特集 不動産流通市場の活性化 【論説】

米国の不動産流通市場と金融面での連携

US existing home sale market and its linkage with financial infrastructure

Masahiro KOBAYASHI : Chief Economist, Global Market, Survey & Research

Department, Japan Housing Finance Agency

小林 正宏*

keywords : US housing market, TBA

I. はじめに

アメリカの住宅市場が中古住宅中心であることは広く知られている。実際、足下の新築住宅着工戸数は年率70万戸前後で推移しているのに対し、中古住宅販売戸数は450万戸程度と、6倍以上の開きがある。新築住宅の販売戸数との比較では、10倍以上となり【図1】、住宅販売戸数に占める中古の比率は9割以上となる。

図1 アメリカの中古住宅販売戸数の新築住宅販売戸数に対する倍率（戸建て）
（資料）米商務省，National Association of Realtors

このような中古住宅中心の市場構造はアメリカに特有のものではなく、ヨーロッパでも、イギリスを中心に、似た状況の国は多い。中古住宅の価格が新築住宅と比較して大きく下落しないことが、

リバース・モーゲージがアメリカで拡大した一つの要因にもなっていた。ただし、因果関係としては、中古住宅の価格が維持された結果としてリバース・モーゲージが普及したのであり、リバース・モーゲージを導入しても中古住宅市場が活性化するわけではない。

中古住宅の取引が欧米で活発な要因は幾つか考えられるが、本稿では、非金融的要因と金融的要因に分け、日本の中古住宅市場活性化へのインプリケーションを考察することとする。

II. 非金融的要因

日本では、よく「新築マンションは買った瞬間に2割下がる」などと言われる。新築住宅の価格には、分譲業者の広告費や利益等も含まれており、それが分譲業者にとっての付加価値となるのであり、乖離があること自体は問題ではない。問題は、乖離があることを許容しない風潮が世の中に蔓延する要因であり、そこには、不動産価格の不透明感、不信感といったものが底流にあり、中古住宅の場合は特にその点が強調される。ただし、物件価格についての情報の公開を拒否したがる売り主もなお多く、そのような意識を超越する強制的な情報開示が可能か否かは、なお議論が残る。

アメリカでは、伝統的に、新築住宅と中古住宅の価格差が小さかった。1970年から2005年までの

価格差は平均で13.2%に過ぎなかった。ただし、2006年以降、差押物件等の投げ売りにより中古住宅の価格に下押し圧力が強まる一方で、新築住宅は建築費の高騰で価格に下方硬直性が生じ、足下までの価格差の平均が22.9%に拡大している【図2】。

図2 新築価格の割高度と販売戸数倍率
(資料)米商務省, National Association of Realtors

とはいえ、日本と比較すれば、新築住宅に対するこだわりが低いアメリカでは、中古住宅の価格は相対的に安定している。その要因の一つは、コミュニティの周辺住民の構成や学校のレベルを気にするアメリカ人が多く、誰が来るかわからない郊外に分譲地よりは、現況を確認できる中古住宅の方が好まれる点が指摘される。

また、日本人の場合は、特に持家において、施主の好みが強く反映される風潮がある。アメリカでは住宅のデザインがずっと単調で、結果的に、一つの物件に対して、より多くの購入者が受け入れ可能となる「大数の法則」が働き易い。住宅がコモディティ化しているとも言える。より多くの需要が顕在化することで価格発見の機会も増え、価格の透明性も向上することになる。

更に、米商務省の統計によれば、2010年に引越した人は3,541万人で、全人口の12.5%が1年間に引越している。逆数を取れば、8年に1回引越す計算となる。同じ数字を日本について総務省統計局の「住民基本台帳移動報告」に基づき計算すると、2010年は移動者数508万人で、引越

越し率4.04%となり、逆数を取ると24.8年に一度引越していることになる。アメリカでは日本の3倍、住宅の回転率が早いということになるが、これは労働市場の弾力性とも深く関係している。すなわち、アメリカでは地域による景気動向の違いが大きく、例えばニューヨークが不景気でも、カリフォルニアでは職が見つかり易い、ということがよくあった。このため、職を求めて移動することが頻繁に起こり、すぐに住める先として、既存(中古)住宅に対する需要が根強いという側面もあった。

Ⅲ. 金融的要因

アメリカの中古住宅市場を支える金融インフラにTBA市場がある。TBAとはTo Be Announcedの略で、MBS(Mortgage Backed Securities:住宅ローン担保証券)の発行方式における「プール未指定取引」と訳される。

アメリカでは、住宅ローンは30年固定が一般的で、足下では9割以上のシェアとなっている。その金利を申込時に固定(ロックイン)するためには、申込時から資金交付時までの金利変動リスク(パイプラインリスク)をヘッジする手段が必要であり、繰上償還というキャッシュフローの不確実性(=Prepayment Option)のある住宅ローン債権の場合、元本を固定する通常の金利スワップではヘッジできない。このため、未発行のMBSを事前に売却する市場が必要であり、そのような機能を提供するのがTBA市場である。アメリカでは1981年にファニーメイや証券業界(当時のPublic Securities Association:PSA)等が協力し、Uniform PracticeというTBAの市場慣行を確立した【図3】。

TBA市場はファニーメイ、フレディマック、ジニーメイのAgency MBSのみを対象とする市場であり、これらのMBSはSEC(Securities and Exchange Commission:証券取引委員会)登録免除となっている。住宅ローンを融資する金融機関は、TBA市場でMBSをショートすることでパイ

図3 TBA取引の流れ

ブラインリスクをヘッジできるが、MBSのフォワードの価格は、金利上昇局面ではアンダーパーとなる。この差額をドロップと呼ぶが、その相当額を借入人にポイントと呼ばれる手数料を課すことで、コストを転嫁できる。

ただし、そのような形でヘッジできる期間は90日程度までであり、工期の長い新築住宅には適さない。ここに、中古住宅が金融面で有利になるアメリカのMBS市場の特殊性に結びつくことになる。

Ⅳ. 日本へのインプリケーション

日本の新築着工においては、貸家の占める比率が比較的高い時期が長かったこともあり、アメリカとの比較を論じる場合には、多少割り引いて考える必要があるが、その要素を考慮しても、なお新築住宅に対する志向の強さは否めない。

度重なる地震をはじめとした自然災害や省エネルギー化推進等の観点から、技術革新により諸性能の高い住宅に対する需要が強くなるのはやむを得ない側面もある。また、単純に他人が住んだ中古住宅は嫌いという人が一定に存在することについては、金融面での対応は限界がある。価格の透

明性向上については、機構や民間金融機関が融資時に入手した物件価格情報と、国税当局や売買仲介業者等が保有する物件価格情報を共有化して巨大なデータベースを構築できれば、透明性が高まるのは間違いないが、最初に述べたとおり、個人情報保護の壁もあり、実現へのハードルは高い。国土交通省の『中古住宅・リフォームトータルプラン』でも情報提供の充実が指摘されており、その成果が期待される。

アメリカの場合、ファニーメイとフレディマックは買い取り債権に係る住宅価格情報を共有し、3,400万件の売買情報データベースを構築している。これにより、住宅の担保価値をより正確に計測できるとされてきたが、今回のバブル崩壊による信用リスクの急増を踏まえると、データがあるだけでは不十分という教訓も導かれる。

金融面で中古住宅を新築住宅よりも優遇するアプローチの一つに、新築住宅の担保評価をより厳密に行うという考えも可能だろう。融資率(LTV)は住宅ローン審査の重要な項目の一つであるが、日本の融資審査で新築住宅の不動産鑑定評価を行うことは一般的でない。鑑定評価強化の方向性は、金融安定理事会(Financial Stability Board:FSB)

が2012年4月に出した健全融資審査慣行原則(Principles for Sound Residential Mortgage Underwriting Practices)でも打ち出されている。

ファニーメイでは、コンドミニアムの融資に対しては、ある程度以上入居が進んだ物件でないと買い取り対象としていない。日本のような青田売りだと、売れ残りが多く発生した場合に、物件全体の価値が下がるという懸念が背景にある。しかし、そのような融資慣行は日本の金融界には根付き難いだろう。新築住宅と中古住宅の購入者の属性に依存する部分も大きいが、新築住宅を中古住宅に劣後させる合理的根拠が見出し難い。

新築時に一定の耐久性要件を満たした住宅等に対し、将来的にリバース・モーゲージが利用可能とするような制度を組み合わせることで、建物の価値を多少なりとも市場化する方策も考えられる。また、一定の品質が確保された中古住宅の借り換え融資に対し、アメリカのように完済時年齢の上限を撤廃し、35年償還が適用できるようにすることも考えられる。ただ、いずれも短期的な市場活性化には繋がらない。

唯一、中古住宅が新築住宅に勝る点があるとするならば、パイプライン期間の短さであろう。アメリカのTBA市場は、通常90日程度までを対象としており、同様の制度を導入した場合でも、日本のタワーマンションのように1年～2年といった長期間の金利変動リスクを低コストでヘッジする機能を提供できるとは考えられない。アメリカでも、新築住宅の建設時から金利を固定するConstruction to Permanent Loanがあるが、金利の高さから利用は一般的ではない。

更に、TBA市場創設のためには、現行の機構MBSの発行方式も変更する必要がある。現在は、超過担保方式によりAAAの格付けを取得しているが、超過担保率は発行回号ごとの担保資産プー

ルの属性を格付機関が分析して計算する流れとなっている。プールの属性を見ないTBA取引においては、多少保守的な超過担保率を事前に設定するような方式も考えられるが、現行の発行方式とは連続性が失われ、場合によっては調達コストが上昇するリスクもある。TBAでは、MBSの表面利率は50bp(=0.5%)刻みに設定され、1/32ドル(1ティック)刻みの時価で取引される。一方、機構MBSは1bp刻みで常にパー発行される。TBA方式により、同一銘柄が増えることで市場の厚みと流動性が増し、スプレッドがタイト化するという見方もあるが、日本では時価発行に対応できない投資家がおお多いとの見方も存在する(この点は過去にも幾度となく議論された)。特に、カバードボンドに近い法的構成に対する市場関係者の評価が一定に定まってきた中で、敢えて発行方式を変更するには、一層の市場との対話が不可欠となろう。

なお、金融的要因について、日本における従来の住宅金融公庫の直接融資では、中古住宅の融資条件は新築住宅より金利や融資額の面で劣っていた時代もあった。しかし、住宅金融支援機構に移行し、フラット35においては、中古住宅の融資面での劣後性はなくなっている。

いずれにせよ、国土交通省の『中古住宅・リフォームトータルプラン』で示された方向に市場環境が整備されていくことが望まれるのは言を俟たない。その中で、金融面については、資本市場の整備の観点からも、市場関係者の意見を踏まえつつ、TBA市場創設に向けた議論が再活性化することを期待したい。

※本稿の意見にわたる部分については個人の見解であって、住宅金融支援機構の見解ではありません。