番相関が強い商品（土地価格との連動性の高い商品）で行い、ヘッジしきれない部分を自己リスクのポジションに残すことも考えられよう。しかし、相関度の強い商品はなかなか見当たらない。売却したプットオプションを小口証券化して第三者へ売却し、リスクヘッジする手法もあるが、これも容易ではない。もちろん、リスクヘッジとは別に、定住促進策に伴う支出としてある程度の損失を覚悟する（一定規模の資本強化策も含め）という議論はあるかもしれないが、その財政負担がどこまで許容されるかとの課題が残る。

図5 シラキュース市・住宅価格下落保険取引に伴う収支



出所：各種資料より作成

定住促進は「高齢化社会」がキーワード

これまで述べてきたように、金沢における住宅価格下落保険の導入は容易ではない。移民増などもあり人口増加基調にある米国と日本とは、不動産需給構造が違うという背景も意識せざるを得ない。このため、定住促進は、「金融技術」よりもむしろ「高齢化社会」をキーワードに、これを前向きに捉えた形で考えていく発想が必要ではなかろうか。例えば、住宅価格下落保険のような金融手法を不動産に対して用いるのなら、むしろリバースモーゲージの方がより現実的であり、消費喚起に伴う経済効果も見込めるのではなかろうか。リバースモーゲージとは、高齢者が居住する住宅や土地を担保に、一括あるいは年金方式で融資を受け、死後、担保不動産を売却処分して一括返済するもので、米国で1960年代に始まり、近年普及が拡大している制度である。日本でも東京都武蔵野市（1981年）など一部の自治体が導入したが、普及拡大には至っていない。当然リバースモーゲージも、担保不動産下落に伴う担保割れリスクなどは存在するが、リスク対応力を強めたスキー

ム構築により、定住促進のみならず消費支出拡大などの経済効果も期待できる。高齢者は若い世代に比べ資産を有しており、それを活用して老後を豊かに送るという潜在需要がポイントとなる。また、米国では、積極的に高齢者誘致に動く自治体もあり、地域活性化の手法として注目を集め始めている。米国アリゾナ州の高齢者コミュニティ「サンシティー」は先駆的存在であり、その他フロリダ州、カリフォルニア州などでも高齢者誘致の動きが見られている。健康的で富裕な高齢者がもたらす、財・サービス産業における消費効果に加え、高齢者嗜好に合わせたリゾート型コミュニティ整備市場への住宅産業の新規参入の動きも確認されている。もちろん、高齢者を受け入れることに伴う、医療費などの公共サービス負担の議論は必要である。日本政策投資銀行ニューヨーク事務所は、2003年3月に、海外駐在員レポート「高齢者住宅の新たな展開～米国のアクティブ・シニアと高齢者誘致による地域活性化～」を発表、最近の米国における高齢者誘致の概念、経済効果、住宅整備の動向について紹介しており参考となる。以上は、あくまでもヒントに過ぎない。しかし、定住促進の議論は、「高齢化社会」というキーワードを前向きに捉える発想が欠かせないと考える。

#### (参考文献)

- ・第3回かなざわ定住推進ネットワーク会議資料
- ・米国ニューヨーク州シラキュース市ホームページ
- ・平成14年度土地白書(国土交通省)
- ・地価公示平成15年(国土交通省)
- ・デリバティブの知識(千保喜久夫、日経文庫)
- ・リバースモーゲージ再評価を(酒井博司、2003年9月15日付日本経済新聞経経済教室)
- ・米国における高齢化と地域開発の新潮流(日本政策投資銀行ロサンゼルス事務所、RPレビューVol.6)
- ・高齢者住宅の新たな展開(日本政策投資銀行ニューヨーク事務所)

〒920-0937 石川県金沢市丸の内4-12  
日本政策投資銀行北陸支店(支店長:岸野努)  
お問い合わせ先:企画調査課 西山  
Tel:076-221-9859 Fax:076-222-9194