

住房反向抵押贷款养老模式研究

张仁枫 著



四川大学出版社



责任编辑:罗 丹
责任校对:胡晓燕
封面设计:墨创文化
责任印制:王 炜

图书在版编目(CIP)数据

住房反向抵押贷款养老模式研究 / 张仁枫著. —成都: 四川大学出版社, 2016. 11
ISBN 978-7-5690-0081-8

I. ①住… II. ①张… III. ①住房抵押贷款—养老—研究—中国 IV. ①D669.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 275150 号

书名 住房反向抵押贷款养老模式研究

著 者	张仁枫
出 版	四川大学出版社
地 址	成都市一环路南一段 24 号 (610065)
发 行	四川大学出版社
书 号	ISBN 978-7-5690-0081-8
印 刷	四川永先数码印刷有限公司
成品尺寸	148 mm×210 mm
印 张	7.625
字 数	204 千字
版 次	2016 年 11 月第 1 版
印 次	2016 年 11 月第 1 次印刷
定 价	28.00 元



版权所有◆侵权必究

◆读者邮购本书,请与本社发行科联系。

电话:(028)85408408/(028)85401670/
(028)85408023 邮政编码:610065

◆本社图书如有印装质量问题,请
寄回出版社调换。

◆网址:<http://www.scupress.net>

目 录

1	导论	(1)
1.1	研究背景和意义	(1)
1.2	国内外研究文献述评	(6)
1.3	本研究的思路和方法	(21)
1.4	本书的创新点	(26)
2	住房反向抵押贷款的理论支撑	(28)
2.1	莫迪利安尼的储蓄生命周期理论	(28)
2.2	家庭财富代际传递理论	(31)
2.3	期权理论	(32)
2.4	外部性理论	(34)
2.5	保险精算理论	(35)
2.6	资源优化配置理论	(35)
2.7	产权分割与资产流动性理论	(36)
3	住房反向抵押贷款养老模式及其运行机理	(38)
3.1	住房反向抵押贷款养老模式概述	(38)
3.2	我国开展住房反向抵押贷款的必要性和可行性分析	(50)
3.3	住房反向抵押贷款的运行要素	(57)
3.4	住房反向抵押贷款运行的特殊性	(67)

3.5	住房反向抵押贷款养老模式的运行流程	(72)
3.6	住房反向抵押贷款养老模式的运行模式	(81)
4	住房反向抵押贷款的供求分析	(85)
4.1	住房反向抵押贷款的需求者与供求者	(85)
4.2	影响住房反向抵押贷款供求的因素分析	(86)
5	住房反向抵押贷款的定价分析	(92)
5.1	住房反向抵押贷款产品定价的一般性分析	(92)
5.2	基于保险精算方法的无赎回权产品定价模型	(117)
5.3	基于期权定价理论的有赎回权产品定价模型	(125)
6	住房反向抵押贷款养老模式的风险	(137)
6.1	住房反向抵押贷款风险的概念与类型	(137)
6.2	利率风险	(140)
6.3	房价波动风险	(148)
6.4	长寿风险	(157)
6.5	逆向选择与道德风险	(162)
6.6	其他风险	(167)
7	住房反向抵押贷款养老模式推行中存在的问题	(172)
7.1	配套政策不到位	(172)
7.2	法律制度的不完善	(174)
7.3	市场机制的不完善	(175)
7.4	金融业分业经营的限制	(181)
7.5	传统思想观念的阻碍	(181)
7.6	风险担保制度的缺失	(184)
8	住房反向抵押贷款养老模式的实践探索	(185)
8.1	住房反向抵押贷款养老模式在我国的提出与发展	(185)

8.2	住房反向抵押贷款养老模式的国内实践	(186)
8.3	国内实践的启示	(190)
9	住房反向抵押贷款养老模式的优化路径	(192)
9.1	制定更加具体和系统的政策	(192)
9.2	设计适合自身实际情况的产品	(201)
9.3	加快养老产业的发展	(209)
9.4	完善和规范市场机制	(212)
9.5	优化住房反向抵押贷款的发展战略	(214)
10	住房反向抵押贷款养老模式的配套举措	(216)
10.1	健全法律法规制度	(216)
10.2	完善社区化配套养老服务	(217)
10.3	开展业务宣传和教育	(219)
10.4	制定完备的风险担保制度	(220)
10.5	推行市场退出机制	(221)
10.6	构建专业化的业务考评体系	(221)
	参考文献	(223)
	后 记	(232)

前 言

当前，我国已经进入老龄化社会。截至 2015 年底，我国 60 岁以上的老年人已达到 2.2 亿人，占总人口的 16.1%；65 岁以上老年人占总人口的 10%。高龄老人、（半）失能老人和空巢老人等数量逐年递增。据《中国城市发展报告（2015）》预计，到 2050 年，我国老年人数量将超过总人口的 34%。不难预见，“超老龄”社会即将提前而至。在“未富先老”的中国特色的老龄化背景下，如何实现老年人“老有所依、老有所养”的养老目标，不仅是对老年群体的社会关切，更关系着整个国家和社会的持久稳定和发展。

金融是一切市场经济活动的核心。养老的社会化发展通过市场化的运作机制来实现，必将依赖养老金融的有利支撑。受传统思想观念和计划经济体制的影响，我国的养老一直是通过家庭养老和国家公办养老院养老等形式来实现，养老的社会化程度还很低。因此，我国的养老产业还处于起步阶段，对养老金融的研究也处于空白阶段。肇始于西欧的住房反向抵押贷款制度（“以房养老”的主要模式）将老年人住房与养老相结合，创造性地提出了老年人通过以房屋为抵押提前获取养老金来养老的新观点，为解决当前我国老年人“有房无钱”的养老问题提供了一条可供选择的道路。

住房反向抵押贷款是“以房养老”的主要养老模式。其在西方尽管有上百年的发展历史，但在中国还是一个新生的事物。国外的实践表明，住房反向抵押贷款虽然存在一些问题，但也是解决养老融资难的一条可行路径。中国引入这一模式还不久，对其认识还不够，有必要借鉴西方国家的一些创新性做法，多途径探索养老金融的实现形式。本书主要以我国社会养老中的养老金融问题为出发点，重点阐述了我国养老的特殊性和存在的问题，提出通过“以房养老”解决养老问题的重要意义，并在此基础上重点阐述了住房反向抵押贷款养老模式的内容与运行机制。其主要目的在于通过研究和分析住房反向抵押贷款养老模式的运行原理和关键问题，论证中国推行此项业务的必要性和可行性，并对中国推行此业务的具体举措进行较为详细的阐述。

在具体的内容和结构上，本书主要论述了住房反向抵押贷款养老模式的运行机理、理论根基、产品定价、市场的供求分析、风险防范分析以及我国开展此项业务面临的问题、优化路径和配套举措等内容。

理论根基方面，本书认为，受经济学、法学、金融学等不同学科理论的影响，住房反向抵押贷款具有较深的理论根基；从理论上论证了住房反向抵押贷款养老模式的可行性和发展意义。

运行机理方面，本书通过分析住房反向抵押贷款的运行要素、运行的特殊性、运行流程和运行模式等阐述了住房反向抵押贷款的运行机理；认为住房反向抵押贷款的运行是一项不同机构参与、各要素相互配套、各流程具有较强的综合性、复杂性和灵活性的社会工程。

市场的供求分析方面，本书研究了住房反向抵押贷款的供给者和需求者的内涵和特点；分析了影响住房反向抵押贷款供给和需求的相关因素；分析了我国开展住房反向抵押贷款业务的供求现状与问题。

产品定价方面,本书从金融产品的定价理论和原理出发,论述了住房反向抵押贷款产品定价的概念和影响要素,并提出了住房反向抵押贷款产品的一般公式。此外,重点论述了住房反向抵押贷款产品定价模型,以无赎回权和有赎回权两种情况对住房反向抵押贷款产品的定价模型进行了分析,认为无赎回权住房反向抵押贷款可通过保险精算的方法进行模型构建;有赎回权住房反向抵押贷款可通过期权定价理论进行模型构建。本书在前人提出的定价模型基础上,创造性地提出,通过完善有赎回权住房反向抵押贷款产品属性,利用美式期权的定价原理对有赎回权住房反向抵押贷款产品进行模型构建的政策建议。

风险防范分析方面,本书主要论述了住房反向抵押贷款具有的多类别、多层次的风险,并分别从风险识别、衡量与防范等方面对利率风险、房价变动风险、长寿风险、道德风险、提前还贷风险以及其他风险进行了具体的分析。

在我国开展住房反向抵押贷款存在的问题方面,本书认为,目前我国开展此业务面临包括金融业的分业经营限制、传统思想阻扰、法律制度不完善、风险担保制度缺失、配套政策不到位以及包括住房、金融和房地产市场在内的市场机制不成熟等问题。

在住房反向抵押贷款养老模式的实践探索方面,本书分析了南京2005年开展的“以房换养”养老模式、上海的“售后返租”养老模式、北京的“以租换养”养老模式以及幸福人寿公司设计的“住房反向抵押贷款寿险”养老模式,并重点分析了这些养老模式存在的弊端和有益启示。

优化路径方面,本书针对上述论述的问题,提出了住房反向抵押贷款较为具体的优化路径,具体包括制定更加具体和系统性的方针政策、设计适合自身实际情况的产品、加快住房反向抵押贷款与养老产业的协调发展、完善和规范市场机制、优化住房反向抵押贷款的发展战略等。

配套措施方面，本书认为，住房反向抵押贷款是一项综合性较强的社会性服务产品，需要较为完备的配套支撑体系，具体包括健全的法律法规制度、完善的与社区配套的养老服务、业务宣传和教育培训、完备的风险担保制度、借款人退出机制、专业化的业务考评体系等。

本书的主要创新点在于：（1）比较系统地阐述了住房反向抵押贷款业务的运行机理；（2）创造性地提出在西方国家发展的基础上创新住房反向抵押贷款产品，推出中途可以退出的产品类型，有利于产品推出初期的市场适应性和市场份额；（3）提出了中途可以退出的住房反向抵押贷款产品的定价思路和风险防控政策；（4）论述了住房反向抵押贷款养老模式与养老产业的关系，提出了两者互动发展的政策建议。

养老问题是一项多学科、综合性、系统化的社会工程。因此，跨学科的视角是研究当前养老问题的必然要求。本书是我在养老研究方面的首部学术专著，难免有错误之处，恳请各位专家、学者批评指正。

张仁枫

2016 年 6 月

1 导论

我国人口结构正处于转型的重要阶段，人口红利将逐渐减弱。未来一段时期，我国劳动力人口将呈现逐年下降的趋势，老年人的数量将激增。当前，我国已经有超过 2 亿的老年人，预计到 2050 年将超过 4 亿。更为重要的是，我国失能半失能老人的数量在 2015 年已达到 4 000 万人左右。按照国际通行的“60 岁以上老人占总人口 10% 以上，65 岁老人占总人口 7% 以上”即进入老龄化社会的标准，我国在 2000 年前后就已经步入了老龄化社会。

1.1 研究背景和意义

养老问题的出现是伴随着一系列社会问题而产生的。如何有效促进养老的社会化发展、充分满足老年人的养老需求是破解我国养老问题的关键。

1.1.1 研究背景

第一，“未富先老”的现实困境。养老问题已经成为我国社会关注的焦点。与其他大多数国家不一样，我国的养老呈现出“未富先老”的特殊情况。这给国家和社会带来巨大的压力，急

需养老方式的转变和创新。而如何进行养老已经成为政府、社会和家庭共同面对的棘手问题。在国家“未富先老”的背景下，我国的养老金存在大量的缺口，将难以满足不断增长的养老需求。因此，传统的通过社会保障体系获取政府养老金的养老模式在未来的时间内或将存在某些局限性。

第二，传统养老方式难以为继。除了政府养老之外，子女养老是我国长期以来最为重要的方式之一。然而，随着我国市场经济的不断推进和计划生育政策的执行，人们的养老观念和家庭模式发生了巨大的改变。以往“四世同堂”“儿女满堂”的家庭模式几乎不复存在，并逐渐被“四二一”“四一一”等倒金字塔的家庭模式所取代。在城市或农村，大部分子女与老年人分开居住；一些家庭甚至出现失去子女养老的情形，越来越多的老年人变成所谓的“空巢老人”或“失独老人”。2013年，我国老年人口突破2亿，其中失能老年人口增长到3750万，空巢老年人口突破1亿^①。因此，庞大的数字意味着传统的依靠子女养老的方式将渐行渐远。社会急需养老方式的创新和改变。

第三，养老资金不足。至今，我国社会养老保障体系还很不完善。2013年，城镇职工基本养老保险和城乡居民社会养老保险的参保人数分别达到31626万和49030万，尽管数量有所增加，但参保率还处于低位。自从1997年国务院统一全国城镇企业职工养老保险制度、决定实行社会统筹和个人账户相结合的制度模式以来，养老基金缺口问题一直困扰着政府和社会。根据中国社会科学院发布的《中国养老金发展报告2013》，2012年我国城镇职工基本养老保险个人账户缺口达到5602亿元，与2011年相比扩大大约240亿元^②。由于地区发展的失衡，部分省份出现

① 根据全国老龄办发布的《中国老龄事业发展报告（2013）》。

② 根据中国社会科学院发布的《中国养老金发展报告2013》。

了财政亏空的现象。与此同时,我国已有3 800万人中断养老金缴纳。有专家认为,长期依赖政府财政是导致养老基金出现亏空的重要原因之一。

第四,住房反向抵押贷款养老模式的兴起。我国老年人数量的不断增加、家庭模式的不断演变以及政府财政在养老方面存在的资金压力,都急需我们创新和发展养老模式。将社会财富最大限度地变现为老年人的养老资金,也许是解决养老问题的最好办法之一。盛行于欧美的“以房养老”模式提倡将老年人的住房抵押给金融机构,通过市场化运作解决一部分的养老金问题。这在一定程度上缓解了政府解决养老资金的压力,有利于社会养老事业可持续性发展。

“以房养老”模式在以美国为代表的西方国家取得了较好的成效,并日渐被国人所熟知。由于以房养老是通过将老年人的住房反向抵押给金融机构,并可以通过房屋的估价从金融机构获取养老资金,因此,在我国住房存量较为充足的当下,这种模式对于缓解我国面临的养老压力将发挥重要的作用。正是基于这种考虑,国内学者相继对此模式进行了研究和探索,不少地区也进行了实践,但由于种种原因,住房反向抵押贷款在我国的发展遭遇搁浅。

决定住房反向抵押贷款能否顺利推行的关键因素在于其能否取得经济上的效益,也就是说,实现产品的合理定价和风险控制,关系着以房养老产品在我国推行的市场需求和发展前景。本书正是从经济学的角度,对住房反向抵押贷款进行系统的分析和研究,以期在我国顺利推行。

住房反向抵押贷款作为住房抵押贷款的一种特例,具有其内在的含义与作用。虽然这种模式在我国一些城市已经试行,但并没有取得成功。随着我国人口老龄化程度不断加深以及养老压力的不断增大,以房养老和住房反向抵押贷款都是值得我们推崇的

养老模式。

1.1.2 研究意义

1.1.2.1 理论意义

本书致力研究解决社会养老问题的“以房养老”模式，这将对我国的社会经济发展带来新的活力和契机。其理论意义有以下几点：

(1) 可以丰富和发展住房金融等理论。住房反向抵押贷款是一种交叉性的消费金融产品和工具，其推行涉及住房金融、社会保险、金融业务、制度改革等诸多层面，因此，推行住房反向抵押贷款可以丰富和发展这些层面的理论。

(2) 扩大了生命周期理论、资源配置等相关理论在家庭理财方面的适用范围。家庭理财是以家庭为单位、人的一生为周期来研究家庭资源优化配置的理论和方法。以往的家庭资源优化配置主要考虑金融资源，缺少不动产等物质资源的研究。住房反向抵押贷款改变了这一传统的研究思路，使人一生的资源扩展到了不动产，延续了生命周期理论中的研究范围，扩展了资源优化配置理论的适用范围^①。

(3) 有利于构建中国特色的养老保障体系。目前，我国是世界上老年人口最多的国家，随着时间的推移，老年人口的数量还将剧增，养老任务空前巨大。因此，健全我国的社会养老保障体系关系着老年人晚年生活的质量和社会的稳定。住房反向抵押贷款为我们构建这样一个保障体系搭建了较为宽广的平台和实践空间。

^① 范子文：《中国住房反向抵押贷款研究》，中国农业出版社，2011年版，第4页。

1.1.2.2 现实意义

(1) 有利于缓解社会养老压力、丰富养老模式。住房反向抵押贷款提倡老年人以自有产权房为依托,通过自己财产的变现获取养老资金。这有利于实现老年人养老方式的多样化选择,达到减轻政府和社会的养老压力的目的。研究和创新住房反向抵押贷款养老模式,对发展其他养老模式具有非常重要的借鉴意义,有利于我国社会养老模式的多样性发展。

(2) 有利于提高老年人的养老质量和生活水平。通过 1998 年之前的福利分房,我国大部分的老年人都自己拥有或子女拥有产权房,但由于传统“储蓄消费”观念的影响,大部分家庭的财富集中在房产上。一旦住房无法通过其他途径变现,房产就很难发挥其机制效应。这就会使得大部分老年人只能空守着房子,过着“房产富裕、现金贫困”的老年生活。老年人虽然拥有房子,但却无法获取满足基本生活的养老金。而通过住房反向抵押贷款实现生前对房产的提现,可以增加老年人的收入,提高老年人的生活质量。

(3) 有利于房地产和金融机构业务的发展壮大。住房反向抵押贷款不仅可以提高房产的流动性,活跃二手房市场,而且还可以促进金融机构的金融创新,为金融机构带来新的业务,培育新的增长点,增加金融机构的盈利空间。此外,传统的抵押贷款与住房反向抵押贷款也可以通过组合实现个人业务的长期性和可持续性发展,有利于金融机构与房地产业之间的深度合作和共同发展。

(4) 有利于我国养老观念的改变和养老产业的发展。受我国传统文化的影响,城市家庭大都倾向于用一生的收入来买房,并在老年阶段将房产视为重要的财富和遗产。这种观念使得蕴含重大价值的房产没有通过市场的运作带来直接收益,老年人的养老

现状也往往不尽如人意。住房反向抵押贷款的出现，可以改变这种状况，实现房产的市场化运作，将社会养老事业发展成为养老产业，从而实现市场化的养老服务体系。

1.2 国内外研究文献述评

住房反向抵押贷款养老模式虽为一项比较新颖的业务，在西方国家也仅有 40 多年的发展历史，但国外学者对其进行的研究已经非常多，且成果丰硕。国内学者对其进行的研究也已经陆续展开，并呈现出不断增多的趋势。

1.2.1 国外对住房反向抵押贷款的研究

住房反向抵押贷款是产生于西方国家的一种新型养老模式。在这些国家中，美国是推行这一模式最为完善和较为成熟的市场之一。20 世纪 70 年代美国就开始该领域的理论和实证研究，并取得了一系列的成果，为其他国家的推行提供了丰富的实践经验。此外，其他国家诸如英国、日本、新加坡、加拿大和澳大利亚等对住房反向抵押贷款也进行了较为充分的研究。综合来看，外国学者对住房反向抵押贷款的研究主要体现在以下几个方面。

1.2.1.1 住房反向抵押贷款的需求分析

由陈永平（Yung-Ping Chen）教授领衔的“住房年金计划”研究和肯·绍伦（Ken Scholen）教授主持的住房反向抵押贷款调查都表明，住房反向抵押贷款很有必要且具有可行性。肖恩（Shan, 2011）调查分析了反抵押贷款中借款人的特征。唐纳德·L. 雷德福特、肯·绍伦、S. 凯瑟·布朗（Donald L. Redfoot, Ken Scholen, S. Kathi Brown, 2007）通过调查证实：美国符合申请住房反向抵押贷款的老年人，只有大约 1% 的人申

请了此项业务，大大低于市场预期。对此，一些学者对老年人不太接受这种业务的原因进行了分析，包括老年人的遗产动机、交易费用过高、制度性问题等。米凯兰杰利（Michelangeli, 2010）通过利用一个结构性模型对养老院住所搬移带来的冲击进行分析后发现，很多房屋主人不愿意接受反抵押贷款的原因在于过世后的强制性搬迁。赫德（Hurd, 1989）利用生命周期模型对死亡风险和遗产动机进行了估计，发现大部分老人的遗产都没有事先安排好。阿梅里克斯（Ameriks, 2011）分析了遗产动机与公共保健厌恶之间的相对强度，结果数据显示两者都很重要。德纳第（De Nardi, 2010）利用健康与退休研究方法具体分析了自费医疗支出冲击后发现，自费医疗支出冲击是老年人退休储蓄的主要动机，遗产动机并不重要。梵迪、怀斯（Venti, Wise, 2004）研究了老年人是怎样减少房屋的权益。Makoto Nakajima 和 Irina A. Telyukova（2012）强调了老年人的住房与抵押借款在退休储蓄中的重要作用，并且发现除了遗产动机和医疗支出的不确定外，住房是形成“退休储蓄拼图”另外的重要原因。本尼托（Benito, 2009）、帕金森（Parkinson）、瑟尔（Searle, 2009）、施瓦兹（Schwartz, 2008）等认为，在澳大利亚和英国，经济面临困难的家庭更愿意接受额外的抵押贷款或扩大自己的抵押贷款规模。

1.2.1.2 住房反向抵押贷款的选择问题研究

钱伯斯（Chambers, 2009）通过建立一般均衡模型关注了传统的固定利率抵押贷款模式与可选择还款时间表的新的抵押贷款模式之间的最佳选择问题。坎贝尔（Campbell）和 Cocco（2003）研究了购房者在传统的固定利率抵押贷款与较新的可调整利率抵押贷款之间的最佳选择。Makoto Nakajima 和 Irina A.

Telyukova (2013)^① 利用生命周期模型分析了退休老年人在传统的固定利率抵押贷款与信贷额度住房反向抵押贷款之间的选择性问题, 结果显示, 美国开展住房反向抵押贷款的潜在市场为全国 5.5% 的家庭, 远高于 2011 年的 2.1%。

梅思尔、芬克尔、库蒂 (Merrill, Finkel, Kutty, 1994) 的研究显示, 低收入家庭最有可能通过年金给付增加其收入, 并且他们认为, 价值在 10 万美元的住房最有可能接受住房反向抵押贷款, 而价值在 20 万以上的住房, 房主还会有其他的财产, 因此没有必要进行房屋权益的抵押。Weinrobe (1985) 发现, 在英国布法罗 (Buffalo) 的住房反向抵押贷款项目中, 尽管一次性付清所获得的价值更少, 但绝大多数的房主还是选择一次性付清的贷款形式。凯斯和施耐尔 (Case, Schnare, 1994) 通过研究一个大约 2 500 份贷款的样本, 分析了申请住房反向抵押贷款的借款人的特点, 包括选择产品的影响因素。他们发现, 每一个借款人主要根据年龄、家庭结构、房产价格、房产的位置以及其他的因素来选择付款方式。他们的研究结论有以下几点: ①年轻一点的借款人更倾向于选择终身年金给付方式; ②收入与产品的选择没有太大联系; ③与单身女性或夫妻相比较, 单身男性并不倾向于选择信用额度给付方式; ④拥有较多财产的借款人不太可能选择信用额度给付方式; ⑤与城市或郊区的借款人相比, 农村的借款人更倾向于信用额度给付方式。

拉斯马森、Megbolugbe 和摩根 (Rasmussen, Megbolugbe, Morgan, 1997) 发现投资动机对获取住房反向抵押贷款业务的重要性, 并注意到特定的支出 (如长期的医疗保险、中期职业人

^① Makoto Nakajima, Irina A Telyukova: Reverse Mortgage Loans: A QUANTITATIVE Analysis, <http://econweb. ucsd. edu/~ itelyukova/rmlnt - paper. pdf>, May 16, 2013.