

価格指数不要の住宅価格保証保険 個人を住宅価格変動リスクから切り離す

小林秀二

不動産金融工学研究所

hideji@u01.gate01.com

福井義高

青山学院大学大学院国際マネジメント研究科

fukui@gsim.aoyama.ac.jp

2003 年 10 月

2004 年 10 月 9 日改訂

旧題：住宅価格保証保険はビジネス化可能である：個人を住宅価格変動リスクから切り離せ

要旨

住宅購入は、危険な投機になってしまっており、価格変動リスクを個人から切り離す仕組みが必要である。一方、住宅資産市場における情報の非対称性・市場リスク等の問題点は、オプションや証券化等金融技術の組合せと IT によるリスク管理で対処が可能である。

住宅価格保証保険は、従来の住宅資産保険と異なり、不動産価格指数が不要で、個人の将来不安を取り除き、生活の自由度が増し、社会全体のリスクを減らすことができ、住宅関連産業、金融機関や周辺ビジネスの他経済全体にも好影響を与える。ただし、保険ビジネス立ち上げ段階では、法整備など国によるインフラ支援も必要である。

価格指数不要の住宅価格保証保険

個人を住宅価格変動リスクから切り離す

Houses are built to live in and not to look on.

Francis Bacon

1. ハイリスクな住宅購入

一般の個人にとって、住宅は一生のうち最大の買い物である。一旦購入するとライフスタイルや家族構成の変化に簡単に対応できず、かなりの程度柔軟性が失われてしまう。また、ライフステージに制約され、売買のタイミング選択も限られ、社会的・空間的にも無駄が発生しがちとなる。

それならば賃借を選択すればよいかというと、税制の歪みにより購入より不利になるうえ、加えて法律が借家人を極めて強く「保護」しているため良質な賃貸住宅の供給は期待できない。また、情報の非対称性の大きさから、家族向けの戸建賃貸住宅は少なく（アメリカも同様）、高齢者向けの賃貸は、富裕層向けの極端に高額なものだけである。したがって、不安を持ちながらも住宅を購入せざるを得ない。

こうした住宅購入は投資しているという意識が希薄であるにも関わらず、実際にはリスクの高い資産への投資である。しかも購入価格の大きな部分を住宅ローンで調達するという、レバレッジを強く効かせた極めて危険な投機となっている。

個人が否応なく大きなリスクを負わされ、不動産価格の変動が生活の基盤を左右してしまう。将来の不確実性の存在は、漠然とした不安を与え、それが心理要因として個人消費の低迷にもつながる。また、不動産購入を躊躇させ、低品質の賃貸住宅での居住を長引かせることにもなる。

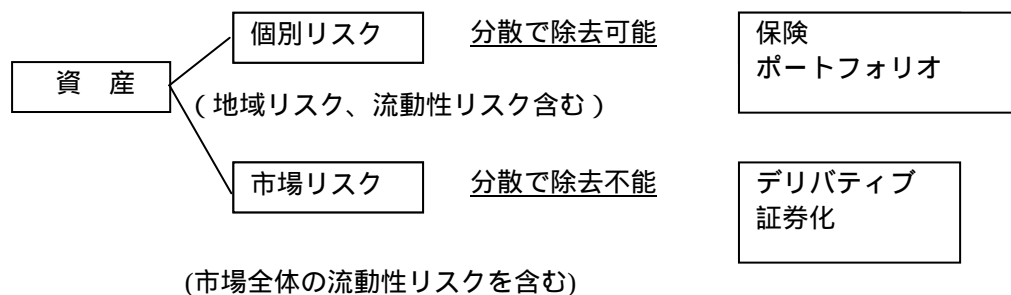
不動産価格が上昇基調にあった時代には問題が隠れていたものの、「バブル」期前後の購入者は、住宅を手放しても借金だけが残るような事態に追い込まれたり、そこまで至らなくても、著しい価格下落による不公平感や不安感を持ち続けている。それを投機の失敗による自業自得と突き放すことは酷過ぎる。

結局、購入してもしなくても、多くの個人が住宅に関して常に不安や不満を持つことになる。逆にいうと、こうした不安を取り除けば、住宅市場だけでなく経済全体にも好影響を与えることができるはずである。

住宅価格の変動リスクは個人ではなく、リスク・マネーがリターンを求めて引き受けるのが理想である。もし個人が不動産市場のリスクを取りたければ、別にそうしたプロが運用する REIT 等の金融商品を購入すればよい。昨今の金融技術はこうしたリスクの分散や移転を可能にしているにもかかわらず、一般の個人にとって重要かつ最大の資産である住宅の価格変動には適切なヘッジ手段が見当たらないのである。

2. 不必要な個別リスク

一般に資産価格のリスクは大別して、個別リスクと市場リスクに分けられる。多数の資産をポートフォリオとして持った場合には、市場リスクは分散できないものの、分散投資効果により個別リスクはゼロとすることができる。しかし、ひとつの資産(多くの人にとっての住宅)が全資産の大半を占める場合、本来除去可能な個別リスクまで背負ってしまうことになる。



不動産の場合は、流動性リスクが高く、ある地域のみ地価が下落するリスクもある。こうした広義の個別リスクも個人にとって避けたいリスクであり、しかも本来除去可能であるにもかかわらず、個人が背負う状態となっている。

3. 従来の住宅資産保険の問題点

これまで考えられてきた住宅資産保険 (Home Equity Insurance) は、実際の取引価格だけでなく、モデルに従って精緻な価格指数 (インデックス) を作成し、それをもとに決済を行うことを考えてきた。しかし、価格指数と不動産の市場価格に乖離が生じた場合、とくに素人である住宅保有者にとっては、評価が適正に行われていないという不信感が生じることは避けられない。現在、住宅資産保険を提唱する研究者 (例えば、Caplin et al. (2003)、Shiller (1993, 2003)、Shiller and Weiss (1999)、森平 (2003) を参

照)は、こうした指数作成に精力的に取り組んでいるものの、当事者が納得する指数の整備は難しい。

さらに、損害保険のように発生確率が過去の経験によって相当正確に推定可能な個別リスクだけでなく、市場リスクも引き受けることになり、引受人がリスクを管理するための二次市場が必要である。また、リスク移転するにしても、住宅購入者と引受人の間に存在する情報の非対称性の問題が避けられない。

このように、住宅価格変動のヘッジ・ニーズの存在とそれに対する住宅資産保険の有用性は認識されており、米国をはじめ研究は進んでいるものの、日本ではもちろん米国でもほとんど普及していない。これは、当事者が納得できる客観的時価がわからない資産であることや市場リスクを対象にしていることに原因がある。したがって、これまでの保険とは違う発想と IT を使った大規模なデータ整備とシステム化が必要となる。

4. 保証額は所有者が選択

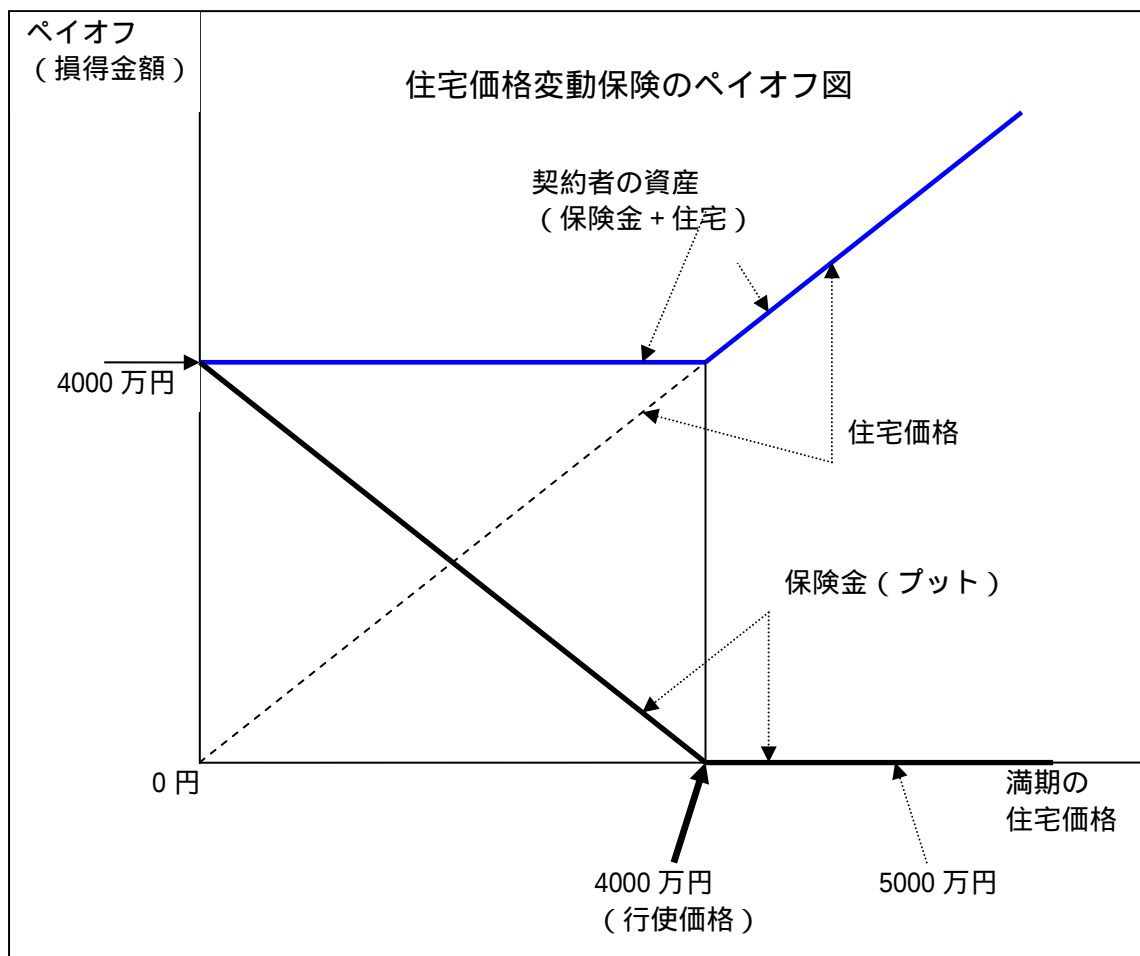
従来の住宅資産保険の問題点を踏まえて、我々の考案した住宅価格保証保険 (Home Price Guarantee Insurance) は、将来の時点で対象住宅をあらかじめ決められた価格で買取ってもらえる特約保険である。これはファイナンスでいう「プット・オプションの買い」であり、この権利を住宅所有者にローン契約時などに一括で購入してもらう。

住宅所有者が契約時に選んだ行使価格で、満期時に引受人(金融機関)が買取ることとを保証し、所有者が満期時に自分の判断した価格をもとに、権利行使するしないを決めることで、価格指数や査定価格に関する問題を解決する。引受人による買取り時の価格査定が不要となることから、従来の住宅資産保険との相違であり、この仕組みの重要な点である。

実は、日本には住宅価格保証保険に近い性格を持った保険がすでに受け入れられている。それが地震保険や地震債券である。通常の損害保険と異なり、地震保険は地震という除去できないリスクを対象としている。火災は多数の法則に従い発生するけれども、地震保険の主たる対象である来るべき関東大震災は一世紀に一度起こるか否かであり、その際には日本経済は大きな打撃を受ける。それゆえ、期間も5年が最長となっている。

ここでは、地震保険にならい期間 5 年とし、途中解約不可のヨーロピアン型プット・オプションとして具体例を示す。なお、資産評価モデルは Shiller and Weiss (1999) に拠った。

戸建住宅を 5000 万円（土地 2500 万円・建物 2500 万円）で購入するとき、ローン設定と併せて 5 年満期の買取り価格 4000 万円（行使価格）の住宅価格保証保険を購入する。無リスク利率 2%、今後の不動産価格は平均下落率 3%（5 年で建物は 20%、土地は 10% 下落）、標準偏差 5% で推移すると、保険料（オプション料）は 60 万円程度となる。5 年後に住宅価格が 3000 万円まで下がっていたら、権利行使すれば引受人（保険会社）が 4000 万円でその住宅を買取ってくれる。逆に 4000 万円以上の価値があれば、権利放棄すればよい。住宅所有者にとって、資産価格は最悪でも 4000 万円となり、値上がりの時は権利行使せず、そのままキャピタル・ゲインを享受できるのである（図参照）。



オプションとは権利行使の選択権のことであり、この「良いとこ取り」の権利購入の値段がオプション料（保険料）にあたる。60 万円のオプション料をあらかじめ支払うことにより、将来の価格下落リスクを回避できるのである。もし、途中でその住宅を売却しなければならない場合には、その権利も付けて売却すれば、高く売れることになる。また、この保険が付いている限り担保価値も上がるわけであるから、ローン金利や保証料設定はオプションの価値に応じて安くなるはずである。もちろん、通常の損害保険同様、所有者の事情や好みで行使価格、行使できる期間（アメリカン型など）等はいろいろなメニューの中から選ぶようにできる。

引受人は、購入者の選んだ組合せごとに市場動向に応じたオプション料を計算する。5 年後、4000 万円未満となって購入者が権利行使すれば、その住宅を 4000 万円で買取り、価値が 4000 万円以上で購入者が権利行使しなければ、なにも起こらずオプション契約は終了する。この場合、オプション料 60 万円が引受人の利益として確定する。引受人のキャッシュ・フローは、ビジネス開始から数年は入金のみで、一定期間経過後、権利行使された場合、物件の行使価格を支払い、不動産の所有権を手に入れる。なお、権利行使は購入者の義務ではなく権利であり、4000 万円未満でも購入者が権利行使しないこともあるし、4000 万円以上で権利行使されることもある。機会主義的行動を防ぐため、権利行使と所有権移転のセットを原則とするけれども、合意の上、差金決済してもかまわない。

5. 市場リスクの移転

ただし、火災・事故等と違って、不動産市場全体の大幅な下落局面では保険料とその運用益だけでは賄いきれない状況も予想される。こうした市場リスクをヘッジする手段としては、住宅系 REIT や不動産会社株等の売りポジション、価格が不動産と逆に動く金融商品の購入や保険市場における再保険、共同保険、危険準備金などが考えられる。また、世界全体の保険市場で見れば、日本市場の不動産リスクはかなりの程度除去可能であり、通常の損害保険と変わらない。

さらに、保険市場のキャパシティでは足りない場合でも、規模が大きく相関の低い金融市場全体でリスクを引き受ける仕組み作りは証券化により可能である。ただし、

通常の証券と異なり保険金の支払い等があるため、次のような保険金支払いリスクを投資家に転嫁する工夫を行う。

まず、リスク・プールを特別目的会社に移し債券を発行し投資家に買ってもらう。通常より高いクーポンを払う一方、満期時の元本償還額は、地価下落に応じて減額する。もちろん、地価が下落しなければ、満額が償還される。この場合、減額の査定は、実際の保険支払い額ではなく、地価公示価格（住宅）平均等の第三者機関による数値を元に算定する。こうした工夫が必要なのは、投資家と保険引受人の間にも情報の非対称性等があるため、取引可能なリスクに転換させるために客観化・明確化・迅速化が必要だからである。この取引は、投資家から見れば、クーポン債のロングとプット・オプションのショートの合成ポジションとなり、一方、保険引受人は元本償還額の減額により、住宅価格下落時の保険金支払いリスクをヘッジできる。このようにして、証券化の手法により、資本市場全体にリスクを移転することができる。逆に投資家にとっては、REIT 同様、投資機会の拡大であり、資本市場を通じて実質的に保険リスクを引き受けるビジネスが成り立つことを意味する。そもそも、地震保険が成り立つのであるから、克服不可能な困難があるとは思えない。

6. その他の問題点

不動産に占める土地の価格割合が高い日本では、建物の維持補修を十分に行わないモラルハザードの問題は大きくない。この日本の特性が指数を利用することなく買取りを可能にする。地価の安い地方物件や建物価値が高い場合は保険料算定に織り込めばよい。

この商品を投機に利用する者が出る可能性は否定できないものの、行使価格の上限を購入価格よりある程度低く設定すれば、投機で儲けることはほとんど不可能である。これは、損害保険の免責額を一定以上にすることで、機会主義的行動を防ぐのと同じ発想である。なお、物価変動リスクに関しては、物価連動債も発行され、環境は整ってきているけれども、通常の保険同様、名目価格の保険から始めた方が分かりやすいだろう。

保険料は、個々の案件により異なり、同質性に欠けるため、個別引受けの一環として、IT を駆使し、大規模データベースと評価モデルを組み合わせ、一件ごとに異な

る条件を契約者に提示する。引受人は市場動向とリンクした全体のリスク管理を行う。地域や権利行使期間が集中しないよう、リスク管理を念頭に置いたマーケティングも必要となる。また、支払余力の算定、危険準備金の積増し、再保険等の意思決定もタイムリーに行う必要がある。

ただ、こうして仕組みを完成させても、ビジネス立ち上げ時には、保険加入者・引受人ともに不安が残るだろう。したがって、最終引き受けも含めて、国の支援が検討されていい。特に、引受人の倒産リスクやオプションの法的根拠に対しては何らかの法整備が必要である。国民経済への好影響を考えれば、国が永続的に最終的リスク引受人となる制度設計も考慮に値する。

7. 誰もが得する仕組み

住宅価格保証保険は、住宅関連産業や仲介業はもとより、金融機関、鑑定機関、周辺ビジネス等にとっても有力なビジネス機会（例えば、リバース・モーゲージの実行阻害問題の解決）、投資家にとっては新たな金融商品を提供することになる。そして何より、無駄な個別リスクを取り除くことで、誰もが得する仕組みであり、社会全体に与える好影響は計り知れない。

参考文献

- 森平爽一郎 (2003) 「不動産価格指数デリバティブズの評価モデル：ヘドニック価格指数と Esscher 変換にもとづく」慶應義塾大学総合政策学部。
- Caplin, A., W. Goetzmann, E. Hangen, B. Nalebuff, E. Prentice, J. Rodkin, M. Spiegel and T. Skinner. 2003. Home Equity Insurance: A Pilot Report, Yale ICF Working Paper 03-12.
- Shiller, R. J. 1993. *Macro Market*. Oxford, U.K.: Oxford University Press.
- Shiller, R. J. 2003. *The New Financial Order: Risk in the 21st Century*. Princeton, U.S.A.: Princeton University Press.
- Shiller, R. J., and A. N. Weiss. 1999. Home Equity Insurance. *Journal of Real Estate Finance and Economics* 19 (1): 21-47.