

リバース・モーゲジの一形態 —HUD-HECM—

村 本 孜

0. はじめに

高齢化の進行は、少子化をともなっているため、高齢世代と若年世代の経済的負担のアンバランスを生じさせ、公的年金制度の改革を迫っていることは周知である。とくに、厚生省人口問題研究所の『日本の将来推計人口』[1997.1]（5年毎に発表される人口推計）は、1999年公的年金の「財政再計算」の基礎となるだけに注目されたが、92年推計の低位推計が今回の中位推計にほぼ一致するなど、「94年財政再計算」を根本から見直すことを迫っている。公的年金制度の改革は、年金給付の削減（給付水準の引き下げ、給付年齢の引き上げ）と年金保険料の引き上げをその内容とする（高山[1992]、田近ほか[1996]参照）。したがって、高齢期の生活基盤の確保をいかに担保するかが、高齢化問題の中心課題となる。

高齢化が不可避であるとはいえ、必要な対応策を講じておけば、その経済的問題は回避可能である。公的年金制度に代替可能なものは、企業年金と個人の貯蓄すなわち自助努力そのものである。したがって、貯蓄の促進という古典的手法を税制等で誘導することも可能であるが、国民負担率の上昇は家計貯蓄率を低下させるので、解決策としては限界がある。そこで、個人が保有する居住用不動産を活用する制度としての「リバース・モーゲジ」に期待が集ることとなる（経済政策研究所[1995]、村本[1988, 1994]など参照）。

この点については、武蔵野方式、世田谷方式、神戸方式などの先行事例

があるほか、民間金融機関（信託銀行）による商品提供がある。しかし、その潜在的需要に比して、供給サイドは貧困であるのが現状である。そこで、アメリカでリバース・モーゲジの定着に誘導的効果を発揮している HUD-HECM という政策的パイロット・プラン（デモンストレーション・プラン、政府事業）があるので、これを紹介しつつ検討したい。リバース・モーゲジは、そのコンセプトや機能などから高く評価されているが、いわゆる担保切れリスク（長生きリスク、金利変動リスク、不動産価格下落リスク）の存在や金融機関側の資金調達などから、その実現が困難とされている。その点で、HUD-HECM 的手法はわが国の今後にとっても示唆に富むと考えられる。

1. アメリカのリバース・モーゲジの概要

欧米におけるリバース・モーゲジについては、すでに村本 [1994] で論じたことがある。歴史的にはヨーロッパの方が先行しているが、アメリカでも1960年代からリバース・モーゲジの商品が提供されてきた（PTD や DPL などの地方自治体による公的な使途限定的なプログラム）。アメリカではリバース・モーゲジのことを、Home Equity Conversion (HEC) ということが多い。これは、狭義のリバース・モーゲジを含め、さまざまな住宅担保年金があるからである。ホーム・エクィティ・コンバージョンとは、転居や定期的なローン返済をせずに、住宅を資金化する制度であるが、いわゆるリバース・モーゲジのほか、セール・リースバック (Sale Leaseback) などの売却方式、固定資産税繰延制度 (PTD) や繰延ペロローン制度 (DPL) の特定目的ローン（使途限定貸付：住宅の修繕や改築）制度、などがある（表 1）。

アメリカの高齢化率は13%程度で、老後は公的年金・公的退職年金（公務員退職年金、軍人退役年金）と私的退職年金（企業年金）・個人貯蓄の3本柱によって支えられている。しかし、“House rich, but cash poor.” とい

われるように、退職者の平均収入は少ないが（ $\frac{1}{3}$ は貧困状態にあるといわれる）、退職高齢者の持家率は高く、その資産価値も大きい（高齢者全体で、7,500億ドル程度）。高齢者の60%強は住宅ローンを完済しており、また高齢者の60%は1人暮らしで、70%は健康に不安を感じているという。そこで、この眠っている資産である住宅の活用するためリバース・モーゲジが、ストックとフローのミスマッチの調整に有効な手法と考えられているのである。リバース・モーゲジの対象となる潜在的需要は400万人で、資産価値で約2,500億ドルであるといわれる。また、緊急ではないが、興味を持っている潜在的需要は800万人以上で、5,000億ドル以上の資産価値になるといわれる（Knister [1990]）。FNMA の需要予測では、98年に1,100万世帯になるという。

1980年代に入って、本格的なリバースモーゲジが導入されたが、給付が確定期間の有期方式であったため、利用の目的が制限されていた。有期方式でも、期間終了後の返済の問題、住宅価値を上回るローン残高の増大（担保切れ）といったリスクも存在した。しかし、自宅の価値をもとに資金ニーズをもつ高齢者は多くいた。そのため、HEC 方式への期待から、NCHEC (National Center for Home Equity Conversion) が1981年に情報交換、消費者への情報提供のセンターとして設立された。AARP (American Association of Retirement Persons アメリカ退職者協会) は、HEC に関する情報センターをワシントン DC に設立した。州および地方自治体は、PTD や DPL よりもすぐれた HEC プログラムの開発に着手した。連邦政府も1982年ガーナ＝セントジャーメイン法によって、多くの規制条件をクリアした。

1980年代に入ると民間による無保険リバース・モーゲジが提供されたが、商品設計に限界があり、貸手引受保険付きのリバース・モーゲジなどが導入された。1984年に開発されたアメリカン・ホームステッド (American Homestead Mortgage Corp.) 社の IRMA (Individual Reverse Mortgage Account) は、終身方式の保険付のリバース・モーゲジであった。これは、

(表1) アメリカの

A. ローン・プラン (Loan Plans)

(1) 特定目的のためのローン (Special Purpose Loans)

パターン	開発主体	融資主体
Deferred Payment Loan (延べ払い融資制度)	州・地方自治体	州・地方自治体
Property Tax Deferral (固定資産税延納制度)	州・地方自治体	州・地方自治体

(2) 使途自由のローン (狭義のリバース・モーゲン)

パターン (保険付)	開発主体	融資主体
HUD-HECM (HUD 住宅資産転換 Mortgage)	HUD (連邦)	民間金融機関 (HUD 承認)
Lender Insured RM (プレミアム方式民間保険付 RM)	民間	民間金融機関
Reverse Shared Appreciation (IRMA) (シェアード・アプリシエーション方式民間 保険付 RM)	民間	民間金融機関
Home Keeper	FNMA (GSE)	民間金融機関 (FNMA 承認)

パターン (保険なし)	開発主体	融資主体
Reverse Annuity Mortgage (逆抵当貸付方式)	州	民間金融機関 (公共的性格)
Uninsured RM (民間非保険 RM)	民間	民間金融機関

B. 売却プラン (Sale Plans)

パターン	開発主体	融資主体
Sale Leaseback (セール・リースバック)	当事者, 弁護士	投資家
Life Estate (ライフ・エステート)	州・自治体	非営利団体

(出所) 高齢者住宅財団 [1997]

リバース・モーゲジの一形態—HUD-HECM—

リ バ ー ス ・ モ ー ゲ ジ

保険	代表的商品名	販売開始年	累計契約件数
なし	DPL	1963年	90,000
なし	PTD	1963年	80,000

保険	商品名	販売開始年	累計契約件数
FHA保険	HUD-HUCM	1989年	17,000
民間保険	Lifetime RM 等 Providian (旧 Capital Holding) Providential	1988年 (1992年より Providian の新 規ローン中止。Providential の新規ローン中止)	5,900
民間保険	RSAM (IRMA) Transamerica American Homestead Freedom Home Equity	1983年 (1990年より Homestead 新 規ローン中止)	
民間保険	Home Keeper	1996年 1 月	144

保険	商品名	販売開始年	累計契約件数
なし	RAM (SIFD. F.)	1981年	U/K
	CHFA	1985年	800
なし	Fixed-term RM	1980年代半ば	U/K

保険	商品名	販売開始年	累計契約件数
なし	SLB	節税方法として 1960年代から	U/K
なし	Life Estate	1981年 (1987年より新規取引中止)	63

RSAM (Reverse Shared Appreciation Mortgage) と呼ばれ、地価の上昇にリンクした制度で、Shared Appreciation による保険付である (リスク・プール保険) ことが特色であり、民間の金融機関の行なうリバース・モーゲジの突破口になるものであった。しかし、住宅価格の値上がり前提であったため、2,000件以上の契約をみたものの、1990年の不動産価格の期待上昇率の急落と金融引締めの影響などから、資金調達が困難となって同社の新規融資は停止されている。しかし、他の民間リバース・モーゲジには Shared Appreciation が活用されている。

1989年に連邦政府は、FHA (連邦住宅庁) によるモーゲジ保険の提供プログラムを開始したが、これが HUD-HECM (Department of Housing and Urban Development - Home Equity Conversion Mortgage) で、リバース・モーゲジが一挙に拡大するきっかけとなった。これは、FHA 保険を付し、融資残高が最大保証額を越えて増大したときに、そのローンは FHA に譲渡するものであった (一般には、FNMA に売却する)。

他方で、民間金融機関が新しいリバース・モーゲジ・プログラムを開発した1980年代半ばに地方自治体も新しいプログラムを開発した。85年設立の CHFA (Connecticut Housing Finance Agency) は、確定期間付終身プランを開発したが、これは確定期間に融資を行なう一方、返済は転居時ないし死亡時まで延期するものである。つまり、確定期間方式 (有期方式) と終身方式の混合方式で、金融機関および借手のリスクを最小にするものである。

88年には、同様なプログラムが Virginia Senior Home Equity Account として導入された。これは、高齢者に一定額のオプション付融資を行ない、使途を税金支払いや住宅の修理費など自由に使用可能としたもので、転居時ないし死亡時まで返済が要求されないものである。

現状では、住宅価格に基づくセグメンテーションとして、地方自治体のプログラムは困窮者向け、DPL や PTD は対象を固定資産税や住宅の修

理に限定しているほか、連邦政府の HUD—HECM が低額不動産保有層に利用され、さらに民間の保険付きのリバース・モーゲジは高額・中額の不動産保有層に、という棲み分けになっている。市場自体が新しいため、競争も少なく、また市場のセグメンテーションも成立している。

2. HUD—HECM

HUD—HECM というのは、HUD（住宅都市開発省）が承認した民間金融機関約10,000社と州の住宅金融公社の行なうリバース・モーゲジの制度である。1987年の「住宅およびコミュニティ開発法」で骨子が制定され、HUD が89年から導入した。特色は、リバース・モーゲジに公的保険（FHA 保険）が付くこと、資産評価・カウンセリング・管理等について HUD などの公的機関が行なうこと、リバース・モーゲジ債権をファニー・メイ（連邦住宅金庫 Federal National Mortgage Association : FNMA ; Fannie Mae）という GSE（Government—Sponsored Enterprise）が買い取るというリファイナンスの仕組みがある点である（図1、以下の記述は高齢者住宅財団 [1997] などによる）。

- (1) 融資主体：HUD 承認の民間金融機関（約10,000社。94年4月現在で92社、96年9月に125社が実施）と州の住宅金融公社（94年4月現在、メイン、ニューハンプシャー、ロードアイランド、バージニアの各州の公社で融資中）。
- (2) 関与機関：FHA（公的保険提供）
HUD を主体とする公的機関（資産評価、カウンセリング、管理等）
FNMA（HECM 債権の買い取り）
民間のサービス代行会社（HUD 承認の民間金融機関の業務代行：FHA への保険料払い込み、残高管理、ステートメント作成・郵送、固定資産税・火災保険料支払、ローンの認可条件の検査など）
- (3) 目標対象層：低所得高齢者層（ただし、所得制限はない。所得および住宅以外の資産水準は融資条件とならず。実際の利用者の平均所得額は、1万ド

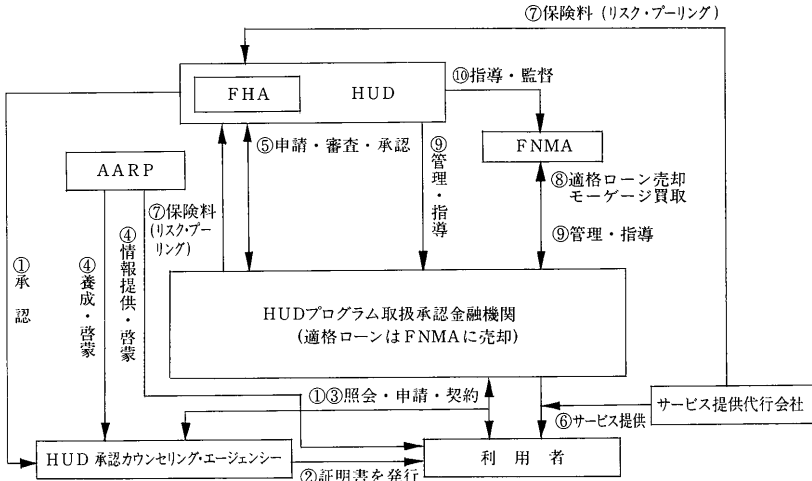
ル以下)。

- (4) 適格要件：対象者＝年齢62歳以上（夫婦共）。

自己の住宅を完全に保有していること。

当該住宅に継続して居住すること。

(図1) HUD-HECM のスキーム



HUD (U. S. Department of Housing and Urban Development, 住宅都市開発省)

FHA (Federal Housing Administration, 連邦住宅庁)

FNMA (Federal National Mortgage Association, Fannie Mae, 連邦抵当金庫)

AARP (American Association of Retired Persons, 全米退職者協会)

①利用希望者は HUD に承認の金融機関に照会する (HUD 承認の融資機関は全米で10,000を越えるが、ローンを扱っているのは125機関のみ)。金融機関は HUD 承認のカウンセリング機関を紹介し、カウンセリングを受けるよう指示する。

②カウンセラーは利用者が HECM を完全に理解し、他の代替案も十分考慮して HECM 利用を決定した時点で、証明書を発行する。(カウンセリングを受けた人のうち実際に契約するのは10分の1程度)。

③利用者は申請料を添えて金融機関に申請する。

④AARP は HUD/FHA に承認された機関のカウンセラーに対し定期的なセミナー等により啓蒙・養成活動を行なう、利用者に情報提供・啓蒙活動を行う。

⑤金融機関は HUD のフィールド・オフィスを通じて HUD に申請する。金融機関は HUD の最終承認を得てローンを発行する。

(出所) 高齢者住宅財団 [1997]。

リバース・モーゲジの一形態—HUD-HECM—

対象住宅＝対象住宅が HUD の最低基準を満たすこと（通常、その地域のビルディング・コード）。一戸建て住宅ないし HUD 認可のコンドミニアム。契約締結時点で HECM からの借入で他の住宅ローンの未払残高を精算できること。

- (5) 対象地域：全米各州が原則だが、テキサス州では州法で禁止。94年7月現在、アラスカ、ノース・ダコタ、サウス・ダコタの各州でも実績なし。ワシントン DC、プエリトリコでも実施（表2）。

(表2) HUD-HECM の州別利用状況 (1994. 7)

States with HECM Activity			
STATE	NUMBER OF LOANS	STATE	NUMBER OF LOANS
Alabama	46	Mississippi	13
Arizona	254	Montana	18
Arkansas	15	Nebraska	20
California	1,219	Nevada	47
Colorado	532	New Hampshire	82
Connecticut	204	New Jersey	528
Delaware	23	New Mexico	105
District of Columbia	110	New York	924
Florida	319	North Carolina	248
Georgia	205	Ohio	151
Hawaii	91	Oklahoma	97
Idaho	88	Oregon	83
Illinois	554	Pennsylvania	452
Indiana	78	Puerto Rico	31
Iowa	10	Rhode Island	332
Kansas	56	South Carolina	97
Kentucky	16	Tennessee	21
Louisiana	49	Utah	201
Maine	76	Vermont	68
Maryland	247	Virginia	332
Massachusetts	32	Washington	321
Michigan	177	West Virginia	7
Minnesota	232	Wisconsin	23
Missouri	101	Wyoming	15
States with No HECM Activity to Date:			
Alaska	North Dakota	South Dakota	Texas

(出所) HUD [1995]。

(表3) HUD-HECM の利用状況

	HECM 利用者	高齢持家層
平均年齢	76.0歳	73歳
平均年収	10,368ドル	18,446ドル
平均年金収入	8,126ドル	7,009ドル
平均子供数	0.59人	N.A.
単身女性世帯	59.5%	28.6%
単身男性世帯	12.4%	7.7%
同居世帯	28.1%	63.7%
人種：白人	92.7%	89.1%
黒人	5.9%	7.4%
ヒスパニック	0.8%	2.5%
その他	0.6%	1.0%
平均不動産価格	102,000ドル	70,418ドル
平均土地面積	8,250sq.ft	15,246sq.ft
平均住宅面積	1,120sq.ft	1,616sq.ft
部屋数	8.0	5.6
寝室数	3.0	2.7
バスルーム数	1.5	1.5
平均修繕費用	836ドル	N.A.
築年数	38年	35年
地域：都市部	35.2%	25.8%
郊外	61.0%	45.4%
農村部	3.8%	28.8%

(出所) HUD [1995]。

- (6) 保険：FHA 保険が91年から認可金融機関の全てに適用された。

FHA 保険は、債務不履行の場合に、地域別に決められている HUD の上限までカバーする。実際には、融資金額が住宅価格を超える部分がクレーム額、つまりカバー対象である。さらに、融資機関の債務不履行もカバーされ、融資機関の倒産や融資金不払いといった事態にも対応する。

- *) FHA 保険は、民間金融機関の融資に対し、債務不履行になった場合に、連邦政府が損失を補填するように保証する融資保険で、資金

リバース・モーゲジの一形態—HUD-HECM—

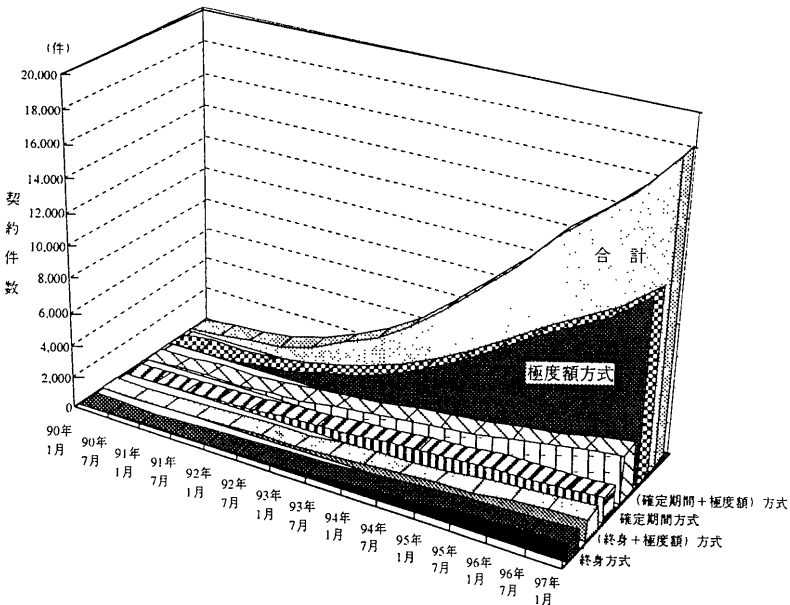
力・信用力の乏しい者にも融資を受ける機会を拡大させるもので、
全米が対象となる。

保険料は、ローン締結時に払い込む前払いのプレミアム部分（最高クレーム金額が住宅価格のどちらか低い金額の2%）と、利息計算時に定期的に払われるプレミアム部分（ローン残高の年率0.5%）とから成るが、自動的に元本に加算されるので、支払いの必要はない。

- (7) 融資方式：終身ローン，確定期間（通常15年）ローン，極度額ローン，
極度額ローン＋終身ローン，極度額ローン＋確定期間ローン，の5種

(図2) HUD-HECM の融資方式別利用

(1) 融資方式別契約件数の推移



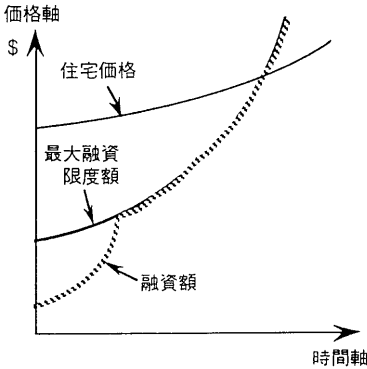
注) HECM の融資方式は利用者が選択する。一定の手数料を払えば融資方式の途中変更も可能である。

(資料) HUD [1995]。

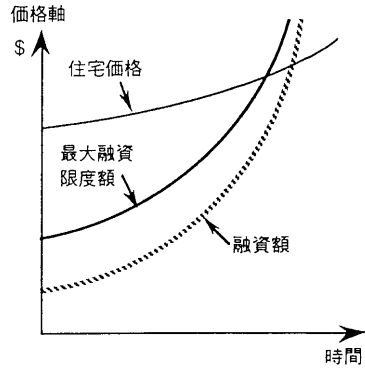
(出所) 高齢者住宅財団 [1997]。

(2) 融資方式別最大融資限度額とローン残高の関係

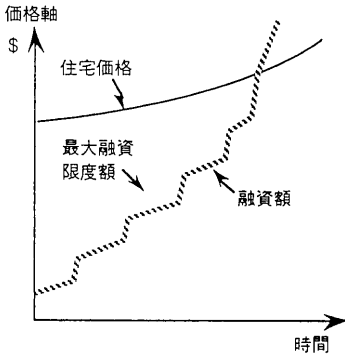
■ 確定期間融資方式 (Term Loan)



■ 終身融資方式 (Tenure Loan)



■ 極度額融資方式 (Line-of-Credit Loan)



- 注) ・ 最大融資限度額 (principal limit) = 最高クレーム金額 (maximum claim amount) × 最大融資限度額係数 (principal limit factor)
 ・ 最高クレーム金額は地域ごとに設定されている FHA (203-b) リミットと住宅価格のどちらか低い方。
 ・ 最大融資限度額係数は借手の年齢、予想利率をベースに決められる。年齢が高く金利が低いほどこの値は大きい。

(資料) AARP, *Counselor Training and Reference Manual*, February 1996. 等。

(出所) 高齢者住宅財団 [1997]。

類。極度額ローンの利用率が高い（51.2%の利用率。極度額ローンと他の組合せをいれると73.9%の利用率）。少額の手数料（1回20ドル）で融資方式の変更ができるのでフレキシブルな活用が可能。（図2参照）。

- (8) 金利：変動方式と固定方式。変動金利の場合，1年物TB基準で，年間変動率は2%まで，キャップはローン期間を通じて5%。変更方式は，毎月ないし毎年で，借手の選択にまかされる。
- (9) 融資限度：最高クレーム金額（203-b-2リミット [現行78,660~155,250ドル] と住宅価格のいずれか低い方）に **Principal Limit Factor** を乗じた金額が融資限度額。**Principal Limit Factor** は借手の年齢と金利水準をベースに決定され，年齢が高いほど，また金利が低いほど，高くなる。インフレ要素が大きくなれば，極度額は増大する。平均融資限度は，41,958ドル（大半は31,000~55,300ドル）。保証人必要なし。
- (10) 資金用途とサービス：資金用途は自由。固定資産税・火災保険料の払込の代行サービスあり。
- (11) 返済方法：死亡・売却・移転時に住宅の売却代金から一括返済。

債務不履行やローン残高が最大融資限度額の98%に達すると，融資機関の抵当権は HUD に譲渡され，保険によってカバーされる。譲渡された住宅は公開市場で売却される。

- (12) リスクのヘッジ：

[借手サイド]

- ・融資機関の債務不履行リスクは FHA 保険でカバーされる。
- ・金利変動リスクについては金利キャップでカバーされる。
- ・住宅価格下落と長生きリスクは FHA 保険でカバーされる。
- ・債務が住宅価格を上回る債務超過リスクはノンリコース条項でカバーされる。

[貸手サイド]

- ・借手の債務不履行は FHA 保険でカバーされる。

- ・借手の長生きリスクは FHA 保険でカバーされる。
- ・金利キャップによる金利リスクは FNMA の買い取り契約でカバーされる。
- ・ノンリコース条項による債務超過リスク・住宅価格下落リスクは FHA 保険でカバーされる。

(13) カウンセリング：HECM 申し込み前に HUD 承認の第 3 者機関によるカウンセリングが行なわれることが特色で、他の住宅サービス、社会サービス、金融商品等についても情報を提供し、HECM 以外の手段の再検討、借手の税金・社会保障・遺産等に与える影響への認識を徹底させるように誘導されている。

3. 連邦抵当金庫 (FNMA)

HUD-HECM では、公的部門が保険提供と債権の買い取りという機能を果たすことに特徴がある。債権の買い取り機能を果たすのが連邦抵当金庫 (FNMA) である。FNMA は住宅ローンへの需要増加と大恐慌後の景気回復策として1938年に設立された機関で、そもそもは全額政府出資の連邦政府機関であった。その目的は民間の住宅ローン債権の購入を通じて、住宅ローン資金の継続的かつ円滑な供給を図り、住宅ローン市場の需給安定を実現させることである。

設立当初は、連邦政府機関であったが、54年に財務省向けに議決権のない優先株を発行し、一般向けに普通株を発行して部分的に民間資金の導入を始め、民営化への転機となった。68年に議会は FNMA を分割して、連邦政府の公認する民間法人の現 FNMA と、HUD 所属の政府機関である連邦抵当金庫 (GNMA) となった。68年の分割で、FNMA に対する連邦政府の所有権はなくなり、70年の財務省保有株式の放出で民営化は完了した。

民営化されたが、FNMA はいわゆる GSE (Government-sponsored enter-

prises) である。GSE は民間機関 (private ownership) であるが、政府認可で、法的規制の残る企業である (federal sponsorship)。¹⁾ FNMA は連邦全国抵当貸付協会設立法に基づき、HUD と財務省の監督下で運営されており、92年制定の連邦住宅機関安全性および健全性法 (Federal Housing Enterprises Financial Safety and Soundness Act) により、HUD の中の独立機関である連邦住宅機関監督局 (Office of Federal Housing Enterprise Oversight, OFHEO) が FNMA の経営に関する健全性を監督する。FNMA の本部はワシントン DC にあり、2,500人の職員の組織であり、取締役会の18人中5人は大統領任命で、ほかは株主選出である。

当初の旧 FNMA は、FHA 保険および VA 保証付きの居住用住宅ローンに限定して民間金融機関の住宅ローン債権を購入していた。68年の分割後は、72年にコンベンショナル・モーゲジ (FHA 保険および VA 保証のない住宅ローン) の購入を開始し、81年以降は変動金利型モーゲジの購入を始めた。その資金調達には FNMA 自身が資本市場から直接行ない、購入したモーゲジはすべて自己資産として保有していた。しかし、70年代末から80年代初頭の高金利期に、金利リスクによる経営難を経験し、FNMA は81

1) GSE は民間金融機関のみでは、常時かつあらゆる地域で適正に貸付資金供給が行なわれないという認識の下に設立された機関であり、民間金融機関並みには市場規律に従うことを要求されない。GSE の債務は事実上政府保証なので、財務省レート並みの調達が可能であり、民間金融機関よりも有利である。GSE は資本市場から資金調達し、個人・企業向け融資と民間金融機関の貸付債権を購入する、という機能をもつ。また、財務省借入も可能で (総額40億ドルまで)、SEC の管轄は受けない。税制上の優遇措置を受け、法人税の免除があるほか、GSE の債券は民間金融機関の適格担保となる。

GSE は民間金融機関並みの市場規律を求められず、また低い自己資本比率も許容されるが、破綻した場合には納税者の負担において再建しないと市場が混乱するので、適正自己資本と適切な経営が求められる。

GSE には現在、FNMA のほかに、the Farm Credit System, the Federal Agricultural Mortgage Corporation (Farmer Mac), the Student Loan Marketing Association (Sallie Mae), the College Construction Loan Insurance Association (Connie Lee), the Federal Home Mortgage Corporation (Freddie Mac), the Federal Home Loan Banks (FHLBanks) の6機関がある。

(表4) FNMA のシェアとモーゲジの購入

	FNMA			全金融機関		
	モーゲジ	モーゲジプール	合計	モーゲジ	モーゲジプール	合計
1990年	104,870 5.7%	299,833 27.9%	404,703 13.8%	1,850,783	1,073,887	2,924,670
1991年	112,283 6.1%	371,984 29.9%	484,267 15.7%	1,843,727	1,244,151	3,087,878
1992年	137,584 7.4%	444,979 31.6%	582,563 17.9%	1,848,486	1,410,322	3,258,808
1993年	166,642 8.7%	495,525 32.4%	662,167 19.2%	1,913,292	1,528,326	3,441,618
1994年	178,059 9.0%	530,343 31.8%	708,402 19.5%	1,975,408	1,666,286	3,641,694
1995年1/4	177,615 8.9%	533,262 31.8%	710,877 31.8%	2,004,838	1,676,531	3,681,369
2/4	178,462 8.8%	543,669 32.0%	722,131 19.3%	2,032,814	1,699,656	3,732,470

(注1) 「モーゲジ」とは、MBS の担保となっていない住居用モーゲジ残高
「モーゲジプール」とは、MBS の担保となっている住居用モーゲジ残高

(注2) 上段—各期末の残高 (100万ドル)
下段—全金融機関に対するシェア (%)

(資料) *Federal Reserve Bulletin*.

(参考) モーゲジ購入残高

(単位: 100万ドル)

	モーゲジ購入 (期中)	MBS 発行
1991年	37,202	
1992年	75,905	194,037
1993年	92,037	221,444
1994年	62,389	130,622

(資料) *FNMA, Annual Report*.

年から住宅ローン債権の証券化によって、金利リスクの回避と保証料収入の獲得を目指すこととなった。これが、複数のモーゲジをまとめた MBS である。以後、MBS を応用した新型商品を開発し、セカンダリー市場のリーダー的存在である。FNMA はセカンダリー市場だけでなく、住宅モ

ーゲジの最大保有機関で、現存する住宅ローンの1/8を保有している。

FNMA は、HUD-HECM の買い取りのほか、96年1月に“Home Keeper”という自己開発したリバース・モーゲジ商品を開発している。これは高資産層がターゲットの民間商品と、低資産層がターゲットの HUD-HECM の中間層を狙ったものといわれる。

4. 結びにかえて

リバース・モーゲジ市場の参入障壁は、一般に①資金調達の問題、②保険数理の問題、であるといわれる。リバース・モーゲジでは、債務が増大するので、このような債務証券が投資家に有利でないからである。償還日まで利息の支払いがなく、償還日までの期間が長期になることである。また、リバース・モーゲジには保険数理などの専門知識が必要なので、専門家が必要となる。さらに、ローン管理や専門知識の維持のなど固定費やリスクの拡散には、巨大なローンのプールが必要であるが、この規模の経済が参入障壁になっている。このような参入障壁に対応できるのは、生命保険会社や、信託銀行、年金基金であろう。

リバース・モーゲジについての問題は、担保切れのリスク（長生きリスク、金利リスク、不動産価格下落リスク）であるが、このリスクのヘッジには、①別建て料金（FHA の保険料など）、②保証料（キャピタル・ホールディング社の7%）、③Shared Appreciation、があるほか、④特定地域集中の排除をすること、⑤地価上昇地域の選択を行なうこと、⑥地価上昇率などの underestimation を行なうこと、などの対応がある。

これらのリスクのヘッジを公的機関の関与で解決したのが HUD-HECM であり、5万件を目標にスタートしたもので、96年9月時点で17,000件の実績をもつ。今後わが国についても対応が期待されるところである。しかし、Rasmussen, Megbolugbe, and Morgan [1997] が指摘するように、HUD-HECM の成功が当初見込みほどではないこと (slow but

steady) や、リバース・モーゲジ一般の増加がそれほどでもないことから、市場を高齢者だけ（「高齢単身者」「その他高齢者」）とせず、若年・壮年世代の資産活用ないし資産管理手段として位置付けるべきであるとの議論もある。

Rasmussen, et. al. [1997] では、リバース・モーゲジが高齢単身者に活用することが第一義的であるとしながらも、45～54歳ないし55～64歳でも資産管理上有用であることを指摘している。それは投資目的や住宅改築、債務整理、子女の教育、親の扶養などに活用できるからであるが、これらは通常のホーム・エクイティ・ローンでも可能である。ところが、ホーム・エクイティ・ローンは担保条件が厳しく（担保掛け目が低い）などの制約があるので、これらの目的にはやや不十分であるようである（Rasmussen, et.al. [1997] p. 181）。そこで、定期（有期）のリバース・モーゲジを活用することが有効であるという主張につながるのである。

このような適用事例には、日本でも阪神大震災の復興に当たって、住宅ローンのいわゆるダブル・ローンを回避するためや、高齢者の自助努力による住宅再建のためにリバース・モーゲジを活用する神戸市のプログラム（神戸市災害復興住宅高齢者向け不動産処分型特別融資 [97年2月発足]）などが存在する。

いずれにせよ、高齢社会に向けリバース・モーゲジについては一層の検討と選択可能性を考慮しておくことが重要である。

[参 考 文 献]

- Bartel, H., Daly, M., and Wrage, P., "Reverse Mortgages : Supplementary Retirement Income from Homeownership", *Journal of Risk and Insurance*, Sep. 1980.
- Chen, A., "Alternative Reverse Mortgages : A Simulation Analysis of Initial Benefits in Baltimore", *Housing Finance Review*, Oct. 1983.
- Garnett, R. and Guttentag, J. M., "The Reverse Shared Appreciation Mortgage", National Center for Home Equity Conversion, June 1983.

- HUD, *Evaluation of the Home Equity Conversion Mortgage Insurance Demonstration, Report to Congress*, Mar. 1995.
- Knister, J. K., "Reverse Mortgage: Industry Analysis," mimeo., Aug. 1990.
- Rasmussen, D. W., Megbolugbe, I. F., and Morgan, B. A., "The Reverse Mortgage as an Asset Management Tool," *Housing Policy Debate* (FNMA), Vol. 8 Issue 1, 1997.
- Scholen, K., *Home-Made Pension Plans: Converting Home Equity into Retirement Income*, National Center for Home Equity Conversion, Sep. 1985.
- , *Your New Retirement Nest Egg—A Consumer Guide to the New Reverse Mortgages*, NCHEC Press, 1995. 筒井豊春・宮本巖・神谷秀樹訳『リバース・モーゲジの手引き』東洋経済新報社, 1995年。
- Scholen, K., Weinrobe, M., and Perkins, W., "A Financial Guide to the Century Plan", National Center for Home Equity Conversion, April 1986.
- Springer, P. B., "Home Equity Conversion Plans as a Source of Retirement Income", *Social Security Bulletin*, Sep. 1985.
- 経済政策研究所『ストック化に対応した老後保障システムに関する調査研究』1995年3月。
- 高齢者住宅財団『長寿社会に対応した住宅政策の充実に向けた調査検討報告書』1997年3月。
- 村本 孜『リバース・モーゲジ』住宅金融普及協会, 1988年。
- 『制度改革とリテール金融』有斐閣, 1994年。
- 日本住宅総合センター『欧米諸国の大都市における戦略的な住宅供給計画に関する調査研究(Ⅳ) —リバース・モーゲジの実態について—』1995年10月。
- 『高齢社会における資産活用の方角—リバース・モーゲジの実態について』1996年4月。
- 高山憲之『年金改革の構想』日本経済新聞社, 1992年。
- 田近英治・金子能宏・林文字『年金の経済分析』東洋経済新報社, 1996年。
- 特定年金融資産契約(ゆとり年金)制度研究会『特定年金融資産契約(ゆとり年金)制度研究平成8年度研究報告書』1997年3月。

*) 教員特別研究助成の成果の一部である。なお、本稿は筆者が主査を務めた高齢者住宅財団[1997]の成果、および同委員であった特定年金契約(ゆとり年金)制度研究会[1997]の成果に依拠していることを付記しておく。