

個人の資産活用のイノベーション リバース・モーゲジの活用による資産の活性化

村 本 孜

0. はじめに

人口減少社会において、イノベーションが重要と指摘したのは、『2005年経済財政白書』である。その第3章のまとめである第4節を「イノベーションの源泉と競争力の向上への課題」と題し、2007年に訪れる人口の波（減少）を受け日本経済への提言として、「労働力の減少というチャネルを通じて日本の潜在的な成長力にも少なからず影響を与える可能性があり、一人当たり所得を維持していくためには技術革新による生産性の向上が不可欠とするとともに、人口要因が国内マーケットを縮小させていく中で、各企業は付加価値の高い技術創造により競争力を伸ばしていくことが求められる」と指摘している¹⁾。すなわち、競争力の源泉となる企業のイノベーション活動こそ重要であるとしたのである。このコンテキストでは、技術革新という企業の創造的活動に重きを置いているのだが、一人当たり所得を享受する個人についてもイノベーションは必要である。

イノベーションを日本語で表そうとすると、「知識創造による新価値の創出」、あるいは「知識創造によって達成される技術革新や経営革新などにより新価値を創造する行為」²⁾、とでもいうべきもので、「個人や企業などの組織が新しい

1) <http://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je05/05.html>

2) 岸川 [2004] p. 6.

と知覚するアイデア、行動様式、物³⁾品ということもできる。イノベーションは企業によって担われるとしても、個人もその担い手である。そこで、個人が人口減少社会というコンテキストでいかなるイノベーションを実現するのかを検討したい。個人が経済活動を行なうのは、労働・個人事業経営・消費・貯蓄というような活動であるが、個人事業経営は企業行動でもあるので除くと労働・消費・貯蓄が主たるものになる。人口減少社会では、労働・消費はそれ以外の社会での重要性と大きな差異はないが、貯蓄はクリティカルになる。

貯蓄の大きさは経済成長のキー・ファクターであるという認識と同時に、個人の生活の基盤であるので、人口減少社会では個人が高齢期ないし所得を獲得しない退職期における備えとしての意義が重要なことはいうまでもない。個人の貯蓄行動は資産取得行動・資産運用行動として現出するが、貯蓄＝金融資産保有、というのが通常理解である。ところが、貯蓄は住宅資産保有にも活用され、非金融資産にも運用される。そこで、この住宅資産が換金性（流動性）を保有し、容易に資金フローとして活用できるのであれば、金融資産保有と同じ効果を持つことになる。これを実現するのが、リバース・モーゲジである⁴⁾。

1. 資産保有としての実物資産

[1.1] 『経済白書 1999年版』の分析

筆者は、1998年3月に数人の研究者と共に『日本人の金融資産選択』を上梓し、日本人の金融資産選択行動が安全性重視であることを特性分析や相対的危険回避度などに依拠しつつ分析し、実物資産保有の重要性を今後加味する必要性も論じた。その成果をヒントとした可能性のある『経済白書 1999年版』は、家計のリスクテイク能力について、その「第3章新しいリスク秩序の構築に向けて」の「第6節新しいリスク負担システムに向けて」で以下のように分析している⁵⁾。

3) Rogers [1982], 邦訳 p. 18。

4) リバース・モーゲジについては、村本 [1994], 同 [2001] を参照。

5) 同白書では、村本 [1998] に依拠した相対的危険回避度を計測しているほか、参考文献に同書を挙げている。http://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je99/wp-je99-00306.html

「(家計はリスクをテイクするようになるか)」

これまで、我が国の家計は安全資産で資産運用する性向が強く、金融資産の内容が欧米諸国と比較して預貯金に偏っていることがしばしば指摘されてきた。問題は、これが安全性を第一に考える家計の資産選択行動の結果であるのか、供給サイドに様々なリスクとリターンを組み合わせた金融商品を提供する機能が不十分であるためなのか、である。郵政省の「貯蓄に関する日米比較調査」(97年1月)で金融自由化の評価をみると、アメリカでは「選択の幅は拡大した」との回答が多いのに対し、日本では「金融機関が提供するサービス内容は変わらない」との見方が多く、我が国における金融商品の供給サイドが需要を満たす商品を提供できていなかったことを示唆している。金融機関の横ならび的行動、土地担保の過信等もあって、リスクを適切に評価したり、分散化によって全体のリスクを縮小させるという面での金融資本市場の機能が相当遅れてしまった。かつての投資信託が家計に定着しなかった一因も手数料重視の運営にあったとの指摘もなされている。横並び意識が強い中で、我が国銀行の商品開発は外銀と比較して進んでいないとの指摘もある。

リスク資産を株式、債券など元本が保証されていない資産であるとする、リスク資産に対する選好の差の理由において、この他に土地資産の位置付けが大きな意味を持つこととなる。主たる相続財産を日米で比較すると、アメリカは金融資産が多く、日本は住宅用・土地・建物が多いことから分かるように、日本では土地資産が個人の資産の中で大きなウェイトを占めているところであるが、土地をリスク資産に含め、株式、債券、土地とその他の資産との保有内訳を比較すると、日米でリスク資産比率に大きな差はみられない。バブル崩壊後、地価が下落しいわゆる土地神話が崩れ土地資産の財産としての魅力が落ちていることや、高齢化の進展により資産運用期間が長期化し、短期的なボラティリティへの許容度が高まると、個人や家計がよりリスクをとることが出来るようになると考えられる。このため、金融機関による様々なリスクとリターンを組み合わせた金融商品の提供が可能になれば、これは、企業の方からみれば、銀行借入以外の調達ルートが広がりを示しているといえる。家計からのリスクマネーの供給が少なかったことと、いわゆる日本的経営システムとは密接な関係があると考えられる。家計からのリスクマネーの供給が少なかったため、企業の銀行借入への依存度が高く、メインバンク制が重要な役割を占めていた。このため資本市場からのチェック機能が十分には働かなかった。一方

で銀行による企業経営のチェック機能も、株式持合いや、土地担保への偏重等から、結果的にみると不十分であった。また、銀行自身に対する当局の監視体制も当時の枠組みではワークしていたものの、振り返ってみれば十分であったとはいえない。こうしたことが、バブル期の乱脈融資や、バブル崩壊後の処理の遅れの背景になった。したがって、家計の資金がリスクマネーという形で企業に流れることは、資本市場のチェック機能の向上を通じて、経営効率の改善を促す効果を持つ。

(これまでリスクを負担してきた家計)

上述のように我が国の家計は、安全資産以外での資金運用を敬遠し、資産運用面でのリスクを余り意識しないで生活してきた。しかし一方で、土地資産での保有によって大きな含み損を被った家計も多い。また銀行に溜まった損失が不況を深刻化させたことなどを通じて、結果的に大きな負担を強いられている。

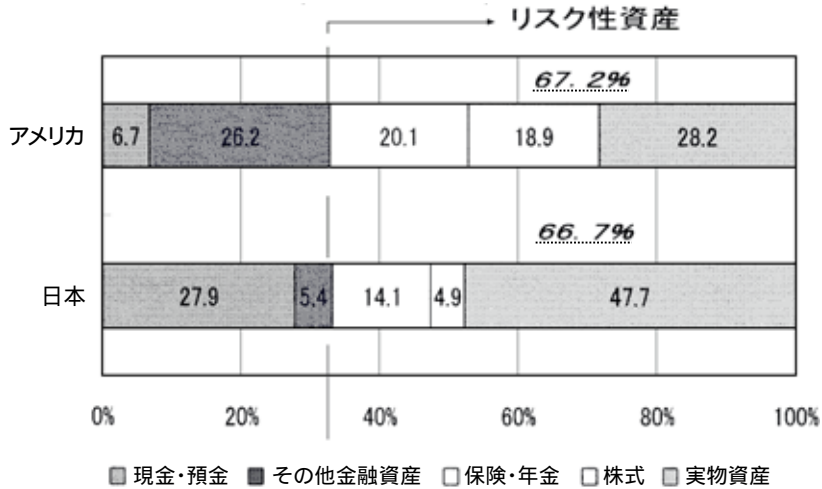
日本では、「水と安全はタダ」という認識が強いといわれるが、金融資産の運用という面でも安全はタダではない。巨額となった金融資産を絶対安全に運用することは不可能である。国や金融機関や企業は、リスクの分散や変換を行うことはできても、リスクそのものをなくすことはできず、経済活動に伴うリスクは何らかの形で家計に帰着する。新しい投資機会を捕えていくためには、家計も間接的に企業経営監視に参画していくことが必要である。生産活動への資本提供はギャンブルではなく生産活動への参画と支援であり、それ自体も生産活動であることや、地価上昇に頼らない方が安定的なリターンを生むこと、さらには資本の有効活用はマクロ経済の活性化を通じて雇用の創出や安定にもつながる、という意識を醸成することが必要である。学校教育においても、安全な資金運用は利回りが少ないが、リスク負担の程度に応じて利回りは高くなり得ること、またリスクはかなりの程度分散が可能であること、などについての周知を図っていくことが必要である。」

このように、実物資産である土地まで考慮すれば、日米間にリスク性資産保有に差異はないこと、家計は従来からリスクを意識してきたが、これは実物資産でのリスク選好と金融資産保有での安全性志向という点に整理可能である。事実、図1に見るように、日米間の比較でも、リスク性資産として、実物資産 + 株式 + 保険・年金、を見ると、その全資産に占める保有割合はほぼ同一であることがわかる。

以下では、実物資産保有まで視野に入れて家計の資産保有を分析することを

個人の資産活用のイノベーション

(図1) 日米の金融資産・実物資産 (1999年)



(資料) 日本銀行『金融経済統計年報』, USFRB, *Flow of Funds*.

目的とする筆者の研究計画の一端であり、実物資産を金融資産と同様にキャッシュフローとして活用する可能性であるリバース・モーゲジという手法について、いかなる水準の資産層・あるいは年齢層などに選好されるのか、さらにそれぞれの価値観との関係を整理して、世代の持つ効用関数の問題を整理する。

[1.2] 松浦・白石 [2004] の分析

家計全体の金融資産保有が1,400兆円を超え、1人当たりで1,100万円に上ることから、日本は豊かな国といわれる。しかし、松浦・白石 [2004] によれば、標準的な4人世帯では4,400万円であるといっても、これ以上の金融資産を保有する世帯は4%に過ぎず、現金以外の金融資産を保有しない世帯は15%、50万円未満は6%という2極分化も生じている(データは郵政研究所『家計と貯蓄に関する調査』による。2002年)、といわれる。さらに、2005年の『家計の金融資産に関する世論調査』によれば、無貯蓄世帯は23.8%に達し(2006年調査では22.9%)、いわゆる「格差問題」としても議論されている。

松浦・白石は、

従来国際的に高率といわれた日本貯蓄率が1990年代以降普通の国の水準になり、無貯蓄世帯・現金以外の金融資産保有ゼロ世帯の増加を指摘し、上位10%の家計で金融資産の90%を占めること、

欧米諸国と比較し、株式保有世帯比率がとくに低くはなく、住宅のシェ

アの低いことに対し、デフォルトの発生で危険資産化した生命保険保有の高さ、株式投信保有が低いこと、

企業に占める株式シェアの増減率が株価指数の騰落に左右されること、家計にとって終身雇用・年功賃金制が家計のバックグラウンド・リスクでもあること、家計の株式保有世帯比率・シェアは欧米との比較で低いものの、日本で多い社内預金企業が企業への貸付という性格からすれば危険金融資産保有は欧米よりも上回るなどから、家計の資産選択には対企業関係を考慮することが必要なこと、

アメリカでは1990年代にリスク・プレミアムが縮減している一方で、日本では戦後一貫してリスク・プレミアムはマイナスであるが、キャピタル・ゲインを考慮するとプラスとなること、しかし1985年以降の投資はマイナスであることを示す。そして労働所得リスクや株式の取引コストというバックグラウンド・リスクが家計の株式ゼロ保有という資産選択特化問題に影響すること、

をファクトファインディングしている。その上で、

マイクロデータを用い、借入制約が家計の株式投資を抑制することを検証し、銀行の家計向けローンが積極的ではなく、家計にすれば将来資金不足に陥った場合に借入ができないので、株式保有ではなく預金を選好すること、

社内預金の問題に焦点を当て、終身雇用・年功賃金制下で勤労者は退職金や高齢期の後払い賃金という形で企業に出資しており、社内預金や従業員持株制度・年功賃金制による出資は危険資産保有そのものであり、株式等の危険資産保有を抑制することが家計にとって合理的なこと、

資産に占める住宅・土地と株式等のシェアを同時に分析し、株式シェアの上昇が住宅・土地シェアを減少させる一方、住宅・土地シェアは株式シェアに影響しないこと、住宅取得目的の貯蓄が株式シェアを上昇させるものの、逆に住宅ローンは減少すること、

『貯蓄動向調査』の地域別の負債金融資産比率データなどから個人金融市場の厚みを紹介するとともに、TOPIX 収益率と地域銀行の預金金利差から株式収益率（リスク・プレミアム）を計測し、株式収益率が家計の株式シェアを高め、負債の対金融資産比率上昇や金融資産の増加をもたらすという個人金融市場の厚みが危険資産保有を促進すること、

資産選択への税制の効果について老人マル優制度を例に挙げ、限界税率の低減が株式投資家の株式保有確率の上昇にならず、株式投資の裾野拡大に貢献しないことから、「預貯金から株式へ」という税制の転換には限界があること、

家計が自己責任の前提になる事前情報を十分に与えられることなしに家計がデフォルトに直面したこと、家計にとり生保選択の最も重要な情報は格付けで、家計はソルベンシー・マージン比率に敏感に反応していること、

ペイオフに対する家計の対応を戦前との比較で行ない、戦前は民間銀行から郵貯へ」のシフトがあったが、2000年代は郵貯から民間銀行へのシフトであること、大口預金者がペイオフ対応を進めていること、

格付けが家計にとり最も貴重な情報源であること、家計は市場の履歴を踏まえて資産選択を行なっていること、

といった興味深い分析を行なった。とくに、住宅・土地を同時に視野に入れて、厳密に分析したほとんど最初のユニークな研究である⁶⁾。

について詳述すると、郵政研究所『家計と貯蓄に関する調査（1998年）』を用い、King & Leape [1998] の理論モデルに準拠し、Tobit モデルで推計した危険実物（金融）資産シェア期待値を危険金融（実物）資産シェア方程式に内生変数として導入する手法を採っている。その結果、危険実物資産である住宅資産のシェアの期待値の上昇は危険金融資産シェアに統計的に優位な影響を与えない一方、危険金融資産シェアの期待値の上昇は危険実物資産シェアを低下させること、つまり持家選好を低めても株式投資には繋がらないが、株式投資は持家選好を低下させることになるという結果を得ている。の借入制約問題、すなわち借換えが容易ではない住宅金融市場、金融機関による消費者ローンの未発達という借入制約の下で、家計の株式取得を抑制することと考えあわせると、単に住宅資産と株式とが代替的でない点の指摘は興味深いものである。

このように、松浦・白石の研究の意義は、日本人の金融資産選択は安全性志向が強く、収益性志向は弱いといわれる（安全性仮説）に対する批判的考察であるともいえる点である。安全性仮説に基づいて、日本人の価値観を強調して金融資産選択を説明することも可能であるが、実物資産である住宅資産（住宅・土地）の保有を考慮すると、少なくとも第二次大戦後の地価上昇期には住宅資産が最も有利なキャピタル・ゲインを得る資産であったため、株式等の危険

6) 詳細は、筆者による同書の書評参照（『金融経済研究』近刊予定）。

金融資産保有よりも住宅資産というも家保有である危険実物資産保有が有利だったにすぎないとの仮説もある。この点で、先の『経済白書 1999 年版』が、「日本では土地資産が個人の資産の中で大きなウェイトを占めているところであるが、土地をリスク資産に含め、株式、債券、土地とその他の資産との保有内訳を比較すると、日米でリスク資産比率に大きな差はみられない」と指摘し、相対的危険回避度にも大きな差はないとしたように、金融資産保有に係る安全性仮説からする日本人のリスク回避行動の説明には限定が必要となる。すなわち、危険金融資産と危険実物資産は代替的である可能性が高いからである。

[1.3] 格差問題

資産保有に関連して、「格差問題」が指摘されることがあるので、以上今迄のコンテキストに関わる限りで近年の議論について若干触れておく。市場原理重視の経済状況の下では、勝ち組対負け組、強者対弱者、のような表現で競争が重視され、競争への機会平等さえ確保できれば、その競争で生じる結果不平等（格差）については許容される、ないし効率性基準の下では正当なものと理解されている⁷⁾。これについては公平性基準からのチェックが必要との議論もありえるので、絶対的なものではない（後述）。近年、平成デフレの克服のために競争メカニズムを活用する構造改革が実施されてきたが、企業は経営の改善にリストラを行ない、正規職員の削減と派遣職員・アルバイトなどへの代替などによってコスト引き下げを実施したのが内実であった。これは同一労働同一賃金の原則にも関わらず、同じ業務でも正規職員と派遣職員とに格差を付けるからである。これは労働者派遣法の改正（1999 年の派遣業種の拡大、2004 年の製造業務の派遣解禁・紹介予定派遣の法制化、2006 年の派遣受入期間の延長、派遣労働者の衛生や労働保険等への配慮）によるところが大きいともいわれる⁸⁾。

7) 不平等」と「格差」とは異なるとの指摘もある（伊東光晴 [2006] p. 22）。不平等の背後には不当性があるが、単なる格差は量的な差で、不当性に直結しないというものである。以下は村本 [2006] による。

8) 労働者派遣法（1986 年）施行以前は職安法により間接雇用が禁止されていたが、業務処理請負業として人材派遣会社が違法な労働者の派遣を行っていたため、法制化により、労働大臣（厚生労働大臣）の許可と届出の義務付けにより労働者の保護を図ることとされた。労働者の希望によって制定されたというよりも、企業側の希望である人材の適時確保（必要な人数を、必要な時に、必要な期間だけ）を反映するかたちで制定された側面があるといわれる。

平成デフレは、若年層の雇用を直撃し、大学卒業時の就職氷河期・超氷河期などの状況を生み出したほか、フリーターとかニート (NEET [Not in Education, Employment or Training]) などの正規雇用以外の層の定着をもたらし、その所得は正規雇用の半分程度とされ、所得格差の典型とされる。

このような正規雇用対非正規雇用の問題のほかに、就学援助制度の利用率の高まりが指摘され、30～40歳代の家族が所得不足から十分な教育を子供に与えられない状況があるとされ、「下流社会」「下層社会」などの表現も散見するようになった。このように平成デフレの克服、1990年代とくに2000年以降の構造改革は、経済格差を認識させ、その状況についての議論を活発化させている。

[1.4] 格差に関するいくつかの見解

経済格差の問題は、近年活発化しているが、1990年代の構造改革などを踏まえ、経済格差の発生を取り上げたのは橘木 [1998] である。橘木は、「わが国は平等社会であるとされ、それを誇りにしてきた。少なくとも欧米の資本主義社会とは異なる性格を有していると考えられてきた。すなわち、欧米諸国と比較して所得分配は平等性が高いし、貧富の格差はさほどないと信じられてきた」⁹⁾ が、ジニ係数などを国際比較すると日本の所得分配の平等性が崩れてきていることから日本の平等社会神話が崩れてきたことを指摘した。その上で、経済問題だけでなく、教育の問題や職業決定、遺産の授受、家族や公共部門の役割、税や社会保障制度の問題まで関心を拡張し、広い視点から平等・不平等ないし格差の問題を扱ったことで注目されたのである。この橘木の指摘は、その後、小泉政権下で進められた諸改革が経済格差を促進したとの認識がある中で、小泉政権の成立前に経済格差を指摘した点で興味深い。

これに対し、最近の格差問題に関し、学術的に明確な指摘を行なった大竹 [2005] は、経済格差の問題には近年の世帯構造の変化が重要で、高年齢層ほど所得格差が大きく、高齢者世帯の増加がマクロの格差を見かけ上、拡大させたとする¹⁰⁾。大竹は、所得格差が継続的に拡大してきたことを認めた上で、「傾向的な所得格差の拡大の多くは、人口の高齢化で説明でき・・・同じ年齢では最近の20歳代を除いて、同じ年齢層内の所得格差は変わって」おらず、「日本

9) 橘木俊詔 [1998] p. 2。橘木 [2006] は、最近のデータで再検証している。

10) 大竹文雄 [2005] とくに第1～第3章参照。

全体としての所得の不平等化が進んできたのは、人口の高齢化が原因」とした。「日本では年齢が高い人のほうが年齢層内の所得格差が大きい。年功的処遇のもとでは、若いころは所得格差が小さいが、40歳以上になると競争の結果が出てくるため、所得格差が顕著になってくる。人口の高齢化によって、競争の結果が出た人口の比率が高まったのである」と大竹は主張している¹¹⁾。

格差問題は、この他に、全国レベルだけでなく、地域格差の問題なども指摘され、大都市部と過疎地域だけでなく、都道府県といった行政単位でも地域経済の繁栄を反映した所得格差の問題があり、地域格差は上下で倍近くにも及ぶとの指摘もある¹²⁾。

[1.5] 格差問題を取り上げる意義

市場経済の基本である競争原理を活用すれば、その前提である機会の平等が確保されていれば、結果の不平等は効率性基準に従う限り、甘受する必要がある。結果の不平等である格差を問題とするのであれば、まず機会の平等が担保されているのか否かをチェックする必要がある。機会平等が担保されていない状況での格差（結果不平等）は問題であり、その克服には機会平等の確保と結果不平等の是正（セイフティネットの整備など）が必要である。

もし、機会平等が担保されているのであれば、結果の不平等である格差は効率性基準からは甘受すべきものであるが、それでも社会的にコンセンサスが得られないような格差（効率性に加えて公正・公平性の観点から）であるならばセイフティネットによる格差の是正は必要となる。もし、格差に不当性がある不平等であるならば、これは公的部門による是正が不可欠となる。したがって、不当性のない格差をどこまで許容するのかは社会の判断ということになる。

日本国憲法は、第13条で「すべて国民は、個人として尊重される。生命、自由及び幸福追求に対する国民の権利については、公共の福祉に反しない限り、立法その他の国政の上で、最大の尊重を必要とする。」と規定し、第25条では「すべて国民は、健康で文化的な最低限度の生活を営む権利を有する。国は、すべての生活部面について、社会福祉、社会保障及び公衆衛生の向上及び増進に努めなければならない。」と生活権を明記している。したがって、「公共の福祉に反しない限り」の水準が設定されれば、格差の是正がなされることになる

11) 大竹文雄 [2006] p. 43。

12) たとえば『経済財政白書』2004年版。

し、「健康で文化的な最低限度」の定義が与えられれば、格差の水準が明らかになる。この点に関しては、日本国憲法は明示していないので、議会制民主主義の下では国民の投票行動（政党の公約・マニフェストに照らして選挙する）以外にこれを実現する方法はない。

経済学は、格差を是正することに一定の理論を持つ。ミクロ経済学の基本的テーマは、希少な資源をいかに有効に活用するかという資源配分問題と、経済参加者に経済活動の成果をいかに分配するかという所得分配問題である。資源配分問題については効率性基準という、有限で希少な資源を無駄なく必要などところに必要な量を配分できるようにすることが、価格メカニズムに期待されている。所得分配問題についても、効率性基準は有効で、経済活動により多く貢献した者にはより多くの成果を実現し、より少ない貢献にはより少ない成果を付与することを実現する。ところが、経済活動に貢献できない者（経済的弱者）についての配慮は効率性基準には存在しないし、経済活動への貢献度の少ない者への成果の分配が適正かどうか、それが日本国憲法のいう生活権を確保可能か否かは保障しない。

そこで、所得分配問題には、公正性基準のような別の視点が必要となる。この点に関して、ジョン・ロールズはその著『正義論』において、新古典派の純粹ミクロ理論が、パレート最適に典型的なように効率性を課題としていることに対し、公正に対する理論的整理を行なった。ロールズは、社会的弱者に対する福祉国家的再分配がインプライされる『正義論』を論じ、彼の主張は後半生にはやや変化したともいわれているものの、公正を論ずる上で不可避の主張である。

ロールズは、社会が公正な協同体的体系として機能するためには、基本的諸自由の平等な保障、機会均等の実質的保障、そして社会的・経済的財の公正な分配という3つの条件が必要であると考えた。これらの3つの条件は、諸個人が市民として共通に必要な社会的基盤財（自由、機会、地位と権能、所得と富、自尊の社会的基盤）の分配方法を定めるものであり、社会の基礎構造、すなわち主要な社会諸制度の体系を規定する正義の原理（各人の平等な基本的権利と自由に対する平等な請求権など）であるとされる。

イギリスのブレア政権のブレーンで、「第3の道」を示したアンソニー・ギデンズは、市場主義の顕現であるグローバリゼーションを単なる国際金融市場のみで生じる現象として見るのではなく、さまざまなプロセスが重なり合った

複合的現象として捉え、国家のもつ経済を制御する力の一部を国家から奪い取ると同時に、上方統合と下方拡散の力の均衡こそグローバル化の中身で、さらに横断的な力学も内包し、一国内と国境を跨いで新しい経済的・文化的なゾーンをグローバル化は創成するとした¹³⁾。

ギデンスは、このグローバル化の状況はさまざまなリスクを生み出すと同時に、新たな統治の仕組として民主主義にしかできない統治を要求するのであるとしている。さらに、ギデンスはイギリスでのサッチャリズムの弊害（市場主義改革の副作用）としての所得格差の拡大、公的な医療と教育の荒廃、失業率の高まりなどにも注目し、市場主義的改革の恩恵を受けるのは、相対的に少数派の強者であり、多数派の弱者の大方は市場主義改革の被害者になることをから、「第3の道」という効率と公正・平等の両立を図ろうとする方向を主張した。この主張は、従来の旧左派とも、旧右派とも異なる方向性を目指すものである¹⁴⁾。

このような公正性をめぐる議論は、経済学固有のテーマでありながら、解決はされていない。したがって、経済格差の課題を整理し、いかなる問題があり、それに対する解決策を理論的な視点に依拠しつつ整理することが肝要なのである。

2. リバース・モーゲジの必要性

[2.1] リバース・モーゲジの種類

リバース・モーゲジは、住宅資産を資金フローに置き換える手法であり、そもそもは生涯自宅に居住したままで、不足する資金を賄う手法である。現役時

13) ギデンス・邦訳 [2001] pp. 26 ~ 34。

14) ギデンスによれば、旧左派の目指す平等な社会というのは、所得格差のほとんどない社会で、所得分配がフラットに近い状態を意味しており、実際の所得分配が不平等であれば、累進所得税制と福祉給付によって所得分配を平等化することが望ましいことになる。旧右派は、機会平等の保障された社会を平等社会とし、競争の結果生じた不平等や格差は、各人の能力と努力の賜物であるから累進所得税制による是正は害悪と考えるのである（邦訳 [2001] pp.175 ~ 177）。

これらの旧左派、旧右派の主張に対し、「第3の道」では、排除される者のいない社会が目指され、たとえば排除の典型である失業という働きたくても働く場所がないという排除の除去が目標とされるし、公的な医療・教育が荒廃すると、貧しい者は良質な医療サービス・教育から排除されるが、このような不平等の除去すなわち社会排除の克服が「第3の道」の考え方であり、ギデンスの主張である。

代に住宅を取得し、住サービスを消費する（理論的には帰属家賃を支払う）だけであれば、結局は子孫への遺産として移転するだけになる。しかし、子孫に移転するにしても、住宅を処分せずに、その価値を現金化できれば、金融資産を保有していることと同じになる。したがって、人口減少社会で高齢者の負担を現役世代が十分に負担できない状況であれば、高齢者自身が保有する住宅資産を活用するというリバース・モーゲジが有効になる。これは、遺産動機への影響も大きく、愛他的遺産動機から戦略的遺産動機への移行、あるいは個人が王朝モデル的行動から、ライフサイクル的行動にその生涯効用関数をシフトさせる可能性を示すもので、遺産動機・王朝モデル的行動の個人の生涯経済行動にとってイノベーションにもなると考えられる。

リバース・モーゲジに関する議論は我が国でも膨大であり、本格的な制度確立は喫緊の課題となっている¹⁵⁾。1980年代半ば以降の武蔵野市を嚆矢とする東京都やいくつかの自治体の制度、信託銀行の高資産層向け商品（中央三井信託銀行は住宅資産5,000万円規模で利用可能な商品を設定している）、一部地域銀行の商品などリバース・モーゲジの試みは見られるが、公的保険制度などの基幹制度は未整備である。2007年に独立行政法人に移行する住宅金融公庫も、高齢社会の下、相続による住宅保有が一般化するなかで、新たな住宅政策の担い手としての役割が期待されるようになるが、その際、リバース・モーゲジに対する保険機能の提供などは重要な機能になろう。

我が国が、少子高齢化の中で高齢社会を迎える状況では、リバース・モーゲジは世代間の住宅循環としても有効な手法であり、住宅政策としても重要である。公的な保険の重要性は、アメリカのHECMでも重要な位置を占めていることが知られており、我が国のリバース・モーゲジの本格的定着においては不可欠である。あるいは、融資枠設定のリバース・モーゲジの場合には、将来にわたって公的な機関が将来の融資を保証することの安心感付与となるので、制度の安定性に寄与する処が大きい。

いずれにしても、リバース・モーゲジは議論の段階を終え、いかにサステナブルな制度を構築し、公的年金に対する不安をヘッジして、国民の将来不安を除去する装置としての整備が期待される。

リバース・モーゲジというのは、高齢者が自らの持家に居住したまま、その

15) 村本 [1994] [2001]。最近のものだけでも建設省 [2000]、喜多村 [2000]、高齢者住宅財団 [2003]、住宅金融公庫 [2004] などがある。

(表1) 狭義のリバース・モーゲジの種類(住み続け型リバース・モーゲジ)

	権利移転型	担保型
取引内容	住宅に関する権利を相手方に移転し、その対価として相手方から年金を受領する。別途、終身借家権を設定する等の方法で住宅に居住し続ける	住宅を担保に一時資金や年金型の生活資金を貸し付け、借入人の死亡時に担保を換価して返済する
実例	アメリカの Sale Leaseback フランスの Viager	アメリカのリバース・モーゲジ 日本のリバース・モーゲジ 住宅公庫のバリアフリーローン
対応可能な資金ニーズ	年金型終身借家料と相殺の上、一時金で受領	一括借入 信用枠・随時借入枠(限度型・極度型) 年金型
物件の処分時期	契約時	死亡時、その他満期到来時

持家を担保に、金融機関から融資を受け、生活資金・リフォーム資金などを入手するもので、死亡時に持家を処分してその返済に充当するものである(狭義のリバース・モーゲジ。「住み続け型リバース・モーゲジ」ともいう。表1)。しかし、現実には高齢者が広い住宅に死亡時まで居住するには問題も多いので、住み替えを伴うリバース・モーゲジも有力な手法として認識されている。

住み替え型リバース・モーゲジというのは、高齢者が自らの持家を処分(売却)あるいは賃貸に出し、高齢者用の新たな住宅に移り住み(購入・賃貸)、住み替えに伴う融資を死亡時一括返済型で実施する方式をいう。この場合、従前住宅の売却ならば、基本的には住み替え後の住宅を担保にする「住み続け型リバース・モーゲジ」(狭義のリバース・モーゲジ)になる。しかし、従前住宅を賃貸に出せば、従前住宅を担保にするリバース・モーゲジとなる。無論、従前住宅を賃貸として、住み替え後住宅を購入すれば、担保が従前住宅・住み替え後住宅と2つの可能性がある。

いずれにしても、高齢者が住み替えを行なえば、従前住宅が広い住宅ニーズを持つファミリー世帯など若年層に賃貸・売却され、世代間の住宅循環に寄与することとなる。この場合、持家(土地も所有)を念頭に置いたが、高齢層が定期借地権住宅を所有して、住宅を保有する場合も応用型として整理できよう。あるいは、従前住宅を賃貸する場合に、定期借家権とすることや、終身居住権

を確保した上での可能性もある。

[2.2] リバース・モーゲジの3大リスクへの対応

リバース・モーゲジを実現するには、3大リスク（長生きリスク、不動産価格下落リスク、金利上昇リスク）と呼ばれる担保切れのリスクがあり、そのリスク管理が重要である。HECMに見られるように、公的保険はこれらのリスクをカバーするための仕組みである。住み替え型リバース・モーゲジでは、これらのリスクを顕在化させないこともあり得る。リバース・モーゲジを「死亡時一括返済スキーム」として理解すれば、広義のリバース・モーゲジのコンセプトになる。その際、リスクを減少させる手法として、

- ・融資限度額の設定（融資上限を決めておき、不動産下落リスク・長生きリスクを発生させない）
- ・金利を元加しない方式（元本のみ死亡時返済とし、金利は毎月支払うことで金利上昇リスクを防止する）
- ・担保掛目の低位化（融資限度額の設定と同じ）
- ・保険料の高位設定

などがあり、これらを組み合わせることによって、実現可能なリバース・モーゲジを設計可能となる。

さらに、リバース・モーゲジはノンリコース・ローン（債権者が住宅資産以外に請求しない）であることが望まれ¹⁶⁾、リバース・モーゲジの場合には相続人に支払い請求しないことになるが、ウィズリコースとし、相続人に支払い義務を課す可能性もある。

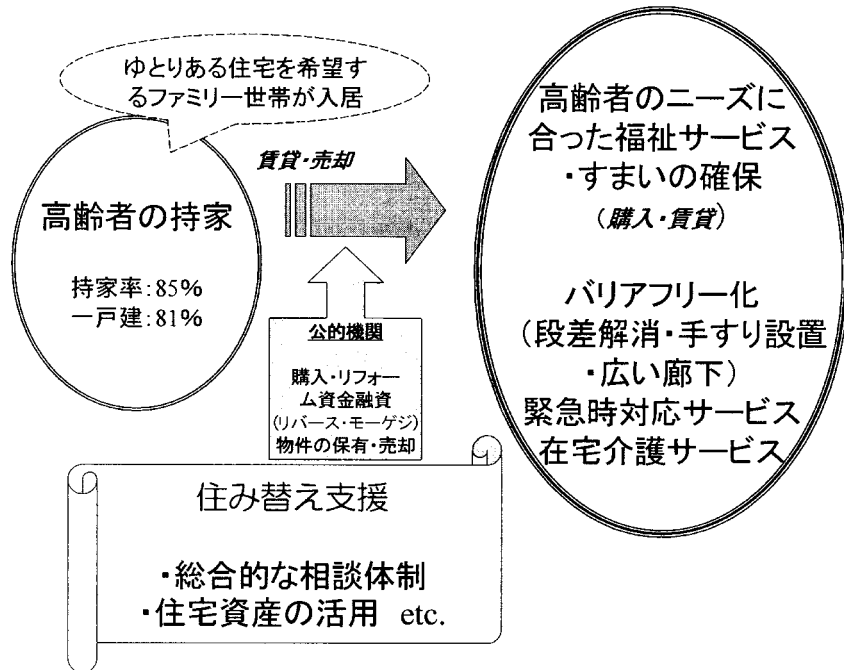
[2.3] 住み替え型リバース・モーゲジ

住み替え型リバース・モーゲジは、高齢者が自宅を売却ないし賃貸に出し、自らは高齢者住宅などに住み替える際に、リバース・モーゲジをセットするものである。これまで居住した住宅（従前住宅）は、ゆとりある住宅を希望するファミリー世帯などが入居（購入ないし賃貸）する一方で、高齢者は新たな住宅に入居するものである（購入ないし賃貸。図2）。

基本的には、従前住宅を賃貸する場合には、この住宅を担保にリバース・モ

16) 通常のリバース・モーゲジは、住宅資産の死亡時一括清算なのでノンリコース・ローンである。

(図2) 住み替え型リバース・モーゲジのコンセプト



ーゲジをセットし、新たに賃貸する住宅の入居一時金に充当したり、従前住宅のリフォームに充当する。新たな住宅を購入する場合には、新たな住宅を担保にして、月々型のリバース・モーゲジを受けたり、従前住宅のリフォームや新たな住宅のリフォーム（バリアフリー化など）もありえよう。いずれにしても、一時金（ないし融資枠設定）か、月々型のリバース・モーゲジを利用するが、返済方式が死亡時一括返済方式になるという意味で、リバース・モーゲジといふことができる¹⁷⁾。

[2.4] 住み替え型リバース・モーゲジのタイプ（表3）

1) 従前住宅を賃貸し、住み替え住宅を購入する場合

従前住宅を賃貸するので、賃貸収入が確保される。しかし、新たに購入する住宅の購入資金の不足分や新たな住宅のリフォーム資金、あるいは賃貸に出す従前住宅のリフォーム・修繕資金などを一時金（融資枠）としてリバース・モーゲジによって受け取る。従前住宅は賃貸なので、賃貸収入はあるとしても、

17) 広義のリバース・モーゲジという。死亡時一括返済方式をもってリバース・モーゲジというと考えてよい。

個人の資産活用のイノベーション

(表3) 住み替え型リバース・モーゲジの形態

		住み替え後住宅		リバース・モーゲジの担保物件
		賃貸	購入	
従前住宅	売却	リバース・モーゲジなし	購入資金不足充分分 リフォームなど融資枠 月々式融資	住み替え後の住宅
	賃貸	融資枠(入居一時金) 月々式融資	購入資金不足充分分 リフォームなど融資枠 月々式融資	(賃貸 賃貸の場合) 従前の住宅 (賃貸 購入の場合) 従前の住宅ないし 住み替え後の住宅

保有していた貯蓄資金は新たな住宅購入に活用するならば生活資金が不足することもあり、月々式リバース・モーゲジを受け取る。

リバース・モーゲジの担保物件は、従前の住宅(賃貸に供した住宅)ないし購入した(住み替え後)の住宅となる。住み替え後住宅担保であれば、基本的なスキームは、住み続け型リバース・モーゲジと同じになる。

2) 従前住宅を売却し、住み替え住宅を購入する場合

高齢層が新たに購入した住宅を担保にリバース・モーゲジを受け取る。その場合、購入不足額を一時金として受け取ることになる(購入金額 - 売却金額 = リバース・モーゲジの一時金(融資枠))。また、新たな住宅のリフォーム資金を一時金(融資枠)リバース・モーゲジとして受け取るほか、月々式リバース・モーゲジの受け取りもありうる。担保は、住み替え後の住宅となるので、基本的なスキームは、住み続け型リバース・モーゲジと同じになる。

3. 本稿のまとめ

本稿は、個人・家計の資産選択・負債行動に関する研究の一部であり、リバース・モーゲジもその1つの構成要素として位置付けている。本研究計画は、個人・家計の資産選択・資産保有行動を金融資産だけでなく、実物資産も含む形で定式化し、その過程で資産保有に伴う負債行動も統一的に明らかにするというものである。したがって、本稿はその研究計画の導入部ともいえるが、リバース・モーゲジという実物資産を活用する金融手法が個人の金融行動にイノベーションをもたらす可能性が高いことに注目して、最初に考察した。紙幅の

関係で、住み替え型リバース・モーゲジの利用可能性の実証研究までは言及していないが、取り合えず村本 [2004] があることを紹介して、本稿を終えたい。

〔参考文献〕

- Bernheim, D., Shleifer, A. and Summers, L., "The Strategic Bequest Motive," *Journal of Political Economy*, Vol. 93 No. 6, Dec. 1985, pp. 1045~1076.
- Giddens, A., *Runaway World: How Globalisation is Reshaping Our Lives*, 1999. (佐和隆光訳『暴走する世界』ダイヤモンド社, 2001年10月)
- King, A. and Leap, J., "Asset Accumulation, Information, and the Life Cycle," NBER Working Paper, No. 2392, 1988.
- Lemieux, T., "Postsecondary Education and Increasing Wage Inequality," *AER*, May 2006, pp. 195~199.
- Piketty, T. and Saez, E., "The Evaluation of Top Incomes: A Historical and International Perspective," *AER*, May 2006, pp. 200~205.
- Rawls, J., *A Theory of Justice*, 1971. (矢島鈞次訳『正義論』紀伊国屋書店, 1979年8月)
- Rogers, E. M., *Diffusion of Innovations*, The Free Press, 1982. 青池慎一・宇野善康訳『イノベーション普及学』産能大学出版部, 1990年。
- Verma, V., "A Price Theoretic Approach to the Specification and Estimation of the Sales-Advertising Function," *Journal of Business*, Vol. 53 No. 3, 1980, pp. 115~137.
- Weil, P., "Overlapping Families of Infinitely-Lived Agents," *Journal of Public Economics*, Vol. 38 No. 2, Mar. 1989, pp. 183~198.
- 麻生良文・神谷佳孝「王朝モデルは成り立つか マイクロ・データによる分析」1996年度金融学会春季大会報告論文, 1996年5月26日。
- チャールズ・ユウジ・ホリオカ・藤崎秀樹・甲野貴嗣・奥井めぐみ・渡部和孝・石橋尚平『貯蓄動機・遺産動機・親子同居の日米比較』郵政研究所, 1998年10月。
- 伊東光晴「利益だけを追求する経済行為は成功しない」『エコノミスト』2006年4月25日。
- 住宅金融公庫『住宅ローンの新商品に関する研究会報告書』2004年3月。
- 経済政策研究所『ストック化に対応した老後保障システムに関する調査研究』1995年3月。
- 建設省建設経済局宅地課『リバース・モーゲジの契機とした少子高齢化社会に対応した安心して暮らせるまちづくりに関する検討報告書～定借保証金担保融資の導入を契機とした取り組み～』2000年10月。
- 岸川善光編著・谷井良・八杉哲著『イノベーション要論』同文館出版, 2004年7月。
- 喜多村悦史『日本型リバース・モーゲジの構想』都市文化社, 2000年。
- 高齢者住宅財団『高齢者の住宅資産の活用による安心居住システムに関する資産活用の新たなスキーム等についての検討調査報告書』2003年3月。
- 中川忍・片桐智子「日本の家計の金融資産選択行動 日本の家計はなぜリスク投資に消極的であるのか?」『日本銀行調査月報』1999年11月, pp. 79~113。
- 松浦克己・白石小百合『資産選択と日本経済 家計からの視点』東洋経済新報社, 2004年。
- 村本 孜『制度改革とリアル金融』有斐閣, 1994年。
- 「家計における資産選択とリスク管理の関係」『金融・経済構造の変化に関する調査

個人の資産活用のイノベーション

研究』(平成12年度総務省郵政企画管理局委託調査)2001年1月, pp. 1~40。(『簡易保険調査研究季報』Vol. 3, 2001年8月, pp. 45~81 に収録)

「世帯別資産保有とリバース・モーゲジ(その1),(その2)」『住宅問題研究』Vol. 17 No. 2, 2001年6月, pp. 3~24。同 Vol. 17 No. 3, 同年10月, pp. 31~58。

「リバース・モーゲジの実現可能性 住み替え型リバース・モーゲジのケース」『JILIForum』No.13, 2004年3月, pp. 5~13。

「住宅金融と証券化 中小企業金融における証券化との対比において」『住宅・金融フォーラム』創刊号, 2006年1月, pp. 8~15。

「金融資産・所得格差と資産選択 最近の状況を取り上げるに当たっての視点」『季刊 個人金融』創刊号 (Vol. 1 No. 1), Sep. 2006, pp. 1~6。

編『日本人の金融資産選択』東洋経済新報社, 1998年3月。

編『グローバリゼーションと地域経済統合』蒼天社, 2004年3月。

大竹文雄『日本の不平等』日本経済新聞社, 2005年5月。

「「格差」意識の日米比較から見えるもの」『エコノミスト』2006年8月8日。

住信基礎研究所『高齢社会におけるストック資産のフロー化による自立的生活の確立 日米リバース・モーゲジ最新事情』1996年1月。

橘木俊詔『日本の経済格差』岩波新書, 1999年11月。

「「結果の不平等」が「機会の平等」を奪う」『エコノミスト』2006年4月25日。

『格差社会』岩波新書, 2006年。

高山憲之・麻生良文・宮地俊行・神谷佳孝「家計資産の蓄積と遺産・相続の実態」高山憲之・チャールズ=ユージ=ホリオカ・太田清編『高齢化社会の貯蓄と遺産・相続』日本評論社, 1996年4月。

*) 2006年度教員特別研究助成の成果の一部である。