

基礎研 レポート

進化を続けるリバースモーゲージ

～（その1）米国：ライフサイクルを通じた持家政策の実現へ～

社会研究部 上席研究員 篠原 二三夫

(03)3512-1791 fshino@nli-research.co.jp

1—はじめに

通常の住宅融資の場合、物件の担保評価に基づく融資限度額の範囲内で資金を借入れ、その後は毎月の元利返済に応じて借入残高は減少する。このように融資後に時間の経過とともに借入残高が減少する融資をフォワードモーゲージ（Forward Mortgage）と言う。これに対し、生活資金や住宅の改修等の資金を融資限度内で借り入れるが、元利返済は当該住宅の居住者（＝所有者や配偶者）が亡くなる等の事由の発生により当該住宅を売却処分して一括返済するまで猶予され、元利による借入残高が時間とともに次第に増加する融資を総じてリバースモーゲージ（Reverse Mortgage）という⁽¹⁾。

このリバースモーゲージは、年金などの収入しかないが、一定の評価額が得られる住宅資産を有する者が、亡くなるまで自宅に居住しつつ、所得補填を行い、必要な資金を得るために活用できる融資であることから、高齢者の持家資産の流動化策として注目されてきた。

わが国では、住宅金融支援機構や厚生労働省、民間銀行などが商品を提供している⁽²⁾。しかし、リバースモーゲージを貸し付ける融資機関側の3大リスクである(1)長生きリスクや、(2)住宅価格下落リスク、(3)金利上昇リスクへの対応が難しいため、融資残高が融資限度額を超えた場合は生存中であっても超過（金利）分の返済が必要という条件が付いたり、住宅の評価額や融資掛け値が低く設定されたりするため、消費者にとっては今の所、魅力的な商品とは考えにくい。加えて、融資返済時には持家を処分して債務に充当する必要があるため、家族などの相続人の支持は一般的に得にくい。また馴染みのないリバースモーゲージの仕組みは高齢者にとっては一層理解しにくいだろうし、長年住み続け、終の棲家と考えていた持家の処分は死後とは言え大変な意思決定を必要とする。融資条件の説明を受けて仕組みを理解した場合でも、長生きすれば利子負担が増し、一部の債務返済義務が生存中に

(1) リバースモーゲージの基本的な仕組みや機能、課題などについては、既往の関連論文が多数あるのでご参照いただきたい。基本的な仕組みについては、本稿では詳述しない。当研究所の関連アウトプットとしては、米澤慶一「[リバースモーゲージ再考～停滞の歴史と活性化への課題](#)」基礎研レポート2000年5月、石川達也「[米国の高齢者世帯はどのようにして負の貯蓄額をファイナンスしているのか？](#)」基礎研レポートコラム2007年6月、高岡和佳子「[子孫に美田を残す可能性を金額換算すると？～リバースモーゲージにおける貸付限度額を例に～](#)」基礎研レポート2010年7月、高岡和佳子「[リバースモーゲージで老後の生活をまかなえるかー公正な貸出額試算から見た制度の可能性と限界](#)」ジェロントロジージャーナル2011年11月、矢嶋康次「[リバースモーゲージという新たな金融市場の育成、長生きリスクへのリスクシェア](#)」研究員の眼2015年1月などがあり、本稿でも参考にしている。

(2) 国土交通省住宅局による平成22年8月30日付けの国土交通省住宅局資料「住替え、リバースモーゲージについて」によると、日本のリバースモーゲージの契約実績は、武蔵野市、厚生労働省「不動産担保型生活資金貸付制度」、住宅金融支援機構、民間金融機関（住宅金融支援機構による融資保険利用）、民間信託銀行の累積合計で大まかに3,200件程度に過ぎない（当時調査時点）。

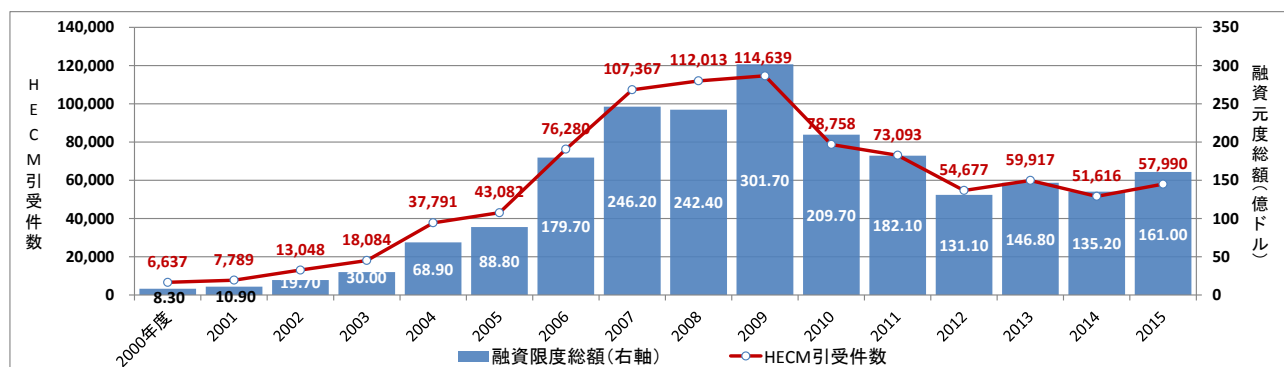
生じるという懸念も生まれることだろう。高齢化率と高齢化の速度の双方においてわが国は世界のトップランナーにあり、潜在需要は高いはずだが、以上のような理由からリバースモーゲージの普及は期待ほど進んでいないのが実情と判断される。

さて、筆者は昨年（2015年）の10月に、貸付機関にとっての3大リスクを公的な融資保険制度によりカバーされるリバースモーゲージについて米国調査を行なう機会に恵まれた⁽³⁾。そこで、本稿では、米国の公的なリバースモーゲージ制度である住宅資産転換融資制度（Home Equity Conversion Mortgage、以降 HECM と略す）の現状と今後について、若干の考察とともに報告したい。次回以降は、今年（2016年）2月に調査を実施した英国のリバースモーゲージ商品であるエクイティ・リリース及びフランスの類似商品であるヴィアジェと同ファンドなどの現状と今後について報告し、米英仏の状況を参考に、日本のリバースモーゲージの今後について、課題を含めて展望することしたい。

2——米国のリバースモーゲージ(HECM)の沿革と普及状況

米国の HECM は、1988 年に当時のレーガン大統領が署名し施行された「1987 年住宅コミュニティ開発法」に基づいて、1989 年 10 月のデモンストレーション・プログラムから制度実験が始められ、1998 年に恒久化された⁽⁴⁾。1987 年法には、貸付機関にとっては前述の 3 大リスクが、消費者にとっては(1)貸付機関の破綻リスクや(2)自ら退去するか死ぬまでの配偶者を含めた居住継続の保証、(3)長寿によって融資期間が延び、金利による融資限度額（MCA 後述）以上の債務超過が生じても、担保とした住宅の売却収入以上の返済義務はないノンリコース条件融資であることなどが、同法と連邦住宅・都市開発省（HUD）の連邦住宅局（FHA）が運営する公的融資保険制度によって担保されることとなった。

図1 HECM の引受件数及び融資限度総額(MCA)の推移



(資料) HUD プレゼン資料及び 2015 年 11 月 16 日付け “Annual Report to Congress, The Financial Status of the FHA Mutual Mortgage Insurance Fund, Fiscal Year 2015, The Federal Housing Administration, HUD”に基づき作成。

実験期間の引受件数は調整されていたため伸びていないが、2000 年代初頭からの住宅価格上昇に伴い、住宅資産価値を現金に転換しようという動きが出てきたため、徐々に引受件数は増加し、2009 年のピーク時には約 11.5 万件に達した。同年度の融資限度総額（MCA）は約 302 億ドルなので、1 件あたりの平均融資限度額は約 26 万ドルということになる（図 1）。その後はサブプライムショックの影響により減少し、2012 年の引受件数は約 5.5 万件まで落ち込んだが、2013 年から HUD（FHA・

(3) (公財)不動産流通推進センターからの委託調査によるもの。本稿の執筆は同センターのご了承による。ご理解に深謝申し上げます。

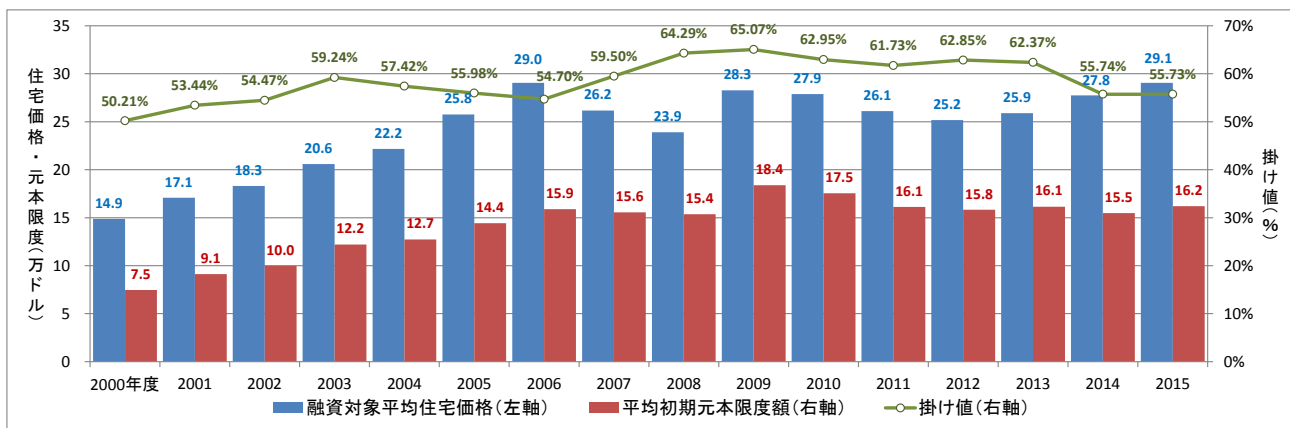
(4) より詳しい沿革は、本稿末尾に「(参考) 米国リバースモーゲージの沿革」を参照。

ジニーメイ) などによる保守的な制度変更にも関わらず、住宅市場の回復が支えとなり、徐々に引受件数と融資限度総額は横ばいから回復基調に転じ、2015年は5.8万件及び161億ドルで、同年度の1件あたり平均融資限度は約28万ドルとなった。

金融危機以降、リーマンは破綻し、ウェルズ・ファーゴやバンク・オブ・アメリカ、メットライフなどの民間貸付機関が提供していた民間レーベルのリバースモーゲージ及び連邦住宅抵当金庫（ファニーメイ）が提供していたリバースモーゲージ（Home Keeper）は2012年4月までに市場から姿を消し、米国市場では、公的融資保険制度に基づくHECMが新規市場をほぼ占有している状況にある。

次に、実際にHECMを利用した場合、どの位の資金の借入が可能になるのかを市場全体の平均でみてみよう。HECMの対象となった住宅の平均市場価格を、平均初期元本限度額で除し、平均融資掛け値をみれば大まかに分かる（図2）。この方法だと、2009年のピーク時点では約65%、2014年及び2015年は後述する制度改革もあり、56%程度と低下している。

図2 HECM対象住宅の平均市場価格・平均初期元本限度額・融資掛け値の推移



(資料) HUD プレゼン資料に基づき作成。

3—HECM市場と一般の住宅融資市場の規模比較

住宅融資市場の規模とHECM市場規模とを比べるために、住宅ストックや世帯状況を調査対象とした米国住宅調査（American Housing Survey: AHS）を用いて、(1)一般住宅融資（Forward Mortgage）、(2)エクイティ融資⁽⁵⁾、(3)リバースモーゲージという3種類の住宅担保融資の利用状況を持家世帯数で除した比率を試算し比べてみた。

まず、持家世帯のうち、2013年調査時点で住宅融資を利用している世帯は約60%である（図3）。これは2001年以来、それほど変化していない。1999年と比べて2001年の場合に一段と利用水準が高まっているのは、90年代は不動産市場が低迷していたのに対し、2000年以降は住宅価格が上昇に転じ、住宅融資の借り換え需要が急速に高まったことが大きい。同時に、住宅抵当証券（MBS）の派生商品の多様化⁽⁶⁾と2次流通市場の急拡大がこれを支えることとなった。

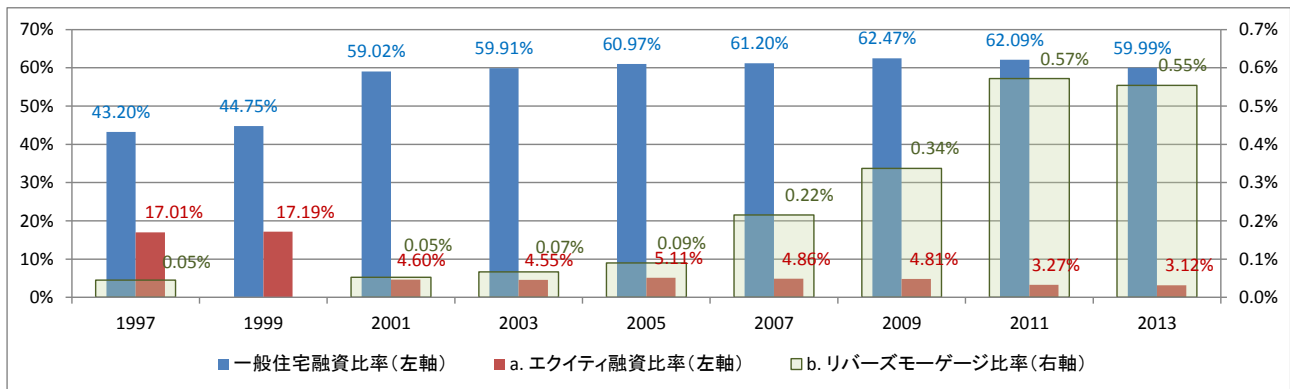
(5) ここで一般住宅融資はエクイティ融資やリバースモーゲージを含め住宅融資だけを利用している世帯分としている。エクイティ融資は持家世帯の全住宅融資利用世帯数から一般住宅融資・リバースモーゲージ融資利用世帯を引いて求めている。したがって、エクイティ融資利用世帯には住宅融資との合わせ借り世帯や無回答者を含む（後者は無視できる水準）。エクイティ融資は住宅を担保（主に住宅価格の上昇に伴い可能となる余剰資産価値に二次抵当権を設定）とし、車や電化製品購入など使途制限のない融資である。

(6) その後、2007年前後からサブプライム問題が顕在化し、住宅バブルの崩壊と金融危機につながる。

同じく住宅担保に基づくエクイティ融資の利用世帯は 90 年代後半の約 17% の水準から 2000 年代は 4~5% の水準で推移し、2011 年以降は 3% 強の水準となっている。2000 年以降は、住宅価格の上昇を背景に、増価した住宅価値を流動化して現金を得るために、多数の既存住宅融資について借り換えが行われたため、エクイティ融資の需要は低下したものと考えられる。

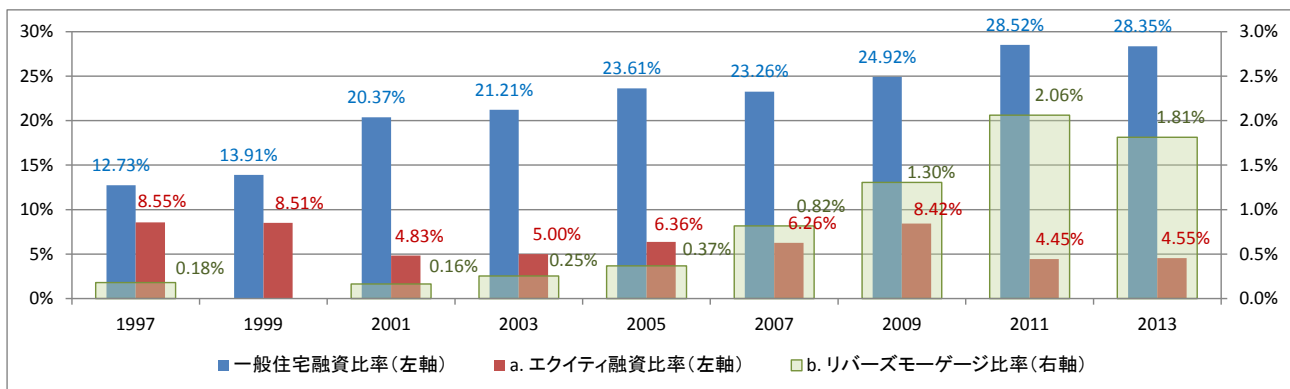
リバースモーゲージを調査時点で利用しているものは、AHS 調査によると、2013 年で持家世帯のわずか 0.55% (全年齢平均) でしかないが、2001 年以降から徐々に増えている。

図3 AHS に基づく持家世帯の住宅融資比率の推移



(資料) 米国センサス局データに基づき作成 (<http://www.census.gov/programs-surveys/ahs.html>)。

図4 AHS に基づく持家世帯の住宅融資比率の推移(65 歳以上世帯主平均)



(資料) 米国センサス局データに基づき作成 (<http://www.census.gov/programs-surveys/ahs.html>)。

次に、融資を利用している 65 歳以上の持家世帯に限ってみると (図 4)、住宅融資世帯率は 2013 年調査時点で 28% 強であり、前述の全世帯主年齢で 60% という水準よりは低くなっているが、高齢世帯における持家資産の活用状況として次の点が指摘できる。

- 2001 年以降のエクイティ融資比率は、全世帯主年齢平均の場合よりも高めであり、2009 年では 8.42% という水準にある。
- 利用できる年齢が 62 歳以上であるため、2013 年調査時点におけるリバースモーゲージの利用率は全世帯主年齢よりも高い 1.81% という水準にある⁽⁷⁾。

(7) 後述の HUD/FHA の調査では 2015 年 9 月末時点で継続中の HECM 契約 (FHA 融資保険契約) 数は約 61.5 万件であり、上記の AHS 2013 年調査ではリバースモーゲージを利用している世帯数は 41.9 万世帯となっており、調査時点の違いを考慮しても、10 万件ほど AHS 調査では低めにカウントされている可能性がある。

▶ リバースモーゲージの需要は徐々に高まっており、2005年以降の利用率の伸びが年平均0.4ポイントほどのため、65歳以上については7~8年ほどでエクイティ融資の利用率に並ぶ可能性がある。さて、2013年の住生活総合調査によると、わが国の持家世帯のうち住宅融資を利用している比率は21.67%であり、65歳以上に至っては7.50%に過ぎない。米国の場合は各々約60%と28%強なので、米国世帯が日本世帯と比べて、高齢者であっても住宅融資をいかに活用しているかが分かる。

本稿のテーマである米国のリバースモーゲージ（HECM）の市場規模は、AHS調査からみると高齢持家世帯の2%前後と判断されるが、制度導入以来、着実に需要が高まっていることが分かる。

4—HECM 制度の仕組みと関係組織

この制度の仕組みを示したのが図5である。仕組み上の要は、HUDの部局であるFHAが運用する融資保険基金（Mutual Mortgage Insurance Fund: MMI基金）である。以下では、この基金による保険制度自体を総じて「FHA融資保険」と言う。このFHA融資保険は、リバースモーゲージの3大リスクをカバーし、FHAが公認するHECM貸付機関と借り手（消費者）の利益を最適化するための公的制度である。このMMI基金については、毎年度、FHAは議会に運用状況を報告し、問題があれば改善策を講じる義務がある。

実際のHECMの貸付はFHAが公認した民間のHECM貸付機関が行う。貸付機関は、HECM契約に対しFHA融資保険を付保し、将来の担保割れリスクをカバーすることができる。

HECMの借り手はこれらの貸付機関に融資申請を行う。ただし、借り手は、貸付機関の融資申請受理前に、FHAが公認したカウンセリング機関のカウンセリングを受ける義務がある⁽⁸⁾。カウンセリング機関は、HECMに関する重要事項やHECM以外の代替的融資手段について説明する。それを借り手が理解した上でないと、貸付機関による融資申請以降の手続きは開始されない。借り手がカウンセリングを受けずに融資申請を行おうとした場合、貸付機関はカウンセリングを受けさせる義務がある。

HECM貸付機関の業界団体である全米リバースモーゲージ協会（NRMLA）は、この要件とは別に独自ルールを定め、HECMが借り手にとって適切かつ他の選択肢はないのかを審査するフィナンシャル・アセスメントを、FHAも了承したガイドラインに基づき、2015年4月から開始している。

全米退職者協会（AARP）は正に高齢者がよりよい老後を過ごせるためのロビー活動や啓蒙活動、高齢者への情報提供や研修、その他のサービスを提供している任意団体であるが、会員数3,800万人の巨大組織であり、非常に大きな政治的なインパクトを持つ。HECMについても様々な冊子や情報を提供しており、議会や財務省、HUD（FHA）、消費者金融保護局（CFPB）に対しても制度改善の要望や協力を行っており、HECM制度の健全な運営を消費者側からサポートしている。

CFPBは金融危機後、2010年7月に設けられた金融規制改革法であるドッド・フランク法（Dodd-Frank Act）に基づいて、2012年1月に財務省傘下に設置されたが、第三者として独自の消費者金融保護を行う組織である。HECMについてもHUDから権限を委譲され、特に消費者保護の面から監督を行っている⁽⁹⁾。ただし、今後CFPBが具体的にどのような消費者保護対応を行うのかにつ

(8) NRMLAによると、カウンセリングフィーは現状1面談で99ドルというものもあるが、125ドルほどが相場とのことである。

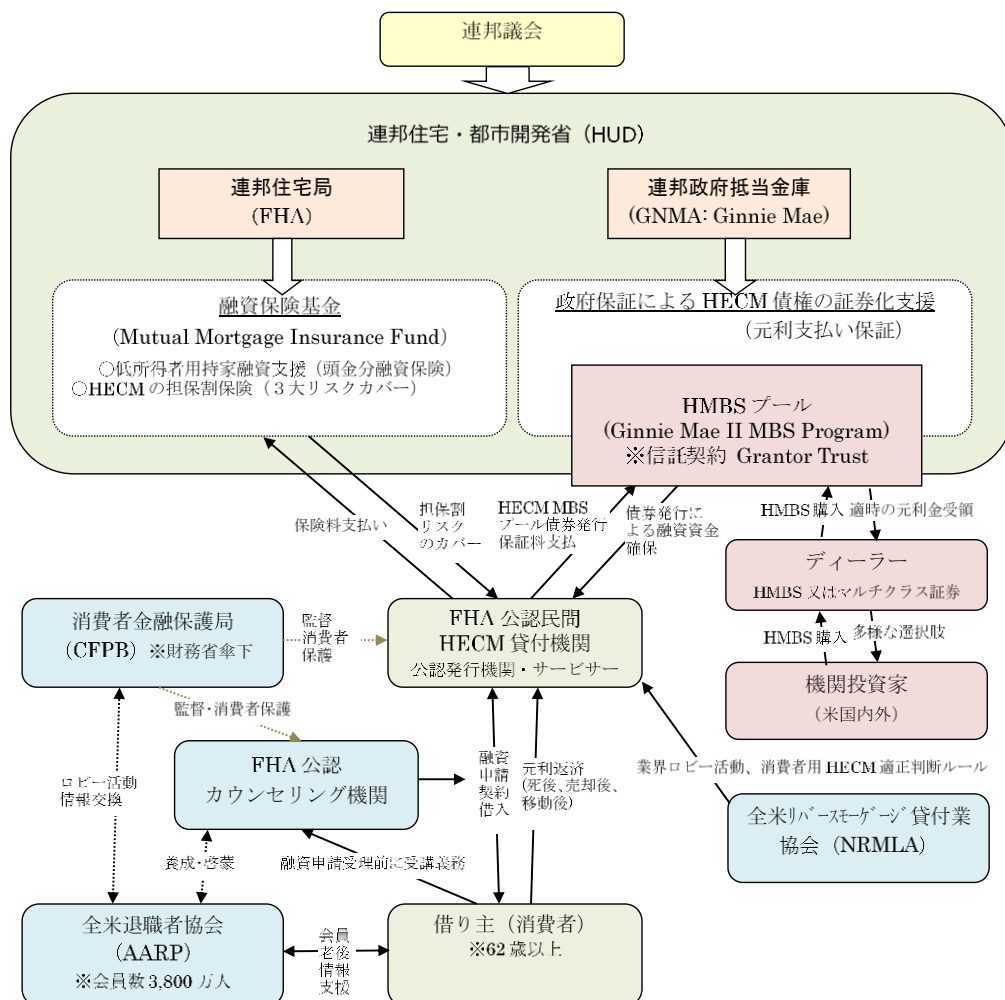
(9) 監督権限委譲は、連邦準備理事会（FRS, Board of Governors）や通貨統制管理室（OCC）、貯蓄金融機関監督局（OTS）、連邦預託保険公社（FDIC）、全米信用組合管理庁（NCUA）などから行われており、金融規制に関する強大な権限が集約されている。

いてはまだ明確になっていないようである⁽¹⁰⁾。

もう一つの制度的な要は、連邦政府抵当金庫（ジニーメイ）が、FHA 公認の HECM 貸付機関や債券発行機関（Issuer）が発行する HECM 債券（HMBS）に対し、適時の元利支払いを保証し、流通市場を通じて機関投資家の資金を HECM 融資のための原資として確保していることである。この証券化の仕組みには、HECM 契約をオリジネートする貸付機関に加え、融資契約に基づいて借り手に資金を支出して顧客サービスを行うとともに資金を回収するサービサー（Servicer）、HMBS をプールして投資家に販売するパッケージャーやディーラーなどのプレイヤーが介在する。

以前は、ファニーメイが HECM 債券の買い取りを行っていたが、金融危機を契機としたファニーメイを含む政府支援企業（GSE）改革の一環から、2010 年度からの買い取りは停止している。その後は流通市場を活性化し有利な起債ができるように、HUD 傘下のジニーメイが保証業務として引き継いでいる。ジニーメイの HECM に基づく HMBS パススルー債は 2007 年に世界で始めて発行され、その後徐々に実績を積み上げてきた経緯がある。

図5 HECM 制度の仕組みと関係組織



(資料) 国土交通省及び HUD プレゼンに基づき作成。

(10) HECM の業界団体である全米リバースモーゲージ貸付業協会（National Reverse Mortgage Lenders Association: NRMLA）を訪問した際に聴取したもの。

5—HECM 制度の概要

(1)HECM の特長

HECM 制度の特長は次の通りである。

- 持家所有者は、当該持家の資産価値（エクイティ）を流動化し、老後のよりよい生活水準維持のための収入補填や住宅購入費、修繕費、既存ローン債務の返済などに用いることができ、特に用途の制限はない。
- 融資はノンリコース条件であり、仮に3大リスクによって、契約期間中や返済時に融資限度額を超える債務が生じても、借り手や相続人、家族等に負担義務はない。一方、返済にあたり、債務額を超える価額で住宅が処分できた場合は、当該処分益は借り手が生存している場合には本人、亡くなった場合は相続人に支払われる。
- 住宅価格が債務額を超えて上昇し、融資限度額を高めにも再設定できる場合は、借り手はHECMの借り換えを解約手数料なしに行うことができる。
- 当該持家には、本人と配偶者の双方が亡くなるか、主たる住居を移転するか住宅を売却するなどの理由で自ら退去するまで居住し続けることができる（所有権は継続・継承される）。
- 債務の返済義務が生じるまで、融資期間中の元利返済は一切必要なし。
- 融資契約費用や融資保証費用（MIP）は融資額に繰り入れることができる。
- 財産税（日本でいう固定資産税）の納税と住宅保険（火災や自然災害保険等）の付保と保険料支払いは、原則として借り手負担であり、これらを支払わない場合は、融資契約不履行（デフォルト）となる。しかし、2015年4月27日から、前述のファイナンシャル・アセスメントによって適切と査定されれば、これらの将来の支払いを融資額に含めることができる。
- HECM 貸付機関が金融不況等で経営が揺らぎ、融資を約定通り実行しない、あるいは破綻したとしても、HECM 融資契約はFHAによって保証され、契約どおりの融資が実行される。
- 元利返済がなくノンリコース条件のため、一般住宅融資ほど厳しい与信審査はない。
- HECM による融資金は所得ではないので非課税である。

(2)HECM 融資のための適格要件

HECM 融資のためには次の利用者と住宅資産における適格要件を満たす必要がある。

【利用者の適格要件】

- 借り手は62歳以上であること（同居する配偶者にも2014年8月4日以前は62歳という条件が適用されていたが、それ以降は62歳以下の配偶者も対象とする特例が設けられている）。
- 当該住宅資産の所有権を所有しているか、HECM 融資により所有すること。
- 当該住宅資産に主たる住居として居住、もしくはHECM 融資により取得して居住すること。
- 連邦政府関連債務で支払滞納がなく、HUDの除外リスト等に掲載されていないこと。
- 借り手及び配偶者の双方が、HUDが認可するHECM カウンセラーのカウンセリングを受けること。ただし、電話でのカウンセリングが認められており、ほとんどの借り手は電話を利用している。カウンセリングは、貸付機関が融資申請を受けて審査手続きを開始する前に行

う必要がある。

- ▶ 借り手が HECM の融資契約の義務を果たせると判断される者であること。

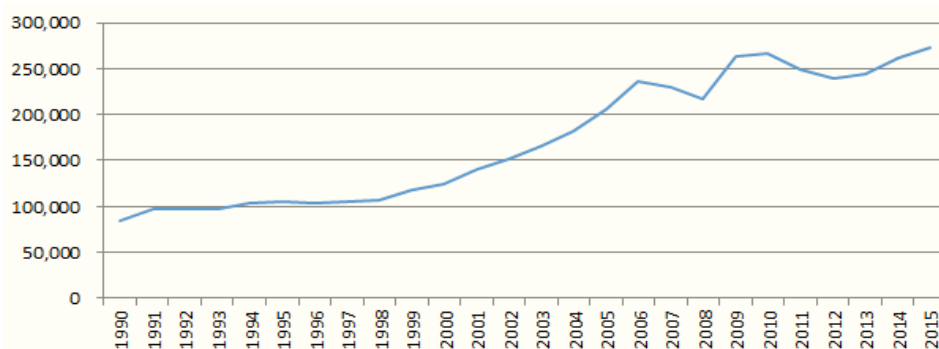
【住宅資産の適格要件】

- ▶ FHA ガイドラインに基づく適切な不動産鑑定評価書(貸付機関が取得する)が得られること。
- ▶ 戸建て住宅ないし1棟4戸までの住宅(1戸には必ず利用者が居住していること)。
- ▶ HUD が認めたコンドミニアム及び1976年6月15以降の移動可能住宅であること。
- ▶ HUD 最低住宅要件(MPR)に適合していること。融資前に白蟻・害虫検査や住宅検査を行い、適合していない場合は、必要な駆除や修繕を行う必要がある。駆除費用や修繕費は融資額に含めることができるが、借り手には、将来にわたる住宅の維持管理義務と費用の負担義務がある。
- ▶ 対象住宅は、居住可能な完成済みの物件であること(後述のように一部見直される予定)。

(3)HECM 融資限度額(MCA)と元本限度額(PLF)

HECM の現在のルールでは、元利を含む融資限度額(Maximum Claim Amount: MCA)は、2009年2月以降、625,500ドルもしくは不動産鑑定評価額のいずれか低い方とされている。それ以前の限度は417,000ドルであったが、サブプライムショックによるバブル崩壊後の2009年米国復興・再投資促進法(American Recovery and Reinvestment Act of 2009: ARRA)に基づき、625,000ドルに限度を拡大した経緯がある。このARRAによる1.5倍もの限度拡大は、HECM への借り換えを容易にし、バブル期の高騰した価格で住宅融資を得た上に、失業してしまった困窮世帯を救済するひとつの方策として行われた。これは一時的な施策だったが、その後、住宅市場の回復により各地の住宅価格が上昇したため、HUD は限度を現在も625,500ドルに維持している。個々のHECM 契約における平均MCAは制度実施以来徐々に上昇しており、MMI 基金のリスク要因となっている(図6)。

図6 HECM の融資限度額(MCA)の推移(単位:US\$)



(資料) HUD プレゼン資料から転載。

MCA は金利の累積を含む元利の限度額であるが、さらに、借主年齢(配偶者を含む)や将来金利水準の想定に基づく元本限度計数(PLF: Principal Limit Factor)をMCAに乗じて、元本限度額を決定することとなっている。元本限度額は、借り手が引き出せる融資金(元本)の限度額となる。したがって、PLFは融資掛け値だが、MCAの限度額は625,500ドルなので、必ずしも対象となる住宅物件の担保掛け値とは一致しない。

この融資掛け値の調整は、FHA による MMI 基金の健全性を維持するための重要な手段である。2009 年度以降の推移をみると、図 6 のように平均 MCA は上昇しているが、PLF は MMI 基金の健全性を維持するために、表 1 の通り、徐々に保守的になっており、FHA が抱えるリスクを縮減している様子が分かる。特に 2014 年度は従前に比べて PLF を 85% に設定している。2014 年 8 月 4 日以降は、一部を除いて PLF を下げた他、利便性を改善するために配偶者の年齢が 62 歳未満でも HECM が利用できるように新たに PLF を設けている。

表1 HECM の元本限度係数(PLF)と制度変遷

契約時の 借り手・配偶者年齢	予想 利子率	HECM 標準制度の元本限度係数 (PLF)			2014 年度廃止済み 制度(Saver 等の PLF)	現在有効な制度 プログラムの PLF
		2009 年度以前	2010 年度	2011～2013 年	2013/9/30～2014/8/3	2014 年 8 月 4 日以降
35 歳	5.5%					0.341
	7.0%					0.187
	8.5%					0.087
45 歳	5.5%					0.381
	7.0%					0.228
	8.5%					0.133
55 歳	5.5%					0.419
	7.0%					0.270
	8.0%					0.171
65 歳	5.5%	0.649	0.584	0.569	0.483	0.478
	7.0%	0.489	0.440	0.428	0.363	0.332
	8.0%	0.369	0.332	0.326	0.277	0.227
75 歳	5.5%	0.732	0.659	0.636	0.540	0.553
	7.0%	0.609	0.548	0.516	0.438	0.410
	8.0%	0.503	0.453	0.425	0.361	0.304
85 歳	5.5%	0.819	0.737	0.703	0.597	0.644
	7.0%	0.738	0.664	0.606	0.515	0.513
	8.0%	0.660	0.594	0.531	0.451	0.414

(資料) “Actuarial Review of the Federal Housing Administration, Mutual Mortgage Insurance Fund, HECM Loans for Fiscal Year 2015”, November 16, 2015 by HUD より作成。

(4)HECM 融資の種類

【目的による融資種類】

HECM 融資には、従来型 (Traditional) 及び借換え型 (HECM for Refinance)、住宅購入型 (HECM for Purchase) の 3 つのタイプがある (表 2)。

- 住宅所有者による最初の HECM である従来型の用が最も多く、申請者の 85～90% を占める。
- 借換え型は、既存の住宅融資や HECM 従来型融資の残高を借り換える場合に用いる。申請件数の 10% 前後を占める。
- 住宅購入型は、老後において、高齢世帯が将来の負担なく新たな住宅に住み替える機会を与えるもので、業界要望によって 2008 年度から導入された比較的新しい制度である。購入する住宅は新築でも中古でもよく、子ども家族世帯への近居やバリアフリー・ユニバーサル住宅、高齢者のために適切にリフォームされた住宅への住み替えの促進が期待されている。現状では申請件数の 3～5% 程度の需要と少なめだが、安定した需要が続いている。新築の場合は住宅が完成しないと HECM 融資は契約できないため、まだ需要が顕在化していないが、今後、ハウズビルダーとの請負契約締結を前提に完成前でも融資できるようなルール検討が進められている。この変更により、今後は需要の拡大が見込まれている。

表2 融資目的別の申請状況

年 月	申請総数	融資目的						
		住宅購入型 Purchase		借換え型 Refinance		従来型 Traditional		
2014年	9月	7,788	236	3.0%	636	8.2%	6,916	88.8%
	10月	8,471	256	3.0%	832	9.8%	7,383	87.2%
	11月	7,004	210	3.0%	782	11.2%	6,012	85.8%
	12月	7,680	249	3.2%	769	10.0%	6,662	86.7%
2015年	1月	6,537	212	3.2%	585	8.9%	5,740	87.8%
	2月	9,758	228	2.3%	896	9.2%	8,634	88.5%
	3月	9,331	287	3.1%	919	9.8%	8,125	87.1%
	4月	13,488	435	3.2%	1,376	10.2%	11,677	86.6%
	5月	4,186	213	5.1%	463	11.1%	3,510	83.9%
	6月	6,183	277	4.5%	710	11.5%	5,196	84.0%
	7月	6,364	258	4.1%	815	12.8%	5,291	83.1%
	8月	6,089	254	4.2%	735	12.1%	5,100	83.8%
	9月	6,754	259	3.8%	701	10.4%	5,791	85.7%

(資料) HUD プレゼン資料より作成。

【変動金利 (ARM) による融資種類】

金利のタイプには変動と固定条件がある。変動金利による融資には、給付条件によって次の種類がある。

- 終身月払 (Tenure) : 借り手が亡くなるまで一定額を月払いする。1~2%程度の利用者構成率。
- 定期月払 (Term) : 一定期間内で一定額を月払いする。2~3%程度の利用者構成率。
- 融資極度額設定 (Line of credit: LOC) : 融資期間中に極度額の範囲で自由に引き出すことができる。81~92%の利用者構成率で主流を占めている (表3)。
- これらの各組合せ (Tenure + LOC, Term + LOC) : 5%から 14%の利用者構成率である。

表3 変動(ARM)による融資種類の利用者構成率の推移

	LOC	Term	Tenure	Term + LOC	Tenure + LOC
2010年度	81%	2%	3%	9%	5%
2011年度	82%	1%	3%	9%	5%
2012年度	82%	1%	3%	9%	5%
2013年度	86%	1%	3%	6%	4%
2014年度	91%	1%	2%	3%	2%
2015年度	92%	1%	2%	3%	2%

(資料) HUD プレゼン資料より作成。

ただし、2014年10月からは、MMI基金のリスク管理のために、契約後最初の12ヶ月に借り手が引き出せる融資金は、元本限度額 (PLF) の60%もしくは既存債務の返済など必要とされる金額に元本限度額の10%を加えた金額のどちらか高い方までに規制されている。

【固定金利 (FRM) による融資種類】

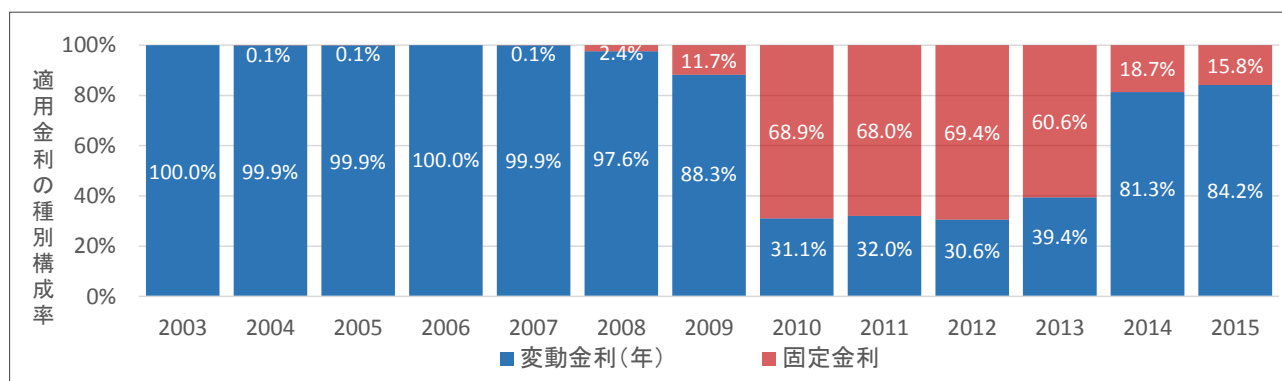
従来はローン契約後に借り換えなどのために一括借入を行うHECMには変動金利と固定金利の双方が利用できたが、金融危機後の金利低下時に、米国ではポピュラーで融資限度額を予定しやすい固定金利を利用し、最大限に住宅の資産価値を流動化しようとした借り手が、引き出し額が十分ではないと気がついた際には財産税 (固定資産税) や住宅保険費用の支払いも出来ずに破綻する事例が急増したため、2013年1月のルール改定により同年4月以降は固定金利が利用できなくなった。

例外は、住宅購入型 (HECM for Purchase) 及び融資限度額が低く抑えられたHECM for Saver (後述) だけとなったが、後者は2013年9月29日までの特例制度であったため、現在では住宅購入

型だけが固定金利で利用できる制度として存続している。

以上を背景に、図7のように、サブプライム問題が顕在化するまでは変動金利がほとんどであったが、金融危機後に利子率が低下すると、2010年～2013年は借換え目的を含めた固定金利利用が60～70%弱を占め、破綻リスクが高まった。2013年4月からのルール変更によって、固定金利の構成率は2014年18.7%、2015年15.8%と急速に減少している。

図7 HECM 適用金利の種別構成率の動向



(資料) FHA プレゼンテーション資料より作成。

(5)HECM 融資契約手数料

HECM 融資のための契約手数料は、借り手の予算制約から現金等で直接支払えない場合、元本融資限度を削る形で融資対象にできる。すべての手数料や費用は、通常の住宅融資と同様に、2011年7月に導入された不動産契約手続法 (Real Estate Settlement Procedures Act) に基づき、明細を示す必要がある。これには不動産鑑定費用や住宅検査など第三者が行う費用も明示する義務がある。

HECM 融資契約手数料は、次の通り、最低と最高限度の条件が定められている。

- (a) 最低融資契約手数料は 2,500 ドルとする。
- (b) 20 万ドルまでの融資限度 (MCA) には最高 2%まで、20 万ドルを超えた部分については 1% までの手数料とするが、合計で 6,000 ドルを超えないこと。

(6)実際の融資プラン

以上のような HECM 内容によって、実際にどのような融資が得られるのか見てみよう。

表4は、実際に現時点で HECM の住宅融資担当者が試算し、顧客に示している様式に基づいて作成した融資プランである (参考として掲載)。

借り手は 74 歳で住宅評価額は 625,500 ドルと FHA の MCA の限度相当額である。諸条件から、元本限度計数 (0.606) を乗じた結果、元本限度額は 379,053 ドルとなった。住宅価格の上昇率は年率 4% で計算されることになっているが、これは融資プランを組み立てる上で、現時点で認められている上昇率である。

初期及び将来の利子率は 3.382%と 5.010%で計算されている (利子の他に、1.25%の住宅融資保険料も負担する)。

初年度の融資保険料等の支払いのために 18,000 ドル及び融資契約のための手続き費用 1,095.20 ドルの合計 19,095.20 ドルを融資してもらうのと同時に、毎月 2,000 ドルの融資（年間 24,000 ドル）を亡くなるまで継続してもらい、年金を補填する計画である。スケジュールでは 99 歳まで表示されているが、実際には亡くなるか、自ら退去するまで毎月 2,000 ドルの融資は続くこととなる。

その他に、極度額 50,582.18 ドルの LOC が設定されている。

このように、米国の現行の HECM 制度下では、住宅の価値が 60 万ドル程度あれば、現時点では毎年 2 万ドルを超える融資金を亡くなるまで得ることができる。利子率はわが国よりも高めであるが、FHA 融資保険制度の存在とともに、住宅価格が長期にわたり 4% で上昇することが、過去の経験からも適正とされる市場・経済環境が整っていることが大きなポイントとなっている。このため、融資残高の上昇に対応するように物件価値は十分に成長し、住宅の残存資産価値が長期にわたり元利総額を上回る状況が続いている。

表4 米国 HECM の融資スケジュール事例

Amortization Schedule - Annual Projections										
Borrower Name/Case Number:		/				Refinance: No				
Age of Youngest Borrower:		74				Beg. Mortgage Balance:		\$19,095.20		
Interest Rate (Expected / Initial):		5.010% / 3.832%				Expected Appreciation:		4.000%		
Maximum Claim Amount:		\$625,500.00				Initial Line Of Credit:		\$50,582.18		
Initial Principal Limit:		\$379,053.00				Monthly Payment:		\$2,000.00		
Initial Advance:		\$18,000.00				Monthly Servicing Fee:		\$0.00		
Lien Payoffs with Reverse Mortgage:		\$0.00				Mortgage Insurance (MIP)		1.25%		
Financed Closing Costs:		\$1,095.20				Life Expectancy Set-Aside:		\$0.00		
Initial Property Value:		\$625,500.00				LESA Semi-annual Disbursement:		\$0.00		
NOTE: Actual interest charges and property value projections may vary from amounts shown. Available credit will be less than projected if funds are withdrawn from a line of credit (LOC). Additionally, the Cash Payment column below reflects annual disbursements from both a LOC and a LESA, if applicable.										
Yr	Age	Annual Totals					End of Year Projections			
		SVC Fee	Cash Payment	MIP	Rate	Interest	Loan Balance	Line Of Credit	Property Value	Equity
1	74	\$0	\$24,000	\$409	3.832%	\$1,255	\$44,760	\$53,213	\$650,520	\$605,140
2	75	\$0	\$24,000	\$738	3.832%	\$2,262	\$71,759	\$55,982	\$676,541	\$604,162
3	76	\$0	\$24,000	\$1,083	3.832%	\$3,321	\$100,163	\$58,894	\$703,602	\$602,819
4	77	\$0	\$24,000	\$1,447	3.832%	\$4,435	\$130,045	\$61,958	\$731,747	\$601,082
5	78	\$0	\$24,000	\$1,829	3.832%	\$5,607	\$161,481	\$65,181	\$761,016	\$598,916
6	79	\$0	\$24,000	\$2,231	3.832%	\$6,840	\$194,552	\$68,571	\$791,457	\$596,285
7	80	\$0	\$24,000	\$2,654	3.832%	\$8,137	\$229,344	\$72,139	\$823,115	\$593,152
8	81	\$0	\$24,000	\$3,100	3.832%	\$9,502	\$265,945	\$75,891	\$856,040	\$589,475
9	82	\$0	\$24,000	\$3,568	3.832%	\$10,938	\$304,451	\$79,839	\$890,282	\$585,211
10	83	\$0	\$24,000	\$4,061	3.832%	\$12,448	\$344,960	\$83,992	\$925,893	\$580,313
11	84	\$0	\$24,000	\$4,579	3.832%	\$14,037	\$387,576	\$88,362	\$962,929	\$574,733
12	85	\$0	\$24,000	\$5,124	3.832%	\$15,709	\$432,409	\$92,958	\$1,001,446	\$568,417
13	86	\$0	\$24,000	\$5,698	3.832%	\$17,467	\$479,574	\$97,794	\$1,041,503	\$561,310
14	87	\$0	\$24,000	\$6,301	3.832%	\$19,317	\$529,193	\$102,881	\$1,083,164	\$553,351
15	88	\$0	\$24,000	\$6,936	3.832%	\$21,264	\$581,393	\$108,233	\$1,126,490	\$544,478
16	89	\$0	\$24,000	\$7,604	3.832%	\$23,311	\$636,308	\$113,864	\$1,171,550	\$534,622
17	90	\$0	\$24,000	\$8,307	3.832%	\$25,465	\$694,080	\$119,787	\$1,218,412	\$523,712
18	91	\$0	\$24,000	\$9,046	3.832%	\$27,731	\$754,858	\$126,018	\$1,267,148	\$511,671
19	92	\$0	\$24,000	\$9,824	3.832%	\$30,115	\$818,797	\$132,574	\$1,317,834	\$498,417
20	93	\$0	\$24,000	\$10,642	3.832%	\$32,624	\$886,062	\$139,471	\$1,370,548	\$483,865
21	94	\$0	\$24,000	\$11,502	3.832%	\$35,262	\$956,827	\$146,726	\$1,425,369	\$467,923
22	95	\$0	\$24,000	\$12,408	3.832%	\$38,038	\$1,031,272	\$154,359	\$1,482,384	\$450,492
23	96	\$0	\$24,000	\$13,360	3.832%	\$40,958	\$1,109,591	\$162,388	\$1,541,680	\$431,469
24	97	\$0	\$24,000	\$14,363	3.832%	\$44,030	\$1,191,983	\$170,836	\$1,603,347	\$410,743
25	98	\$0	\$24,000	\$15,417	3.832%	\$47,262	\$1,278,662	\$179,723	\$1,667,481	\$388,199
26	99	\$0	\$24,000	\$16,526	3.832%	\$50,662	\$1,369,850	\$189,072	\$1,734,180	\$363,710

(資料) シアトルで面談した First Priority Financial のローンオフィサーより受領。

6—FHA 融資保険

(1) FHA 融資保険

FHA の融資保険基金である MMI 基金は、HECM のためだけではなく、若者を含む低所得者による持家取得のための住宅融資（Forward）確保を支援する融資保険も提供している。具体的には、現金で支払わなければならない頭金を 3.5%まで緩和し、自己資金の乏しい低所得者の予算制約を緩和する施策で、貸付機関が必要とする頭金と 3.5%の差額を MMI 基金による住宅融資保険がカバーする。貸付機関にとっては、必要な頭金を確保したのと同様な効果を持つ制度である。

2015 年度における MMI 基金の経済的純資産価値は、Forward 分で 170.44 億ドル（1.87 兆円、1\$=110 円）、HECM 分で 67.78（0.75 兆円）億ドル、計 238.22 億ドル（2.62 兆円）となっている。

MMI 基金は民間の融資保険制度では対応しにくい若者世帯を含む低所得者層持家支援策と HECM 制度を支える政策目的を抱え、不況時には議会から引き受け基準の規制緩和を要求される一方で、納税者の負担とならない自立した保守的な制度運営を求められており、相反する 2 つの要請の狭間で制度の運営と維持のために苦慮してきた経緯がある。

(2) 融資保険に基づく求償事由と義務

HECM 融資では、貸付機関は自己勘定⁽¹¹⁾や証券化によって得た資金によってリバースモーゲージを行うが、この場合、FHA 融資保険制度は、貸付機関が抱えるリバースモーゲージの 3 大リスクによる担保割れリスクを保険でカバーする。一方、貸付機関の経営が傾き、借り手への融資契約義務を履行できない場合には FHA 融資保険がこの支払いを継続することとなっており、消費者のリスクも同時にカバーする融資保険制度となっている。

FHA 融資保険では、貸付機関の個別融資残高が 3 大リスクによって融資限度額 MCA の 98%を超えたら、いつでも HUD に融資契約を譲渡し、保険求償を行える。これには住宅価格の評価が下がった場合も含まれる。貸付機関は、求償要件が整ったことを含め、必要な求償書類を準備することなど、管理上のリスクを負担する。また、このように保険求償を行う状況になっても、貸付機関は次の要件を遵守する必要がある。

- (a) 借り手への融資金の支払いは契約条件通り継続すること。
- (b) 融資保険料の支払いは継続すること。
- (c) HECM 融資の返済期限は到来しておらず、借り手に元利返済義務はないこと。
- (d) HUD は、融資契約が完了し元利返済義務が生じるようないかなる事由について、従前に知らされておらず、問題は生じていないこと。
- (e) 担保物権の権原（Title）に問題がないこと。

借り手が亡くなった場合は、相続人が当該物件を市場で売却し、ノンリコース条件で元利を返済することとなる。相続人がいない場合は、貸付機関ないしサービサーが物件を差し押さえて競売に付し、元利を回収する。これらの物件売却によって回収した金額が、元利による債務総額に満たない場合は、差額分を保険求償することとなる。

(11) 証券化までや保険求償事由が生じた場合までの資金ギャップがあるいし、ストラクチャリングを行うディーラーの場合は棚卸資産として HMBS を抱えて後述する HREMIC などを発行するだけの資金力が要求される。

また、次のような事由が生じた場合には、HECM 融資の返済期限が到来したと看做される。

- (a) 死亡以外の理由で、借り手が移転するか住宅を売却するなどの理由で自ら退去する場合。
- (b) 疾病や精神障害などにより、借り手が 12 ヶ月間以上、当該住宅を主たる住居とできない場合。
- (c) 借り手が財産税（固定資産税）や住宅保険料（火災・自然災害等を付保）を支払えない場合。
- (d) 抵当権を設定した住宅を契約条件通り維持管理し、必要な場合は修繕する義務を怠った場合。

借り手が生存している場合、HECM の債務はいつでもその時点の債務総額もしくは鑑定評価額のいずれか低い額に基づき全額返済可能であるが、亡くなるなどの事由で返済期限が到来した場合は、債務総額もしくはその時点の鑑定評価額の 95%のいずれか低い額にて返済することができる。

返済期限の到来は、融資契約者本人が亡くなっても、融資契約時に確認された適格な配偶者が亡くなるまで到来しない。その他、次の事由が発生した場合は、融資期限が到来したと看做され、元金の返済が必要となる。借り手が亡くなった場合は、貸付機関は 60 日以内、それ以外の事由の場合は 30 日以内に、HUD に通知する義務がある。

(3) 貸付機関の義務

貸付機関（サービサーを含む）は、次の義務を遵守しなければならない。

- (a) 契約条件にしたがって、借り手に対し、毎月もしくは必要な場合の融資を実行すること。
- (b) 可能な場合は融資プランの変更に応ずること。
- (c) 借り手に対し、融資の状況を記したステートメントを約定により発行すること。
- (d) 毎年の居住占有状況を検査すること（居住者の生存も確認する）。
- (e) 借り手負担により、適切な維持管理・修繕を行うこと。必要な修繕は 12 ヶ月以内に完了させること。住宅検査を行い、検査料を支払わせること。修繕が完了した後、必要な場合は、変動金利融資にて資金を融通すること。

(4) 融資保険料

FHA 融資保険の保険料（Mortgage Insurance Premium: MIP）は次の通りである。MIP は初年分（Initial）とその後の毎年分（Annual）の 2 つに分かれている。保険料は借り手負担である。毎年分は金利分と同様の負担となるが、初年度分は、制度上、直接借り手が支払う。ただし、借り手の予算制約から、元本融資限度から差し引く形で貸付機関が負担することが多い。

【2013 年 9 月 30 日以降の現状】

初年——融資限度額 MCA の 0.5%

ただし、初年度の融資額が元本限度額の 60%を超える場合は 2.5%

これは初年分の支出を減らし、MMI 基金が負うリスクを軽減し、できるだけ本来の目的にそって「年金補填する融資（月払い）」という HECM 本来の性格を高めるためのルール変更である。

毎年——融資残高の 1.25%

【2010 年 10 月 4 日～2013 年 9 月 29 日】

初年——標準プログラム： 融資限度額 MCA の 2%

特例プログラム (HECM Saver) : 同上の 0.01%

HECM Saver は、融資限度額を 10~18%程度低めとする代わりに、保険料率を 0.01%としたもので、当時は金融危機後であったことと、HECM の普及を図るために設けた時限的プログラムである。

毎年——標準・特例プログラム共通： 融資残高の 1.25%

【導入から 2010 年 10 月 3 日まで】

初年——2%、 毎年——0.5%

7——HECM 市場及び HMBS 証券化市場の現状と今後

(1)HECM 及び HMBS 市場の規模

HUD/FHA 及びジニーメイによると、HECM 導入以来、HECM 融資契約及び HECM 融資債権に基づき発行された MBS (以下、HMBS という) の実績は次の通りである。HMBS の多くが HREMIC⁽¹²⁾としてリスクを分割したマルチクラスの債券にストラクチャされているのは、通常の MBS の特性とは異なるリバースモーゲージの証券化の特徴と考えられる。

米国の HECM・HMBS 市場規模を単純にイメージするための参考として、日本の住宅融資市場規模と比べてみよう⁽¹³⁾。住宅金融支援機構によると、2014 年度における住宅融資の新規貸出額は約 19.2 兆円、融資残高は 184.3 兆円である。米国の HECM 融資市場における新規貸出額 (新規保険引受額) は日本住宅融資の場合の約 13 分の 1、融資残高は約 11 分の 1 ということになる。

日本の住宅融資市場における新規貸出額のうち、住宅金融支援機構が行った FLAT35 等の証券化のための買取り支援額 (FLAT による証券化額) は 1.7 兆円弱なので、米国ジニーメイが保証している HMBS の発行額は現状でその 2 分の 1 位というイメージになる。

【HECM の実績】 1989 年 10 月 1 日~2015 年 9 月 30 日

総契約件数：	948,736 件
累積引受額：	2,202 億ドル (24 兆 2,220 億円、@110 円/\$)
契約完了分：	299,968 件 (643 億ドル≒7 兆 730 億円)
契約継続中：	614,868 件 (1,486 億ドル≒16 兆 3,460 億円)
HUD 在庫投資：	34,060 件 (73 億ドル≒8,030 億円)
新規引受額：	2014 年度 135 億ドル、2015 年度 131 億ドル (1.5 兆円弱)

【HMBS 発行状況】 2015 年 8 月まで

発行残高：	522 億ドル、327,728 融資契約
HMBS 発行額：	2014 年度 71 億ドル、2015 年度 80 億ドル、毎月 5~8 億ドル
内 HREMIC 発行額：	2014 年度 51 億ドル (HMBS の約 72%) 2015 年度 70 億ドル (HMBS の約 86%)

(12) REMICとは内国歳入法に規定された Real Estate Mortgage Investment Conduitのことで、多数のモーゲージプールからの元利払いを、異なる元本残高や金利条件、償還期間などに基づきリスクや特性の異なるクラスに分割する投資ビークルもしくは信託契約であり、その商品名の総称である。HECMのREMICはHREMICと表記され、償還期間に替わり、借り主の年齢などがクラス分けの基準となる。REITなどと同様に一定条件下において、ビークル段階での法人課税は回避されている。

(13) 住宅金融支援機構のデータに日本のリバースモーゲージが含まれるかどうかについては不明である。

(2)HMBS 投資のメリット

ジニーメイによると、HMBS や HREMIC を購入しているのは、大手商業銀行から小規模な地域銀行、マネーマネジャー、ミューチュアルファンド、ヘッジファンド、生命保険会社や年金基金などである。

投資家にとっての HMBS の魅力は、FHA 保険やジニーメイ保証によって、通常の MBS のプレミアムが 105 bps 程度であるのに対し、HMBS は 109~112 bps のプレミアム (2015 年 10 月末時点) が提供されている点とのことである。固定金利の HMBS は、融資残高の成長により 5%以上のリターンが期待でき、部分返済はあるものの、通常の住宅融資では早めに頻繁に生じる借り換え行動も比較的遅く生じるため、期限前償還リスクも少ないという。なお、投資家の需要が徐々にしか出てこないのは、市場自体が成長途上にあり様子見があることに加え、まだ機関投資家の認知度が低いことためという。

(3)HMBS の償還事由

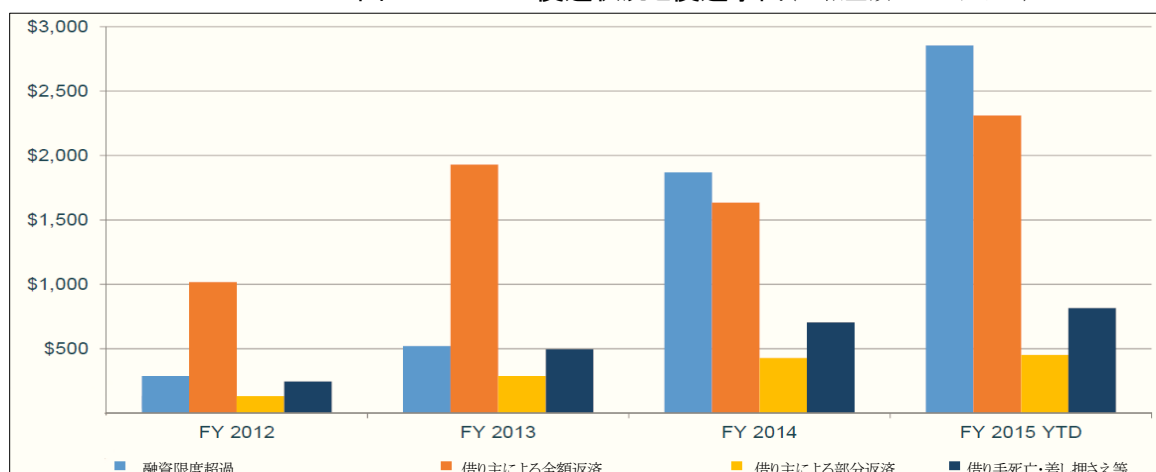
HMBS のパフォーマンスは不定期的な償還時期と償還額に左右されるが、元利の償還事由をジニーメイ資料からみると (図 8)、2012 年度と 2013 年度は「借り主による全額返済 (Voluntary Full Payment)」による償還額が主であったのに対し、2014 年度と 2015 年度は元利が融資限度額 (MCA) の 98%に達したことによる「融資限度超過 (Mandatory Purchase Events)」を事由とする償還額が上回っている。全体として償還額も急増している。これは以前に住宅価格が高い水準にあった時点で HECM 契約を行い、金融危機によって住宅価格が一旦下落し、その後、直ちに回復せず、十分な鑑定評価額 (=融資限度額 MCA) が得られなかったためにも関わらず、金利が膨らんだことによって発生したものである。

「借り主による全額返済」も「融資限度超過」に続いて多い。

今後もしばらく「融資限度超過」は継続するものと見込まれているようだが、投資家からすれば、ある程度、当該時期の HMBS プール債券の償還時期が読みやすくなる部分もある。しかし、MMI 基金としては大きな影響を受けることとなる。

リバースモーゲージの目的からみた場合の償還事由「借り手死亡」を含む「借り手死亡・差し押さえ等」は、「借り主による部分返済」とともに、過去 4 年度にわたって市場規模とともに着実に増加している。

図8 HMBS の償還状況と償還事由 (左軸金額は 100 万ドル)



(資料) 2015 年ジニーメイ・サミット資料 “Game Changers”より転載。

こうした点から、HECM 制度の魅力を高めると同時に MMI 基金の健全性を維持し、HMBS のパフォーマンスを安定させるためには、寿命や利子率、住宅価格以外の不確定要素、つまり政策的観点からの制度緩和等は最小限とし、金融危機のような事態に備え、リバースモーゲージ本来のパフォーマンスを実現することが重要と考えられる。

(4) 公的な HECM か民間のリバースモーゲージか

準公共機関として住宅融資債権の証券化を行ってきたファニーメイやフレディマックなどの GSE を、HUD の関連機能も含めて、新たな連邦住宅金融機関（Federal Housing Finance Agency）に再構築しようとする議会の動きも続いている。保証行為ではあるもののジニーメイが全面的に HMBS や HREMIC 市場に関与しているのも、その流れの一環と考えられる。

業界団体である NRMLA へのヒアリングによると、現在の融資限度額（MCA）が市場における住宅価格の上昇という実態からすると、625,500 ドルでは低すぎる点を除けば、HECM に制度的な不満はなく、かつ今後も FHA 融資保険とジニーメイの関与がなければ、貸付機関や消費者にとって魅力的な商品づくりを民間で行うのは難しいとの見解である。具体例をあげると、カナダや豪州では、FHA のような融資保険制度がないため、融資掛け値は 25%程度しか得られず、魅力ある商品づくりができていないとのことである。このように、公共のプレゼンスに対し業界からの不満はないことから、引き続き、HUD は議会と調整しながら、HECM 制度と HMBS 市場の育成を続けるものと判断される。

(5) 民間貸付機関の動きと今後の HECM 需要見通し

2010 年や 11 年に HECM の主たる貸付機関であったウェルズ・ファーゴやバンク・オブ・アメリカ、メットライフなどの大手金融機関は市場から退出し、2014 年や 15 年になると、アメリカン・アドバイザーやアーバン・ファイナンシャル、RMS/セキュリティ・ワン・レンディング、リバティ・ホーム・エクイティなどの中小貸付機関が市場を占有することになった。しかし、足下では大手が融資限度を高めた商品をベースに市場に復帰する動きがでており、今後はさらにリバースモーゲージ市場は拡大するものと見込まれている。

図9 HECM 貸付機関の変化

Year	Lender	Total Number of Loans
2010	WELLS FARGO BANK NA	17,419
	BANK OF AMERICA NA CHARLOTTE	12,956
	METLIFE BANK	10,830
	URBAN FINANCIAL OF AMERICA LLC	7,685
	GENERATION MORTGAGE COMPANY	5,921
	LIBERTY HOME EQUITY SOLUTIONS INC	3,872
	FINANCIAL FREEDOM ACQUISITION	3,314
	ONE REVERSE MORTGAGE LLC	3,242
	RMS/SECURITY ONE LENDING	1,293
	REVERSE MORTGAGE USA INC	1,172
	2011	WELLS FARGO BANK NA
METLIFE BANK		13,593
URBAN FINANCIAL OF AMERICA LLC		7,884
GENERATION MORTGAGE COMPANY		6,251
BANK OF AMERICA NA CHARLOTTE		5,037
LIBERTY HOME EQUITY SOLUTIONS INC		4,731
ONE REVERSE MORTGAGE LLC		4,619
RMS/SECURITY ONE LENDING		2,015
AMERICAN ADVISORS GROUP		1,815
REVERSE MORTGAGE USA INC		966
2014		AMERICAN ADVISORS GROUP
	LIBERTY HOME EQUITY SOLUTIONS INC	6,950
	RMS/SECURITY ONE LENDING	6,169
	URBAN FINANCIAL OF AMERICA LLC	6,078
	ONE REVERSE MORTGAGE LLC	4,974
	GENERATION MORTGAGE COMPANY	2,511
	PROFICIO MORTGAGE VENTURES LLC	1,744
	REVERSE MORTGAGE FUNDING LLC	1,708
	LIVE WELL FINANCIAL INC	1,396
	CHERRY CREEK MORTGAGE CO INC	1,088
	through April 2015	AMERICAN ADVISORS GROUP
URBAN FINANCIAL OF AMERICA LLC		2,513
RMS/SECURITY ONE LENDING		2,149
LIBERTY HOME EQUITY SOLUTIONS INC		1,959
ONE REVERSE MORTGAGE LLC		1,886
REVERSE MORTGAGE FUNDING LLC		1,108
LIVE WELL FINANCIAL INC		836
PROFICIO MORTGAGE VENTURES LLC		456
HOME POINT FINANCIAL CORPORATION		410
CHERRY CREEK MORTGAGE CO INC		393

(資料) NRMLA 資料より転載。

この背景としては、1947年から1959年位に生まれたベビーブーマー7,000万人が今後順次退職するという事情がある。ベビーブーマー世代は消費支出の多い世代であったため、そのうちの半数近くは預金がほぼゼロで、残りの半数の平均貯蓄額は12万5,000ドル程度しかない。所有する平均的な住宅資産価値は25万ドルなので、退職後はHECMを使わざるを得ないという見方がある。

8—むすび・進化を続けるリバースモーゲージ

(1)HECM 制度と持家政策

1987年住宅・コミュニティ開発法では、「高齢持家所有者における所得減少時における健康維持や住宅、生活費などによる経済的負担増加への対応のため、累積された住宅資産価値の流動化を、FHA 保険に基づくHECMプログラムを通じて実現する～」としている。FHA 保険制度の開発と運営によって、米国人におけるAging in Placeを確保する理念が謳われ、さらに、制度構築を通じて、新たに貸付機関やサービサー等の参入を促進させ、市場を拡大することが目標として掲げられている。

米国ではHUDを中心に、若者や低所得者層に対する住宅確保策としてはFHA 融資保険による持家取得支援とセクション8バウチャーによる賃貸住宅家賃補助策が、生産年齢階層や中堅以上の所得者層には恒久的な住宅融資利子所得控除制度や住替・買換えを促進する譲渡益に対する非課税措置などの税制支援、高齢者層には財産税（固定資産税）の非課税もしくは減額措置や家賃補助策が講じられており、国民の様々な階層やコミュニティの成熟を含めた住宅政策が展開されている。

HECM 制度は、MMI ファンドとジニーメイによる債券流通市場の育成を通じて、1987年法の理念に基づいて持家の流動化へのアクセスを容易にすることにより、若者から高齢者層までを貫く持家政策の最終退出(Exit)を実現する施策として位置づけることができよう。持家取得を推進してきた以上、持家は国民の資産としての価値を維持できなければならない、老後の資産としても活用できなければならないというのが米国の住宅政策のスタンスと考えられる。

(2)HECM 制度によるチャレンジと今後の課題

HECM 制度は導入後の成長過程において、サブプライムショックによる住宅市場の収縮と金融危機という非常に困難な時期を迎えることとなり、議会とHUD/FHAなどの努力によって、ようやく2014年度後半からFHA 融資保険基金存続の危機を乗り切ったところである。

金融危機後には、住宅融資困窮者に対する様々な救済措置が講じられ⁽¹⁴⁾、HECM 融資も居住しながら元利返済を先に延ばすことができるという特性を活かし、既存住宅融資の借り換えや生活資金確保策などの支援策を提供することとなった。このため前述のように、2009年米国復興・再投資促進法に基づき、融資限度額(MCA)を従来の417,000ドルから5割増しの625,500ドルにする措置がとられたことに加え、元本限度係数(PLF)は、2009年度以降、特に2010年度から2013年度においては、住宅市場全体を支えるために、それほど保守的な対応は講じられなかった。

しかし、結果として、固定金利を最大限に用いて限度一杯を引き出した借り手が、その後資金を使

(14) 当時の住宅融資困窮者や救済措置等については、拙著「[米国住宅ローン市場の現状と課題、持家政策と住宅金融政策：住宅の価値と活用を考える](#)」ニッセイ基礎研究所「所報」2009年春号 Vol. 53を参照いただきたい。

い果たし、税や保険料を滞納して破綻する件数が増えてしまった。HECM の終身デフォルト率は 2009 年度では 17.74%だったが、2013 年度には 21.94%まで悪化している。

MMI 基金の運用が悪化し、存続の危機が指摘されたため、リバースモーゲージ安定化法が制定され、(a)2014 年のファイナンシャル・アセスメント導入による借り手の物件維持能力の査定強化、(b)60%以上の初年度融資額の制限と超えた場合の保険料率アップ（一括払いした場合のデフォルト率が高いため）、(c)妥当な場合における固定資産税と住宅火災保険の融資繰り入れ（デフォルト対策）、(d)固定金利による一括払い融資の制限、(e)2015 年度からの元本限度比率 PLF（Principal Limit Factor）の大幅な 15%引き下げなどが実施された。

この結果、2015 年 6 月末までに終身デフォルト率は 19.66%まで改善した。FHA の MMI 基金の自己資本比率は議会によって 2%以上とするように定められているが、2014 年度は Δ 1.2%まで落ち込んだ。しかし、2015 年度は有効な保険契約金額は 1,052 億ドルであるのに対し純資産は 68 億ドルを確保でき、自己資本比率は 6.44%まで大きく改善している。今後の見通しは経済・市場の変動に大きく影響されるとしているが、HUD は、ベースラインのシナリオでは、今後の保険求償が増える傾向を含め、2022 年まで 6~7%以上の自己資本比率を継続できると、2015 年 11 月に議会に報告している（表 5）。ただし、議会が拠り所としている自己資本率 2%の根拠はどこにもない。とりあえず、今回の危機を乗り越えるにあたり、2%はひとつのメルクマールになったが、果たして次の危機に十分対応できるのかは誰も分からないことで、今後の試行錯誤が必要となる。

表 5 FHA の MMI 基金における HECM ポートフォリオの将来見通し(単位:100 万ドル)

年 度	経済価値	継続中保険金額	自己資本率
2014	Δ 1,166	96,816	Δ 1.20%
2015	6,778	105,234	6.44%
2016	7,429	109,334	6.79%
2017	8,222	120,424	6.83%
2018	9,135	132,573	6.89%
2019	10,133	145,236	6.98%
2020	11,213	158,091	7.09%
2021	12,395	171,103	7.24%
2022	13,665	184,492	7.41%

(資料) “Actuarial Review of the Federal Housing Administration, Mutual Mortgage Insurance Fund, HECM Loans for Fiscal Year 2015”, November 16, 2015 by HUD より作成。

今回訪問した HUD の戸建部門で HECM の政策運営を担う責任者は次のように述べている。

「議会の考えは、金融危機後の経験を経て、この制度運営にあたりリスクを軽減させるということと、納税者の負担をこれ以上に増やさないことである。2%以上の自己資本率を維持しつつ、いつまた発生するかは予測不能な危機的状況に際して、発行した融資分に対しては必ずリザーブをとっておくような要請があり、これを守らねばならない。HUD としては、高齢者をサポートする手だては絶対必要と考えており、制度を維持する方針である。ただし、MMI 基金を自立的に運営することは大変困難な課題であり、この制度を政策目的に対応したベネフィットと考えるべきか、単に融資と考えるべきなのか、制度の位置づけを見直す必要性は常に内包している。もし、ベネフィットと考えるのであれば、シニアへの支援コストのどこかで費用を削減し相殺するという考え方もあるだろう。ただ、当面の現実としては、連邦の制度の中で、今後 HECM がベネフィットとして位置付けられる可能性

は少ないと思われ、やはり融資という位置づけで対応せざるを得ないと考えている。住宅の資産価値がどの程度上がるのか、あるいは金利がどうなるのか、そして HECM の返済期限の到来がどの位の確率で生じるのか等々を、しっかりしたデータを蓄積・分析し、予測を立てて行かざるを得ない。もちろん、すべてが分かるわけではないし、リスクを過剰にみているのか甘いのかという判断すら HUD にとっては難しい。アプローチ自体には異なる方法があるかもしれない。したがって、この制度に柔軟に修正を加えながら、リスクレベルが適正になるまで調整を続けることが我々の使命だと考えている。」

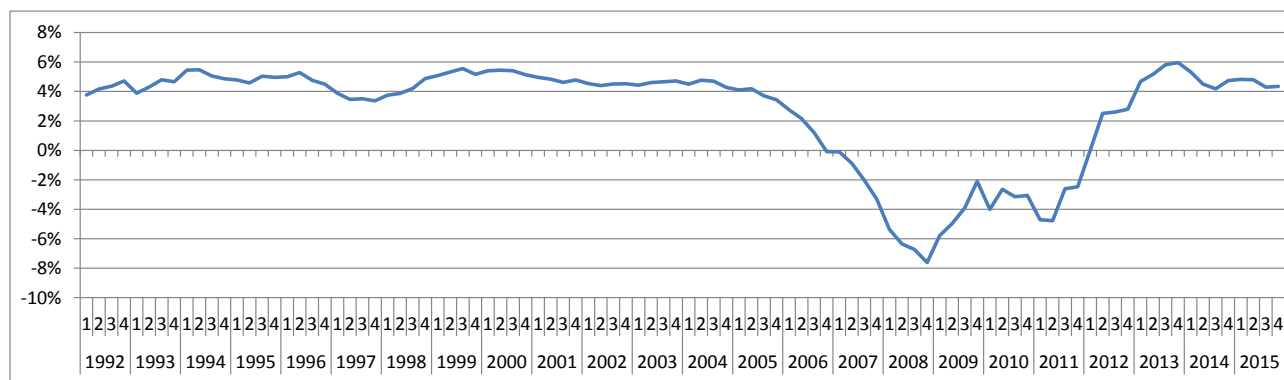
ダイナミックな人口動態を抱え、現時点でも毎年 200 万人もの人口増加がある米国では、今後来る超高齢社会に備えて、リバースモーゲージについても、わが国よりも先行して、議会・政府・民間が議論と試行を繰り返し、HECM 制度を創出した経緯があり、今や金融危機を経て、持家政策を完遂するために、更に進化を遂げようとしている。

さて、わが国ではリバースモーゲージ市場以前の課題として、既存住宅市場の整備を展開し、ともかく住宅が適正な価格で取引される市場をつくろうとしている。HUD や FHA 等に日本の事情を説明すると、何故、日本の住宅価格（地価）は低迷を続けているのかと問われたが、十分に的を射た回答はできなかった。

一方、HECM や MMI 基金の議会報告のベースラインのシナリオでは、住宅価格は年率 4% で長期的に上昇を続けることになっている。表 4 の例示の通り、実際の個々の融資現場においてもこの上昇率がスケジュール試算のために用いられている。図 10 は、ムーディーズが作成している連邦住宅金融庁(FHFA)の傘下にある GSE による融資サンプルに基づく住宅価格インデックスである。確かにサブプライムと金融危機の時期を除くと、1992 年以降、米国の住宅価格は 4% 前後の上昇率で口を合わせたように推移している。HUD や FHA、ジニーメイ、NRMLA、その他現地の流通業者へのヒアリングでも、米国の住宅価格は今後少なくとも年率 3.8%~4.0% の上昇を続けると見解である。

何故、米国では住宅価格が成長するが、日本はそうならないのか。こうした論点を念頭に、次回は英国のエクイティ・リリース市場及びフランスのヴィアジェ及びヴィアジェを組み込んだファンド市場の現状について報告したい。

図10 Moody's FHFA Purchase-Only Repeat Sales による過去の住宅価格変動



(注) 四半期、別対前年同期比変化率

(資料) FHFA Purchase-Only Repeat Sales, House Price Index により作成。

(参考) 米国リバースモーゲージの沿革

- 1961 Main 州の貯蓄貸付組合 (S & L) による米国発の RM 契約成立。
- 1963 固定資産税繰延制度 (Property Tax Deferral: PTD) がオレゴン州で創設される。高齢者を対象に延納を認めた制度。
- 1969 RM のコンセプトが上院高齢化委員会で取り上げられる。制度化へのスタート。
- 1977 Broadview Savings and Loan Company Cleveland が、Equi-pay を商品化。
- 1978 繰延ローン制度 (Deferred Payment Loan: DPL) を Wisconsin 州の地方開発局が開発。家の補修・改築費用への用途に限定。
- 1981 San Francisco 開発基金による無保険・確定期間融資型 RAM の提供開始。
- 1984 American Homestead 社が Individual Reverse Mortgage Account: IRMA の提供を開始。初の終身型商品 (無保険・終身融資・終身無返済)。
- 1987 HECM 導入(Housing and Community Development Act) 高齢持家世帯の需要に対応。基本は消費者保護: 融資機関が破綻しても RM による融資継続を政府が保証、過剰なフィーの規制、カウンセリング義務化。
- 1988 レーガン大統領 Act に署名。FHA による HECM のデモ・プログラムを承認
- 1989 最初の FHA 保険付き HECM の契約成立 (デモ・プログラムによる)。HECM のデモ・プログラムの開始 (2年間、2500 件を上限とする)。
- 1991 HECM のデモ期間が 1994 年まで延長される。
- 1993 Freedom Home Equity Partners や Transamerica HomeFirst などが Cash Account Plan の提供を開始 (年金型ではなく LOC 型)。
- 1996 ファニーメイが RM 商品として Home Keeper を提供開始。
- 1998 HECM の恒久制度化 (随時、融資限度額は引き上げ。当初は 151,725 ドル)。
- 1999 リーマンが、Financial Freedom の RM ローンプールを民間で最初に証券化。
- 2007 ジニーメイ (GNMA) による証券化プログラムの開始 (HECM プールに基づく世界最初の HMBS パススルー債発行)
- 2008 リーマンショック、大手金融機関の撤退 Bank of America (2011 年 4 月)、Wells Fargo (2011 年 9 月)、MetLife Bank (2012 年 4 月)
- 2009 Housing and Economic Recovery Act (融資限度額引上げ、消費者保護強化、HECM for Purchase (PA) の導入): 高齢適格世帯が家族への近接やダウンサイジングを目的に、新居 (新築でも既存でも可能) に住み替えることを支援。
- 2010 ファイニーメイは HECM 投資及び Home Keeper から撤退。→ ジニーメイ保証制度に移行。
- 2013 Reverse Mortgage Stabilization Act of 2013 (HECM, FHA の健全性確保)