

# 平成 19 年度不動産デリバティブの可能性とその普及・啓発に関する

## 調査業務報告書 概要

### 【調査の目的】

不動産デリバティブについては、近年、英国や米国を中心として諸外国において様々な形で実施されるようになってきている。また、バブル崩壊を契機とした不動産のリスク資産化を背景に、今後、わが国においても不動産デリバティブ登場への期待が高まっていく可能性があると考えられる。

これらを踏まえ、国土交通省では、平成 18 年度に「不動産デリバティブ研究会」を立ち上げ、日本における不動産デリバティブの可能性などを検討し、その成果を「不動産デリバティブ研究会報告書（平成 19 年 6 月）」としてとりまとめた。当該報告書において、「今後実施または検討すべき政策」として、「不動産デリバティブに係る研究の促進」等がまとめられたことを踏まえ、健全な不動産デリバティブ市場の形成に必要な市場制度等の条件整備の検討を進めていくため、本調査を実施した。

### 【1. 不動産デリバティブ取引の現状把握】

現在、不動産デリバティブ取引は、イギリス、フランス、ドイツ、アメリカ、香港、オーストラリア、イタリア、スイス、日本、カナダ、スペインの 11 ヶ国において行われた実績が報告されている。ただし、イタリア、スイス、日本、カナダ、スペインにおける取引はテスト取引が 1 件だけ行われたに過ぎず、本格的な取引市場は未形成である。また、今後、シンガポール等で取引が行われることが期待されている。

イギリスでは 1991 年に世界で最初に不動産デリバティブ取引が開始された。その背景には、1980 年代に既に信頼性の高い不動産鑑定制度の整備や IPD による不動産インデックスの提供が行われていたという基盤が存在していたことが挙げられる。2000 年頃から Prudential 等の大手機関投資家の不動産に係るリスクヘッジニーズが高まり、こうしたヘッジに係る税制上の問題が 2004 年の税制改正によって解消されたことによって、不動産デリバティブの取引が活発に行われるようになった。

アメリカでは 1990 年頃から取引が行われているが、現在では多数のインデックスが乱立し、投資家がどのインデックスを利用すべきか混乱を来していたことに加え、昨今のサブプライム問題の影響（信用収縮）により、不動産デリバティブ取引は活発に行われているとは言えない状況にある。ただし、NCREIF が提供する商業用不動産の有力なインデックスである NPI について、Credit Swiss の取引ライセンスの独占状態が解消されたことや、サブプライム問題による不動産に係るリスクに対する認識の変化とヘッジニーズの顕在化、外国人投資家によるインデックス投資への非課税措置の明確化などにより、今後の不動産デリバティブ取引の活性化が期待される。

フランスは（2006年に初取引）、イギリスに次ぐ規模の不動産デリバティブ市場を有すると言われている。しかし、イギリスの市場規模には遥かに及ばない。ドイツ（2007年に初取引）でも不動産デリバティブの取引が活発に行われている。両国では、不動産投資ファンドに対する不動産デリバティブの活用に関する規制措置があるが、今後、市場の流動性の向上が図られれば、不動産デリバティブ取引のさらなる活性化が期待される。

わが国では、Grosvenor と Royal Bank of Scotland によって 2007 年 7 月に初取引が行われている。

現在の不動産デリバティブの主な取引形態は、IPD 等の不動産投資インデックスに基づく OTC 取引でのトータルリターンスワップである。また、近年では、オプションも取引されるようになってきている。今後、不動産デリバティブ取引がさらに活発化し、投資家のニーズへの対応が進めば、取引形態のさらなる多様化が進むと考えられる。

## 【2. 不動産デリバティブの商品スキームとリスクヘッジニーズ】

不動産デリバティブの商品スキームとしては、デリバティブ商品の基本的なスキームである先物、オプション、スワップなどが挙げられる。不動産デリバティブの取引が既に行われている地域では、スワップのニーズが最も高い。一方、近年不動産価格が一貫して上昇してきた香港では将来の不動産価格の上昇機会を確保するとともに下落リスクをヘッジするためのプットオプションのニーズもあり、また、米国の CME（Chicago Mercantile Exchange）では住宅用不動産インデックスである S&P/Case-Shiller の先物やオプションの取引も実施されるなど、スワップに限らず、先物やオプションのニーズも十分にある。

不動産デリバティブに対するニーズは、リスクヘッジ、不動産関連投資による投機（スペキュレート）、不動産デリバティブ市場と他の関連市場の間に生じる価格差を利用してさや抜きを図ろうとする裁定取引（アービトラージ）のいずれかに分類される。不動産デリバティブ市場ではこれらのニーズが互いに結びつき、取引が行われることとなる。ヘッジニーズについては、さらに、保有する不動産の資産価値変動に対するヘッジ、不動産から生み出されるキャッシュフローの変動に対するヘッジ、担保不動産の資産価値下落リスクのヘッジ、ポートフォリオの再構築を通じたヘッジ（アセットアロケーション）に分類される。一方、不動産デリバティブのニーズを持つ取引主体としては不動産業者、不動産投資信託、金融機関、海外の機関投資家、一般企業に加えて、家計や国も考えられる。多様な主体が多様なニーズに基づいて取引を行うことで不動産デリバティブ市場は形成されていく。諸外国では、不動産業者・金融機関（保険会社・年金ファンド）が持つ保有する不動産の資産価値変動に対するヘッジニーズと不動産から生み出されるキャッシュフローの変動に対するヘッジニーズ、金融機関（銀行）が持つ担保不動産の資産価値減少に対するヘッジニーズ、金融機関（ヘッジファンド）が持つ裁定取引に対するニーズ、海外の機関投資家が持つポートフォリオの再構築を通じたヘッジニーズが特に高い。

現在、諸外国では多様なインデックスが不動産デリバティブの原資産として検討されて

おり、実際に取引されているインデックスとして、世界 21 ヶ国で算出されている IPD インデックス、イギリスの HHPI、FTSE UK、米国の NPI、S&P/Case-Shiller、S&P/GR、RPX、REXX。フランスの INSEE、香港の HKU-REIS がある。これらのインデックスは、その算出に用いるデータやモデル、組み込み不動産の種別がそれぞれに異なり、不動産デリバティブの取引主体は各々のニーズに合わせて選択し、原資産として活用している。またインデックス整備の新たな方向性として、大学という中立・独立的な組織が不動産デリバティブの原資産として「信頼性」の高いインデックスを整備することも期待される。実際に香港大学、シンガポール国立大学、マサチューセッツ工科大学（米国）は不動産デリバティブの原資産として利用されることを期待し、ブローカーやコンサルティング会社との産学連携による不動産インデックスの整備を行っている。

不動産デリバティブ市場が実物不動産市場に及ぼす影響については、先物取引によりフォワードカーブが形成され実物不動産市場の透明性が向上するという好影響がある。不動産デリバティブ市場と REIT 市場の関係については、相互に及ぼす影響はなく、不動産デリバティブと REIT は共存していくものであるという見方が支配的である。ただし、不動産デリバティブ市場と実物不動産、REIT 市場の関連性については、未だに明確となっていない面もあり、今後も注視していく必要がある。

サブプライム問題などの昨今の情勢は、短期的な市場トレンドとして不動産デリバティブ市場の流動性低下を招いた。しかし、不動産がリスク資産であることを再認識させ、その結果、不動産資産価格の変動に対するリスク管理の手法として不動産デリバティブが注目されたことは、取引主体の中長期にわたる意識変化として捉えられる。従って、不動産デリバティブの取引は短期的には想定より伸び悩むものの、中長期的にはサブプライム問題を契機に大きく伸張するものと考えられる。

### 【3. 不動産デリバティブの特性に適した市場制度等の検討】

内外の不動産デリバティブに関する知見から、不動産デリバティブ市場の制度設計の検討にあたっては、市場形成期には、「インデックス」、「契約書」、「法的位置付け」が、市場成長期には「税制」と「会計」が、市場成熟期には「事後統制」と「リスク管理」が、重要な視点となる。

日本においては、特に次の3つの不動産デリバティブに係る市場制度等を検討する必要がある。1点目は、不動産デリバティブの原資産に用いるインデックス算出の基礎となる不動産価格データの収集体制を構築することである。

2点目は、不動産デリバティブ取引の違法性（賭博罪）を阻却するために、その法的位置付けを明確にすることである。

3点目は、取引主体の不動産デリバティブ導入へのインセンティブを高めるため、不動産デリバティブがヘッジ会計の適用対象となる基準を明確化することである。

#### 【4. 不動産インデックスの整備促進等に関する検討】

不動産デリバティブの原資産として用いられる不動産インデックスは「正確性」、「継続性」、「客観性」、「安定性」、「代表性」「速報性」、「評価基準の適切性」を満たした、「信頼性」の高いインデックスであることが求められる。日本においても、様々な主体が「信頼性」の高い不動産インデックスの整備に向けて取り組んでいる。ただし、全ての要件を満たす完全なインデックスを構築することは不可能である。インデックスが市場から信頼され取引されるよう、インデックスの詳細について徹底した情報公開により透明性と客観性の向上を図るなどの取り組みが重要である。今後は不動産市場の価格情報（賃料・管理費などの市場成約価格データを含む）の収集・提供体制の構築等を通じて、不動産デリバティブの原資産としてより良いインデックスが整備されるものと考えられる。

#### 【5. 今後の課題】

わが国において不動産デリバティブの普及・啓発を図るとともに、今後の市場制度を検討する上での基礎的資料とするために、海外における不動産デリバティブの動向について、不動産デリバティブの取引件数や取引規模の推移、不動産デリバティブ取引実施国の拡大状況の把握、新たな不動産種別、スキーム等の不動産デリバティブ取引に関する情報を引き続き把握していく必要がある。

また、健全な実物不動産市場の発展に資する不動産デリバティブ市場を形成する政策目的を実現する上では、不動産デリバティブ市場とこれを取り巻く実物不動産市場や REIT 市場などとの相互作用について、理論面、実態面の双方からの調査分析を行い、不動産デリバティブ市場の特性を把握しておく必要がある。

さらに、わが国における不動産デリバティブ取引の動向を注視するとともに、不動産デリバティブへのニーズの継続的な把握、わが国における不動産デリバティブ取引に適用される制度等の把握、わが国における不動産デリバティブ取引を阻害する実務的な問題点・課題の把握等を図っていく必要がある。