

ベビーブーマーと証券化が変える

米国リバース・モーゲージ市場

小島 俊郎

■ 要 約 ■

1. これまで米国でリバース・モーゲージは高齢者の資金ニーズに対する“ラストリゾート”として捉えられ、その利用者の典型的なイメージは「70歳を超えた未亡人が少ない収入を補完する為に利用する」というものであった。しかし、ベビーブーマーの利用増加や住宅市場崩壊後の経済状況の変化、証券化の進展などがリバース・モーゲージ利用者の属性や意識に大きな変化をもたらし、既存のモーゲージを返済するための利用が大幅に増加している。
2. 最近時の HECM の利用者について、①モーゲージ債務を保有している者の割合が増加、②固定金利・一括借入型の増加、③HECM を利用して既存のモーゲージ債務の支払いを行う者の増加、④利用者の平均年齢の若年化（特に 62 歳の利用者の増加）、⑤償還スピードの低下、と言った変化が見られている。
3. こうした変化の背景としてセカンダリーマーケットの変化がある。従来、HECM のセカンダリーマーケットでは、ファニー・メイが大部分の債権を購入し、レンダーに資金を提供していた。しかし、サブプライム問題を契機とする経営悪化が、ファニー・メイの HECM の購入を激減させることとなった。ファニー・メイに代わってセカンダリーマーケットを支えたのは、ジニー・メイの証券化（HMBS）による資金調達であった。更に、固定金利型にクローズド・エンド型の商品が認められ、固定金利の金利水準の低下が進むと、固定金利・一括借入型の利用割合は一気に加速した。
4. これまで日本でもリバース・モーゲージというと、月々の収入不足を補うものというイメージが強かったが、債務返済という観点からみると、退職時点からリバース・モーゲージに転換できるオプション付きの住宅ローンや高齢者の延滞策などでの活用方法が考えられる。高齢化社会の進展が進む中、多様な観点での検討が必要となっている。

はじめに

2012年6月28日、米国の消費者金融保護局（Consumer Financial Protection Bureau：CFPB）は、「リバース・モーゲージ」と題する報告書（以下「報告書」）を議会に提出した。この報告書は、ドット・フランク法（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act）に従って作成されたもので、リバース・モーゲージ市場とそれを利用する消費者の変化を調査し、リバース・モーゲージの現状と課題の検討を行っている。

これまで米国でリバース・モーゲージは高齢者の資金ニーズに対する“ラストリゾート”として捉えられ、その利用者の典型的なイメージは「70歳を超えた未亡人が少ない収入を補完する為に利用する」というものであった。しかし、ベビーブーマーの利用増加や住宅市場崩壊後の経済状況の変化、証券化の進展などがリバース・モーゲージ利用者の属性や意識に大きな変化をもたらし、既存のモーゲージ（住宅ローン）を返済するための利用が大幅に増加している。今後ベビーブーマーの高齢化に伴うリバース・モーゲージ市場の拡大が見込まれ、利用者の属性や意識の変化がリバース・モーゲージ市場にさらに大きなインパクトを与える可能性がある。本稿では、米国での利用者属性や意識の変化を概観しつつ、日本でのリバース・モーゲージの可能性について考えてみたい。

大きく変わる米国リバース・モーゲージ市場

1. リバース・モーゲージとは

米国のリバース・モーゲージは、62歳以上の高齢者に対して住宅を担保に融資を行うモーゲージの一種である。利用者は一括あるいは分割で融資を受けるが通常のモーゲージのような毎月の元利返済は無く、利用者が死亡又はその住宅に住まなくなった場合などに住宅を処分・換価して元本と利息の返済を行うものである。

米国で代表的なリバース・モーゲージは、住宅都市開発省（Department of Housing and Urban Development：HUD）の一部局である連邦住宅局（Federal Housing Agency：FHA）が担保割れリスクを保険しているホーム・エクイティ・コンバージョン・モーゲージ（Home Equity Conversion Mortgage：HECM）で、1989年の第1号の契約以降順調に利用件数が伸び、2007年には年間契約数が10万件を超えるまでに成長した。サブプライム住宅ローン問題を契機に住宅価格が下落したことなどから2010年以降の契約は減少したが、年間7万件台の契約を維持している。HECM以外のリバース・モーゲージはリーマンショック前には民間金融機関によって幾つか提供されていたが、HECMの融資限度が大幅に引上げられたため利用者が激減し、2012年現在ではジェネレーション・モーゲージ（Generation Mortgage）社が提供するジェネレーション・プラス（Generation Plus）だけとなった。そのため米国リバース・モーゲージ市場はHECMがほぼ独占している状況にあるといえる。

HECM の主な利用条件は、62 歳以上であること、住宅の所有者であること、担保とする住宅が主たる居住のために使用されること、既存のモーゲージ（ホーム・エクイティ・ローンを含む）がある場合は、契約締結時までに完済、あるいは HECM の借入金で完済すること、FHA の定める住宅の品質基準に適合していること、FHA の認定カウンセラーのカウンセリングを受けること、などである。さらに、リバース・モーゲージ利用期間中は、住宅を主たる居住のための使用すること、不動産税及び火災保険の保険料を支払うこと、FHA の定める住宅の品質基準に適合している状態を継続すること、が求められ、これらの要件が満たされなくなった場合、利用者は期限の利益を喪失させられる。

HECM の借入は、纏まった額を一度に借りる一括借入型、不定期に借入限度額以内で希望する額を借りる信用枠設定型、毎月一定額を借り入れる月次受け取り型、～ の組み合わせ型の 4 タイプがある。

HECM の大きな特徴は、FHA が保険を付けていることである。FHA 保険により、利用者は累積される利息を含めた借入残高が住宅価格以上になっても、原則として住宅価格以上の債務の返済義務が生じないノンリコースローンとなっている。

2．変わる利用者の動機と背景

1) モーゲージ債務保有者の増加

最近の HECM の利用予定者¹は全米の一般的な高齢者の持家所有者に比べモーゲージ債務の保有者の割合が高くなっている（図表 1）。全米の一般的な 62 歳以上の持家所有者のうちモーゲージ債務の保有者の割合は 2007 年に 42%、2009 年に 43%とほぼ横ばいである。これを 60 歳代と 70 歳以上に分けて比較するとモーゲージ債務の保有者の割合は 60 歳代で 61%、70 歳以上で 29%と年齢が高くなると共に保有者の割合は大きく減少している。これは、年齢の上昇に伴いモーゲージ債務が償還されていくためと考えられる。一方、HECM の利用予定者をみると 2006 年には 47%だったモーゲージ債務の保有割合は 2009 年に 67%に急増している。年代別のモーゲージ債

図表 1 モーゲージ債務保有割合

	モーゲージ債務保有割合	
	62歳以上住宅所有者	HECM利用予定者
2007年	42%	47%
2009年	43%	67%
62～69歳	61%	73%
70歳以上	29%	62%

（出所）CFPB 資料より野村資本市場研究所作成

¹ HECM の利用者のデータは年齢、性別等の属性は把握できるが、債務の保有状況や資金の用途などのデータが無い場合、利用動機等については利用予定者に義務付けられているカウンセリング時のデータにより分析している。

務の保有者の割合をみると、60歳代で73%、70歳以上で62%といずれも一般的な高齢持家保有者に比べて割合が高く、特に70歳以上で比べると、HECMの利用予定者は一般的な高齢住宅保有者に比べて2倍以上の債務保有率となっている。

2) 固定金利・一括借入型の増加

2008年のHECMの利用者で一括借入²を行っている者の割合は43%であった。2008年初めに固定金利でクローズド・エンド型の商品が導入され、2009年から金利が低下すると、一括借入型が一気に加速し、一括借入を行う利用者の割合は2010年に75%と32%ポイントも高くなった(図表2)。それまでのHECMの一括借上型は、融資枠と実際の借入額に余裕がある場合には将来その余裕部分について融資を受けることが可能であったが、クローズド・エンド型とは一回融資を受けると融資枠と実際の借入額に余裕があったとしても再度融資を受けることが出来ない商品のことである。

年代別に固定金利・一括借入型の利用割合を見ると、60歳代の利用割合は85歳以上に比べて30%ポイント程度高くなっている(図表3)。さらに、あるレンダーによれば、利用者の年齢が若くなるほどHECMの借入金で既往債務の返済を行っている傾向があるという。このことから、報告書では利用者の年齢が若くなるほど債務返済のために固定金利の一括借入型を選択していると推測している。

図表2 一括借入の推移

	2008年	2010年
変動金利	98%	30%
一括以外	57%	25%
一括	41%	5%
固定金利(一括)	2%	70%
合計	100%	100%
一括借入合計	43%	75%

(出所) CFPB 資料より野村資本市場研究所作成

図表3 HECM 利用者の割合

	固定金利・一括借入の割合	モーゲージ債務等の返済者の割合
65歳未満	77%	70%
65～69歳	76%	69%
70歳～74歳	70%	68%
75歳～79歳	63%	64%
80歳～84歳	57%	59%
85歳以上	47%	48%

(注) モーゲージ債務等の返済者の割合は、あるレンダーから提供されたデータであり、市場全体を表すものではない。

(出所) CFPB 資料より野村資本市場研究所作成

² 報告書では1年目に90%以上の借入をする場合を一括借入としている。

クローズド・エンド型は1回のみ借入しか認められていないため、クローズド・エンド型の利用者は既往債務額にかかわらず、限度額一杯の借入を行うケースが多い。この際、既往債務額以上の借入金の多くは貯蓄や投資に向けられるとみられる。報告書では、現行の市場環境では借入金利を上回る運用は非常に困難であり大きなリスクを抱えること、また、不必要な多くの資金を持った利用者は詐欺などの格好のターゲットとなる可能性があることに対して警告を発している。

3) 増す債務支払い動機

HECM を利用する動機も大きく変化している。CFPB では独自の調査を実施していないため、報告書では AARP の行った 2006 年の調査³及びメットライフ・マチュアー・マーケット・インスティテュート (MetLife Mature Market Institute) とナショナル・カウンシル・オン・エイジング (The National Council on Aging) が共同して行った 2010 年の調査⁴を引用して利用動機の比較を行っている。2006 年は、「生活の質向上」と「将来の緊急時に備えて」という動機が多かったが、2010 年ではこれらの理由は大きく減少し、いずれも 30% を下回っている (図表 4)。上位を占めたのは「債務の支払い」であり、60 歳代では 73% の利用予定者が興味を持った理由としてあげている。両調査は設問の仕方が異なるため単純な比較は出来ないが、報告書では債務の支払いのための借入は増加傾向にあるとみており、今後更なる調査が必要であると述べている。

4) 突出する 62 歳の利用者

HECM 利用者の平均年齢の若年化が進んでいる。図表 5 のとおり 1990 年代は過半数の利用者が 70 歳代であったが、2000 年代に入り 60 歳代の利用が増加した。2011 年度では、60 歳代が 47% と 70 歳代の 36% を超えて最も多い世代となっている。図表 6 は 1990 年代、2000 年代及び 2011 年度の HECM 利用者の年齢別分布と 2010 年の

図表 4 HECM に興味を持った動機 (カウンセリング参加者)

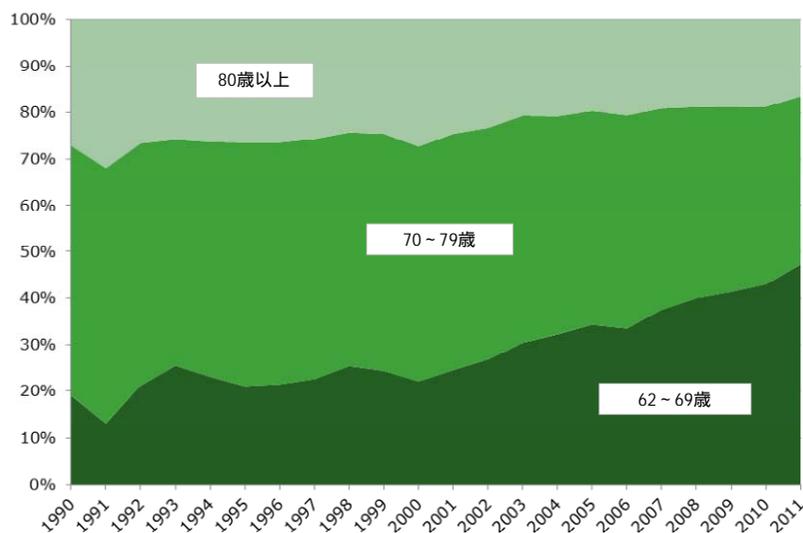
興味を持った理由	2010年		2006年	
	62～69歳	70歳以上	利用者	非利用者
債務の返済	73%	62%		
モーゲージ			40%	40%
モーゲージ以外			28%	27%
収入の補完	31%	36%	50%	40%
生活の質向上	26%	28%	73%	68%
緊急時に備えて	21%	24%	78%	66%

(出所) CFPB 資料より野村資本市場研究所作成

³ Donald L. Redfoot, Ken Scholen, S.Kathi Brown (2007): Reverse Mortgages: Niche Product or Mainstream Solution? Report on the AARP 2006, National Survey of Reverse Mortgage Shoppers

⁴ MetLife Mature Market Institute: Changing Attitudes (2012) : Changing Attitude Changing Motives, The MetLife Study of How Aging Homeowners Use Reverse Mortgage

図表 5 HECM 利用者の年齢別割合



(出所) CFPB 資料より野村資本市場研究所作成

米国人口の年齢別分布を見たものである。

2011年度の利用者の年齢分布を見ると、単に若年化が進んでいるというよりは、適格年齢直後の62歳の利用者が急増している。2010年の人口分布を見ても、左から2番目に示された61歳(2011年度の62歳)が突出しているわけではなく、単に人口分布から生じた変化でないことがわかる。すなわち、従来は医療・介護の費用負担や収入の減少などのリタイア後に発生する資金需要をきっかけに利用を開始していたものが、2011年では適格年齢の62歳に達することを待ちわびたように利用する者が増加している。

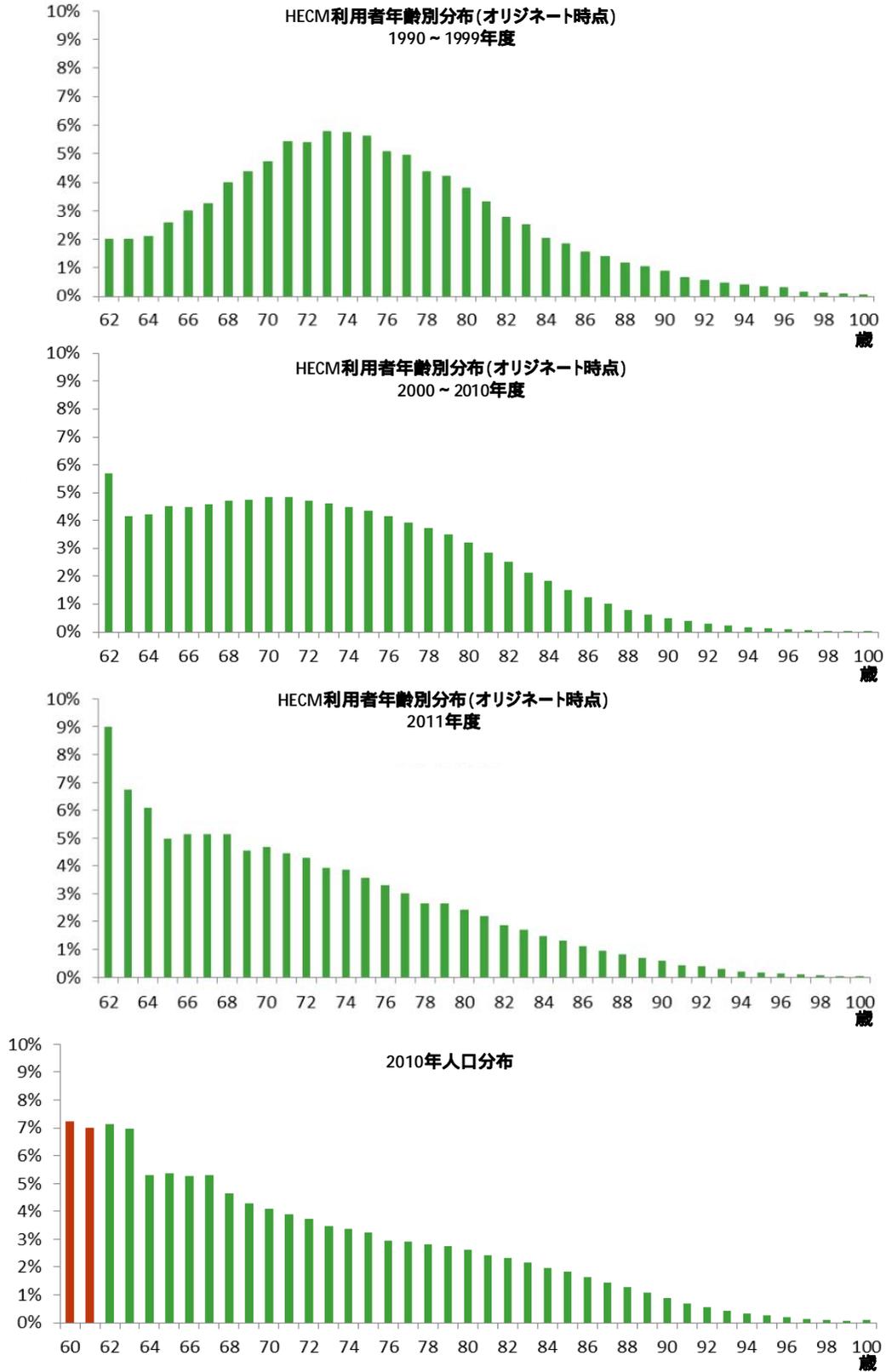
5) 延びる償還期間

これまではHECMのオリジネート時点での利用者の平均余命は10年から11年であるにも拘らず、実際の償還期間の中央値は5~6年程度であった。これは、転居などによる償還が多いため、60歳代半ばの利用者はベースとなる死亡率に比べ6~8倍の速さで完済していた。しかし、サブプライム問題を契機とする景気後退がHECMの償還スピードに変化をもたらしている。

図表7は1990年から2010年までオリジネーション年ごとに累積の償還割合を示したものであり、年々償還スピードが緩やかになっていることがわかる。例えば2004年までにオリジネートされたものは5年(60ヶ月)経過までに少なくとも30%以上の返済がなされていたが、2005年にオリジネートされたものは約25%、2006年にオリジネートされたものは約20%、2007年にオリジネートされたものはやっと10%を上回る水準へと償還スピードが鈍化している。

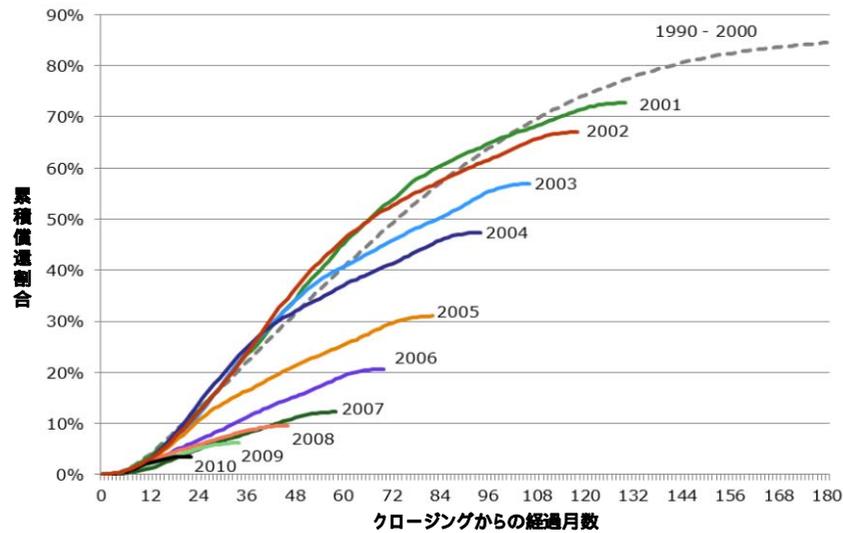
償還スピードが変化する時点を見ると、例えば2004年にオリジネートされたもの

図表 6 HECM 利用者の年齢別分布



(出所) CFPB 資料より野村資本市場研究所作成

図表7 HECM 償還スピードの変化



(出所) CFPB 資料より野村資本市場研究所作成

は約 36 ヶ月経過後から、2005 年にオリジネートされたものは約 24 ヶ月経過後から、2006 年にオリジネートされたものは約 12 ヶ月経過後からそれ以前にオリジネートされたもののカーブと袂を分かち始めている。言い換えれば各年にオリジネートされたものは 2007 年を境に償還スピードに変化が生じているといえる。

このシフトのタイミングが示唆しているのは、住宅市場の崩壊が利用者の返済のビヘイビアを大きく変化させたということである。バブルの絶頂期は 2006 年から 2007 年の初めである。2008 年末までに多くのリバース・モーゲージ利用者は住宅価格の下落と累積した債務の増加によってほとんど住宅のネットエクイティが無い状態になったと考えられる。ネットエクイティのほとんどなくなった利用者には他の場所に移りたくとも追加で融資が受けられず、資金が無いために転居が少なくなり、償還が延びたのではないかと報告書では分析している。

証券化がもたらした変化

1. 証券化による資金調達

1) セカンダリー・マーケットの変化

HECM 創設以降 2000 年代半ばまで、住宅金融の政府支援企業 (Government Sponsored Enterprise : GSE) であるファニー・メイ (Fannie Mae) が、オリジネートされた大部分の HECM を買取り、市場に資金供給を行ってきた。ファニー・メイは、HECM を自らのバランスシートで保有し、金利リスクは変動金利型のみを買収することでヘッジしていた。多くのレンダーは HECM を保有し続ける資金力がないため、

ファニー・メイに売却せざるを得ず、固定金利型の HECM はほとんど取り扱わなかった。したがって、2008 年まで HECM のほとんど全てを変動金利型が占めていた。

1999 年にリーマン・ブラザーズ (Lehman Brothers) が民間リバース・モーゲージ商品を証券化することによって、ファニー・メイへの売却以外の資金調達手法が作り出された。その後、2006 年から 2007 年にかけてバンク・オブ・アメリカ (Bank of America) などが HECM を使った証券化を開始し、新たなセカンダリー・マーケットが創生された。さらに 2007 年 11 月に、政府機関であるジニー・メイ (Ginnie Mae) が新しいスキームの証券化 (HMBS) を開発した。この結果、2007 年会計年度では約 25% の HECM が証券化によって資金の調達を行うようになった。2008 年、サブプライム問題を契機にファニー・メイが経営危機に陥り、米国政府は同社の国有化を決定し同社のポートフォリオを段階的に縮小すること求めたことから、ファニー・メイは HECM の買取りを暫時縮小させ、2009 年 9 月には僅か 10% 程度にまでマーケットシェアを落としていった。その穴を埋めたのが、ジニー・メイの HMBS であり、資金調達の証券化シフトは HECM のオリジネート市場に大きな変化をもたらした。

2) クローズド・エンド型商品の導入

ファニー・メイや民間の証券化ではリバース・モーゲージの契約そのものを購入単位としていたため、買い取る時点で未融資の部分 (将来の貸出分) に対しても買い取る側で資金対応していたが、ジニー・メイでは融資した部分ごとに買い取りを行う仕組みとなった。そのため、将来の融資にはレンダーが資金の対応を行う必要が生じ、レンダーは新たな資金負担及び金利リスクを負うこととなった。HMBS の投資家は固定金利を好むが、固定金利では金利リスクが大きくなるためレンダーは消極的であった。そのため、金利リスクを回避する目的で、FHA は 2008 年 3 月に固定金利型・一括借入型にクローズド・エンドの商品を認めることとなった。これにより多くのレンダーが金利リスクのない固定金利・一括借入型を取り扱うようになった。しかし、固定金利は変動金利に比べて金利が高いため 2009 年に入るまでは固定金利型のシェアは余り伸びなかった。

2 . 金利の逆転

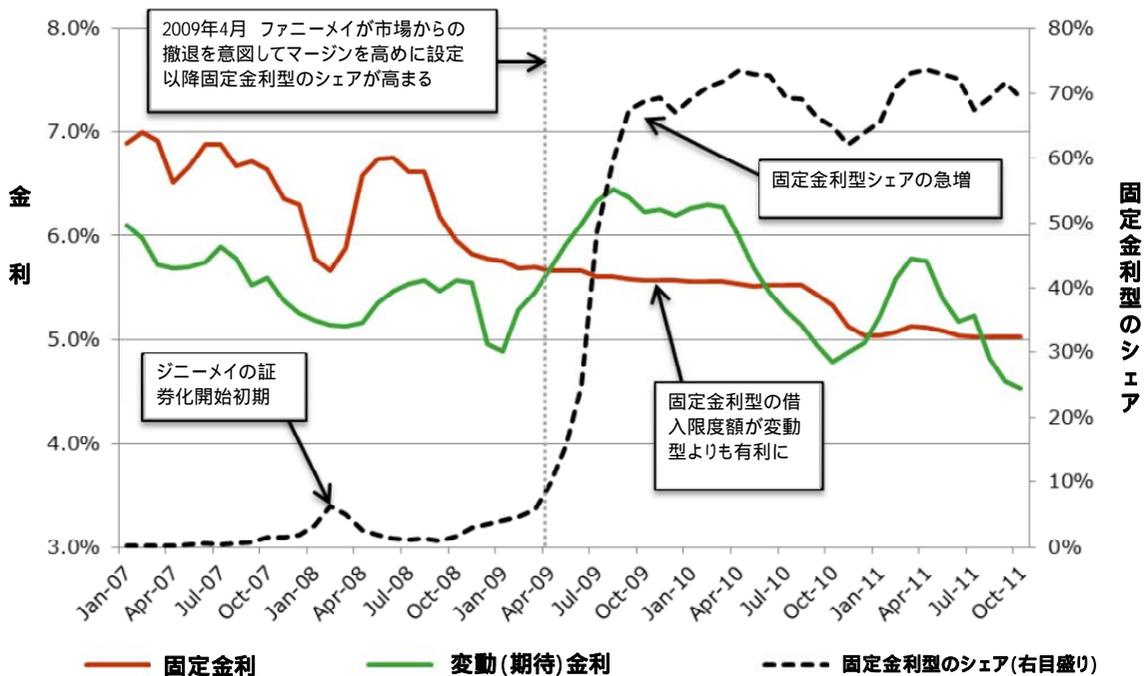
FHA は借入限度額の算定には実際の金利ではなく期待金利 (expected rate) を設定しており、変動金利の場合、10 年物インデックス金利にマージンを加えたものとなっている。通常、固定金利の方が期待金利よりも高いのだが、2009 年に期待金利が固定金利を上回る状態が続くようになった。これは、前述のとおりファニー・メイが政府からそのポートフォリオの縮小を強く求められたため、HECM のセカンダリー・マーケットからの撤退を意図してマージンを高く設定したことによる。この結果、2007 年 7 月に 1.5% だったマージンは 2009 年 6 月には 2.94% と約 2 倍の水準にまで引上げられ、固定金利が期待金

利よりも低水準となったため、2009年7月以降はHECMの主流は固定金利型となった（図表8）。

3. 手数料の無料化

さらに、レンダーがオリジネート手数料を無料にする動きが固定金利型の増加に拍車をかけた。ファニー・メイがHECMの買い取りを行う場合は、買い取る金利をファニー・メイが設定したために、レンダーはファニー・メイの設定した金利水準で融資をすれば事足りた。しかし、証券化によるファンディングに移行すると、セカンダリー・マーケットで取引される価格は事後的に決定されるため、マーケットの金利が上昇しても元本割れとならないようレンダーは高めの金利設定を行うことになる。その結果、セカンダリー・マーケットではオーバーパーでの取引が常態化され、額面額との差額がレンダーへプレミアムとして支払われるようになった。プレミアムは変動金利型より固定金利型の方が大きく、2012年当初時点でのプレミアムは固定金利型で額面額の10~12%、変動金利型で6~9%となっている。このプレミアムを利用して固定金利型の利用者のオリジネート手数料やクロージングの費用を無料にして顧客を獲得しようとする動きがレンダーに広がり、固定金利型の拡大を加速させた。

図表8 金利水準の変化と固定型HECMのシェア



(出所) CFPB 資料より野村資本市場研究所作成

4．新たなリスクの増加

固定金利型の増加は新たなリスクを引き起こしている。HECM は利用期間中の不動産税及び住宅保険の保険料の支払いが融資条件になっているため、これらの支払いを怠るとデフォルトとなる。このデフォルトが急増しており、2012年2月期現在で9.4%と約10人に一人がデフォルトの状態にある。変動金利型のHECMの場合、融資限度額と借入額との間に余裕がある場合には、レンダーはその余裕分を使って税金等の支払いを代行することが可能で、これによりデフォルトを回避することが出来る。しかし、固定金利型の場合殆どのものがクローズド・エンドのため追加で使用できる借入枠が無く、レンダーが支払いの代行をすることができないことからデフォルトが増加する要因となっている。

返済手段としてのリバース・モーゲージ

これまでみたように、HECMの利用者に大きな変化が見られている。すなわち、62歳を中心とする利用者が既往のモーゲージ債務を清算する目的での利用が増加したことである。これらの変化は、ベビーブーマーが市場に参入したことに加え経済情勢の変化やリバース・モーゲージの証券化に伴う商品の変化がもたらしたものと見える。一括借入によるモーゲージの借換えは、月々の返済がなくなる分だけ可処分所得を増加させるため、月次受け取り型のリバース・モーゲージと同等の効果をもたらす。一方で、デフォルトのリスクが拡大しているが、これは債務の借換えに伴うリスクというよりは、クローズド・エンド型を利用することによるリスクである。

これまで日本でもリバース・モーゲージというと、月々の収入不足を補うものというイメージが強かったが、債務返済という観点からみると新しいヒントが得られないだろうか。住宅金融支援機構の2011年度のフラット35の利用者調査によると40歳代の利用者は22.3%、50歳以上の利用者は12.5%を占めており、およそ三分の一の利用者は60歳以上になっても返済を続ける可能性がある。例えば、こうした退職後も住宅ローンの返済を必要とする利用者に退職時点でリバース・モーゲージに切り替えることが可能なオプションのついた住宅ローンなどが考えられないだろうか。また、やや後ろ向きな使い方だが、高齢者が延滞したときにリバース・モーゲージで債務を返済する方法なども考えられよう。

米国では、HECMが高齢者の生活の安定化を目指し誕生し、その後20年かけて市場が拡大する中で商品の性格や利用方法も金融環境の変化やベビーブーマーの高齢化に伴い変化している。日本でも社会制度や経済環境が高齢化社会の進展と共に変わっていかざるを得ないと考えるが、そうした変化が日本でのリバース・モーゲージの普及に弾みをつける可能性は十分にあるだろう。そのために多様な観点からリバース・モーゲージの活用方法を検討することが必要であり、今後も起こるであろう米国の変化を注視していくことは日本に貴重な示唆を与えてくれる可能性が高いと考える。