

進化を続けるリバースモーゲージとヴィアジェ

～ 超高齢社会に向けた英米仏のチャレンジ ～



社会研究部 上席研究員 篠原 二三夫
fshino@nli-research.co.jp

※本稿は 2016 年度に発行された「基礎研レポート」2 件を統合・加筆・修正したものである。

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、所得を補填して必要な生活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

(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？」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)。

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。

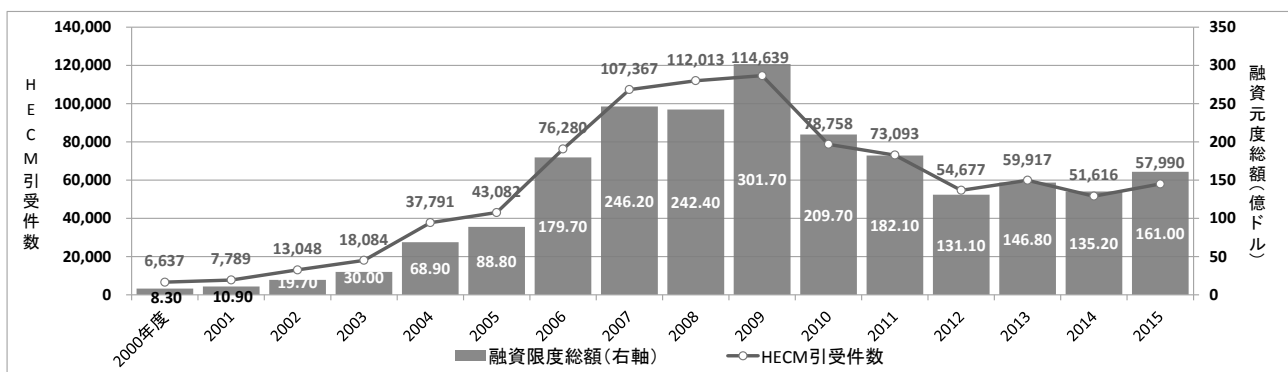
さて、筆者は2015年の10月に、米英仏調査を行なう機会に恵まれ⁽³⁾、各国における3大リスクをカバーしたリバースモーゲージなどの商品の現状を知ることができた。本稿では、同調査で得られた知見に基づき、(1)米国連邦政府の保険制度に基づく「住宅資産転換融資制度 (Home Equity Conversion Mortgage、以降 HECM と略す)」、(2)英国では、民間ベースで3大リスクをカバーしている「住宅資産流動化融資又はエクイティ・リリース (Equity Release)」、(3)フランスでは近年導入された米国型のリバースモーゲージ制度及び、融資ではなく年金払いによる不動産取引だがリバースモーゲージよりも受け入れられている「ヴィアジェ Viager) 制度」などーの現状について若干の考察とともに報告し、日本のリバースモーゲージの今後の方向性について展望することしたい。

1—米国のリバースモーゲージ(HECM)について

1 | 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⁾。同法に基づき、前述した貸付機関にとっての3大リスク、消費者側からみれば、(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延伸分の金利による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、連邦住宅・都市開発省 (HUD) 傘下の連邦住宅局 (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。

HECM の引受件数は、当初の試行期間は引き受けが調整されていたため少なかったが、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、引受件数は増加基調となり、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 及びジニーメイ) などによる引き受け抑制的な制度変更にも関わらず、住宅市場の回復に伴い、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、

(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。

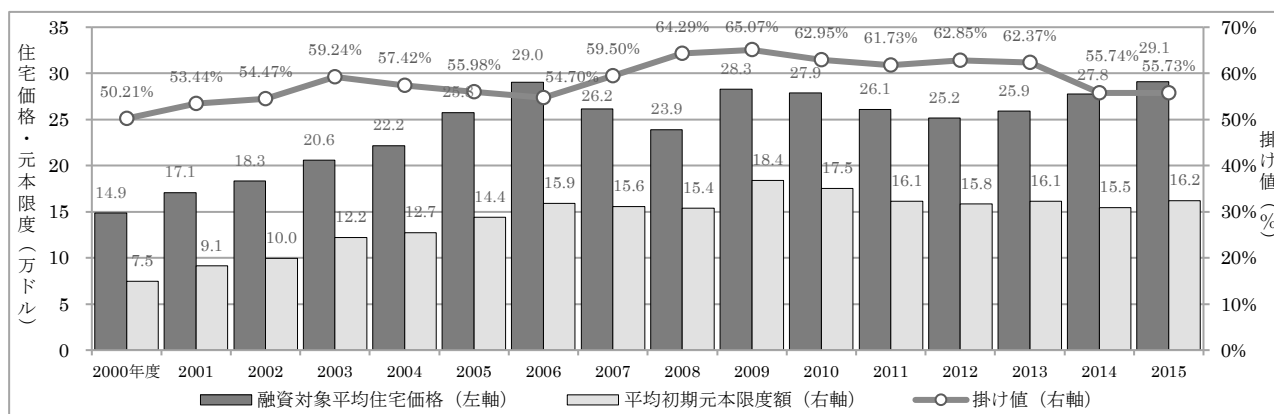
(4) より詳しい沿革は、本稿末尾の「(参考) 米国リバースモーゲージの沿革」を参照。

2015年の引受件数は5.8万件、融資限度総額は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、その後は多少の民間商品も出てはいるが、現在の米国市場では、公的融資保険制度に基づくHECMがほぼ市場を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。これは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の影響もあり、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。

2 | 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。

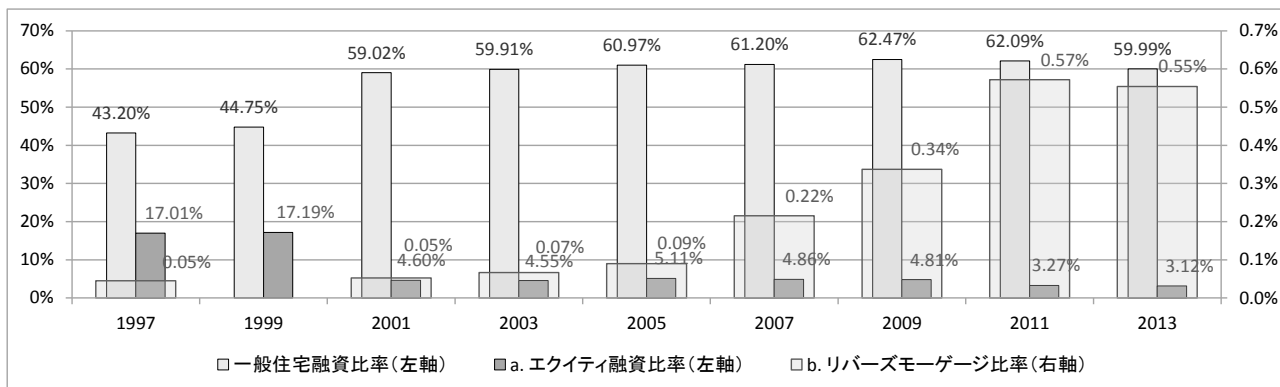
同じく住宅担保に基づくエクイティ融資の利用世帯は90年代後半の約17%の水準から2000年代は4~5%の水準で推移し、2011年以降は3%強の水準となっている。2000年以降は、住宅価格の上昇を背景に、増価した住宅価値を流動化して現金を得るために、多数の既存住宅融資について借り換えが行われたため、エクイティ融資の需要は低下したものと考えられる。

(5) 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。

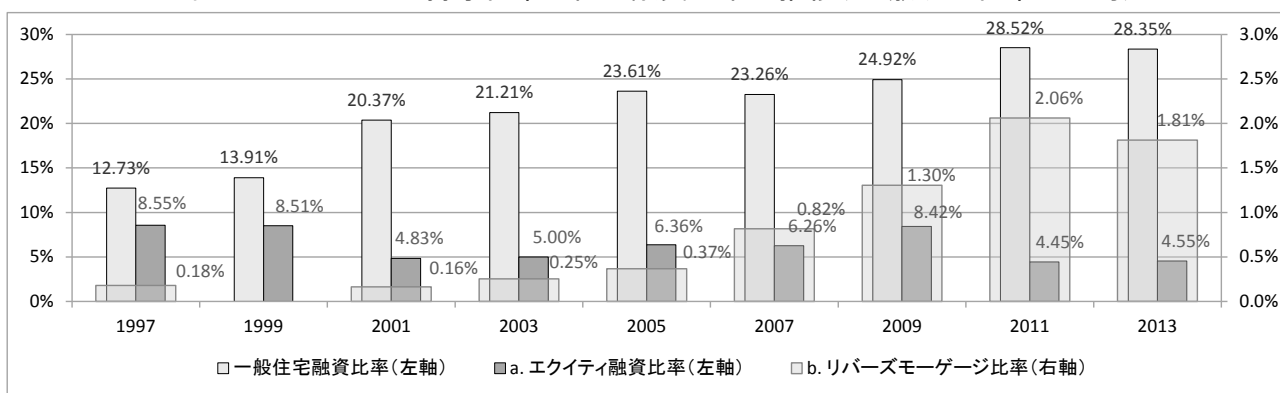
リバースモーゲージを調査時点で利用しているものは、AHS 調査によると、2013 年で持家世帯のわずか 0.55%（全年齢平均）でしかないが、2001 年以降から徐々に増えている。

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⁾。
- リバースモーゲージ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約 0.4 ポイントのため、65 歳以上については 7~8 年位でエクイティ融資の利用率に並ぶ可能性がある。

参考までに、日本の場合と比べてみると、2013 年の住生活総合調査 では、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。

(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 AHS2013 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。

3 | 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。要になるのは、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、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。FHAは、毎年度、このMMI基金の運用状況を議会に報告し、問題があれば改善策を講じる義務がある。

HECM制度は融資保険制度であるため、実際の貸付は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。その説明内容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できない。借り手がカウンセリングを受けずに融資を申請しようとした場合、貸付機関はカウンセリングを受けるように指導する義務がある。

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も認めたガイドラインに基づき、2015年4月から運用している。

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。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いてはまだ明確になっていない⁽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

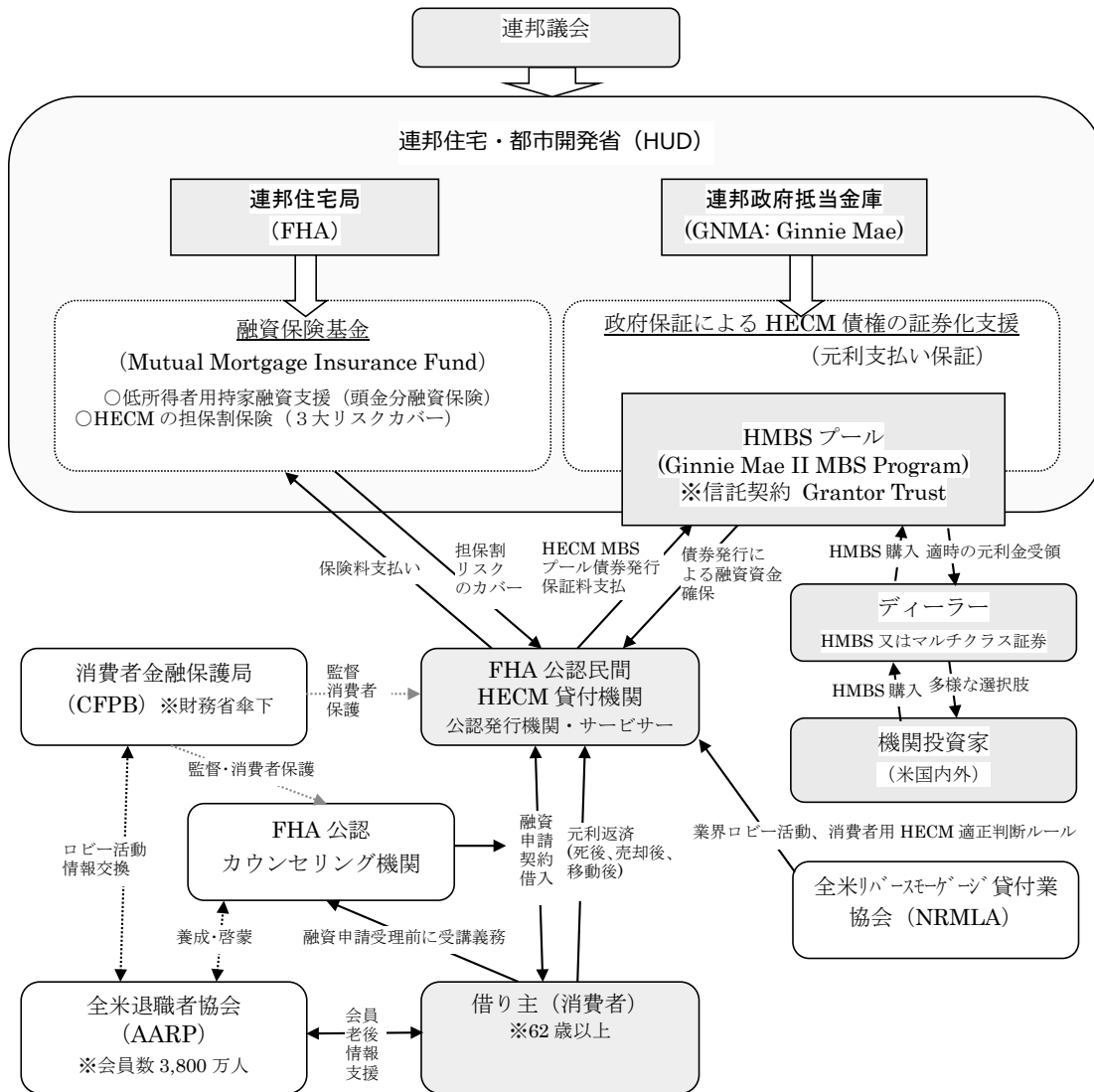
(8) NRMLAによると、カウンセリングフィーは現状1面談で99ドルというものもあるが、125ドルほどが相場とのことである。

(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。

(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。

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。

4 | 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（固定資産税のこと）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、又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、又は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】

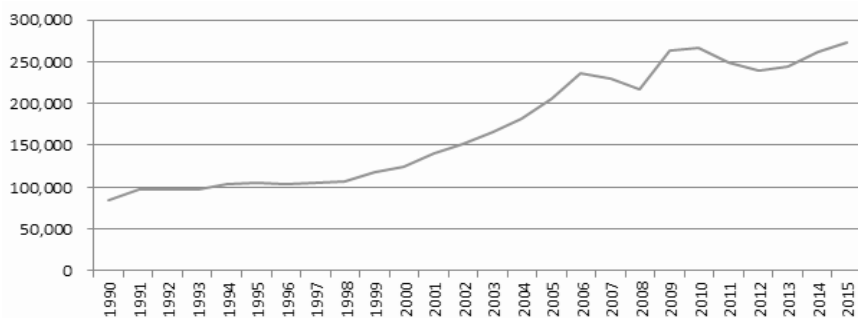
- FHAガイドラインによる適切な不動産鑑定評価書（貸付機関が取得する）が得られること。
- 戸建て住宅ないし1棟4戸までの住宅（1戸には必ず利用者が居住していること）。
- HUDが認めたコンドミニアム及び1976年6月15以降の移動可能住宅であること。
- HUD最低住宅要件（MPR）に適合していること。融資前に白蟻・害虫検査や住宅検査を行い、適合していない場合は、必要な駆除や修繕を行う必要がある。駆除費用や修繕費は融資額に含まれるが、借り手には、将来にわたる住宅の維持管理義務と費用の負担義務がある。
- 対象住宅は、居住可能な完成済みの物件であること（後述のように一部見直される予定）。

(3)HECM 融資限度額(MCA)と元本限度額

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。

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。

MCA は金利の累積を含む元本の限度額であるが、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。

(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 である従来型の利用が最も多く、申請者の 85~90% 弱を占める。
- 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】

金利タイプには変動と固定条件がある。変動金利融資には、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。利用者構成率は 1~2% 程度。
- 定期月払 (Term) : 一定期間内だけ一定額を月払い。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。

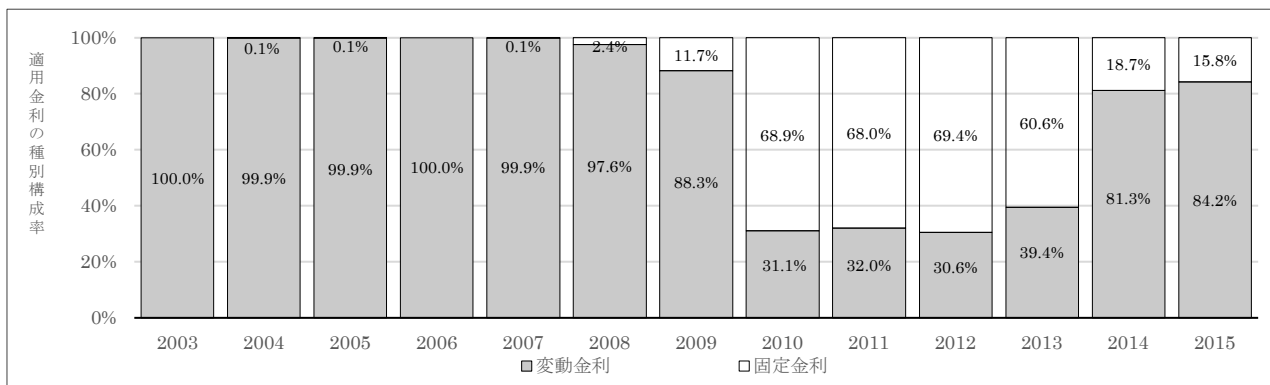
【固定金利(FRM)による融資種類】

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は、変動金利と固定金利の双方を利用できた。しかし、金融危機後の金利低下時に、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増えたものの資金を生活のために浪費してしまい、気がついた時には財産税(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)だけである。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。

以上の通り、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、破綻する借り手が増えた経緯がある。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)。

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。

なお、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、不動産鑑定費用や住宅検査など第三者が行う費用も含めて、明細を示す必要がある。

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)。

表 4 米国 HECM の融資プラン事例 (参考)

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	SVC Fee	Annual Totals				End of Year Projections				
			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。

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。

5 | 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。

(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。

(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。

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) 疾病や精神障害等により、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・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、適切な修繕の義務を怠った場合。

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、元利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%

6 | 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ものである。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。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。

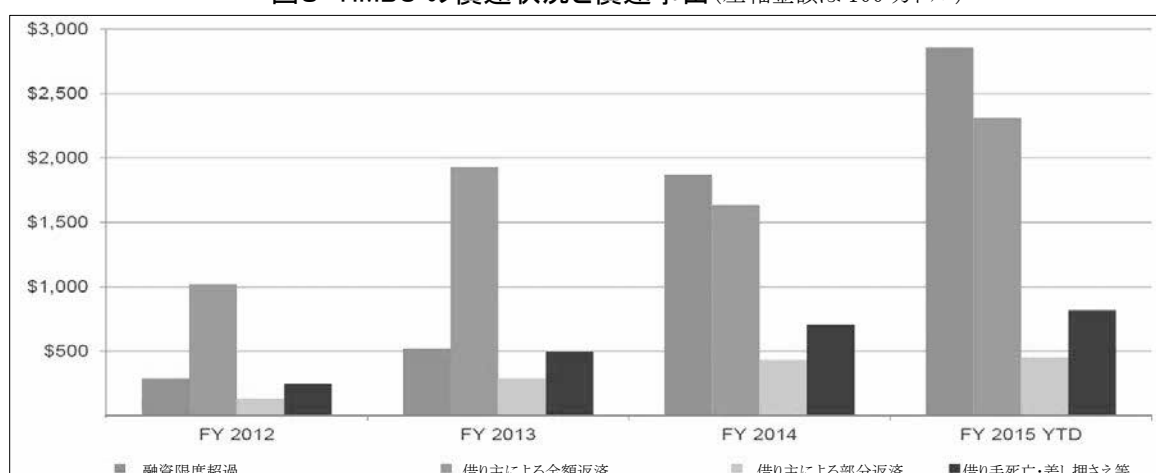
(3)HMBS の償還事由

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、直ちに回復せずに、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



(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。

7 | 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、FHA 融資保険制度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ず、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 融資保険制度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

(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。

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計数(PLF)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△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	△1,166	96,816	△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。

調査にあたり面談したHUD戸建部門でHECM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、金利がどう変動するのか、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。」

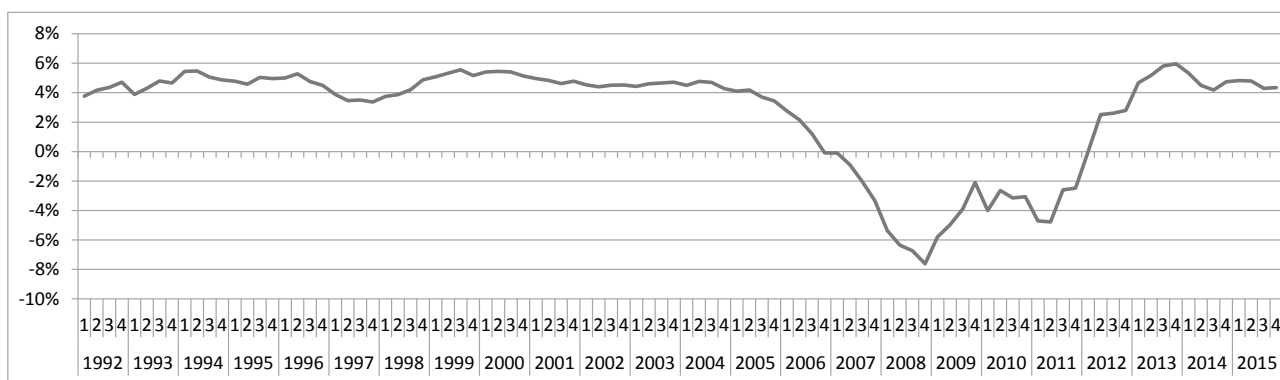
ダイナミックな人口動態を抱え、現時点でも毎年200万人もの人口増加がある米国では、今後来る超高齢社会に備えて、リバースモーゲージについても、わが国よりも先行して、議会・政府・民間が議論と試行を繰り返し、HECM制度を創出した経緯があり、今や金融危機を経て、持家政策

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らうとしている。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では、住宅価格は年率 4% で長期的に上昇を続けることとしている。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年率 4% が融資プラン作成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% の上昇を続けるとの見解である。

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。

2—英国のエクイティ・リリースについて

1 | 英国のエクイティ・リリースの沿革

米国のリバースモーゲージにあたる融資商品を、英国ではエクイティ・リリースと総称している。商品として登場した時期は実際には米国よりも早く、1930 年代に遡ると言われる。以下では、このエクイティ・リリースの沿革を記す。

1965 年には既にホーム・リバージョン (Home Reversions) 社 (後に Hodge Equity Release と改名) が、現在のエクイティ・リリースと類似した商品を市場に投入したとされる。その後、1972 年には、終身年金保険をローンで購入し、借り手は年金によって毎月の年金収入を得ながら利子分だけを返済し、元本は死亡時に担保設定した住宅を処分して返済する仕組みをもったホームインカムプラン (Home Income Plan) が売り出された。

1978 年に JG Inskip & Co. (後に Home & Capital Trust Ltd. と改名) により、この一種であるキャッシュ・リバージョン (Cash Reversion) が導入され、1986 年には Stalwart Assurance 社 (後に GE Life 社 と改名) 及び Allchurches Life Assurance 社 (現在の Ecclesiastical Life 社) によって、より魅力あるホームインカムプランが導入され人気を博した。

1988 年になると、期間中の利払いが不要なロールアッププラン、固定金利ではなく変動金利ベ

ースで借り手リスクの高いホームインカムプランも導入されるようになった。

当時、ホームインカムプランが人気を博した理由としては、1984年までは生命保険料控除 (Life Assurance Premium Relief: LAPR) が導入され、終身年金保険加入者にとってはインセンティブになっていたこと、それ以後は、1983年財政法に基づき、住宅購入にあたり、さらに魅力的なモーゲージ利子支援制度 (Mortgage Interest Relief at Source: MIRAS) が導入されたことが大きい。

MIRASを使うと、借り手は金利の25%相当が利払いから毎月控除され、最大3万ポンドまでのメリットを得られた。この支援相当分の金利は、英国歳入庁が直接貸付銀行に補填する仕組みなので、消費者には利用しやすい制度であった⁽¹⁵⁾。米国HECMのようにノンリコース条件によって、リバースモーゲージの3大リスクをカバーする支援策ではないが、政府が利子補給を行うことでホームインカムプランの購入費用が下がったため、消費者の需要が急速に高まった。

しかし、80年代末からのインフレと住宅価格の下落は、ホームインカムプランの借り手の損失を累積させてしまった。これは担保を設定した住宅の評価額が下落し、さらに金利も上昇したため、借り入れた元本に対し複利で増える金利負担が担保設定額を超過するネガティブ・エクイティ (Negative Equity) の状態に陥り、借り手は債務超過分の利払いを余儀なくされたためである。多くの借り手は年金で生活する高齢者であるため、超過債務分を支払うことができず、居住していた住宅が差し押さえられる事態が頻発し、大きな社会問題に至った。このため1990年になってホームインカムプランは金融規制による監督を受け、新規の取扱いは停止されることとなった。

しかし、1991年には「安全ホームインカムプラン (Safe Home Income Plan: SHIP)」という新商品が市場化され、同時に、同名の「SHIP」という業界団体が設立され、従来不足していた借り手に対する説明責任やコンプライアンスの充実が図られた。特に重要な点は、住宅価格の下落などによって、債務額が担保設定した住宅の評価額を超過しても超過額の支払い義務は生じない保証 (No Negative Equity Guarantee: NNEG という) をエクイティ・リリース商品に採用し、消費者の信頼と安心を高めようとしたことである。しかし、初期段階のNNEG付きSHIPは、社会問題発生から間もないことと、融資掛け値 (LTV) が低く設定され、消費者の需要を喚起するには十分とは言えなかった。

エクイティ・リリースが再び普及し始めたのは、1998年に借入期間中に元利返済の必要がないロールアップ条件付で、より魅力的なNNEG条件に基づくライフタイム・モーゲージ商品 (Lifetime Mortgage) が商品化されてからである。ライフタイム・モーゲージは、介護施設に入居を希望する持家所有者が、十分な費用負担ができなかった際に、地方自治体が当該物件に抵当設定を行い、最終的には物件売却によって介護費用を賄っていたことが創出のきっかけとなったという。

なお、ライフタイム・モーゲージよりもやや早めに、後述するフランスのヴィアジェと類似したホーム・リバージョン (Home Reversion) ⁽¹⁶⁾も商品化されたが、現状ではほとんど需要がない。

2004年には金融サービス機構 (Financial Service Authority: FSA) によって、住宅融資や融資商品の販売に関して、適格なファイナンシャル・アドバイザーが助言や費用の説明を行うことなどを含む新たな規制⁽¹⁷⁾が導入された。これに呼応し、SHIPはライフタイム・モーゲージなどにおけ

(15) MIRASは財政難等のため、90年代中頃から急速に縮減され、2000年4月には完全に廃止された。MIRAS以降、英国では持家に対する融資金利を支援する制度はない。

(16) Home Reversionは当初はエクイティ・リリースの唯一の形態であった。該当住宅の売買契約を締結し、売買代金を一括または分割して受け取るが、亡くなるまでの居住権が与えられる仕組みである。売却することから、融資契約とは異なる高齢者の住宅資産の流動化策である。現状ではライフタイム・モーゲージの普及により、ほとんど需要がなくなったことから、本稿では詳述しない。

(17) 融資契約前にファイナンシャル・アドバイザーの助言を得ることについては、FCAによる制度上の義務ではないが、助言を望まない消費者でも契約が可能なのは、融資の借換えの場合や何らかの事情で融資条件を熟知しているなどの要件がある。業界は事実上の義務と認識し、業界行為規定でもファイナンシャル・アドバイザーの助言を得ないと融資契約はできないこととしている。

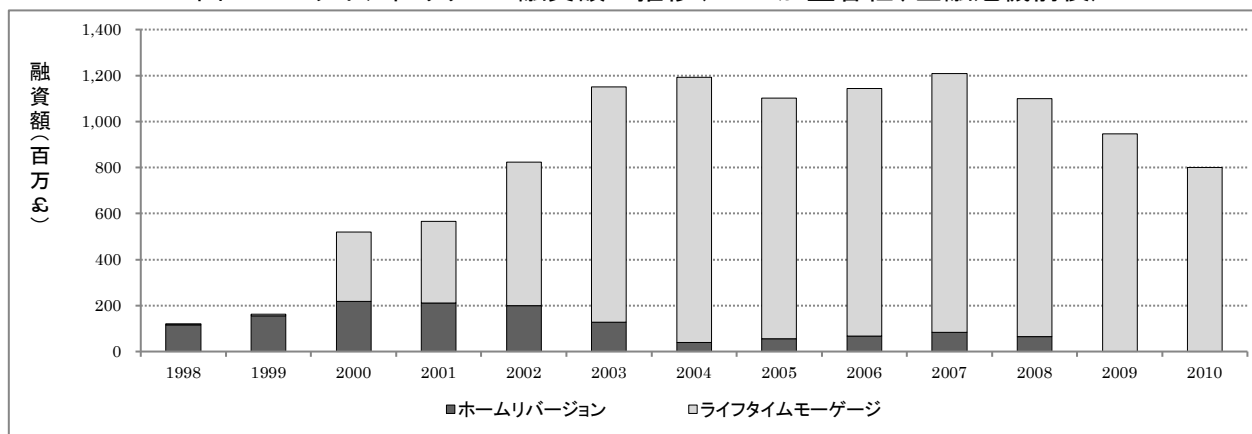
る商品説明や NNEG 条件の徹底を行為規定や商品規定に設け、業界主導で消費者保護策を推進することとなった。現在、英国で提供されているライフタイム・モーゲージは、すべて NNEG 条件によるノンリコース融資となっている。

このように NNEG を含めた消費者保護策が厳格になり、さらに消費者保護策を拡充する必要性や政府に対する業界活動を効率的に行えるように、2012 年には従来の SHIP を承継したエクイティ・リリース・カウンシル (Equity Release Council) が創設され、業界の関係者に広く門戸を開き、エクイティ・リリース商品や販売面での情報提供などについて総合的な活動が開始されている。

2 | エクイティ・リリースの普及状況

SHIP が創設されて以来のエクイティ・リリースは、ライフタイム・モーゲージ及びホーム・リバージョンが主な商品となり、特にライフタイム・モーゲージが 2004 年頃から市場を占有するようになった。両者を合わせたエクイティ・リリースの融資額は拡大し、2004 年と 2007 年には約 12 億ポンドに達したが、米国発の金融危機の影響から、2010 年の融資額は約 8 億ポンドまで落ち込んだ (図 11)。

図 11 エクイティ・リリース融資額の推移 (SHIP 加盟各社、金融危機前後)



(注) 2009 年と 2010 年のホーム・リバージョンのデータは SHIP 情報では不明。同商品を取り扱う会員が減ったため、データ収集を止めたものと判断される。

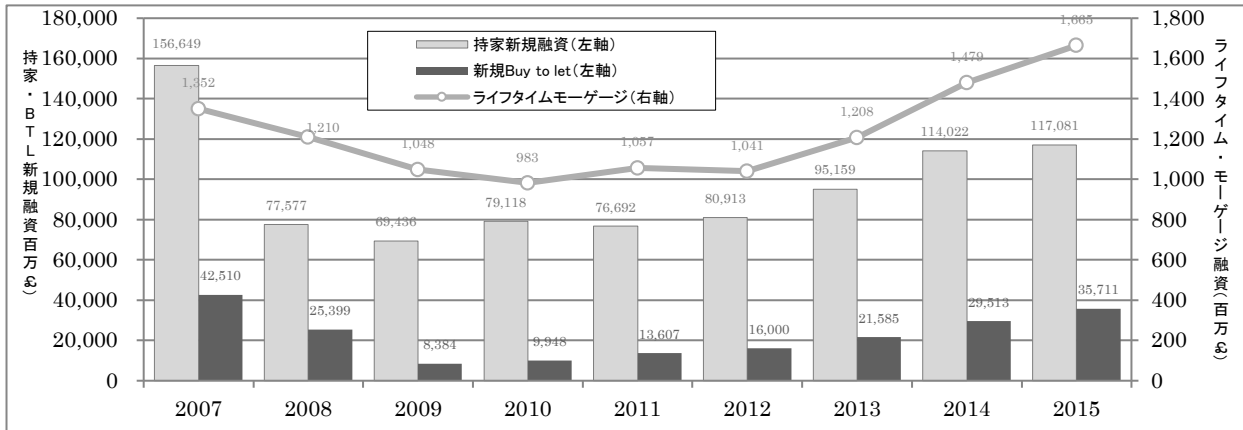
(資料) 国土交通省資料及び SHIP 関連資料に基づき作成。

なお、本年 2 月の筆者によるエクイティ・リリース・カウンシルへのヒアリングでは、2012 年時点でホーム・リバージョンはエクイティ・リリース市場の 1% 程度のシェアしかなく、足下ではほぼ市場から消えた商品とのことである。ホーム・リバージョンは住宅を先行して売却し、その後の居住権だけを得る「売却型」の仕組みであるのに対し、ライフタイム・モーゲージは亡くなるまで住宅の所有権が借り手に残る「融資型」のため、相続時において住宅を家族が買い取る選択肢が残ると、高齢者に亡くなるまで自分が所有している住宅に居住できるという安心感がある点が大きな理由という。

次に、ライフタイム・モーゲージなどを中心に、金融危機後の住宅融資動向をみてみよう。ここで用いたデータは、金融危機後の 2012 年金融サービス法により、旧 FSA に代わって新たに創設された金融行為監督機構 (Financial Conduct Authority: FCA) によるものである。FCA は、2007 年から金融規制対象下にある 300 ほどの金融機関から四半期毎に貸付行為に関する報告を得ている。これを集計したデータ値と図 11 で示した SHIP の 2010 年などの重複年次の値をみると、ライフタイム・モーゲージの年間融資額は多めだが、FCA データの方が、規制対象貸付機関数が多いので市場全体をより正確に示していると判断される。このデータによると、2007 年時点のライ

フタイム・モーゲージの融資額は 13.52 億ポンドである (図 12)。2008 年以降の金融危機後は、2010 年に 9.83 億ポンドまで融資額は落ち込んだが、その後は横ばいから回復基調に入り 2014 年には 2007 年を上回る 14.79 億ポンド、2015 年には 16.65 億ポンドと拡大基調にある。

図12 エクイティ・リリースなどの融資額の推移(金融危機及びその後)



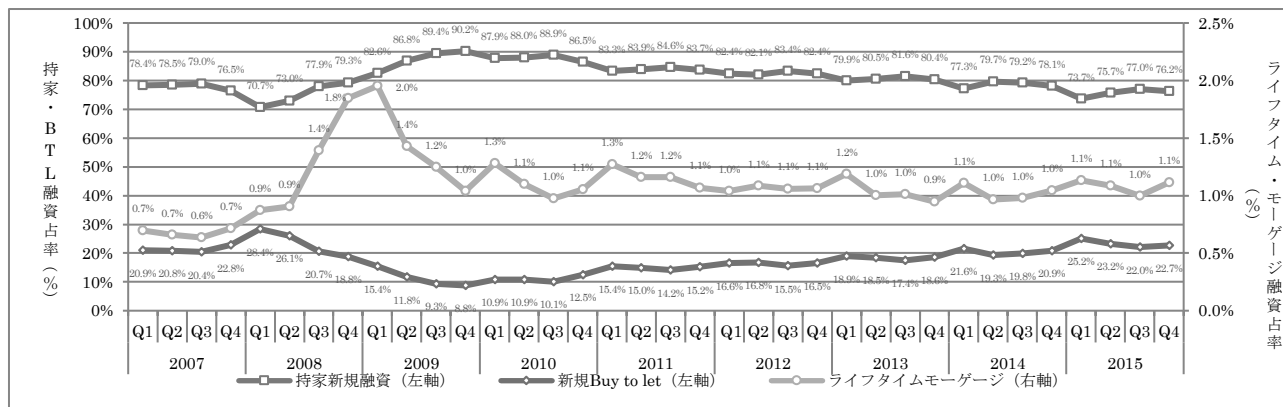
(注)融資額は借り換えを除いた新規融資額の推移。ライフタイム・モーゲージは、新規分と借り換え分の内訳がないため合計額。
 (資料) FCA 公開データより作成。データ提供者は、FCA 及び BOE (イングランド銀行) となっている。

この間のライフタイム・モーゲージの低迷は、持家住宅融資及び賃貸住宅投資用融資 (Buy to Let: BTL) も同じような動きを示していることから、金融危機が融資市場全体に影響したことが分かる。

ライフタイム・モーゲージの新規住宅融資総額⁽¹⁸⁾におけるシェアの推移をみると (図 13)、金融危機前もしくはその時点では 0.7%前後であったにも関わらず、金融危機後は 2009 年第一四半期に 2.0%まで跳ね上がっている。これは、持ち家や賃貸住宅投資のための借入を行い、金融危機後に債務の返済が難しくなった借り手が、ライフタイム・モーゲージを用いて資金を調達したことによる一時的な動向と考えられる。その後、ライフタイム・モーゲージの占率はほぼ 1%前後を推移し続けている。

なお、金融危機後において、徐々に持家融資の占率が低下し、賃貸住宅投資用融資 (BTL) の占率が上昇している点は興味深い。

図13 持家融資・賃貸住宅投資用融資(BTL)・ライフタイム・モーゲージ融資の推移



(資料) FCA 公開データより作成。

3 | エクイティ・リリース市場の全体像(市場参加者の役割)

(18) ライフタイム・モーゲージ新規融資額を、持家と BTL、ライフタイム・モーゲージの合計で除した比率。

エクイティ・リリース市場に参加する関係者の相互関係や役割を図 14 にて概観する。

英国のエクイティ・リリースは民間市場で開発され取引されている融資商品のため、政府の関与は消費者保護を目的とした、金融行為監督機構（FCA）による金融商品全般や金融取引等の行為規制に限られており、米国の HECM のような制度保険のための基金や政府による証券化支援などの仕組みはない。

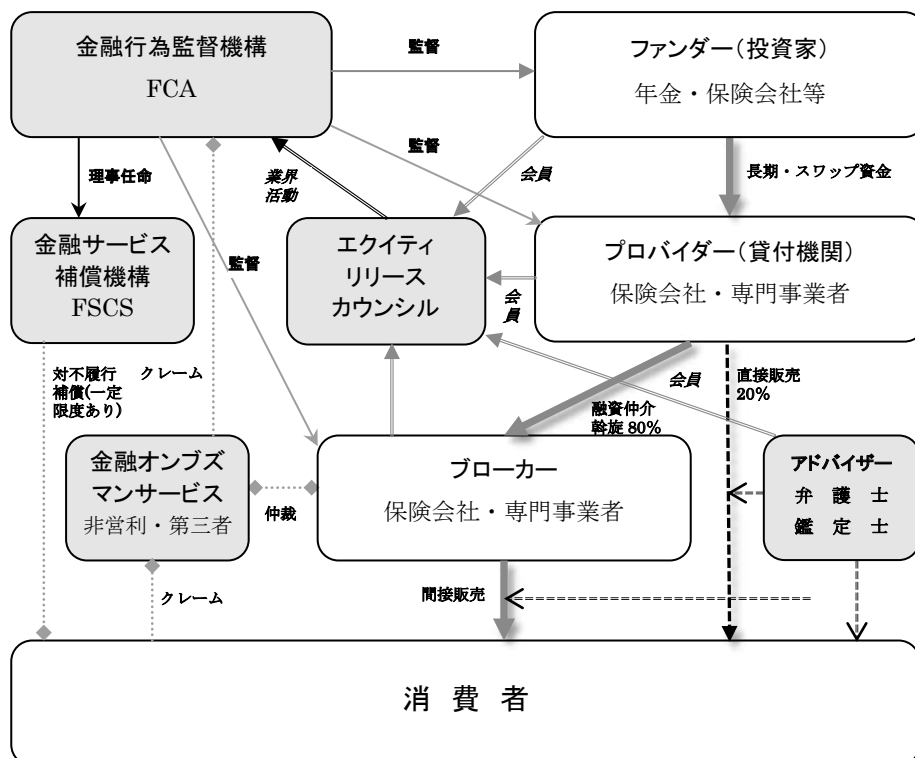
金融行為を行うものが消費者に対して契約不履行に陥ったり、損失を与えたりした場合には、FCA から金融サービス補償機構（FSCS）を通じて、消費者側を補償する仕組みがあるが、補償額は一定額で事由に応じて異なる。

エクイティ・リリース・カウンシルによると、消費者が問題を抱え、クレームしたい場合は、非営利第三者仲裁機関である金融オンブズマンサービス（Financial Ombudsman Service）に訴えるのが最も効果があり、金融機関も評判を落とすたくないため、真摯に対応して問題を解決するために動くという。消費者への商品説明書には、このオンブズマンサービスへの連絡先が予め記載されている。

エクイティ・リリース・カウンシルは、従前の SHIP を引き継ぎ、商品の安全性確保や消費者に向けた普及・啓発活動、ロビー活動などを行っている。

2007 年（SHIP 時点）では、ライフタイム・モーゲージのプロバイダー（貸付機関）数は 27 社まで伸びたが、Saffron Building Society などの住宅金融組合（Building Society）や破綻した Northern Rock（銀行）、プルーデンシャルなどの大手生保などが退会し 2010 年末までに 12 社に減った。2016 年 5 月末現在のプロバイダーは 12 社（アルファベット順）だが（表 6）、今年中に新たに 3 社が加盟し 15 社に増える予定である。

図 14 エクイティ・リリースの全体像（市場参加者の役割分担）



(資料) 現地ヒアリングに基づき作成。

表6 エクイティ・リリース・カウンシル会員のプロバイダー (2016年5月末現在)

AVIVA 大手生命保険会社、業界1位	Bridgewater Equity Release 独立系でホーム・リバージョンに特化
Hodge Lifetime 保険から起業、銀行業の認可も保有	Just Retirement Money Ltd 独立系
Legal & General Home Finance 独立系(保険)	LV (Liverpool Victoria) 独立系(保険)
more 2 life 独立系	One Family Lifetime Mortgage 独立系で保険商品も販売
Partnership 独立系で保険商品も販売	Pure Retirement 独立系
Retirement Advantage 年金系	Retirement Plus、独立系でホーム・リバージョンに特化(新規は引受停止中)
(資料) Equity Release Council	計: 12社

ただし、エクイティ・リリース・カウンシルの会員数は350社ほどいる。これは、プロバイダーだけではなく、消費者との融資契約をまとめる弁護士（消費者側とプロバイダー側は各々弁護士を起用する）や事前の相談を行うファイナンシャル・アドバイザー、物件の評価や検査を行うサーベイヤー（不動産鑑定士）、ブローカーなどの市場関係者も会員になっているためである。

ファンダー（投資家）には年金や保険会社が多い。ライフタイム・モーゲージの商品特性から、固定金利条件の長期資金をモーゲージプールにつなげているためである。プロバイダーは長期資金他、その他の資金ソースも活用し、モーゲージプールの特性に基づき、各々、様々な独自商品を開発しているという。図14ではファンダーからプロバイダー、ブローカーへと資金が流れるように記してあるが、多くの場合は、融資契約自体は借り手とファンダーの間で直接締結され、プロバイダーはライフタイム・モーゲージ契約をオリジネートするためのネットワークシステム提供、鑑定士や弁護士起用と費用負担、ブローカー費用負担及び契約後のサービシングを引き受けている。

プロバイダーからの直接販売は20%程度であり、多くのライフタイム・モーゲージはブローカーを通じて販売されている。BowerやEtc、Age、KRSなど多数のブローカーがライフタイム・モーゲージを取り扱っている。

消費者はブローカーを通じてライフタイム・モーゲージなどのエクイティ・リリース商品を購入することになるが、契約に際しては、双方に独立した弁護士を起用することとなっている。また、FCA規制及びエクイティカウンシルの行為規定により、事実上、ファイナンシャル・アドバイザーの助言を得た上で、融資契約を締結することが義務づけられている。米国同様に、アドバイザーの助言は電話でも得ることができる。

4 | ライフタイム・モーゲージの商品内容

ライフタイム・モーゲージは、持家に抵当権を設定し、プロバイダー（貸付機関）から融資を受け、契約完了時（借り手の死亡時等）には、借り手あるいは相続人が不動産を売却して融資金（元利）を一括返済する仕組みである。この際、前述のように、現在は各プロバイダー独自に NNEG を設けることが必須となっており、米国の HECM と同様に借り手にとっても安心感がある。

ライフタイム・モーゲージには色々な商品があり、一般的なのは Roll-up Mortgage と言われ、一括もしくは極度額を設けて適時に融資された資金を契約終了時まで一切返済する必要がなく、契約終了時に元利を一括返済する商品である。その他に、Interest-only Mortgage という商品もあり、この場合、元本は契約完了時に一括払いとなるが、利子分は毎月返済しなければならない。

現地でヒアリングしたプロバイダー（Partnership 社）が提供している“Drawdown”と呼ばれる

ライフタイム・モーゲージ商品の融資契約条件等は表2の通りである。

対象となる借り手の年齢は、65歳以上である。これは他社も同じである。エクイティカウンスルによると、2014年上期の借り手の平均年齢は70.8歳だったが、2015年下期には69.8歳まで、短期間に1歳も若くなっており、米国のHECM利用者と同様に全体として継続的な傾向と言う。

米国HECMの場合と異なり、変動金利は採用しておらず、終身にわたり契約時の固定金利が適用される。2016年3月末時点の利子率は融資保証料込みで年6.45%と通常の住宅融資金利⁽¹⁹⁾よりも高めである。エクイティカウンスルの商品規定では、ライフタイム・モーゲージは固定金利商品であり、変動金利の場合は金利上限のキャッピングを付けることが要求されている。

融資は基本的に一括引き落とし(Lump Sum)であり、毎月の年金払い条件はない。しかし、このPartnership社のDrawdown商品では、6ヶ月毎に住宅の評価額を見直し、住宅価値が上昇し融資限度の拡大ができれば1万ドル単位で追加の融資を認めるという(追加融資は必ずしも保証されていない)。総借入限度が下がるため需要は少ないが、一括分に加え、極度額を設定し、その範囲なら契約期間中にいつでも引出しできる商品もあるという。

表7 Partnership社提供のライフタイム・モーゲージ(Drawdown)融資契約条件等

適格条件	
最低年齢	単身の場合：65歳以上、夫婦の場合：いずれも65歳以上 ※市場では55歳以上を条件とする場合が多い。
物件の最低担保評価	70,000ポンド、戸建てか地下を含むフラット(5階以上でリフトなしは対象外)。
物件の最高担保評価	125万ポンドまでは100%。次の125万～250万ポンドは評価額の50%を加算。250万ポンドまでの住宅を限度とする。
健康条件	寿命に影響を与える健康状態の場合は診断に基づき考慮。
住宅保険	Partnershipが認める住宅保険に加入し維持できること。
適切な維持管理	担保設定物件は適切に維持管理されること。
法的要件	英国国民であること。担保設定物件は、イングランド、ウェールズもしくはスコットランドに所在すること。適用物件に残債務がないか、借換えにより返済可能であること。物件を所有し、主たる住居であること。絶対所有権であるか、リースホールドの場合は145年から借り手年齢を差し引いた年数が65歳以上であること。物件は建築基準等に適合していること。
融資金額	
最低引出額	25,000ポンド
最高引出額	125万ポンドまでは100%の評価額にLTVを乗じた額。次の125万～250万ポンドは50%の評価額にLTVを乗じた額(これが最高)。※一般にLTVは借り手の年齢や健康状態、利子率などの条件で異なり、現状では20～40%程度。
引出方法	契約後一括。ただし、6ヶ月毎に評価を見直し、残枠の範囲で、1万£単位で追加引出しできる。一括に加え、極度額を設定してその範囲で引き出せる商品もある。
相続保護オプション	最高限度融資金額以下を用いる場合、差額は相続目的のために留保する特約が結べる。
手数料や費用	
手数料	無料。ただし、借り手は自分の弁護士費用を負担すること。
期限前返済手数料	返済が顧客の死亡や長期療養施設への移転、Partnershipが認めるその他の物件に移転する場合を除いて顧客が負担(一括返済に加え部分返済も可能。手数料はベンチマークレートと返済時のインデックスレートの差をベースに、一定の条件を加えて算出)。
金利条件	終身に渡り固定金利。2016年3月末時点で年率6.45%。

(資料) Partnership提供資料及び同社ウェブサイトによる。

これらの要件をみると、民間にてNNEG条件を提供できている理由として、保険や年金会社の長期資金を使うか変動金利をスワップ等の手段により固定条件で調達し、年金払いは行わず、長寿リスクは自ら生命表に基づき考慮するかファンダーである生命保険や年金会社等が負担することにより、プロバイダーにとって予測が難しい不確定なリスクを、住宅価格の下落程度に限定させて

(19) 大手のNationwide社の場合、頭金や融資金額、LTV、所得等の信用度にもよるが、2016年5月末時点における一般の持家融資の利子率は、10年固定で3.5%弱、5年固定で2.5～3%程度である。

いる様子うかがえる。

エクイティカウンシルによると、ライフタイム・モーゲージの LTV は最大の事例で 54%位だが、商品内容によって異なり、上記 Partnership 社の商品では、20~40%の範囲になっている。立地や住宅の質、借り手の年齢等の条件が良ければ、50%を超える LTV も実現されているようだが、米国のように公的支援がなければ、民間ベースで LTV の高い NNEG 条件を実現することは難しそうである。

5 | ライフタイム・モーゲージの値付けにおける NNEG 費用と住宅価格上昇率

Pure Retirement から得た文献⁽²⁰⁾によると、借り手の年齢が 55 歳、初期 LTV が 15%、90 歳時点では 50%、融資は一括引き落とし、ローンの申請料や弁護士費用、鑑定費用等の諸費用を約 1,500 英鎊、最低物件価格を 75,000 英鎊、最低引出額を 20,000 英鎊、利率を 6.5% (毎月複利、年間では 6.697%)、ブローカーの販売手数料 2% などと期限前返済等の諸条件を考慮した場合、ライフタイム・モーゲージの値付けは次のようになる。

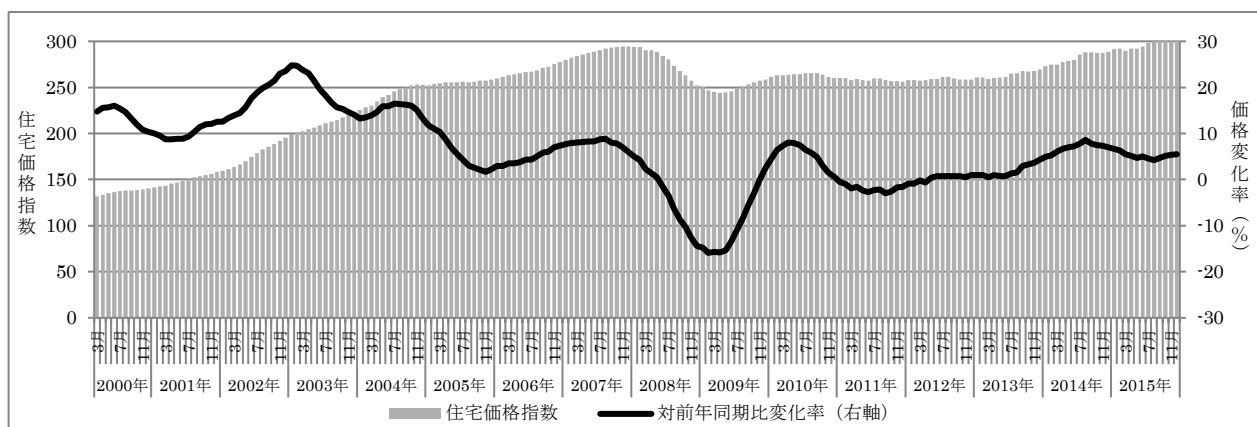
平均スワップレート	:	5.10%	
投資家 (ファンダー) のマージン	:	0.40%	(LIBOR+)
償還リスクプロファイル保険等	:	0.25%	
準備金費用	:	0.07%	
NNEG 費用	:	0.12%	→ 0.33%
その他諸費用	:	0.30%	
商品化に必要な費用合計	:	6.24%	6.45%

ここでノンリコース条件を実現する NNEG 費用は 0.12% である。この文献が書かれた 2007 年以前の 30 年間の平均住宅価格上昇率は 8.8% (ロンドンでは 9.3%、スコットランドでは 8.3%) だが、その間の物価上昇率を考慮し、NNEG 費用の試算では 4.5% の平均実質上昇率が採用されている。

金融危機は 2008 年以降に顕在化するが、2000 年 1 月から 2015 年 12 月までの住宅価格の名目平均上昇率は 6.12% (図 15)、同時期の平均物価上昇率は 2.55% なので、実質住宅価格上昇率は 3.57% となる。表 2 における Partnership 社の金利条件は 6.45% だが、上記の値付け試算例からすると、住宅価格の実質上昇率ベースが 4.5% から 3.57% に 0.93% ほど低くなったとしても、物価上昇率が低下していることもあり、NNEG 費用は 0.33% 程度で十分抑えられると判断しているものと考えられる。

(20) G. M. Hosty, S. J. Groves, C. A. Murray and M. Shah (2007) "Pricing and Risk Capital in the Equity Release Market" Institute of Actuaries and Faculty of Actuaries

図15 全国住宅価格指数の長期的推移と変化率



(資料) Land Registry Linked Open Data に基づき作成。

6 | ライフタイム・モーゲージ資金の用途

Partnership 社が彼らの顧客に対して実施したアンケート調査によると、ライフタイム・モーゲージによる資金の用途は表8の通りである。原則として、借り手側の資金用途に制限はない。

融資額は住宅の修繕や改築に使われる比率が高い。同社によると、高齢世帯の多くが、従来から所有している住宅の修繕や高齢者対応のリフォームを実施し、老後に備えたいと考えているためという。また、住宅融資残高やその他の負債の返済のためにも使われており、両者を足すと 50%近くが債務の返済に使われている。その他に、車や旅行などの費用支払いに充てるという利用目的も多く 19%という水準である。意外なのは、リバースモーゲージ本来の目的と考えられる退職後の所得補填目的は 13%でしかない点である（退職後に備えては 7%）。

この結果は、エクイティカウンシルや別のプロバイダーである Pure Retirement 社から聴取した情報でも同様であり、ほぼ英国のライフタイム・モーゲージ需要者の傾向を示すものと考えられる。

表8 ライフタイム・モーゲージによる資金の用途 (Partnership 社顧客の場合)

住宅の修繕や改築	33%
従前の住宅融資残高の支払い	30%
その他の負債の支払い	23%
車や旅行などの費用支払い	19%
退職後の所得補填	13%
家族のための資金	12%
退職後に備えて	7%
その他 (介護施設費用他)	5%
コメントなし	4%

(資料) Partnership 顧客に対するアンケート調査より (300 人複数回答、2014 年 12 月)

7 | エクイティ・リリースの今後と政府支援への期待

エクイティカウンシルの話では、英国では 1979 年のサッチャー保守党政権の誕生後、公的年金のスリム化が進んだ結果、中低所得者層や自営世帯を中心に低給付による年金困窮者が生じている。平均的な基礎年金額は 2015 年度の場合、単身世帯で年間 6 千 £ 超しかない。基礎年金の 2 階建て部分にあたる付加年金 (2016 年 4 月に廃止され基礎年金に一本化) の適用除外が認められる職域年金 (企業年金や個人年金など) の加入も進まなかったため、2008 年年金法に基づき、企業年金

を中心とする加入促進を目的に、2012年からは被用者の自動加入方式が採用されたばかりである。しかし、これも加入後に退会可能である。こうした背景から、英国人は年金に依存するよりも、将来のために不動産投資を行うことが当たり前と考えているという。このためエクイティ・リリースにより、住宅不動産を処分することへの躊躇は日本と比べて低いとの見解である。

英国の1人辺りの私的年金積立額は£35,000（OECDの購買力平価で530万円）程度に過ぎないため、給付額も微々たるものである。したがって、老後におけるEquity Releaseによる資金需要は日本とは異なり、潜在的にかなり高いという。

このため、エクイティ・リリース・カウンセラーや面談したプロバイダーは、エクイティ・リリース需要は今後も拡大するとみており、さらに弾力的な条件をもった新たなタイプの商品化が行われる可能性があるという。現状では直接的に年金払いを行うライフタイム・モーゲージはないが、住宅を流動化して資金を得ることにより、年金商品を買ってもらえばよいと考えているようである。

現在の市場規模は£16億超（購買力平価で2,420億円相当）に過ぎないが、10年後には£100億（1兆5,140億円）の市場規模に成長すると予測されているという。多額の資金需要があることを見越し、昨年は11社であったが4月に1社が参入し、さらに今年のうち、新たにライフタイム・モーゲージのプロバイダーが3社参入するとのことである。

エクイティ・リリース・カウンセラーによると、現時点で政府に対し、米国のような保険制度を設けるといった支援策を要請するつもりはないが、政府が消費者に対し、高齢化の進行と年金等の財政面からも、ライフタイム・モーゲージへのアクセスを容易にするようなプロパガンダを政策的に講じてくれることを期待しており、そのような支援だけでも、需要は顕在化し、エクイティ・リリース市場の成長が促進されるとみている。

3—フランスのリバースモーゲージとヴィアジェ市場について

1 | リバースモーゲージの導入

フランスには元々、英米のようなリバースモーゲージ制度はなかった。しかし、フランス民法典に基づき古くから利用され、フランス人の9割以上が周知している「ヴィアジェ（Le Viager Immobilier）」と呼ばれる不動産取引手段が、高齢者の住宅資産の流動化を行い、リバースモーゲージの機能を果たしてきた。売り手は仲介市場を通じてヴィアジェで住宅を売却し、買い手は一時金と年金（定期金）にて代金の支払いを行う。売り手には、本人及び配偶者が亡くなるまで居住権が認められる代わりに、余命に対応した家賃相当が売値から差し引かれる。ヴィアジェは、融資契約ではなく不動産の売買契約のひとつの形態である点に特徴がある。

しかし、ヴィアジェは、売り手がいつ亡くなるかは分からないという点で、買い手にとっては、賭け事と同様に読みにくく、射幸性の高い取引と言われている。過去には買い手の方が先に亡くなってしまふという事例もある。加えて、ヴィアジェの決定的な課題は、売り手と買い手との間に大きな需給ギャップがあることである。このためヴィアジェ市場では、かなり値下げしないと取引が成立しない場合もある。

しかし、リバースモーゲージならば、信用ある銀行が契約相手になるし、15年間を想定して契約し、3年間で死亡しても、定期金を年金として支払う条件ならば、それまでの融資額は少ないので、債務を返済し抵当を解除すれば、当該住宅は相続人に戻すことができる。相続人からすると、この点、ヴィアジェよりも選択肢のある制度となる。

このようなヴィアジェ契約の課題を解消するために、フランス不動産銀行（Crédit Foncier）が中心となり、英米型のリバースモーゲージとして、「年金型住宅融資（Le Prêt Viager Hypothécaire: PVH）」を開発し、2006年の制度改正後を経て商品提供を行っている。

以下では、最初に、この年金型住宅融資 PVH について、フランス不動産銀行から聴取した内容を報告する。

(1) 導入の背景

第二次世界大戦後のベビーブームで多くの子どもが生まれ、その結果、2015年度にはフランスでは60歳以上の人口が20歳以下の人口よりも増えた。2040年には人口の3分の1が60歳以上になり、逆に20歳未満の人口は20%以下となる見通しである。

フランス不動産銀行の分析では、フランスの高齢者は、4つのニーズにチャレンジするという。まず、①介護が最も重要な課題となる。次に②自分の家を高齢者の居住に対応するように改装する必要がある。また、③子孫にどのように資産を残し支援すべきかを考え出す。さらに、歳を取ると④旅に出たいなど、楽しい生活への支出を増やしたいと考える人も多い。

フランスでは介護施設に入っている高齢者の負担は平均一月1,500ユーロだが、現在フランス人の平均の年金は1,254ユーロでしかない。国会参議院の調査によると、フランス人の約5分の1だけしか、自分で介護施設の費用を負担できるものはいないというのが実情である。

英国で行われたアンケート調査によると、介護施設の1年間の料金の3ヶ月分、5,000ユーロ前後の改装工事をすれば、転倒等による事故は起きにくくなる。施設に入ると多額の費用がかかるが、改装工事程度の妥当な費用を投じれば、施設に入らずに、長く家にいられる。フランスの高齢世帯の56%が、こうした点を含めて自宅を改良している。住宅を改装すると、その不動産の価値も上昇する。

フランスの高齢者は次の世代を支援したいと考えるという。フランスでは大学を卒業しても失業者しているフリーターが多く、正規の仕事に就くためまでには時間がかかる。このため、結局、高齢者が若者を支援するという構図になる。最近はさらに寿命が伸びているため、以前は40歳前後で子どもは相続できたが、最近の平均は60歳位で、ほぼ年金をもらいだした時である。

高齢になると、南仏などを含めて、温暖な場所を求めて移住し、旅行するニーズも多い。

財政難のため国からの直接援助は、これ以上期待できないし、年金制度の拡充もあまり期待できないため、フランス不動産銀行としては、ニーズに対応できる、異なる手段の検討が必要であった。

しかし、ほとんどの高齢世帯の年金収入はこうしたニーズを満たせないし、一般の銀行は高齢者には融資しない。収入は減るが、資産を持っているのは60歳と69歳の間の世代であり、その内容をみると、多くが不動産である。フランスの持家所有者は全体の59%であり、50歳以上だと75%に増える。したがって、不動産の価値を、そこに住みながら、どのように流動させるのか。どのようにしてその財産を使えるかを考える必要があったという。

しかし、リバースモーゲージは、英米アングロサクソン法に基づく制度であり、フランスでは制度的に対応できなかった経緯があり、フランス不動産銀行の働きかけにより、2006年に担保の取扱いを含む抜本的な法改正が行われ、仏版リバースモーゲージであるPVH導入が行われた。ただし、実際の商品化は、制度やリスクへの適切な対処のため2007年6月からとなっている。

【PVHの根拠法】

Ordonnance du 23 mars 2006 relative aux sûretés / J.O. du 24/03/2006

(PVH創設に係る委任立法)

Arrêté du 24 août 2006 / J.O. du 13/09/2006

(PVHのアモチゼーション関係の省令)

Décret du 6 décembre 2006 / J.O. du 08/12/2006

(PVHの用語定義、返済関係の政令)

(2)商品開発の経緯

商品開発が遅れたのは、制度面の整備もあるが、銀行側として3つのリスクにどう対処するかを検討するのに時間を要したためである。第1に余命がどうなるのか、第2に住宅価格の変動、そして第3に住宅価格の地域格差への対応である。余命については生命表から判断できる。リバースモーゲージの3大リスクのひとつとされる金利変動については、フランス不動産銀行は預金をもたず、債券発行により長期資金を調達しているため、利子率を高め設定すればリスクは抑えられるため、さほど問題ではなかった。

フランスでは、かつて40%もの住宅価格の下落を経験しているため、これらのうち地域を含めた住宅価格の変動に対するリスクが最大の検討課題となった。しかし、この点も、フランス不動産銀行は、他にはない歴史的な不動産情報の蓄積と鑑定士などのエキスパートがおり、最終的に、データに基づき地域的な格差にも対応できる体制がとれた。

当初、他の銀行もPVHを商品化しようとしたが、このデータ蓄積の差から、彼らは最終的に参入を取りやめている。住宅の価値については、住宅の質的な問題にどう対処するかという課題もあったが、当面の対応として住宅を大きくAクラス、Bクラス、Cクラスと分け、クラス別に評価するようにしている。これらから、不動産下落に対するリスクもある程度は克服できると判断した。

(3)フランス版リバースモーゲージの概要

フランス不動産銀行が提供するリバースモーゲージは、英米と同様に、ノンリコースローンであり、住宅価格の変動や市場金利の変動があっても、住宅の売却額以上の負担を借り主（実際には相続人）にかけることはない。その概要は表4の通りである。

表9 フランス版リバースモーゲージの概要

項目	内容
年齢要件	65歳以上。配偶者がいる場合は両者連名で契約する。ただし、双方とも65歳以上を条件とする。
対象不動産	居住用物件。適切な担保価値があれば、主たる住居や別荘、条件によっては賃貸住宅も可能だが、事業用物件は対象外とした。担保価値の最低限は、賃貸評価額で2万ユーロ。限度額は特に設定していないが、物件の鑑定結果に基づき、借り手の諸条件を加味して個別に検討する。
対象地域	コルシカ島と海外領土を除くフランスの都市部の物件のみ
抵当権	第一抵当権を設定。
資金用途	投資や事業資金などを除き、用途制限はない。
融資金額	個別物件の鑑定評価額と借り手の状況に応じて、個別にLTVを設定する。
適用利率	2015年11月時点で6.45%。固定金利のみ。
引出方法	一括払い型のみ（第三者には譲渡できない）。いずれは年金型の定期払いも商品化する予定であるが事前調査では需要は少ない。
手数料	融資金額の4%。最初の鑑定費用を含む。
融資保証料	金利に込み。
公証人費用	実費を借り手が負担（公証人を通じた契約が必要）
生命保険	加入は不要。
返済条件	借り手の死亡まで元金の返済義務は生じない。元金の返済は、借り手の死亡により、相続人が対象住宅を売却し、その収入から行う。自分から退去し介護施設などに入る場合でも、空き家になった住宅の維持管理を適切に行うことを条件に、引き続き所有権を確保することができる。契約期間中に自ら返済することも可能。分割の場合は最低元本の10%以上の金額。
ノンリコース	金利が上昇しても、返済時に住宅価格が下落した場合も、住宅を売却した収入以上の金額を追加で支払う必要はない。
配偶者・相続人	配偶者が亡くなるまで契約は継続する。共同で居住し借りる場合は最大3名までを共同契約者とする（後見人や補佐人も対象である）。相続人に連帯保証を要求するわけではないので、借り手の債務を相続人が継承することはない。
審査要件	健康状態は審査対象外。
租税公課	引出額は融資金のため非課税。
その他条件	借り手は対象となる住宅の維持管理や修繕を行い、物件の価値を下げるようなことは慎む。

（資料）フランス不動産銀行より聴取

米国のリバースモーゲージと大きく異なる点は、保険制度や証券化などの仕組みを設けていないことである。また、適格要件では米国と異なり、持ち家だけに対象を限定してない。別荘も可能だし、賃貸住宅も担保額や関連条件によっては可能である。ただし、事業用物件は対象外としている。

地域的には、当面はパリ市など都市部の物件だけを対象とするが、住宅価格が上がらない地方部での取扱いについても研究している。

LTVは物件の状態や立地、評価額、借り手の状態によって様々であり一概には言えないとのことである。利率は6.45%だが、これには融資保証料も含まれている。

（4）導入後の契約実績

2016年までの実績は、これまでの累計で約800件である。フランスは高齢者に対する消費者保護策が厳しく、現状では、この商品のメディアを通じた宣伝はできない。2007年から既に9年かけているが、フランス不動産銀行の窓口での直売しか許されていない。今年から提携銀行との契約が許され、同行の窓口を通じた新たな販売チャンネルができるため、徐々にPVHの潜在需要を喚起できるものとみている。

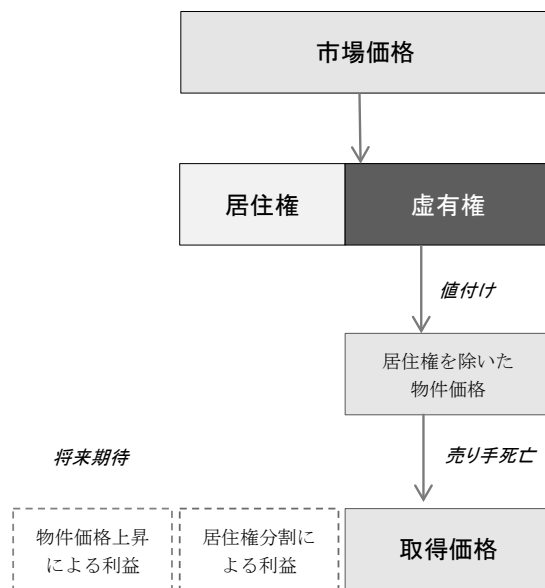
2 | ヴィアジェと市場動向

現在のヴィアジェ市場にはヴィアジェを取り扱う不動産業者が20社から25社ほどあるが、いずれも零細企業が多い。その中でも、老舗のコスタ・ヴィアジェ社が市場の40%を占めている。以下は、ヴィアジェと市場の状況について、このコスタ・ヴィアジェ社、同社もマネージメントに参加しているセルティヴィア・ファンド及び公証人から聴取した内容である。

(1) ヴィアジェの仕組み

ヴィアジェ契約は、不動産物件の売買取引の形態であり、フランスでは1804年からの民法典に基づく契約である。売り手は買い手から住宅を購入するが、ヴィアジェの場合には、用益権の一種である居住権（Droit d'Usage et d'Habitation : DUH）を売り手に残し、物件の所有権や処分権を含む虚有権（Nupropriété）だけを購入する契約になる（図16）。一般的なヴィアジェの契約では、この虚有権の移転の対価として、虚有権分の価値総額から一定の一時金（Bouquet）を支払う。次に一時金額を差し引いた差額を定期支払い金（Rente）として毎月支払う。居住権は買い手に残しているので、買い手は亡くなるまでその物件に住み続けることができる。

図16 ヴィアジェにおける居住権と虚有権、価格上昇による期待利益



(資料) Virage-Viager 資料より転載。

上記図16の最上部の枠は居住者がいない場合の物件の市場価格であり（Valeur Libre）、市場価格は、用益権（Usufruit）かつ居住権である（Abattement DUH）と虚有権である（Nupropriété）かつ物件固有の価値（Valeur Décotée）から構成される。居住権の金額は契約時における売り手の年齢、つまりその後の寿命に影響される（余命×家賃＝居住権の総額）。虚有権は、物件の所有権を示し、当該物件の売買や抵当権などの権利設定が可能である。

ヴィアジェ取引では、一時金と定期金の総額（虚有権額）が家賃の総額（居住権額）よりも低いと契約が成立しにくい。居住権の価額を算出するのに必要な家賃は市場に基づく統計データが整備されている。余命は政府が発行する死亡率表に基づいて求められる。余命は個別のものではなく、あくまでもフランス統計局（INSEE）などが公表している平均的な数値を用いる。

これらの契約金額については、契約時には公証人が認める水準でなければならない。契約前の条件説明は公証人が行うし、契約も公証人が介在して行われる。ヴィアジェに関わらず、フランスにおける不動産売買等には法の定めにより、必ず公証人が介在しなければならない。

(2) 買い手と売り手のメリット

買い手のメリットは、銀行融資を受けなくても、あたかも融資を受ける際の頭金と元利支払いのように、ヴィアジェの一時金と年金の支払いを売り手に行えばよく、期限のメリットを得つつ、当

初から大体 15～20 年間分の家賃に相当する居住権の価値を差し引いた価格で該当物件を購入できる点である（概ね市場価格の 5～6 割で購入することになる）。将来の所有権の完全な確保を考えれば、割安の資金額で購入できることになる。特にパリ市内の住宅は将来的な値上がりが期待でき、買い手にとっては人気がある。

フランス統計局（INSEE）の統計値でも、フランスの住宅価格は長期的に年率 2%で上昇していることから、最終的には、この趨勢に基づく市場価格で売却できれば、売却価格から虚有権部分と居住権部分を除いた残額はキャピタルゲインとなる。居住権部分は非課税であるが、キャピタルゲインは課税される。ただし、フランスの個人のキャピタルゲイン課税は様々な減額措置があり、5 年を超える長期保有では有利である。

売り手のメリットは、住みながらにして一時金（なしの場合もある）及び定期支払い金を受領し、年金の補填や様々な用途に使うことができる点である。定期金は年金生活者であるため、多くの場合は非課税であり、夫婦の場合は片方が亡くなっても、配偶者は引き続き住み続け、定期金をもらい続けることができる。定期金は物価スライド式条件付なので、物価上昇による自分の将来の購買力の縮小をある程度担保できる。もし、高齢によって老人ホームに入らねばならないとしても、退出により当該物件は空き家になり買い手は賃貸できるため、通常は従来よりも定期金額が上がる。

ただし、非常に重要なことは、ヴィアジェは射幸性の高い契約であり、契約がいつ終了するかを読むのは難しく、買い手と売り手の双方に予期しない事態が生じることがある点である。

(3) 売り手による定期金支払いの保証

パリの公証人の話では、ヴィアジェ取引は個人取引であるから、買い手による定期金の払い込みが契約通り履行されるかどうかは売り手の懸念材料となる。このため、通常の不動産取引と同様に、契約書を公証人が作成し登記などの必要な手続きを行うことに加え、契約上、売り手から買い取った物件に対し、公証人を通じて抵当権を設定し、買い手が支払いを怠った場合には契約を解除し、売り手が所有権を取り戻せるように契約条件が設定されている。しかし、現実には契約を解除して抵当権を行使するには、9～18 ヶ月ほどを要するため⁽²¹⁾、訴訟費用も含めて、契約不履行が生じた場合の対処には大きな課題がある。

もうひとつの課題として、ヴィアジェ取引において、法人が買い手となる場合、仮にその法人が破綻すると、米国のチャプター 11 と同様に、抵当権の行使が困難になるため、最近では別の方法で売り手の保護を図るのが一般的である。それは商品の割賦販売と同様な方法であり、一時金や定期金を全額支払わねば、所有権を移転しない方法である。売り手が死亡した場合には、自動的に所有権が移転する契約としているが、買い手が支払いを滞納した場合には、所有権は移転していないので、契約を解除するだけで済む。実際に法人の買い手が破綻するという事件が複数発生したため、2006 年に法律の改正があり、今は、ヴィアジェ契約にこうした条件設定ができる。

(4) ヴィアジェの種類

ヴィアジェにはいろいろな種類があるが、売り手が住んでいる状態の “Viager Occupé” が一般的であり、全体の 80%位を占める。また、ある高齢者がいくつかの物件を所有していて、自分の住む場所以外の物件をヴィアジェで売るという居住者なしヴィアジェ “Viager Libre” が 15%位を占める（表 10）。他にも一時金型とか定期型、契約設定型ヴィアジェなどの種類があるが、これらが

(21)フランスでは家賃滞納などの不都合なテナントを退出させる手続きにも、同様の期間がかかるという。わが国同様、借家法においても、テナントの保護が優先されている。

使われることは少ない。

表10 ヴィアジェの種類

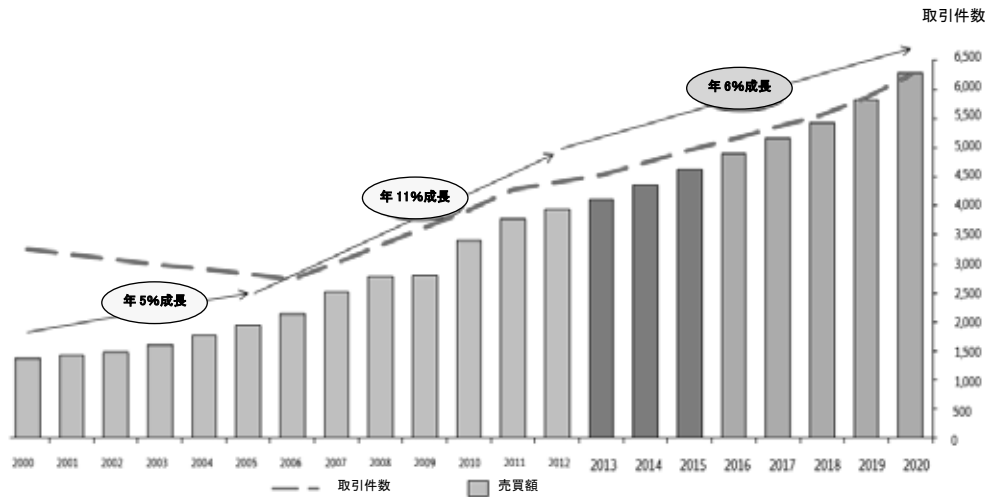
ヴィアジェの種類	内容
一般型ヴィアジェ Viager Occupé	売り手は売却した住宅への終身居住を認められ、対価として一時金と定期金(年金払い)を受け取る。
一時金型ヴィアジェ Viager Sans Rente ou «Nue-Propriété»	売り手は売却した住宅への終身居住を認められ、対価として一時金のみを受け取る。
居住者なしヴィアジェ Viager Libre	別荘等の二次的住宅に対するヴィアジェ。売却によって一時金と定期金を受領できる。買い手はただちに居住可能だし、当該物件を賃貸してもよい。
定期型ヴィアジェ Vente à Terme	売り手の居住期間と買い手の定期金の支払期間を一定期間とする。
契約設定型ヴィアジェ Flexi Viager	売り手の居住期間、買い手による定期金支払いを一定とするなど、条件は当事者の合意により自由に設定する。別荘のヴィアジェ取引の場合、買い手は売り手に一定回数の使用権を認める等を含む等。

(資料) Certivia Fund プレゼン資料より転載。

(5) ヴィアジェ市場の規模

ヴィアジェ取引は2015年で約4,500件であるが、2020年までには年間6,000件を超し、徐々に需要は高まるものと見込まれている(図17)。これは所得の伸び率との関係からヒアリング先のセルティヴィア・ファンドが行った予測による。

図17 ヴィアジェの取引件数と所得伸び率の動向と今後の見通し



(注) 売買額のスケールは原図に示されていない。期間別の売買額の成長率のみが3期間にわたり記載されている。
(資料) Certivia Fund プレゼン資料に加筆・転載。

(6) ヴィアジェ需要の地域性

フランス全土の中で、ヴィアジェの契約数は、パリ市とその郊外が市場の約3分の1、南仏で約3分の1、残りが3分の1という配分となる。感じである。県別ではニースを県都とするアルプ=マリティーヌ県のシェアが13%、それに次いでパリの9%となっている。南仏は気候が温暖であるため、高齢になった時の準備のために、通常の売買価格よりも低い価格が期待できるヴィアジェを通じて、早いうちに物件を確保しようという需要が高いという(表11)。

表11 ヴィアジェ市場の取引数の地域シェア(2000~2010年合計)

県名	取引のシェア
04 アルプ=マリティーム県(ニース、南仏)	13%
75 パリ	9%
13 プーシュ=デュ=ロヌ県(マルセイユ、南仏)	6%
83 ヴァール県(トゥーロン、南仏)	6%
92 オー=ドゥ=セーヌ県(ナンテール)	4%
69 ロヌ県(リヨン、南仏)	2%
87 ヴォクリューズ県(アヴィニオン、南仏)	2%
64 ビレネー=アトランティック県(ボー)	2%
66 ビレネー=オリアンタル県(パルピニャン、南仏)	2%
94 ヴァール=ド=マルヌ県(クレティユ)	2%
68 オー=ラン県(コルマル)	1%
59 ノール県(リール)	1%
67 パ=ラン県(ストラスブール)	1%
17 シャラント=マリティーム県(ラ・ロシェル)	1%
93 セーヌ=サン=ドニ県(ボビニー)	1%
38 イゼール県(グルノーブル)	1%
24 ドルドーニュ県(パリギー)	1%
31 オート=ガロンヌ県(トゥールーズ)	1%
以上小計	58%
その他 80 県合計	42%

(資料) Certivia Fund プレゼン資料に加筆・転載。

3 | ヴィアジェ・ファンドの登場

ヴィアジェは、射幸性が高く、市場における買い手が少ないことが普及を妨げている大きな課題であるが、最近では、ファンドを組成し、ファンドが買い手となりヴィアジェ物件を購入し、運用することによって、この課題を解消しようという動きが出ている。以下は、民間ファンドを組成しているヴィラージュ・ヴィアジェ社 (Virage-Viager) 及び公的なヴィアジェ・ファンドを組成しているフランス預金供託公庫 (Caisse des Dépôts et Consignations: CDC) の両者から聴取した内容を報告する。

(1) ヴィアジェ・ファンドの創設の背景

① ヴィラージュ・ヴィアジェ社による民間ファンドの場合

人口減少と高齢化によって年金加入者が少なくなり年金額は低下している。国民の寿命は延びても年金額は増えないため、ヴィアジェ市場を拡大させないと、年金を補填する役割を担えない。年金生活をしている人たちの 75%は自分が住む場所を所有しているので、ヴィラージュ・ヴィアジェ社としては、この潜在需要に対応するには、ヴィアジェを活用するのが最も合理的と考えた。

2010年に、第1号のヴィアジェ・ファンドを創設したが、その最大の理由は、ヴィアジェは個人と個人の契約なので、売り手が多すぎる割に買い手が少ないという需給ギャップを解消し、ヴィアジェの市場の規模を拡大するためである。ヴィアジェ市場のアンバランスは、売り手に対して買い手は10分の1程度である。買い手を拡大するためには、個人が購入するのではなく、機関投資家、大手の保険会社が投資できるファンドを組成し、十分な資金の裏付けにより、ファンドが個人と契約すれば、潜在需要を健在化し、需給ギャップを解消できる。単純に言えば、現在の10倍近くの取引が顕在化する可能性がある。

元々ヴィアジェ取引は民法典の規定により法的に安定しているので、個々のヴィアジェ契約をファンドが束ねて管理することによって、売り手にとってはより望ましい保証、安心感が得られようになる。そして、投資家に対しても、住宅資産のヴィアジェ運用を通じて、確実に期待する利益を

得られるようにする。これがヴィアジェ・ファンドを創設する際の2つの重要なテーマである。

ファンド組成にあたり、新たな問題はプロパティ・マネージメントであった。個人間の契約の場合には所定の維持管理がなされておれば買い手もそれほど問題視していなかったが、機関投資家が資金を出していることから、不動産の価値をしっかりと維持しなければならない。維持管理を怠ると、20年ほどで物件価値が下がる懸念があるからである。個々のヴィアジェ物件をしっかりと維持管理することは、費用負担も含め、なかなか難しい課題であったが、今では逆に積極的な維持管理を行うことによってバリューアップに結びつけ、将来のリターンを高めようとしている。

②預金供託公庫(CDC)グループ出資による公的なセルティヴィア・ファンドの場合

預金供託公庫は様々な社会資本への投融資を行う公的金融機関であり、セルティヴィア・ファンド(Certivia Fund)を組成するにあたっては、公共的な問題意識と課題設定が必要であった。

まずは、人口の高齢化によって発生する様々な課題にチャレンジすることである。最大の課題は医療・介護費の負担の問題、次に高齢者に対応した住宅への改装工事をいかに推進するかである。公共施設を含めてバリアフリー化を進めることも重要課題である。暖かい場所に住みたいということで北フランスから南フランスへの高齢者の移動が増えると見ているので、公共交通機関のアクセシビリティも課題である。

さらに、高齢に伴い収入が減り貯蓄が低下するため、いざ資金が必要な時には持家を流動化する必要があるが、これにどう対応するかという課題がある。調査によると高齢者の80%が自分の家に住みたいと考えている。一方、老人ホームに入っている高齢者の80%が自分でその経費が負担できなくなっているという事実が現前としてある。これらにどう対処するかが大きな課題であった。

預金供託公庫は、これらの課題に対し、2011年から財政投融資資金を活用し、医療・介護費用の一部を負担するとともに、人口の高齢化に合わせて住宅の改装工事がしやすいように融資プランなどを準備してきた。さらに、自治体のインフラの改装工事、公共交通機関を障害者が使いやすいように改装すること、IoTに基づいて新しいサービスを提供する努力も続けており、新たに高齢者に対応した新テクノロジーを開発する必要性も指摘している。

このうち、高齢化と住宅、年金の問題については、高齢者の特徴である持家率の高さを活用すべきという点を再認識したものの、住宅は不動産であり、流動性が乏しく直ちには資金が得られない。住宅資産の流動化を図る方法として、前述の(1)フランス不動産銀行によるリバースモーゲージの活用、(2)低所得者用の社会住宅コミュニティ(HLM団地)へのヴィアジェ導入(居住者が亡くなればHLM公社が当該住宅を買い取る)、(3)ヴィアジェ・ファンドの創設、(4)不動産信託制度の活用という4つを検討し、(1)(2)(4)を先行して実施してきたが、(3)のヴィアジェ・ファンドの活用はやや遅れてスタートした。

ヴィアジェによって不動産が流動化でき、医療・介護費用が捻出できるため、財政負担も減る。ヴィアジェ契約を通じて居住権を確保できるため、住み続けるという課題は解決できる。一時金に加え、定期金により、年金の補填が可能となる。最後の段階になると老人ホームに入るために多額の費用がかかるが、その経費の一部や全額を負担できる可能性がある。このため預金供託公庫は国策として、ヴィアジェ・ファンドに取り組むこととなった。

ただし、いくつかの課題があった。まず、死亡を賭け事にするヴィアジェ契約を扱う公的なファンドとしては、運営にあたり細心の注意が必要という点である。次に家を持ち続けたいという文化的意識は強く、居住権が残っても虚有権は喪失する、あるいは移転するということは高齢者に大きな不安を与えるため、その意識にどう配慮するかという点である。

さらに最大の課題は、平均余命が年々伸びており、長期に渡って定期支払いを続けることができるかという技術的な点である。現在のヴィアジェ市場規模は小さいため、透明性が確保されていないため、どう改善していくかという点も課題となった。

これらの課題を解決する方向として、ヴィアジェ・ファンドの創設が最も有効と考えられた。ヴィアジェは原則的に個人と個人の契約であるが、ファンドの創設は、これを個人と法人の契約にすることを意味する。どのようなメリットがあるかと言うと、買い手が法人、具体的には保険会社や規模の大きなファンドだと、取引にあたり射幸性の高い博打に投資しているといった心理的な懸念が薄れる。それに、買い手が大手の保険会社なら、売り手側からすると、長期にわたり安心して定期金の支払いを受けられるという安心感がある。

(2) ヴィアジェ・ファンドの内容と展望

ヴィラージュ・ヴィアジェ社による民間ファンドは、同社自身がセルフマネージメントを行っているのに対し、セルティヴィア・ファンドはコンペを通じて採用した第三者のラ・フランセ社 (La Française) 及び前述のコステ・ヴィアジェ社 (Costes Viager) がマネージメントを行っている。ラ・フランセ社は大手の年金運用等を行うアセットマネージメント会社である。コステ・ヴィアジェ社はヴィアジェ仲介取引業の老舗で市場の40%を取り扱っている。

この2つのファンドを比べてみると (表12)、民間と公的ファンドの特徴が分かる。セルティヴィアは公的ファンドだけに、政策目的上、対象物件をパリ大都市圏に絞れないことから、ファンドの収益性確保はなかなか難しいようである。ヒアリングでは、住宅価格もあまり高額なものは対象にできず、平均30万ユーロ/戸を目指すとのことであり、物件確保の難しさを滲ませていた。このため1.5兆ユーロの資金を確保しながら、目標500戸に対し未だに55戸のヴィアジェ物件しか購入できていない (まだ後1年の購入期間があり、これから十分達成できるとのこと)。

この点、ヴィラージュ・ヴィアジェ社には政策面からの縛りはなく、物件の運用安定性が確保できるのであれば、高額物件をポートフォリオに加えることも可能であり、投資家が期待する運用特性に対応した複数のファンドを組成しマネージメントも行っているという。

表12 ヴィアジェ・ファンドの公民比較

	民間ファンド: Virage-Viager 社運営	公的ファンド: Certivia Fund
創設時期	2012年	2014年下期
法的形態	投資信託 (SICAV 及び SCI)	投資信託 (SICAV)
ファンド投資家	年金・保険会社、機関投資家	CDC と関連企業、機関投資家
投資対象	ヴィアジェ物件 (パリ大都市圏中心)	ヴィアジェ物件 (パリ 20%、残りは全国都市圏)
資産内容	アパート及び住宅	アパート (90%目標) 及び住宅
居住者年齢	契約時平均 75 歳	契約時平均 80 歳を維持
募集時期	募集完了	初回 2014年9月15日 2回目 2015年3月31日
最低単位	500万ユーロ (推測)	500万ユーロ
ポートフォリオ	複数 0.4~1.0 億ユーロ (500 物件)	1.5 億ユーロ (平均価格 30 万ユーロを 500 物件)、現在 55 物件
償還期間	毎年	四半期毎
配当	資産売却及びキャピタルゲイン	資産売却及びキャピタルゲイン
投資期間	15年 (当初5年で4割りを償還)	5年単位
運用目標	税引き後で 5.6~7.8% (6.75%中位値)	税引き後で 6.5%
資産評価	毎年専門家、四半期毎評価 (推測)	毎年専門家、四半期毎評価
ヴィアジェ支払い方法	固定金利一時金払いのみ	固定金利一時金及び定期支払い
海外資産	EU の物件等を今後対象としていく	予定なし
アセットマネージメント	自社	La Française 及び Costes Viager

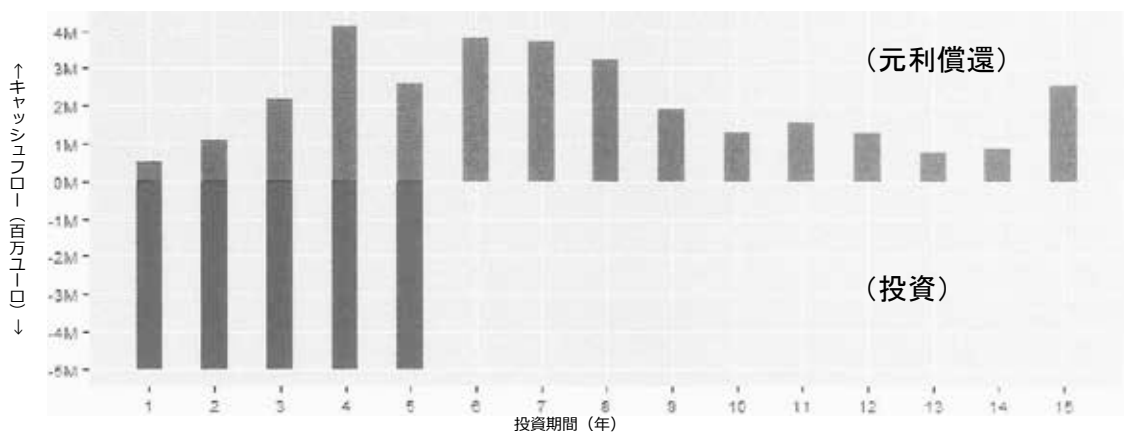
(資料) 両ファンドのプレゼン資料及び記録より作成。

また、公的なセルティヴィア・ファンドの場合はヴィアジェの支払い方法に、年金を補填するという政策目的から定期金の支払いを行っているが、ヴィラージェ・ヴィアジェ社の場合は、契約後の一時金だけの支払いに限定し、投資家にとって確実性の高いキャッシュフローを提供しようとしている。

同社が行った調査では、実際の売り手のニーズも定期金よりも契約後の一時金の受領にあるという。年金払いが必要な消費者は、一時金に基づき、別途年金商品を購入することもでき、同社の場合は、商品化にあたっては、一時金だけの支出に留めたとのことである。この点は、英国のライフタイム・モーゲージと同じ考え方のようである。

同社がマネージするファンドの事例では、概ね図 18 のキャッシュフローのイメージが得られるという。全体で 15 年の償還期間を想定し、当初の 5 年間で 40% を償還する運用方針となっており、5 年程度の固定的な償還期間を期待する投資家にとっては検討に値するものと考えられる。

図18 ファンドのキャッシュフロー・イメージ(2,500万€の投資と元利償還－Virage Viage)



(資料) Lyre Opportunity, Investment Presentation, LYRE Capital から転載。

ヴィラージェ・ヴィアジェ社のファンドの目論見書では、配当率のモンテカルロ・シミュレーションを、成長、ベース、低迷という3つのシナリオによって分析しており、90%の信頼で、税引き後に年5.6~7.8%のIRR(中位値)が得られるとして、機関投資家に説明している。このときの住宅価格の上昇率は年1%、物価上昇率も1%なので、住宅の実質価格は横ばいを続けることを想定している(表13)。

表13 ヴィアジェ・ファンドのパフォーマンスのシミュレーション

シナリオ	年IRR 中位値	90%信頼範囲	物件価格上昇	インフレ率
低迷	6%	4.9% ~ 7.2%	0%	+1%
ベース	6.75%	5.6% ~ 7.8%	+1%	+1%
成長	7.2%	6.1% ~ 8.3%	+2%	+1%

(資料) Lyre Opportunity, Investment Presentation, LYRE Capital

セルティヴィア・ファンドの場合、物件の管理を効率的に行うため、すべての情報はデータベース化し、簡単に参照できるようにしている。表14はヒアリング時にラ・フランセ社及びビコステ・ヴィアジェ社から得た物件の概要情報である。

物件2の場合、一時金を3万ユーロ、年金を3,290ユーロ/付とし、生命表から余命を6年としているため、この物件の虚有権部分は、3万ユーロ+3,290ユーロ/月×12ヶ月×6年=266,880ユーロとなる。これは市場価格に対して65%の掛け値ということになる。

表14 セルティヴィア・ファンド取得済み(予定)物件情報

物件と売り手の概要等	価格条件
物件1 パリの西側7km 広さは92㎡ 74歳の女性	物件市場価値:307,000ユーロ 一時金:55,000ユーロ 年金:632ユーロ/月
物件2 パリ市内15区 広さは48㎡ 87歳の女性(平均余命:6年と想定)	物件市場価値:410,000ユーロ 一時金:30,000ユーロ 年金:3,290ユーロ/月
物件3 パリ市内15区。エッフェル塔から2km。 広さ78㎡、8階建ての6階でバルコニー付き。 85歳の女性。未成約で交渉中。	物件市場価値:595,700ユーロ オプション1 一時金:130,000ユーロ、定期金:2,863ユーロ オプション2 一時金:210,000ユーロ、定期金:2,023ユーロ
物件4 パリの東 Rue Pasteur, 94210, Fontenay-sous-Bois 車で20分。 (次頁写真参照) 広さは36㎡。8階建ての5階。 63歳の仏在住日本人女性。コステ・ヴィアジェ社の 見積もりに基づき、売却を検討中。	物件市場価値:215,000ユーロ(公共住宅を購入、現在の価格は倍) 見積金額: オプション1 一時金:なし、定期金:410ユーロ オプション2 一時金:5,000ユーロ 定期金:388ユーロ オプション3 一時金:10,000ユーロ 定期金:366ユーロ

(資料)ヒアリング情報に基づき作成。

(参考写真)ヴィアジェで売却検討中(見積もり中)の物件写真(元々は社会住宅)



(資料)居住者の了解を得て筆者撮影。

4—むすび: 米英仏のリバースモーゲージ市場と制度比較からの示唆

以上から、米英仏のリバースモーゲージや類似商品の調査結果を比較検討し、わが国の今後の対応への課題や示唆を考えてみたい。

1 | 制度形態のあり方について

制度形態としては、リバースモーゲージの言葉通りの「融資型」と、フランスのヴィアジェに代表される「売買型」がある。英国のエクイティ・リリースのうち、ライフタイム・モーゲージは融

資型であり、ホーム・リバージョンは売買型に整理できる。ただし、英国のホーム・リバージョンは利用されなくなっている。逆にフランスの米国型リバースモーゲージである PVH は導入したものの普及は遅れており、フランス人は文化的にアングロサクソンによる融資型よりもヴィアジェによる売買型の方が肌に馴染むのかもしれない。

表15 米英仏のリバースモーゲージの比較と進化

	米国 リバースモーゲージ	英国 エクイティ・リリース	フランス PVH	フランス 従来型ヴィアジェ	フランス ヴィアジェ・ファンド
制度形態	融資型	融資型、売買型	融資型	売買型	売買型
公的支援の有無	公的 FHA 保険制度	なし（民間）	準公的な不動産銀行	なし（民間）	CDC 有、なし（民間）
政策関与	国策として推進	金融規制のみ	国策として推進	民間取引	CDC 分は国策
対象資産	居住持家のみ	戸建・共同建て住宅	持家・別荘、賃貸相談	持家・別荘等	持家・別荘等
借り主年齢条件 ※契約成立要件	62 歳以上	原則 65 歳以上	65 歳以上	特に明示なし ※虚有権 > 居住権	特に明示なし ※虚有権 > 居住権
配偶者	対象(62 歳以下も可)	対象 (65 歳以上)	対象 (65 歳以上)	対象	対象
貸付金額上限	625,500 ドル	250 万 £	個別対応	個別対応	個別対応
資金用途の制限	なし	なし	なし	なし	なし
資金引出し方法	一時金 + 定期金	一時金	一時金	一時金 + 定期金	一時 + 定期、一時金
LTV	0.553 (75 歳、5.5% 利率水準)	最大 0.54 現状 0.2~0.4 程度	個別対応	0.6 前後	個別対応
住宅所有・居住権	債務返済まで	債務返済まで	債務返済まで	終身居住権	終身居住権
ノンリコース NNEG	○	○	○	終身定期金	公的: 終身定期金 民間: 一時金のみ
金利のタイプ	変動及び固定	固定	固定	—	—
現在の金利水準	3.8~4.2%位	6.45%	6.45% (保証料込み)	—	—
消費者保護	CFPB 監督、カウンセ リング義務	FCA 監督、FSCS、ア ドバイザー助言、金融 オンブズマン	公証人を通じた契約条件の理解		
年間契約数、規模	5.8 万戸、161 億ドル 持家世帯の 1% 弱の 需要	16.65 億ポンド 総住宅融資の 1% ほ どの需要	累計 800 件程度	年間 4,500 戸位	官民計 2~2.5 億ユー ロのファンド組成
住宅価格上昇率	長期的に 4.0% 程度	2000 年以降 6% 程度	長期的に 2% 程度、バブル崩壊を経験		
住宅の維持管理	借り手責任	借り手責任	借り手責任	売り手責任	ファンドにて管理
制度の進化状況	高齢化を強く意識。 金融危機をクリア。 安定した普及に向け て制度再構築。	金融危機をクリア。 民間ベース NNEG 商品の技術を開発。	高齢化を強く意識。 2006 年の法改正によ り誕生。住宅価格の地 域格差・変動を考慮。	2006 年法改正により 法人との契約に問題 がなくなる。	高齢化を強く意識。 需給ギャップ解消に 向けたファンド化。 現状は一時金を採用。

(資料) 各国でのヒアリング結果より作成。

ヴィアジェにおける終身定期金契約の考え方はフランス民法典に記されているが、日本は民法をつくる際に、フランスの民法典も参考にしたため、日本の民法の第 689 条には終身定期金契約の規定がある。これは現在ではほとんど使われていないと言われるが、仮にわが国においてヴィアジェと同様の制度を導入しようとした場合は、既に民法上に制度構築の足がかりがあることとなる。不動産取引ならば、金融機関のみならず、不動産業界も市場に参入できる可能性がある。射幸性のある契約については文化的な側面からの課題があるが検討する価値はある。

2 | 高齢社会に対峙した国策・ビジネス課題

各国の政府支援策をみると、米国とフランスの場合は、今後の超高齢社会に対応し、国策としてリバースモーゲージやヴィアジェの普及を非常に強く推進しようとしている。これは従来とは大きく異なる変化である。このために、米国では FHA 保険制度の健全性を維持しながら、HECM の普及を促進するために、多くの事例データに基づき、HECM のきめ細やかなルール変更を試行してきた。

フランスでは不動産銀行に加え、特に財務省傘下の預金供託公庫 (CDC) が国策として高齢化に挑む姿勢をヒアリング時に示していた。

イギリスは民間ベースではあるが、高齢化によるニーズの変化をとらえ、民間ベースでも NNEG 条件を維持しつつ、ビジネスを拡大しようという意気込みが感じられた。さらに、注意すべき点は、長年の市場経験を元に業界が中心となり、ノンリコース条件と同義の NNEG 条件による商品化を業界が主導して採用している点である。

3 | 資金の用途と制度提供主体

米英仏各国の商品では、国が支援している商品であっても、借り手や売り手が得た資金の用途は事実上制限されていない。これは高齢世帯においても、単に住宅のリフォームや介護費用、年金を補填するだけでなく、老後の QOL をより豊かに改善してもらうことを含め、多様なニーズに対応させるためと考えられる。

日本でも民間銀行によるリバースモーゲージ商品は、事業用や投機的目的以外の資金用途も認めている。しかし、公的な関与のあるリバースモーゲージ商品については、関係省庁毎の目的別のものに限定されており、消費者の選択幅は限られ、縦割り行政の弊害が出ている。たとえば、住宅金融支援機構の「住宅融資保険を活用したリバースモーゲージ型住宅ローン～特定個人ローン保険（一括返済融資型）のご案内～」(平成 28 年 4 月)によると、民間金融機関との融資契約にあたって同制度に基づき付保対象となるのは、住宅建設や改修、サービス付き高齢者向け賃貸住宅に入居する際の一時金などに限られている。生活資金を補填する目的の場合は、厚生労働省が管掌する不動産担保型生活資金貸付制度などを頼ることになるが、同制度は住民税非課税等の世帯や担保とする土地の評価額 1,500 万円以上を対象としており、適格者は非常に限られたものである。わが国でも、米仏のように、省庁の枠組みを越えて、高齢者の生活をあらゆる面から支えるリバースモーゲージが創設されてもよいのではないかと。

4 | 日本のリバースモーゲージは利払いが必要

今の所、国や民間が提供しているわが国のリバースモーゲージは、元本返済は借り手や配偶者の死亡時まで猶予するが、金利は別途、契約期間中に支払い続けなければならない。変動金利が適用される場合は、借り手は金利変動リスクも、長寿リスクも負担せねばならない。金融機関は LTV の設定により、住宅価格の変動リスクをみているように見えるが、実際には評価を見直した時点で債務超過の状態があれば（住宅価格が下落しておれば）、超過分は一定期間内に返済しなければならない。したがって、日本の金融機関はリバースモーゲージ商品とは言っても、大まかに言えば、不動産担保融資であること以上のリスクを負担しているわけではない。米英流に言うと、実態は Interest Only（元本は一定期間猶予されるが、利払いは毎月行う）という融資に他ならない。

5 | 住宅価格変動への対応

日本で NNEG やノンリコースといった融資条件が普及しないのは、住宅価格（実際には土地価格）の見通しがマイナス成長を続けてきたからと考えられる。一方、米英仏では 2～6% という長期上昇率を活かした運営が可能という違いがある。しかし、一方では金利のロールアップは米英では 4～6% という高い水準で行われているわけで、住宅価格の上昇を利子負担が相殺していることにも注意が必要である。日本ではフラット 35 でも 2% 水準を下回る金利（※日銀によるマイナス金利導入時は借入期間 20 年以上であっても一時的に 1% 以下の条件も出た）の適用例が出ており、低利環境をうまく使えば、住宅価格の想定上昇率が低めでも、魅力あるリバースモーゲージ商品を創出できる可能性があるのではないかと。フランスの民間ヴィアジェ・ファンドでは、住宅価格の上

昇率のベースラインを1%、インフレ率を1%に設定して投資家に対する目論見書を作成している。

6 | 物件の維持管理の重要性

米英仏の住宅価格の上昇は、単に市場の変化に委ねられているのではなく、適切な維持管理が前提であることに注意する必要がある。何よりも維持管理が容易ではない家屋部分に依存しないで土地の価格だけに依存する不動産・金融市場体制を続けてきたことが、既存住宅市場整備を含め、わが国の不動産市場、住宅市場の発展を歪めてきた。

米英仏各国におけるリバースモーゲージ契約では、借り手による適切な維持管理は厳格な融資条件であり、これを怠ったためのデフォルトも少なくはない。フランスの伝統的なヴィアジェ契約では、そこまで厳密な維持管理は要請されていなかったようだが、最近のヴィアジェ・ファンドでは、費用をかけ、バリューアップを含めたプロパティ・マネージメントにより総合リターンの向上を図ろうと努力している点に留意する必要がある。

わが国でも既存住宅市場の価格情報整備や鑑定・評価・検査体制、瑕疵担保責任保険制度の整備などはもちろんのこと、賃貸や分譲マンションだけではなく、戸建持家を含めた維持管理が適切に行われるようにすることが、やがて市場全体の住宅価格の水準を引き上げることになるはずである。

7 | 消費者保護とNNEG・ノンリコース条件のリバースモーゲージ

最後に重要な点は、消費者保護を前提にすると、米英仏の経験のように、NNEG やノンリコース条件のリバースモーゲージやヴィアジェ類似の取引方式などの開発と商品化が必須ではないかという点である。ここでも住宅の質的情報や市場価格情報、鑑定や評価手法の整備などが基盤になることは言うまでもない。NNEG やノンリコース条件をもつ商品を創出するにあたり、たとえば当初から年金のような定期払いを行わず、一括で借りてもらう方式をとることも考えられる。年金払いが必要ならば、借り手は資金を元手に年金を購入すればよく、市場参加者がリスクを分担する発想である。

さらに、各国で行っているような消費者に対する第三者のカウンセリングやアドバイスの仕組みに学び、ネガティブ・エクイティとは何かを含め、適切な消費者保護策を講じて行かなければならない。

これまで長きにわたり各国におけるリバースモーゲージ制度の研究が行われてきたが、以上のように、わが国では米英仏と比べうるような商品化はまだ行われていない。今後、高齢者の資金需要は急速に高まるはずであり、米英仏におけるリバースモーゲージ等の商品の進化やチャレンジを参考に、わが国でも従来にはないリバースモーゲージ等の商品を創出していくことは引き続き大変重要な課題と考えられる。

(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・改築費用への使途に限定。
- 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)