

金融市場

2003. 2

潮流

構造改革の競争相手 1

情勢判断

国内金融

織り込み進むも内外景気への不安拭えず ... 2

国内経済

強まる財務改善への圧力と企業の対応 ... 6

輸入品増大に加えてサービス物価低下が
引き起こしたデフレ 8

借家需要と人口構成変化 10

海外経済金融

回復感が乏しい米国経済と大型経済対策 ... 11

今月の焦点

地方債市場の現状 13

米国における住宅ローン貸出市場の
変化と将来像 17

米国住宅金融証券化の概要 - 3 21

海外の話題

海外安全情報 26

農林中金総合研究所

潮流

構造改革の競争相手

ドイツ経済が苦境に立たされている。2002年の実質経済成長率は0.2%程度とユーロ圏のなかでは最も低い。株式持合い、間接金融依存など日本に似た特徴をもつドイツ型経営モデルが有効に機能しなくなっているのである。日本との比較を意識しながら、ドイツ経済の状況を整理すれば、まず第一に、株価下落と住宅価格下落のダブルの逆資産効果により個人消費が低迷している。ドイツのDAX主要株価指数は過去12ヶ月間で40%以上の下落、ベンチャー向け市場であるノイア・マルクトは2000年の水準から90%以上も下落している。また、住宅価格については、1990年の東西ドイツ統一後、資本設備や社会資本改善のために多額の補助金が資本集約産業や建設業に過剰に投入された結果、住宅・ビルの供給過剰を招き、建設バブル崩壊後の住宅価格下落をもたらした。

第二に、持合い解消の受け皿として期待された個人投資家の株式離れが起き、家計資産が株式からリスクの低い銀行預金へシフトしている。そのために、直接金融による資金供給機能が混乱し、ドイツ証券取引所の新規上場企業数は1999年の168社、2000年の152社から2001年には21社に急減している。第三に、多額の不良債権と株式の含み損を抱えた金融機関は財務の悪化から2002年に入ってから貸出の選別性を強めており、間接金融の資金仲介機能不全が生じている。

第四に、日本と同様にドイツも中小企業大国（約350万社、全就労者数の7割、全設備投資額の5割）であるが、銀行の選別融資により中小企業が資金繰りに苦しんでいる。また、大企業が中・東欧諸国への生産移転を進めており、低価格製品の大量流入により、中小企業の経営が圧迫されている。第五に、長引く景気低迷、税収不足から財政赤字が拡大しており、ユーロ参加国に課せられる安定成長協定（毎年の財政赤字をGDP比3%以下に抑える）を遵守するための財政引締め、具体的には、歳出の削減、増税、年金・健康保険掛け金の引き上げなどが予定されている。

第六に、1999年の単一通貨ユーロの導入に伴うユーロ圏内での一物一価の浸透により、価格競争が激化し、工業製品を中心に価格の上昇抑制・低下が進み、高労働コスト国であるドイツの競争力が低下している。そして、競争力維持のための賃金と雇用の抑制は内需の低迷をもたらすという悪循環の状況におかれている。

ドイツの場合は旧東ドイツ経済の負の遺産をいまだに引き摺っているという事情も加わるが、それを除けば日本とドイツが直面している状況の困難さはきわめて類似している。金融政策や財政政策の拡大の余地も狭められているなかで、いわゆる構造改革を進めることで新しい経済システム、経営モデルを構築するという骨の折れる取り組みに賭けるしか道はない。ドイツは日本にとって構造改革競争の良きライバルと言えるかもしれない。

（調査第二部長 鈴木利徳）

情勢判断

国内金融

織り込み進むも内外景気への不安拭えず

しかし、引き続き政策転換と財政悪化にも一定の目配り必要

要 旨

国債相場は98年後半以来の高値(利回りは低下)をつけているが、デフレ環境継続と金融機関の運用難等引き続き高値安定条件も多い。しかし、上値余地は小さくなっており、大きな相場反転にはならないとしても政策転換と財政悪化のリスクには一定の注意が必要だろう。

株式相場は、短期リバウンドの可能性があろうが、03年度の業績展望が不透明であり、需給的にも大幅な好転は期待薄であることから、反発幅は限定的との見方を継続する。

為替相場については、国際情勢の緊迫化と米国経済の不透明感が引き続きドル売り材料となるが、為替変動を抑制しようとする当局の志向から、ドル円相場もレンジを外れる可能性は小さいと考える。

表1 金利・為替・株価の予想水準

(単位: 円, %, /ドル)

年度/月	2002年度		2003年度			
	12月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)
無担コール 翌日物	0.002	0.001~0.01	0.001~ 0.01	0.001~ 0.01	0.001~ 0.01	0.001~ 0.01
TIBOR ユーロ円(3ヶ月)	0.0967	0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02
短期プライムレート	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375
新発10年国債利回	0.900	0.85	1.05	1.00	0.90	1.15
為替(円ドル)相場	119.370	117.5	120.0	125.0	127.5	130.0
日経平均株価	8578.950	9,250	9,750	9,500	9,000	9,500

(月末値。実績は日経新聞社調べ)

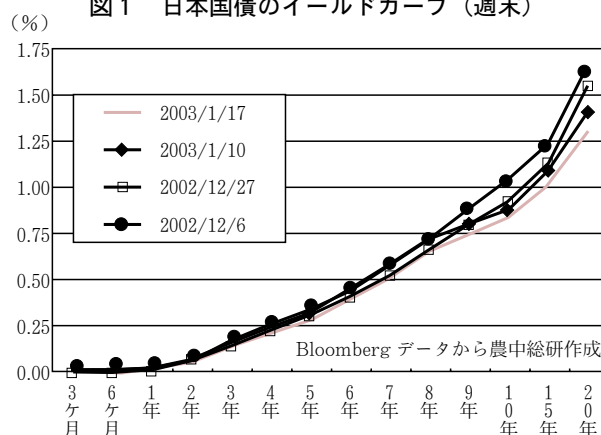
ここ1ヶ月の金融市場概況

国債相場は昨年末からの流れを引き継ぎ上昇(利回りは低下)が続いた。買い手の主役は銀行から生保に変わっていると推測されるが、新発10年国債利回りが12月末の大納会では0.90%割れから、0.8%まで一段利回りが低下するとともに、超長期債が買い進まれ、20年債利回りが1.5%超から1.3%台を割って1.28%をつけた(いずれも日本相互証券調べ、図1)。イールドカーブはブル・フラット化。また、政地債や財投機関債、高格付け社債への買いニーズも強く、利回りが低下した。

これに対して、株式相場は、8,500円をはさむレンジ相場が継続。120円を割り込む円上昇や先進国経済の先行き不安などの悪材料に対し、政府の金融危機への対応姿勢、銀行の資本増強

や企業再生の具体的な動きが好感され綱引き状態となっている。個人の売り越し縮小など需給好転も見られる。

図1 日本国債のイールドカーブ(週末)



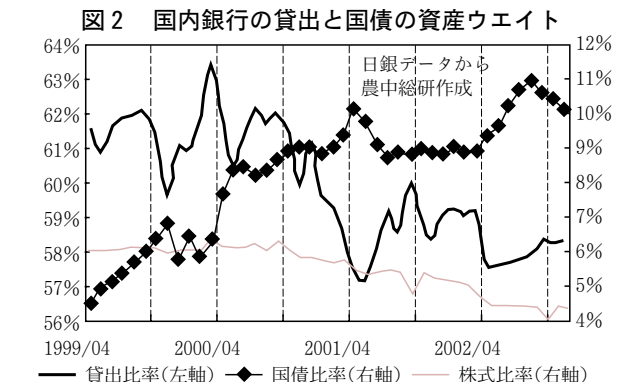
為替相場は、対イラク開戦観測など国際情勢の緊迫化がドル売り材料となっている。ユーロは99年10月以来の高値へ上昇。ドル円相場は介入警戒感が強いものの、117円台後半に円が上昇。この結果、ユーロ円は99年半ば以来の126円台に乗せとなっている。また、原油価格はニューヨークの原油先物（WTI期近）は年初には33ドル/バレルを超えた後、高値相場が続いている。（以上の金融証券市場や経済指標の動向は、当社HPの「Weekly 金融市場」を参照されたい）

金融市場の見通しと注目点 債券相場＝高値安定条件多し、しかし あまり突っ込みに期待するの・・・

消費者物価は足元で財価格に下げ止まり傾向が見られるものの、景気が再び悪化する懸念が残り、需給ギャップも依然大きいことからデフレ環境が変化する見通しは立ちにくい。

また、企業は内部留保＋減価償却費のキャッシュフローの範囲内で投資をおこなう姿勢であり、金融機関は新たな資金需要を期待できない。それに加え、財務改善圧力がかかる状況のもと、コミットメントラインの利用等を含め負債圧縮への動きは強く、余剰資金は返済に向けられる状態にある。

このようなデフレ継続のファンダメンタルズと貸出低迷等の金融機関の運用難を背景に、債

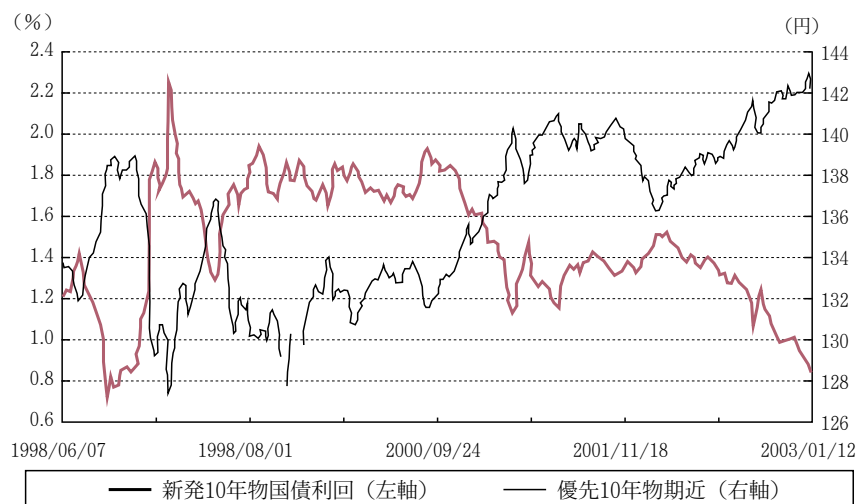


券の買いニーズは強い(図2)。足元で、銀行の国債買い増しは年度の下期に止まっているものの、前述のように銀行以外の生保等に買いの主役が移り、好需給が続いている。

10年国債利回りは98年後半以来の低位水準にあるなど国債相場の上値余地は限られていると思われるものの、02年度内について益出しやマクロヘッジ会計の終了という需給要因以外では、相場下落・下押しの材料は少ない。米国による対イラク開戦となれば、景気悪化のリスク回避資金が世界的に国債市場に向かう可能性がある(図3)。

しかし、この水準からの金利低下の効果は金融政策面から見て総合的に小さく、むしろ反動・副作用も懸念される。また、デフレ脱却に向けた政策発動が、財政、金融の両面で打ち出され

図3 国債相場の長期動向



NEEDS FQ から農中総研作成

るか、見込みにくいが一一定の目配りは必要だろう。

金融政策について言えば、日銀・総裁交代を機に高まるかに見えた「インフレ目標」設定を含む非伝統的政策手段の採否の議論も終息の気配が強い。しかし、デフレ脱却には現在取られている手段(注)の延長だけでは困難ではないか、という意見・圧力は政府・与党内で継続すると思われる。

(注) 現在の金融調節方式に移行した当初と現在との比較

項目	時期	2001年3月	現在(03年1月)
日銀・当座預金水準		5兆円程度	15~20兆円程度
国債・買い切りオペ		0.4兆円	1.2兆円

一方、財政拡張論も与党内には強い。景気悪化傾向が出てくれば、03年度補正予算の早期編成が浮上する可能性もあり、税収不足の可能性(当社試算では名目成長率が0.5%低下すると▲1.5~2兆円の税収減)とあわせ、国債増発の懸念が生じることに注意する必要がある。

政策的な閉塞感は今後も強く、債券相場にはプラス材料だが、利回り低下の突っ込みを期待することには注意が必要な段階にはいりつつある、と思われる。

株式相場 = 短期リバウンドも限定的 業績展望不透明で投資に消極的

11~12月にかけ、新証券税制開始を前にした個人の売り越し額は9.4千億円におよんだ。それが株式需給の大きな悪化要因となったが、その個人の売り越しも02年末で一区切りがつけた模様である。

また、3月の年度末に向けては、追加景気対策の発表・実施など実体経済への需要刺激策とともに、公的資金の出動など株価支持的政策対応がおこなわれやすい。貸し株返却のための買い戻しや企業の自社株・買い残し枠の実行など年度末特有

の需要もある。このため、年初に比べ3月末は通常、株価が上昇する傾向が見られ、今年も同様の反発が期待されよう(図4)。

しかし、持ち合い解消売りが継続すると見込まれる一方、外国人投資家が本格的な買いに入るとは期待薄である状況に変化はないと考えている(年明け以降、外国人投資家の買い越しニュースがあるが、投機的に売っていた海外ファンドの買い戻しの有無や所謂、「黒目の外人」と言われる国内投資家の海外LPSを通じた買い等の可能性など内容を注意して見る必要があるだろう)。

また、対イラク武力行使による世界経済の心理圧迫 景気悪化の不安も残り、世界的に株式投資リスクには敏感になる期間が続く。

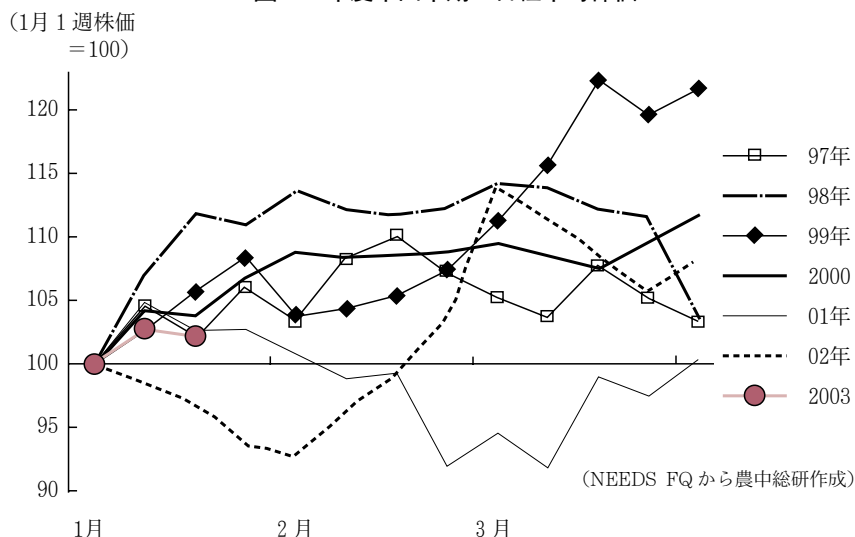
加えて03年度の業績展望(増益)が不透明であり、株式投資のリスクに対して、投資家の消極的スタンスが続くだろう。したがって、短期的な株価リバウンドも極めて限定されたものととどまろう。

為替相場については、ドル円で基本的な想定レンジを115~125円/ドルとする予想を継続する。

国際情勢の不安定化と、米国の財政・貿易の「双子の赤字」懸念を背景に、ドル安観測は強いが、日本の通貨当局は円高に強い姿勢で臨むだろうし、米国等海外の一定の理解も得やすい。円の上値は限定的と考える。

(03.01.22 渡部 喜智)

図4 年度末四半期の日経平均株価



最近の金融市場関連データ一覧 （調査第二部 国内経済金融班）

	長期金利				短期金利				外国為替					内外株価指数				その他		
	新発10年物国債利回り	債券先物10年物期近価格	債券先物10年物期近利回り	金利スワップレート5年物(円-円)仲値	無担保コール翌日物	TIBORユーロ円3ヵ月	LIBOR円・3ヵ月	TIBORユーロ円6ヵ月	円・ドル相場 銀行間直物17:00	円・ドル相場 銀行間直物中心値	N.Y.日本円・終値・仲値	N.Y.ユーロ・終値・仲値	ロンドン・ユーロ(米ドル)・仲値	日経平均(225種)	TOPIX終値	N Y ダウ工業株30種 平均終値	ナスダック株価指数	米国財務省証券10年物国債利回り	N Y 金先物価格・期近	NY WTI原油先物価格・期近
02/12/9	1.010	141.89	1.276	0.330	0.002	0.0783	0.0656	0.0983	122.59	123.20	123.45	1.0105	1.008	8,828.05	854.90	8,473.41	1367.14	4.03	326.5	27.20
02/12/10	1.010	141.98	1.269	0.320	0.002	0.0783	0.0638	0.0983	123.52	123.55	123.75	1.0080	1.010	8,804.52	856.48	8,574.26	1390.76	4.05	324.2	27.74
02/12/11	1.010	142.11	1.258	0.320	0.002	0.0783	0.0638	0.0983	123.27	123.90	123.60	1.0085	1.009	8,727.66	851.93	8,589.14	1396.59	4.02	325.5	27.40
02/12/12	1.000	142.56	1.302	0.320	0.002	0.0783	0.0600	0.0983	123.28	123.37	122.75	1.0185	1.015	8,708.69	851.32	8,538.40	1399.55	4.02	332.1	28.01
02/12/13	1.000	141.58	1.301	0.320	0.002	0.0783	0.0644	0.0983	122.54	122.65	120.55	1.0240	1.022	8,516.07	835.77	8,433.71	1362.42	4.07	333.8	28.44
02/12/16	0.960	141.93	1.273	0.320	0.002	0.0783	0.0575	0.0983	120.60	122.65	121.30	1.0225	1.020	8,450.94	827.82	8,627.40	1400.33	4.15	337.6	30.10
02/12/17	0.950	142.00	1.267	0.320	0.002	0.0783	0.0588	0.0983	120.74	120.75	121.35	1.0285	1.030	8,510.73	831.92	8,535.39	1392.05	4.12	338.0	30.10
02/12/18	0.945	141.93	1.273	0.320	0.002	0.0783	0.0513	0.0975	121.25	121.35	121.15	1.0270	1.027	8,344.01	815.74	8,447.35	1361.51	4.04	342.7	30.44
02/12/19	0.945	141.93	1.273	0.320	0.002	0.0783	0.0563	0.0975	121.28	121.15	120.55	1.0275	1.026	8,387.57	822.89	8,364.80	1654.10	3.94	346.5	30.56
02/12/20	0.945	141.85	1.279	0.330	0.002	0.0783	0.0613	0.0975	120.88	120.77	120.55	1.0270	1.027	8,406.88	822.46	8,511.32	1363.05	3.95	341.0	30.30
02/12/23							0.0563				120.40	1.0263	1.027			8,493.29	1381.69	3.97	345.6	31.75
02/12/24	0.935	141.97	1.269	0.330	0.002	0.0783	0.0575	0.0975	120.44	120.40	120.30	1.0300	1.032	8,512.37	829.81	8,448.11	1372.47	3.94	347.3	31.97
02/12/25	0.920	142.00	1.267	0.330	0.002	0.0783	0.0000	0.0975	120.43	120.40	0.00	0.0000	0.000	8,501.14	827.00					
02/12/26	0.930	141.86	1.278	0.330	0.002	0.0783	0.0000	0.0975	120.12	120.25	119.95	1.0380	0.000	8,700.10	842.96	8,432.61	1367.89	3.89	349.4	32.49
02/12/27	0.910	141.99	1.268	0.330	0.001	0.0958	0.0638	0.0983	119.99	120.00	119.85	1.0440	1.041	8,714.05	849.25	8,303.78	1348.31	3.80	349.7	32.72
02/12/30	0.900	142.06	1.262	0.330	0.002	0.0967	0.0650	0.0983	119.37	119.90	118.50	1.0490	1.046	8,578.95	843.29	8,332.85	1339.54	3.79	344.1	31.37
02/12/31							0.0650				118.75	1.0495	1.050			8,341.63	1335.51	3.81	348.2	31.20
03/1/2							0.0688				121.35	1.0355	1.037			8,607.52	1384.85	4.03	346.5	31.85
03/1/3							0.0638				119.70	1.0425	1.042			8,601.69	1387.08	4.01	351.6	33.08
03/1/6	0.905	1.42	1.267	0.330	0.002	0.0967	0.0600	0.0983	119.26	119.30	119.20	1.0465	1.048	8,713.33	860.07	8,773.87	1421.32	4.05	352.1	32.10
03/1/7	0.900	141.99	1.268	0.340	0.002	0.0967	0.0625	0.0983	119.56	119.45	120.45	1.0410	1.042	8,656.50	853.93	8,740.59	1431.57	4.00	347.7	31.08
03/1/8	0.885	142.07	1.262	0.330	0.002	0.0967	0.0606	0.0983	120.14	120.15	119.10	1.0495	1.039	8,517.80	839.55	8,595.31	1401.07	4.01	354.3	30.56
03/1/9	0.845	142.07	1.262	0.340	0.002	0.0967	0.0644	0.0983	118.84	118.90	119.30	1.0490	1.048	8,497.93	839.33	8,776.18	1438.46	4.17	353.7	31.99
03/1/10	0.865	142.81	1.282	0.350	0.002	0.0967	0.0650	0.0983	119.72	119.54	119.20	1.0585	1.054	8,470.45	837.70	8,784.89	1447.72	4.13	354.9	31.68
03/1/13							0.0650				118.10	1.0540	1.056			8,785.98	1446.04	4.12	355.1	32.26
03/1/14	0.870	141.71	1.290	0.350	0.002	0.0975	0.0638	0.0983	118.90	118.90	118.10	1.0555	1.059	8,553.06	845.90	8,842.62	1460.99	4.08	352.4	32.37
03/1/15	0.855	142.25	1.247	0.330	0.002	0.0975	0.0600	0.0983	118.08	118.05	118.15	1.0565	1.059	8,611.75	855.66	8,723.18	1438.80	4.06	351.1	33.21
03/1/16	0.830	142.35	1.239	0.330	0.002	0.0975	0.0625	0.0983	118.04	118.20	117.75	1.0620	1.058	8,609.17	856.30	8,697.87	1423.75	4.08	358.1	33.66
03/1/17	0.825	142.41	1.235	0.320	0.002	0.0975	0.0625	0.0983	117.99	118.00	117.80	1.0670	1.066	8,690.25	859.25	8,586.74	1376.19	4.01	356.8	33.91
03/1/20	0.825	142.45	1.232	0.320	0.002	0.0975	0.0625	0.0983	118.15	118.20			1.067	8,558.82	853.90					
03/1/21	0.820	142.44	1.232	0.320	0.002	0.0975	0.0613	0.0983	119.02	118.80	118.10	1.0730	1.068	8,708.58	863.90	8,442.90	1364.25	3.97	357.5	34.61
03/1/22	0.805	142.54	1.224	0.310	0.002	0.0975	0.0600	0.0983	118.17	118.15	118.25	1.0735	1.071	8,611.04	863.64	8,318.73	1359.48	3.91	359.9	32.85
03/1/23	0.800	142.58	1.221	0.310	0.001	0.0975	0.0588	0.0983	118.22	118.70	118.15	1.0745	1.076	8,790.92	854.06	8,369.47	1388.27	3.94	364.7	32.25
03/1/24	0.810	142.72	1.210	0.300	0.001	0.0975	0.0575	0.0983	117.85	117.98	117.80	1.0830	1.082	8,731.65	854.43	8,131.01	1342.14	3.92	368.4	33.28
03/1/27	0.795	142.84	1.201	0.300	0.001	0.0975	0.0594	0.0983	117.83	117.85	118.50	1.0850	1.083	8,609.47	850.03	7,989.84	1325.27	3.96	369.4	32.29
03/1/28	0.785	142.88	1.198	0.300	0.001	0.0975	0.0588	0.0983	118.84	118.57	118.65	1.0825	1.084	8,525.39	841.12	8,088.84	1342.18	3.97	370.0	32.67

(日経NEEDS FQから農中総研作成社ホームページ上の「weekly 金融市場」で更新されます)

※空欄は原則休日でデータなし

国内経済

～ 不良債権処理加速の側面 ～ 強まる財務改善への圧力と企業の対応

不良債権処理加速と財務評価

「金融再生プログラム」工程表の具体化作業が年度末に向けしている。

工程表における「新しい金融行政の枠組み」の具体化、特に資産査定厳格化の諸施策は、銀行の資産健全化を促すのと表裏一体の形で、借入企業側にとっても自社の財務内容への認識を新たにす契機となると思われる。

デフレと景気低迷というマクロ環境に加え、競争激化、不良資産の処理、リストラ損失などを背景に、企業の財務内容は二極分化を伴いながら悪化しているのが現実である。同時に格付けにも悪化が見られる。格付投資情報センター（R&I）によれば、2002年の格付け変更（除く金融）は2001年に続き格下げ企業が大幅に超過し、格下げ（合計）109社に対し、格上げはわずか7社にとどまった（図1）。今や、同社におけるトリプルAは3社のみである。

不良債権処理の加速化のもとで、企業財務の評価はさらに厳しさを増すと考えなければならない。

その中で、財務の安全性や収益性の良し悪しが、株価や格付けなど市場等での評価を通じ、端的には資金調達コスト、広くは事業展開における企業信用力の高低を決定する役割を拡大するだろう。会社規模や業界地位の情報シグナルとしての役割が全く無くなるわけではないものの、内容・中身がより重視され問われることになる。

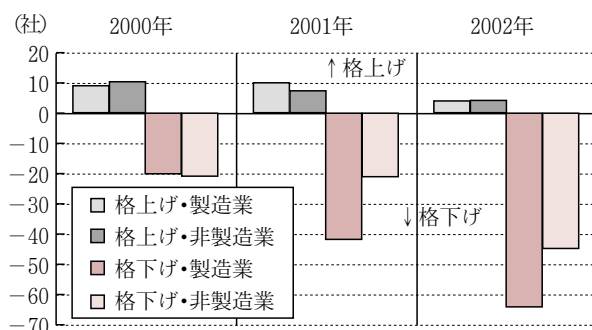
二極分化、一方に厳しい財務状況を抱える企業群

2002年12月19日に発表された「企業・産業再生に関する基本方針」における財務健全化基準に基づき、日経NEEDS収録の上場一般事業会社（銀行・証券・その他金融会社を除く）について同基準指標を算出してみた（図2）。データは過去3期平均データを使った。

データが取れる約3400社中、トヨタ自動車を筆頭に現預金等が有利子負債を上回る上場企業が1,280社程度ある。これらの好財務企業群を除く2125社中、「財務健全化基準」の純有利子負債・キャッシュフロー倍率が10倍以内、経常収支比率が100%超を満たす企業は極めて少ない。

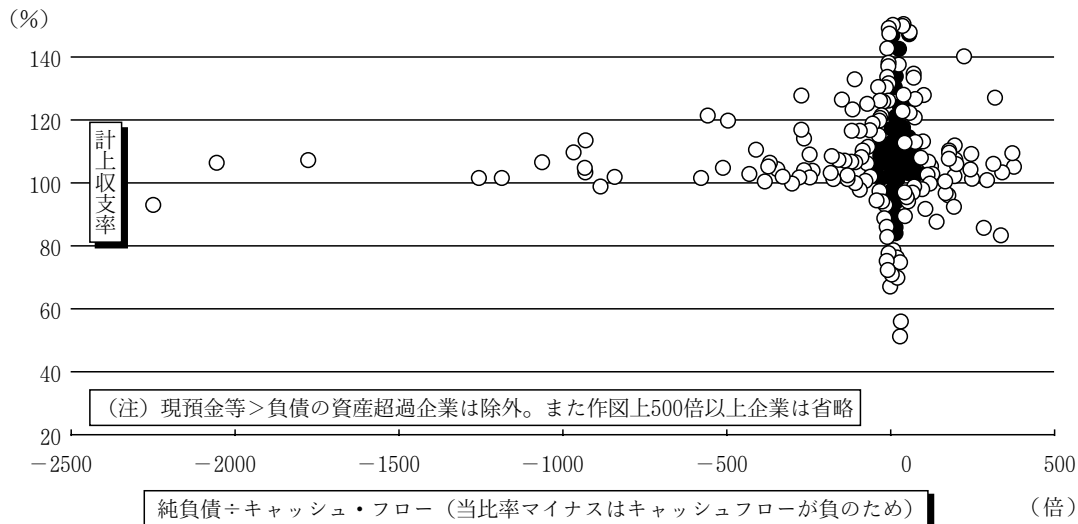
この過去3期の決算が不況期をはさみ業績悪化が見られた期間であったことは割引かなくてはならないが、純有利子負債がキャッシュ・フローに対し15倍を超す企業は400社超と全体の約12%を占める。同倍率が10倍超～15倍の企業も約180社存在しており、特に建設関連企業での当比率の高さが目立つ。

図1 格付け変更の動向（R&I）



格付投資情報センター資料から農中総研作成
（注）金融を除く

図2 上場企業の企業再生・財務健全化基準比率



(NEEDS FQの財務データから農中総研作成) (注) データは直近3期決算(年度換算)平均
銀行・証券・その他金融企業を除く一般事業会社

「企業・産業再生に関する基本方針」における財務健全化基準

- ・純有利子負債÷キャッシュフロー<10倍以内
- ・経常収入が経常支出を上回る(経常収支比率が100%超)

また、3期合算でキャッシュ・フロー・がマイナスの上場企業が約2割も存在し、経常収支比率の100%割れ企業も数多く、収益低迷からの建て直しも急務であることがわかる(以上、図2)。

業態特性や個別事情に則して必ずしも万全な評価尺度でないにしても、この健全化基準から大幅に乖離する企業の財務内容は問題が多く、改善へのプレッシャーが強まると見る必要がある。

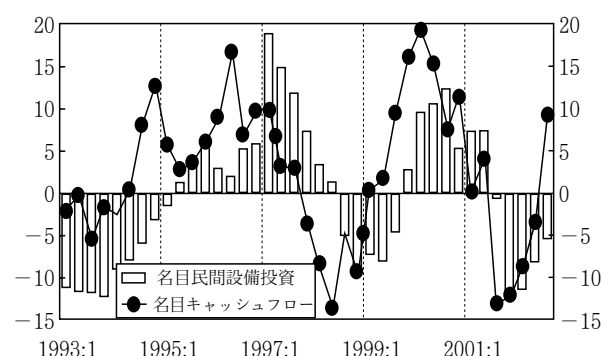
財務改善圧力と資金需要低迷

以上のような財務状況の厳しい企業群に限らず、好財務企業にあっても財務評価を向上させなければならない圧力が働く経営環境のもとで、企業の投資スタンスは抑制的なものになると予想される。

足元でキャッシュ・フローの回復が見られるものの、設備投資増加の動きが極めて鈍いこともその表れの一つである(図3)。循環的な変動はあれ、将来的にも企業の資金需要が大きく増

加に転じることはマクロ環境の好転による業績の急回復という天佑でも無い限り、期待薄と見るべきだろう。

(渡部 喜智)

図3 企業のキャッシュフローと設備投資
(前年同期比%)

財務省「法人企業統計調査」、内閣府「国民経済計算」より農中総研作成
キャッシュフロー=経常利益×0.6+減価償却費(GDPデフレーターで実質化)

輸入品増大に加えてサービス物価低下が引き起こしたデフレ

98年からサービス物価上昇率が急低下

デフレの主な原因については大きく分けて二つの見方がある。ひとつは需給ギャップである。供給に比べて需要が弱いために物価が下落しているという見方である。もう一つは中国などからの安い輸入品が市場に浸透したことが主な原因とする見方である。

当社は2002年6月号金融市場「デフレの生成と今後」で、デフレの主な原因は需給ギャップであるが、それに輸入品の増加や技術革新などの要因が加わっているとの分析を行なった。一方で、中国などでつくられる安価な製品が世界的にデフレを引き起こしているという構造的な要因が主であるとする意見も根強い。

そこで生鮮食品を除く消費者物価指数の調査対象である531品目を国産品（175品目）、輸入品（212品目）、サービス（144品目）の3つに分け、1981年以降の前年比を寄与度分解し、デフレの動向を見た（注1）。

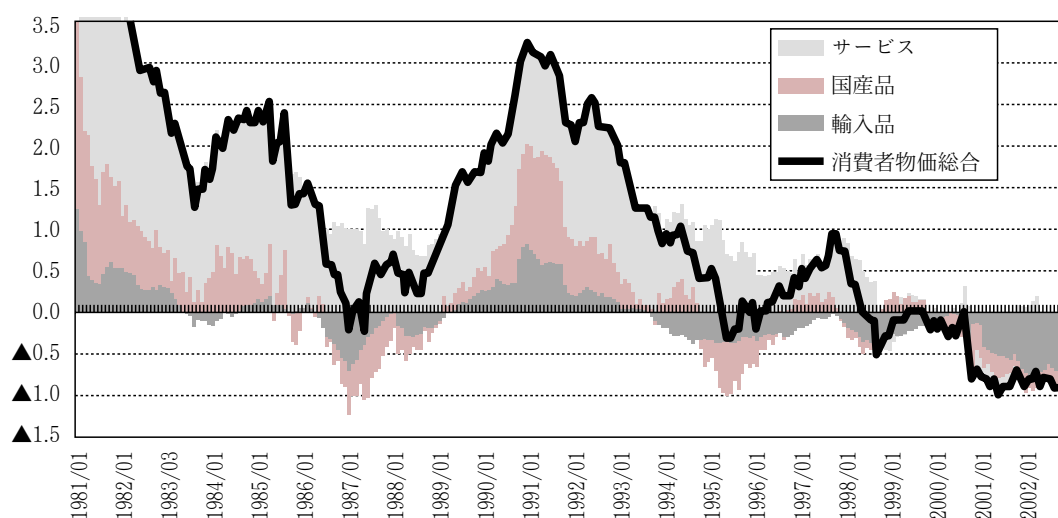
図1を見ると、第2次石油ショックの影響が収まった1983年以降、現在に至るまで過去22年間

のうち14年間にわたって輸入品は物価を下落させる方向に働いている（消費者物価指数前年比に対する寄与度がマイナスである）ことが分かる。特に93年からは約10年間にわたって物価下落に寄与している。

しかし輸入品が消費者物価を押し下げる方向に働いていた14年間のうち、消費者物価が実際に前年比で下落したのは95年と98年～現在までの6年間で、あとの8年間は消費者物価は上昇している。

デフレに陥った98年以降とそれ以前で変化したのは、サービス物価の上昇率である。輸入品が物価を押し下げる方向に働きつつけている93年から現在までを93～96年度（前半）と98～2002年度（後半）（注2）に分けてみると、消費者物価指数前年比上昇率が前半の年度平均+0.4%から後半の同▲0.5%に落ち込んだのは、ほとんどサービス物価の上昇率が落ち込んだことが原因であることがわかる（表1）。輸入品と国産品は前後半で物価下落に対する寄与度はわずかな増加にとどまっている。

図1 生鮮食品を除く消費者物価前年比の要因分解



資料：総務省「消費者物価指数」

表1 生鮮食品除く消費者物価指数の要因分解

	輸入品	国産品	サービス	消費者物価総合
1993～96年度	▲ 0.3	▲ 0.1	0.8	0.4
98～2002年度	▲ 0.4	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.5

資料 総務省「消費者物価指数」、2002年度は11月までの平均

サービス物価は81年から97年半ばまで平均して1.2%消費者物価指数を押し上げる方向に寄与していたが、98年10月にはじめて物価を押し下げる方向に寄与するようになり、それ以降寄与度はマイナスかゼロ近辺にとどまっている。

サービス物価の下落の要因

電気と水道を含めたサービス物価の前年比増減率を品目ごとに要因分解し、93年度から現在までを前述のように前後半に分けると、 外食、運輸・通信、家賃、電気・水道の寄与度の低下が大きな影響を与えていることが分かる（図2、注3）。

外食はハンバーガーや牛丼、コーヒー店などの値引き競争の激化、運輸・通信は固定電話におけるマイライン普及や携帯電話の値引き競争、地価の下落により持ち家が身近となり、借家の需要が減退し、家賃の値引きが活発化、電気・水道は電力自由化と競争の激化による電力料金の引き下げ、が大きく影響している。

この背景には需要・所得の減少、1997年度の

消費税引き上げ、原材料の値下がり、人件費やテナント代などコストの低下、技術革新、規制緩和、電話料金にみられるような海外からの引き下げ圧力、などが複雑に絡み合っていると思われる。

輸入品は93年以降ほぼ恒常的に国内消費者物価を押し下げる方向に働いている。それに加えデフレに陥った98年から需要の低下など様々な要因によりサービス物価が上昇から横ばいもしくは下落に転じ、それがデフレを長期化、深刻化させていると考えられる。

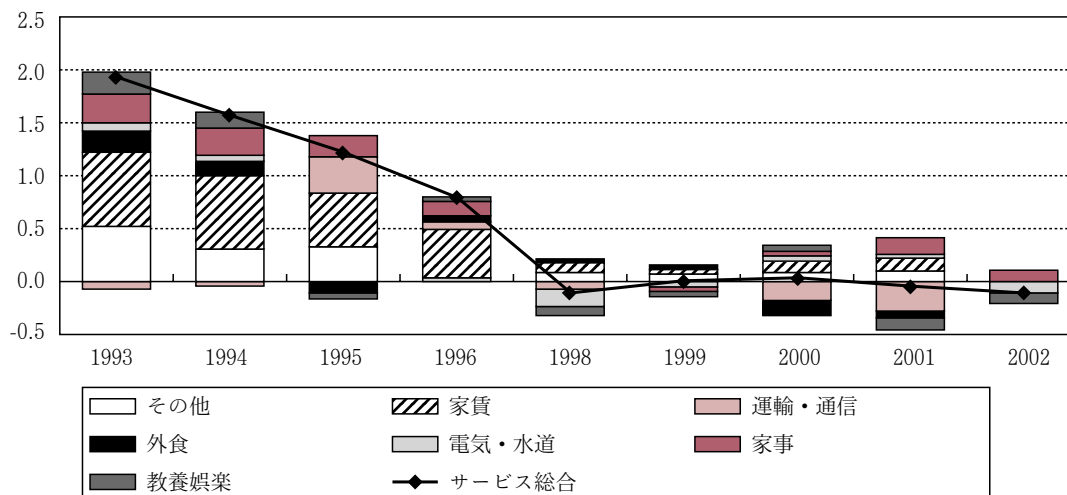
（名倉 賢一）

（注1）消費税導入と引き上げの影響を除く。国産品と輸入品を分けるにあたっては、日本関税協会「外国貿易概況」に掲載されている品目を参考にした。輸入品は主に輸入食料・飲料、石油・ガス、耐久財、衣類、履物、輸入自動車、電機製品、文具、運動具、玩具、理美容用品、身の回り品である。電気と水道はサービスに分類した。

（注2）2002年度は11月までの平均値。97年度は消費税引き上げによる影響が大きいため省略した。

（注3）政策的に決められる医療・福祉関連サービスを除く。

図2 サービス物価前年比の要因分解



資料 総務省「消費者物価指数」

サービスに電気・水道を含み、医療・福祉を除く

借家需要と人口構成変化

民営の借家（以下、借家）に住む世帯数は1990年の1022万世帯から2000年の1230万世帯へ10年間で208万世帯増加した（図1）。この増加を人口動態に注目してみると、年齢階層内の人口変化 非婚化（晩婚化） 高齢化という要因が浮かび上がってくる。

図1に示す通り、借家に住む世帯の増加は、単独世帯」（1人暮らし世帯）の増加に負うところが大きい。

さらに民営の借家に住む「単独世帯」の推移を年齢階層別に見ると、特に1990年から2000年間の10年間で25～29歳、30～34歳、及び50歳以上の中高年層が増えている（図2）。

25～29歳層は、団塊ジュニアがこの年齢層に達し、人口が960万人（1990年の同階層795万人から+20.8%増）と大きいことがその伸びの要因であろう。また50歳以上の中高年世帯の増加についても、2000年に団塊世代がこの年齢層に新たに達したことに加え、高齢化が牽引した。

一方、30～34歳に属する層は、年齢階層内の人口変化（1990年の同階層769万人に比べて+11.7%増）だけでなく、この年齢層の単独世帯中未婚世帯の比率は、1990年の87.7%から2000年の90.8%へ上昇していることから非婚化が進んだことが影響していると考えられる。1990年代は、これらの要因により借家需要は増加していた。

しかし、2000年現在の25～34歳層は、加齢とともに民営の借家を出て、より空間や設備の充実した住宅へ移る可能性がある。

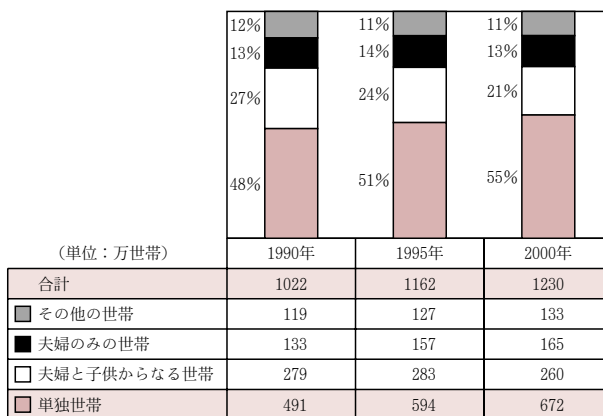
また、今までの最大の借り手であった若年層は、今後減少傾向に向かう（図3）。国立社会保障・人口問題研究所の推計によれば、2010年の20～24歳及び25～29歳の単独世帯数は、それぞれ141万世帯、122万世帯と現在の195万世帯、174万世帯から▲28.1%、▲30.0%減少する。そのため、学生や若年就業者向けの借家は供給過剰に転じる恐れがある。

賃貸市場としては、現在の借家で暮らしている世帯の定着率を高めたり、マーケットセグメントを見直して今後増大する中高年層向けに借

家を運営するなど、より年齢や世帯構成に柔軟に対応が求められる。

（田口さつき）

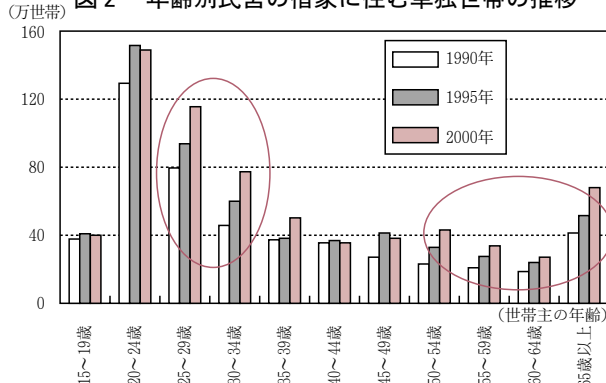
図1 民営の借家の世帯構成と推移



（資料）総務省「国勢調査」より農中総研作成

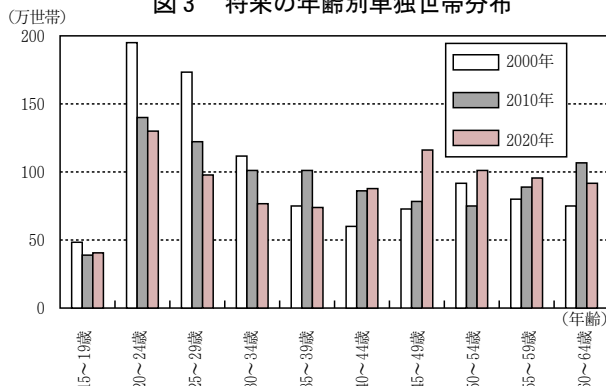
（注）グラフ中の数値は、各世帯の民営の借家にすむ全世帯に対する割合

図2 年齢別民営の借家に住む単独世帯の推移



（資料）総務省「国勢調査」より農中総研作成

図3 将来の年齢別単独世帯分布



（資料）総務省「国勢調査」及び国立社会保障・人口問題研究所HPより農中総研作成

（注）推計は国立社会保障・人口問題研究所による

海外経済金融・米国

回復感が乏しい米国経済と大型経済対策

要 旨

・米国景気の回復感が乏しいが、その背景には個人消費の息切れがある。昨年（2002年）のクリスマス商戦での売上の伸びは極めて低かった。小売在庫の増加、小売業雇用者数の減少、消費者マインドの悪化、消費者信用残高の減少など、個人消費の変調を示す材料は多い。

・ブッシュ大統領は株式配当課税の撤廃、所得減税前倒し等を盛り込んだ大型経済対策を議会に提案した。この経済対策により景気が活力を取り戻すことが期待されているが、その効果については慎重にみていく必要がある。主な懸念材料は、財政赤字拡大により長期金利が上昇する可能性である。

個人消費の伸びに息切れ

これまで景気下支えの役割を果たしてきた個人消費が、勢いを失っている。クリスマス商戦期を含む昨年11-12月における主要小売店の売上高増加率は、前年同期比1.5%増加と、過去約30年間で最低の伸びにとどまった。自動車販売台数も昨年秋より伸び悩んでいる。12月の販売台数は好調であったが、これは、一部人気車種に適用するゼロ金利ローンが12月末に終了することに伴う駆け込み需要の影響を受けている。多くの自動車メーカーは、2003年の販売台数が2002年よりも減少するとみている。

最近多くの指標が、個人消費の変調を示唆している。

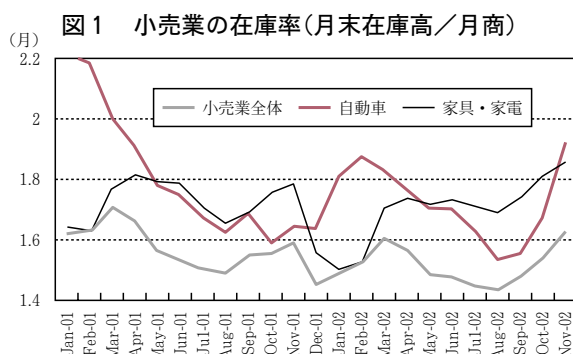
車や家具・家電など高額品目で、その傾向が顕著である。これは小売業者が想定していたほどの売上が実現できなかったことによる販売用在庫の増加である。

第二に、雇用情勢が悪化に転じている。非農業雇用者数（季節調整済値）は対前月で2002年11月に▲8万8千人、12月に▲10万1千人と大幅な減少を続けている。さらに時間当たり賃金上昇率（前年比）は12月に3.0%となり、緩やかな鈍化を続けている。企業は雇用者数削減と賃金抑制の両面からの労働コスト削減に努めており、雇用者の所得を巡る環境が厳しくなっている。

第三に、小売売上の不調と関連して、前述の雇用統計において小売業雇用者数が、11月に▲4万人、12月に▲10万4千人と減少テンガを強めている。2003年にはこれまで以上に小売業者の破綻やリストラにより小売店舗数が減少する、との見方が多い。

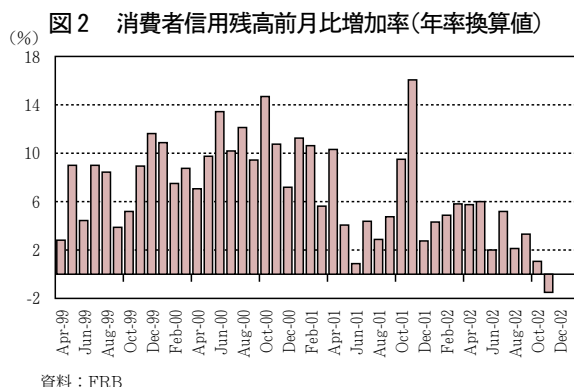
第四に、消費者心理が萎縮している。Conference Board社及びミシガン大学の二つの機関ともに、直近の調査結果で消費者の景況感悪化を示した。

第五に、借入金増加を伴った消費拡大が下火になってきたことである。12月の消費者信用残高の前月比増加率は、マイナスに転じた（図2）。この原因は、クレジットカードなど回転信用の残高が減少したためである。これについては、金利低下と担保住宅価格上昇を利用した、借増しを伴った住宅ローン借り換え（リファイナ



第一に、最近小売業の在庫が増加気味である（図1）。小売業の在庫率（月末在庫高／月商）の足下での上昇傾向は明らかである。特に自動

ンス) が盛んに行われたこと、そして、この借り増しの半分以上が金利が高いクレジットカード等他の債務の返済に充てられたという事情に留意する必要がある。



しかし、借入増加を伴った消費拡大は峠を越えたとみられる。リファイナンスはこれまで消費拡大に相当貢献してきたが、今後その力を失うであろう。昨年10月以降長期金利は上昇あるいは横ばい推移となっており、現状では借り増しをすれば返済負担が純増するためである。

慎重にみる必要がある経済対策の効果

ブッシュ大統領は1月7日に、2003年から10年間で総額が6,740億ドルに及ぶ景気対策を議会に提案した。このうち当初16ヶ月間の減税額は980億ドルに達しており、財務省によれば、その大半は2003年に効果を発揮するというのである。この経済対策に関する本格的な議論はこれからであるが、大統領は回復感が乏しい景気に対する強力なテコ入れを図っている。

今回経済対策の目玉は、10年間で3,640億ドルの減税効果をもたらす株式配当課税撤廃であるが、この措置は、多額の株式を保有する高所得者層に多大な恩恵をもたらす。また所得税減税の前倒しも、高所得者中心の減税である。一方で、失業対策や低所得者向け措置の拡充を求

める民主党の意向に配慮した措置は、失業者の再就職支援を目的とした支出拡大、及び失業保険給付期間延長措置(13週間)適用の5ヶ月延長である。

大統領経済諮問委員会(CEA)は、「一連の経済対策が実施されれば、2003年の実質GDP成長率は0.4%、2004年は1.1%押し上げられ、2003年から2007年までの5年間でみると年平均0.2%の押し上げ効果がある」とみている。また、配当課税の撤廃により株式投資の魅力が高まり株価が上昇する、と評価する専門家も多い。

しかし、この経済対策の景気押し上げ効果見通しについては、慎重にみていく必要がある。まず減税の恩恵を受ける主体が、限界消費性向が低い高所得者中心になっており、減税分の多くが貯蓄されて消費に向かわない可能性がある。また大きな懸念材料は、連邦財政収支赤字の拡大である。行政管理予算局(OMB)の直近の見積もりによれば、財政収支赤字は2003年度に▲1,090億ドル、2004年度に▲480億ドルと続くが、2005年度からは黒字転換する予定である。

しかし今回の経済対策が実行に移され、またイラクへの武力行使により国防費が増加すれば、財政赤字が拡大して黒字転換が遅れることも考えられる。これに加えて、配当課税の廃止により債券から株式への資金シフトが起きるとの指摘もあり、長期金利上昇の可能性には留意が必要である。なお、この減税案が富裕者層に手厚いこと及び財政赤字拡大につながることにについて、共和党内からも修正の動きが浮上している。

一方米国のほとんどの州では、財政収支均衡が義務付けられている。そして、最近の税収伸び悩みにより、今後多くの州で増税が行われることが考えられる。従って、連邦レベルでの減税が実施されても、その効果が一部打ち消される可能性もある。

(永井 敏彦)

今月の焦点

地方債市場の現状

要 旨

地方債市場が、急激に変わろうとしている。2002年度より従来統一条件で発行されていた公募地方債にツーテーブル方式が導入されたが、2003年4月からは流動性の向上を目指し、東京都以外の団体が参加する共同発行債が導入される。現在の地方債市場は依然として発展段階であり、地方の財政運営にとって大きな役割をもつ地方債市場には発行・流通ともに様々な整備が必要とされている。

2003年度の地方債計画が公表され、地方の厳しい財政状況を反映して、臨時財政対策債の急増などにより、総額で対前年度比11.9%増の18.5兆円の内容となっている。資金別にみると政府資金等が微増となる一方で、民間等資金は28.3%増の9兆円と急拡大した。市場公募債のみでは対前年度比23.7%増の2.4兆円となっている。地方債の民間資金シフトは財投改革の下、近年加速されているが、本稿では現在の地方債市場の状況について概観する。

表1 2003年度地方債計画（資金別）

	(兆円)	対前年度比 (%)
総計	18.5	11.9
政府資金	7.7	1.2
財政融資資金	5.1	0.8
郵政公社資金	2.6	1.9
公営公庫資金	1.8	▲6.3
民間等資金	9.0	28.3
市場公募	2.4	23.7
銀行等引受	6.6	30.1

資料) 総務省ホームページより

地方債の発行形態

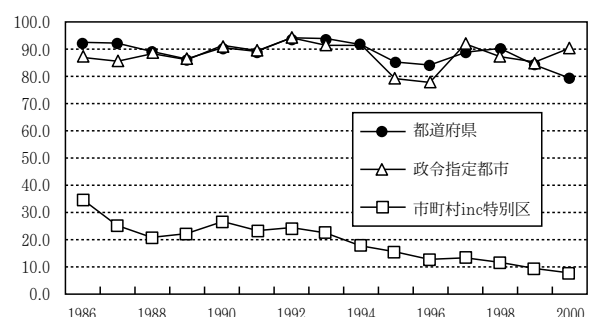
地公体が地方債（長期借入金）により資金調達をする場合、証書による借り入れ（ローン）、証券形式の縁故債（注1）発行、市場公募債発行の3つの方式に大別できる。

引受資金別にみると、政府資金と公営企業金

融公庫資金は、ともに証書による借り入れ方式となる。両資金は、00年度末時点で地方債資金の過半をしめる地方債の主要な消化先である。

一方で民間資金の場合は、前述の3つの手段が利用可能であるが、市場公募債は知名度、発行量等を勘案し28団体に限られており（注2）その他の団体は2つの方式の縁故債（証券形式と証書形式）によって資金を調達する。証券形式の縁故債は都道府県や政令指定都市など規模の大きな地公体で高い割合（8割以上）を占めており、市町村のように規模が小さくなると証書形式で借り入れる方式が主となる。市町村レベルでの証券形式の縁故債発行は現在1割にも

図1 縁故資金に占める証券形式の割合



資料) 地方債統計年報 各年度版

満たない状況である。図1より、近年、都道府県レベルでも証券形式の割合が減少し、証書の割合が若干ながら増えてきたことがわかる。

総務省は旧自治省時代から、消化促進、市場

の活用のために縁故債の証券化を進めてきた。しかし、近年地公体サイドからはペイオフにより公金預金と相殺が容易な証書形式、および引受金融機関サイドからは時価会計導入が当面は対象とならない証書形式のニーズが高まり、縁故債にしめる証券形式の割合が減少傾向にあった。

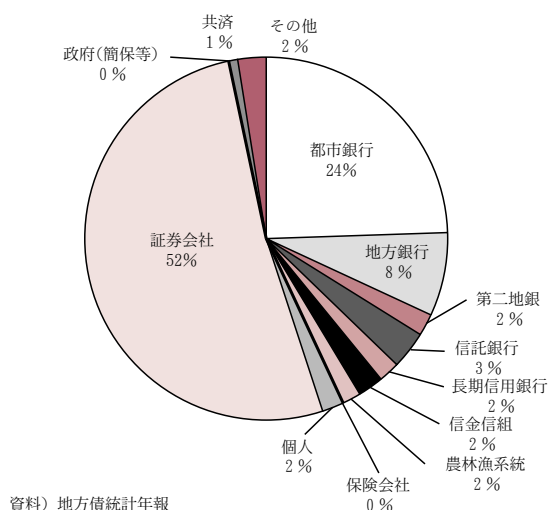
地方債市場の現状

地方債市場に流通するものは、証書形式を除く、東京都等の28団体が発行する市場公募債と縁故関係によって金融機関（主に指定金融機関など）が引受た証券形式の縁故債である。

市場公募債の発行段階での引受先をみたものが図2である。証券会社の引受が最も大きく、続いて都市銀行、地方銀行となっている。

図2 市場公募債の引受先シェア

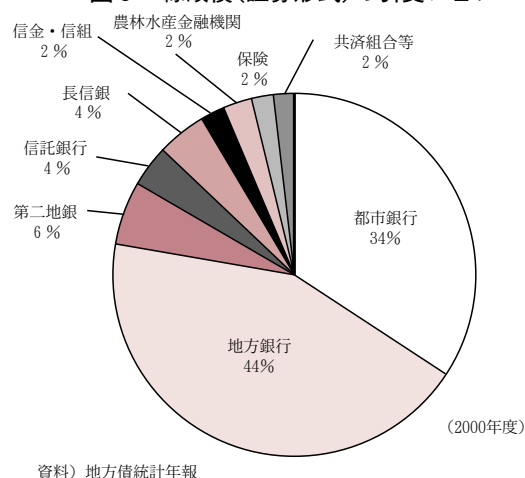
(10年債；2000/4～2001/3)



発行条件については、従来総務省(旧自治省)主導のもと、統一的に決定していたが2002年4月より市場公募債の発行条件にツートーブル方式が導入された。これは流通市場における各地公体発行の公募債の価格差に影響され、はじめて銘柄間格差が認められたものである。具体的には、東京都債とその他の団体債と2つのグループに分けられた。都以外のその他の

団体の条件は、発行するそれぞれの団体がシ団と交渉の上、出された結果の中から、もっともよい団体の条件を、他の団体全てに適用するというものである。一方で、発行条件以外にも地公体によっては、シ団編入の条件として、当該金融機関の拠点の存在があげられていたり、シ団内の引受シェアが硬直的であることも特徴として指摘される。

図3 縁故債(証券形式)の引受シェア



縁故債はその性格上、地公体の指定金融機関になっている都市銀行、地方銀行等の引受額が大きい。地方銀行で4割を超え、都市銀行を加えると8割近くを引受ており、指定金融機関制度が大きな影響を与えていると考えられる。

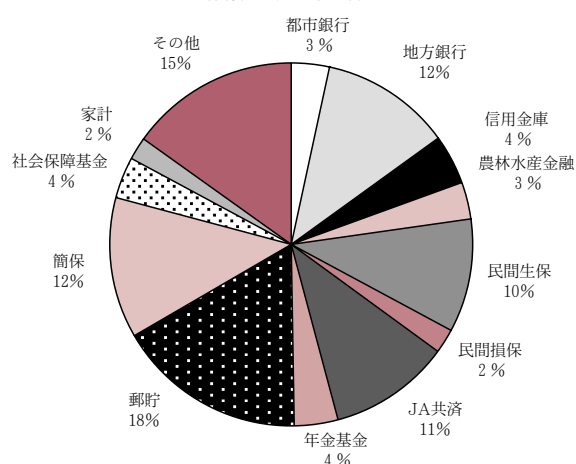
縁故債の条件は各団体様々であるが、公募債の金利条件に準じているケースが多い。一方で、引受手数料等については各団体に大きな差があり、京都市のように公募債発行時と同じように縁故債においても手数料を支払っている団体もあれば、滋賀県のように、手数料を一切廃止している団体もある。

図4は、市場公募債と証券形式の縁故債を実際の保有者について見たものである。発行段階で引受を行っていない郵貯・簡保などの公的金融機関が地方債総額の3割を保有している。これに続くのがJA共済であり、郵貯簡保の公的資金を除くと民間最大の地方債購入者というこ

とになる。この上位3機関に民間生損保分を含めると、地方債総額の5割を超える額を保有している。一方で都市銀行は発行段階においては最大の地位にしながら、保有状況は家計に次ぐ低さとなっている。地方銀行も引受ベースでは3割に及ぶにもかかわらず、保有では1割強と減少する。

図4 地方債の保有状況

保有状況(2001年度末)



資料) 日銀「金融経済統計年報」および各ディスクリージャー誌

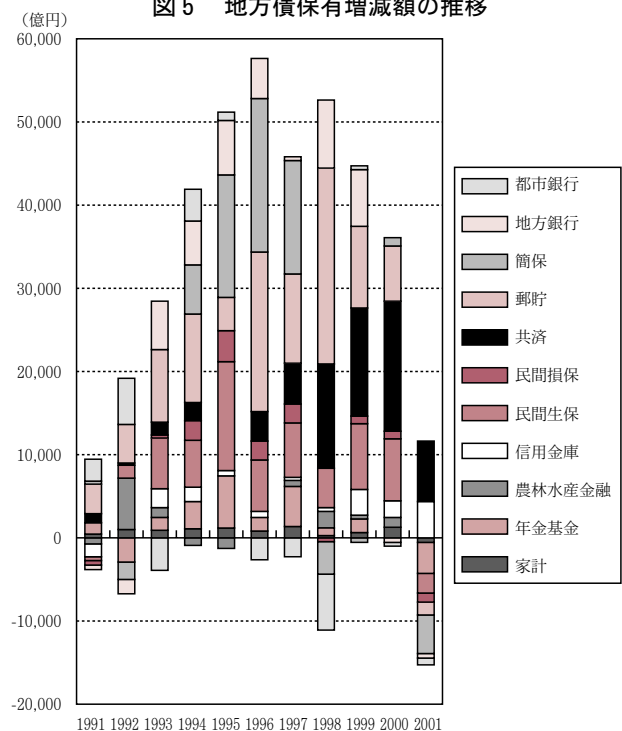
注) 日銀資金循環表のデータは時価ベースであり、民間金融機関の業態別保有残高を時価に試算した上で、シェアを算出している。

このように地方債の保有状況をみると、投資家の偏り、限定が見て取れる。郵貯、簡保、JA共済の3機関で実に地方債の4割強を保有しているのである。地方債は10年満期一括の長期債の割合が高く、負債の性格上、長期運用を必要とする生損保、簡保、共済等が主要な投資家となるのは理解できよう。また、最大保有者である公的資金はその運用方針にバイ・アンド・ホールドを標榜しているように、地方債投資家はいったん購入したら、償還期日まで持ち切るというケースが多いと推測される。

保有状況について、過去10年間における期末時点での増減の推移を示すと図5のようになり、近年地方債の保有を増大させている投資家は共済（そのほとんどがJA共済）であることがわかる。また、郵貯・簡保についてみると、同

じ公的資金でも、その行動には違いがあり、簡保は97年度まで最大の地方債購入者であったが、それ以降は地方債残高を減少させている傾向にある。郵貯は、2000年度まで地方債保有を増大させており、98年は最大の地方債購入者であった。都市銀行は96年度以降、一貫して地方債保有額を減少させている。2001年度は共済および信用金庫のみが地方債保有額を増大させた状況である。

図5 地方債保有増減額の推移



資料) 図4に同じ

注) J A 共済のデータは91年まで週れないため、J A 共済を含む共済という区分で図4とは異なる。

地方債市場の課題

以上見てきたとおり、地方債の保有者は限定されている。一方で流通する地方債の銘柄は、市場公募債を発行する28団体に加え縁故債（証券）を発行する県、市等にまでおよび、プレイヤーが少ない中で、銘柄数が多いというのが地方債市場の現状である。

地方債の流通市場では近年銘柄間で格差

が拡大している。この背景を総務省等は地方債にデフォルトリスクが無い以上、流通性という面で問題視している。流通性の向上を目指して導入されるのが本年4月から発行される共同発行債である。東京都を除く27団体が参加する。共同発行債は初年度で8,500億円規模の発行という東京都債の年間発行規模を上回ることが予定されており、これへの参加により、団体によっては個別銘柄が無くなる状況もある。共同発行債は、地方財政法第5条の7に基づき、毎月全団体によって連名で発行される。連帯債務となるが、一方で参加団体間では他団体に負担を負わせない旨を総務大臣が立会のもとで確約するこ

とになっている。現状ではこれらの評価は難しいが、公募債及び縁故債も含め地方債市場の発展・整備はこれからの地公体の財政運営にも大きな影響をもつ課題であり、投資家層の拡大につながる商品となるように起債条件、発行までのプロセスも含め、その動向が注目される。

(丹羽 由夏)

(注1) 2003年度からは銀行等引受という名称に変更。

(注2) さいたま市の政令指定都市移行に伴い、同市の公募地方債発行が予定されており、2003年度から1団体増加する。尚、ミニ公募債に関しては本稿では対象としていない。

表2 都道府県および公募債発行団体（政令指定都市）の指定金融機関とその引受シェア

	指定金融機関	指定金融機関の 公募債引受 シェア(01年度)		指定金融機関	指定金融機関の 公募債引受 シェア(01年度)		指定金融機関	指定金融機関の 公募債引受 シェア(01年度)
北海道	北洋	13.0	新潟	第四	22.6	鳥取	山陰合同	
札幌市	北洋	11.0	長野	八十二	28.4	島根	山陰合同	
青森	青森		富山	北陸		岡山	中国	
岩手	岩手		石川	北国		広島	広島	10.0
宮城	七十七	16.6	福井	福井		広島市	広島	15.8
仙台市	七十七	17.4	岐阜	十六		山口	山口	
秋田	秋田		静岡	静岡	18.7	徳島	阿波	
山形	山形		愛知	UFJ(旧東海)	28.1	香川	百四	
福島	東邦		名古屋市	UFJ(旧東海)	20.0	愛媛	伊予	
茨城	常陽	33.5	三重	百五		高知	四国	
栃木	足利		滋賀	滋賀		福岡	福岡	10.0
群馬	群馬		京都	京都	23.5	福岡市	福岡	11.0
埼玉	あさひ	24.0	京都市	UFJ(旧三和)	15.5(旧三和のみ)	北九州市	輪番(福岡、みずほ)	22(みずほ)
千葉	千葉	27.3	大阪	大和	11.7	佐賀	佐賀	
千葉市	千葉	28.9	大阪市	輪番(UFJ、三井住友、みずほ、大和)	13.5(みずほ)、他各社11	長崎	輪番(親和、十八)	
神奈川	横浜	16.5		兵庫	三井住友	熊本	肥後	
横浜	横浜	17.7	神戸市	三井住友	17.7	大分	大分	
川崎市	横浜	20.5	奈良	南都		宮崎	宮崎	
山梨	山梨中央		和歌山	紀陽		鹿児島	鹿児島	
東京	みずほ	31.8				沖縄	輪番(琉球、沖縄)	

資料) 地方債統計年報

米国における住宅ローン貸出市場の変化と将来像

～ 第5回 製販分離の傾向と受付・販売業務のアウトソース化 ～

要 旨

米国では住宅ローンの受付・販売は、モーゲージ・ブローカーが中心的な担い手である。商業銀行や貯蓄金融機関など住宅ローンの貸し手は、業務の効率化のために積極的にブローカーを活用するようになってきている。また、住宅ローンの製造部門（システム・商品開発、資金の提供等）と受付・販売が分かれる製販分離の傾向が進んでいる。中小の貸し手や生保、証券等の異業種などでは、顧客獲得だけを行いその後の業務を総てアウトソースする動きが強まっている。

販売チャネルの中心はモーゲージ・ブローカー

既にみてきたように、米国では商業銀行、貯蓄金融機関、モーゲージ・バンクなどが住宅ローンの中心的な貸し手（レンダー）である。しかし、実際に顧客からローンの申込みを受け販売する役割においては、モーゲージ・ブローカーが非常に大きなシェアを占めている。

モーゲージ・ブローカーのほとんどは従業員数名の小規模な業者で、多くの州でライセンス制となっているが参入障壁は低く、全米で約3万程度存在している（【写真】参照）。モーゲージ・ブローカーの業務は、顧客の要望、条件にモーゲージ・ブローカーの事務所（メイン州ポートランド）



合ったモーゲージを紹介するだけでなく、レンダーへの申込みから契約成立までの顧客サポート全般を行い、手数料を顧客、金融機関双方から受け取る。

レンダー側からみると、顧客チャネルとしてはモーゲージ・ブローカーが最大で、American Banker誌（July 8 2002）は全体の60%以上に達するとしている。

フェイス・トゥ・フェイスによる顧客獲得

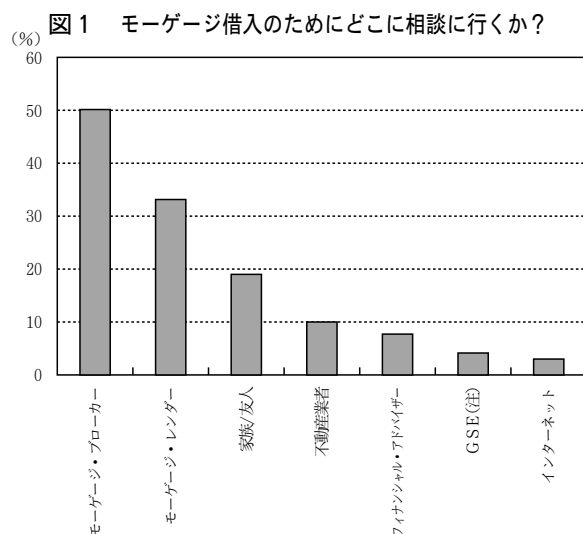
モーゲージ・ブローカーの顧客獲得は、その大半は誰かの紹介によるものである。紹介先としては、やはり不動産、建築業者が最も多く、この外には弁護士や既存顧客など、日常的なフェイス・トゥ・フェイスの関係が取引の基盤になっている。モーゲージ・ブローカーそれぞれが、独自に紹介先ルートや顧客を獲得、管理していく仕組みである。ただし、リファイナンスの場合、低価格を武器にしたセールス攻勢やテレマーケティングを活用するブローカーも多い。

モーゲージ・バンカーズ協会の調査（“Mortgage Channel Demographics Market Research”，May 1999、調査時点は98年4Qで新規ローンを組んだ1,000人を対象）においても、モーゲージ・ブローカーが顧客にとり最も身近な機関であることを示している。

モーゲージ借入を検討する際の相談先としては、モーゲージ・ブローカーが50%で、レンダーの33%を大きく上回っている（図1）。また、回

答者の70%が複数のブローカーにコンタクトしている。

借入希望者のコンタクト手段では、65%が「電話」、次いで「店頭訪問」が30%で、インターネットは98年時点では3%に過ぎない。選択理由は、電話の場合「便利である」が69%と圧倒的で、訪問の場合は「便利」と「個人的付き合いがある」がそれぞれ41%を占めている。



資料 モーゲージ・バンク協会

(注) ファニーメイ、フレディーマック等の政府支援機関

モーゲージ・ブローカーとレンダーの関係

かつて商業銀行や貯蓄金融機関等のレンダーは、新規参入してくるモーゲージ・ブローカーを対立する存在とみていたが、現在ではむしろブローカーの方がより効率的にモーゲージを販売できるという認識に変わってきており、ブローカーを有効なチャネルと位置付けるようになっている。

この背景には、モーゲージ・オリジネーション(住宅ローンの組成)業務の持つ特徴がある。すなわち、業務量の変動が大きい、競争が激しい、専門性が必要、フェイス・トゥ・フェイスの活用等である。

こうした条件から、レンダーはオリジネーション業務の中でも、特に受付・販売をブローカーへアウトソースしながらチャネルの多様化を図り、自身はシステム・商品開発、資金の提供等の製造分野に注力する製販分離の傾向が、大手を中心に強まっている。

独立したモーゲージ・ブローカーだけでなく、レンダー自身が本体とは異なる処遇体系でモーゲージ販売員を配置する形も浸透している。多くの場合、彼らは固定給なしの手数料収入のみという待遇である。内部か外部かの違いがあるにせよ、モーゲージ販売は基本的にブローカー・ビジネスの色彩が強いといえよう。

モーゲージ・ブローカーの場合、さまざまな金融機関のモーゲージを取扱うのに対し、レンダーの販売員ではモーゲージは自社のものだけに限定されるが、他の金融商品のクロスセルが期待されている。

アウトソースが進む受付・販売業務

自前でモーゲージの製造部門を維持することが困難な中小のレンダーの場合、逆に顧客獲得に特化し、その後の処理全体をアウトソース化するところも増加している。レンダーの品揃えとしてモーゲージ商品は不可欠であるが、規模の経済を確保できない中小レンダーは、外部の専門業者を活用することで、顧客が求める迅速、低コストといった要望に応える選択をするようになっている。

レンダーのアウトソース利用は、現状小規模な金融機関が中心だが、ピッツバークの大手行 Mellon Financial Corp.のように、モーゲージやカード部門は成熟した装置産業であり、高い収益性が望めないため売却するところも出てきている。

さらに、証券会社、保険会社などの異業種ではもともと製造部門を持たないため、顧客獲得までは自身の顧客ネットワークを活用し、それ以後をアウトソースするのが一般化している。

米国にはアウトソーサー(outsourcer)と呼ばれるモーゲージ業者が存在し、センダント(Cendant)社が最大手である(同社は不動産業フランチャイザーで“Century21”などを管理している)。アウトソーサーは、契約先から紹介を受けた顧客をコールセンター等により処理していくのが一般的である。レンダーが顧客からモーゲージ申込みだけを受け、その後の処理をアウトソースした場合、レンダーには融資額の0.3~0.5%程度が収益として入る。これでも小規模なレンダーにとっては、変動が大きい

モーゲージ業務を自前で手掛けるよりは、安定的収益として魅力があるという。

調達ソースのバランスを重視 ～カントリーワイドのチャネル戦略

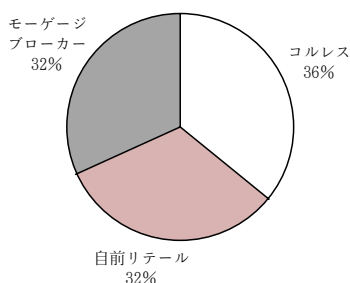
次に、多様なチャネルの結合を通じ、大手レンダーに成長したカントリーワイド（Countrywide）のチャネル戦略の事例を簡単にみておきたい。

当社の設立は1969年で、創設者はモーゲージ・ブローカーに勤務していた人物であった。カントリーワイドは、当時主流であったコミッション・ベースの販売営業を廃止し、金利とポイント（金利前払い）による透明性の高い制度を導入したが、この営業戦略がその後の発展の基礎となった。

81年には自ら証券化を手掛けるとともに、84年からは他のレンダーからローン買取業務（Correspondent Lending）を始め、現在最大のコレスポンデント・レンダーであり、またモーゲージ・ブローカー向けのホールセール・レンダーの分野でもトップである。さらに当社は、ローンを集め証券化することで手数料を得る一方、サービシング業務は引継いでおり、大手のサービサー業者でもある。

現在、カントリーワイドは350万の顧客ベースと425のローン・オフィスを有し、2001年のオリジネーションのランキングでは第4位で、モーゲージ・バンクとして最大手の地位を築いている

図2 カントリーワイド社のモーゲージ調達先の比率



資料 カントリーワイド社アニュアル・レポート

当社のチャネルの構成は、自前リテール網による販売、モーゲージ・ブローカー経由のオリジネーション、他のレンダーからの買取（コルレス）の3つに分けられる（図2）。

証券化機能を持つ当社にとり、モーゲージを全米から大量かつ効率よく集めることが収益を左右するため、価格や必要数量に応じて機動的にチャネル構成をコントロールする必要がある。こうしたチャネル戦略とそれを支える大規模なIT規模が当社の強みであり、これが90年代以降のリファイナンスの波を上手くとらえたことが急成長につながった。

当社のチャネル戦略は、今後も多様化・最適化を進めていくとともに、より安定的な収益構造を求めてこれまでの戦略の一部手直しを開始している。

ひとつの方向は新規分野への進出で、今後市場の増大が見込まれるアウトソース事業を立ち上げ、将来的には中心的プレーヤーになる意向を示している。また、英国での事業展開をスタートさせている。

もうひとつの方向は、従来のモーゲージ単品のフロー・ビジネスからより長期的なリレーション・ビジネスへの転換と表現できよう。

そのために、当社の特徴でもあった手数料ベースの販売員を利用しない路線を止め、2年位前から大規模な採用に踏み切った。その主な目的は、変動の大きなリファイナンスではなく、より安定的な新規ローンの市場でシェアを拡大させるためである。市場性という点でも、新規ローンはリファイナンスほどに寡占化されておらず、これからの発展余地が大きいとみられる。また、モーゲージ以外に保険、資産運用ビジネスを顧客向けにテラーメイドで提供していくためでもある。

こうした目的のためには、相談機能を伴った質の高い販売員のサポートが有効との判断がある。また、新規ローンの場合、不動産、建設業者とのタイ・アップが効果的なため、販売員を通じた業者との取引深耕が期待される。さらに当社は、子会社の銀行部門を拡充し、そのルートから新規ローンの販売強化を目指す方針である。

オンラインによるオリジネーションの可能性

最後に、近年注目されたオンラインによるオリジネーションの可能性についてみておきたい。オリジネーション市場の激しい競争や顧客利

便性等の点からも、業務におけるテクノロジー活用は今後も一層進み、インターネットがその基幹プラットフォームとなる可能性は否定できない。インターネットの利用は、単に顧客とのチャネルだけでなく、オリジネーション業務、証券化業務に関係する多様な業者をオンライン上でつなげ、取引コストの大幅な引下げとスピード処理をもたらす触媒的な効果が期待されている。

例えば、米国の住宅ローンは契約終了までには現状では1ヶ月以上要している。ローンの仮承認だけなら、現在1日以内でも可能だが、その後の担保評価、契約手続き等は第三者の専門家の領域となるため相当の日数を要する。そのため、もしインターネット上でこうした関連業務が総て処理できるなら、期間の短縮効果は極めて大きいと予想される。Solomon Smith Barneyの見通しでは、完全なオンライン・オリジネーションが実現すれば、24時間以内のリファイナンス、7日以内の新規ローン実行、終了が可能だとしている。

しかし、米国でのインターネットの劇的な普及にもかかわらず、オンライン・オリジネーションの定着は予想外に低調なものに止まっている。オンライン・オリジネーションの定義が不明であるが、American Banker誌（Oct.18,2002）は4～5%の普及率を推定値として挙げている。Solomon Smith Barneyの資料では、2003年までに10%程度としている。この場合のオンラインの意味は「総てではなく、主要なオリジネーション業務が電子的に処理される」というものである。

今後のオンライン・オリジネーションの普及には、幾つかのハードルが指摘されている。

第一には、オンラインで社会保障番号やその

ほか個人的情報を送信することに対する、顧客サイドの心理的抵抗がある。借入れを検討する際には、インターネットによるローン比較や計算機能はよく利用されているが、その次のステップに進むには今のところ抵抗が相当強い。

第二に、申込み、審査、書面作成はオンライン化がし易い業務であるのに対し、契約、権限（タイトル）関係など、第三者による法務サービスを要する部分のオンライン化は難しいとみられる。電子署名等の課題もネックである。

第三に、インターネット技術がビジネス用途としては依然初期的なもので、モーゲージ用のアプリケーションも様々な問題を抱えており、陳腐化も含めレンダーのコスト負担が大きい。

こうした要因から、インターネットの活用は当面はモーゲージ業者間でのビジネスが中心で、オリジネーション・レベルでの浸透には時間がかかるとみられる。オリジネーションでの利用も、ネットで申込みを受け付け、それをコールセンターに引き継ぎ、その後担当者がフォローするといったチャネルを統合した形での利用が中心となろう。

レンダーのチャネルの観点からは、オンラインをサブとしながら、その他チャネルと並存する環境が今後相当長く続くことになる。レンダー側からすれば、マルチ・チャネルを提供するコスト負担が増大する一方で、必ずしもそれが利益に結びつかない状況にあるいえよう。今後どのようにコスト節約を意識しつつ、マルチ・デリバリーなチャネルを有機的に結合し収益に結びつけていくかが、モーゲージ・ビジネスでの生き残りの条件として一層重要となってきた。

（室屋 有宏）

米国住宅金融証券化の概要 - 3

～ 第3回GSEの住宅ローン及びその証券化商品保有に関するリスク管理～

要 旨

- ・住宅ローン証券化の意義は、住宅ローンが内包する各種リスクの負担を一金融機関に集中させず、証券化機関、保証機関、数多くの投資家等がリスクの内容を十分認識し管理することを前提に、分担してリスクを負担することである。
- ・証券化の中心的なプレーヤーは、政府支援機関（GSE）であるファニーメイ及びフレディマックである。両社は一定の基準に従い金融機関が融資した住宅ローンを引き受け、複数のローンをプール化して証券化し、これを内外の投資家に販売している。
- ・住宅ローン及びその証券化商品をポートとして保有する場合には、リスク管理の充実が必要である。GSEは証券化機関であると同時に有力な投資家でもあるため、高度なリスク管理手法を駆使しており、またリスク管理体制を整備している。

住宅ローン証券化とリスク負担の分散

2001年末時点の米国の住宅ローン担保証券（Mortgage Backed Security：MBS）残高は3.1兆ドル（その時点の円ドル相場131円を適用すれば406兆円）に達し、この規模は日本（住宅金融公庫発行分で2,500億円）の1,600倍以上の水準である。米国で日本よりもはるかに大きなMBS市場が育った背景には、米国当局の積極的な住宅ローン証券化推進、また証券化を前提として貸出を行うモーゲージバンカーの台頭という歴史がある。1970～80年代にかけての金融自由化・金利上昇過程で、多額の長期固定金利住宅ローンを保有していた多くの貯蓄貸付組合等中小金融機関の経営が破綻したため、この問題への対処の一つとして、住宅ローン証券化の仕組みが強化された。

住宅ローンをポートとして保有する場合、様々なリスクを管理することが求められる。その意味で、米国で住宅ローン証券化がいかにリスク負担の分散に役立ってきたか、また金融機関が過去の経験を土台に、いかにリスク管理の体制や手法を構築してきたかを学ぶ意義は大きい。

日本の住宅ローンの場合、貸付金融機関が貸出の実行から回収まで一貫して関与し、住宅ローン債権を自らのポートとして保有するケースが多い。これに対して米国では、貸付、回収、証券化、保証、投資を行う主体を分離する制度が

できあがっている。つまり米国住宅金融市場では、それぞれの業務に特化する機能分化（アンバンドリング）が浸透しており、住宅ローンの証券化はこの機能分化を前提として理解されるものである。住宅ローン証券化は、「個々のローンを集めてプール化し、これら証券を外部の投資家に販売しやすくするように証券の信用力や格付けを高める一連のプロセスである」と定義できる。まずオリジネーター（住宅ローンの貸し手）は貸出を実行し、この住宅ローン債権を証券発行体に売却する。証券発行体はこれをもとにMBSを発行し、何らかの方法で証券の信用度を高めたとうえで投資家に売却する（注）。

証券化の意義は、住宅ローンが内包する各種リスクの負担を一金融機関に集中させず、証券化機関、保証機関、内外の数多くの投資家が、リスクの内容を認識し管理することを前提に、分担してリスクを負担することである。投資家にとって、住宅ローンには信用リスク・流動性リスク・金利リスク・期限前償還リスクという四種類のリスクがある。このうち金利リスクと期限前償還リスクについては、基本的に投資家が負担せざるをえないが、信用リスクについては、政府系または政府支援の証券化機関が、投資家に対して原債務者の元利金支払につき保証している。そして、こうした信用力補完や証券化商品の定型商品化、投資家層の厚みを背景に、

証券化商品の流動性リスクは小さくなった。

GSEの役割

この政府系の証券化機関とは、政府機関であるジニーメイ（政府抵当公庫）及び政府支援機関であるファニーメイ（連邦抵当公庫）やフレディマック（連邦住宅貸付抵当公社）である。ファニーメイとフレディマックの二社を総称してGSE (Government Sponsored Enterprises) という。

GSEは、証券化機関であると同時に、住宅ローンやMBSへの有数の投資家でもある。2001年末時点でファニーメイが7,052億ドル、フレディマックが4,943億ドルを自己ポートとして保有している。これに加えてGSEは、発行したMBSについて投資家への元利金償還の保証をしており、2001年末時点の保証残高は各々1兆2,904億ドル、9,484億ドルである。つまりMBSの主要投資家である投資会社・年金・保険等は、多くの場合、GSEの保証により信用リスクを負っていない。

一方でGSEは、投資家に販売したMBSに関する信用リスクと、自己ポートとして保有しているMBSに関する信用リスク及び金利リスクを負担しているため、多岐にわたるきめ細かなリスク管理手法を駆使している。GSEが行うリスク管理の要諦は、ポリシーと手続きの整備、リスク所在の認識、リスクの計量化による量的把握、リスク上限の設定、モニタリング、上限を超過したリスクのヘッジ、及び経営層のリスク量についての認識である。

ここでは、投資家としてのGSEの信用リスクと金利リスクに関する管理方法を中心に紹介する。なおこの場合、期限前償還リスクは金利リスクとほぼ一体的に考えて差支えない。期限前償還速度の変動が資産と負債の平均残存期間の差（デュレーション）を変動させ、デュレーションの拡大が金利リスクを増大させるという関係があるからである。

GSEの信用リスク管理

GSEの信用リスク管理対象先は、住宅ローン債務者とその他関係先に分けられる。

表1は、GSEの住宅ローン債務者に対する信

用リスク管理のポイントである。貸出実行前の審査段階では、自動引受審査システムの採用により、借入申込人のLTV比率（担保価値に対す

表1 GSEの信用リスク管理(原債務者)

時点	リスク管理手法
貸出実行前	- 貸出債権の自動引受審査システムの活用、評価項目としては、借入申込者のLTV比率(担保住宅価格に対する貸出額の比率)や、借入金返済履歴を重視 - LTV比率は80%以下が原則、この水準を超過する場合には当該住宅ローンに付保、オリジネーターの買戻し特約等の措置
正常債権	借入人のLTV比率を定期的にレビュー
貸出実行後最終償還まで	不良債権 〇損失軽減策(Loss Mitigation)への着手 (Risk Profiler:1年以内に担保不動産が質流れとなる確率を試算) - 借入人の借入金返済履歴、クレジットラインの数・利用額・追加利用可能枠や地域経済指標を調査 - 近隣の不動産売買例を参考に、担保不動産を評価 - 当該住宅ローン商品特性がリスクに及ぼす影響を評価 - 以上の調査や評価をもとに、当該ローンのリスクをスコアリング (Workout Profiler:損失最小化のための最適な手段を選択) - 条件変更(返済条件の変更、返済の一時棚上げ、金利減免等) - 担保不動産を販売対象化 - 第三者による債務肩代わり 〇質流れ(Foreclosure) (GSEが担保不動産を取得)

資料：Fannie Mae "2001 Annual Report"、Freddie Mac "2001 Annual Report"

る貸出額の比率）やFICOの得点（専門のスコアリング会社が当該個人の返済履歴等をもとに算出）等を用いて信用リスクを客観的かつ定量的に把握する。

引受けの際にはLTV比率80%以下が原則であり、この水準を超過する場合には、当該ローンへの付保が引受の条件となる。このルールのもとでは、貸出期間中のどの時点でも貸出実行時点からの不動産価格累計下落率が20%以内であれば、保全不足に陥らない。また分割償還により借入元本が減少すれば、保全度合いはさらに

高まる。この点について日本の金融機関の場合、審査の重点が担保掛目よりも返済能力に置かれるようになり、例えば返済能力次第では必要資金100%融資も可能という形で、担保掛目の基準を緩くする傾向がある。しかし米国GSEの担保に関する考え方は、以上の説明のとおり保守的である。その理由は、米国では住宅ローンが証券化される際に、信用度が高い証券と低い証券（サブプライムモーゲージといわれている）が商品として明確に区別されているからである。前者の場合、信用度維持の観点から担保掛目は保守的にせざるをえない。一方後者は、投資家がハイリスクハイリターン商品であることを承知のうえで投資しているものである。

GSEは、貸出実行後も同様に信用リスク管理に注力している。具体的には、個々の住宅ローン債権のLTV比率が定期的に算出され、同比率が高い債権があれば借入人の返済能力を再チェックするなどの、重点管理が行われている。

個別住宅ローンに延滞が発生した場合には、損失軽減策に着手する。この手法は、1年以内に担保不動産が質流れになる確率の試算と、損失最小化のための最適な手段の選択に分けられる。この損失軽減策によっても債権回収ができなかった場合、当該債権は質流れとなり、担保不動産はGSEの所有物となる。この損失軽減策の一連のプロセスは、GSEとサービサー（原債務者からの元利金回収を専門に行う機関）の連

携により進められている。ファニーメイの場合、2001年において、延滞債権の52%が損失軽減策により回収されており、また一戸建て住宅貸出債権における、最終的に貸倒損失となった金額の全与信額に対する比率は0.6%と低水準に止まっている。

GSEが信用リスクを管理する対象は住宅ローン原債務者にとどまらない。表2は、状況によってはGSEが信用リスクを負担しうる相手先、具体的には保険会社、サービサー、オリジネーターに対する信用リスク管理のポイントである。

保険会社は、GSEが引き受ける住宅ローンのうちLTV比率が80%を超えるなど比較的风险が高いものの保証をしているため、住宅ローンが債務不履行となった際にはGSEに代位弁済する。オリジネーターも、比較的风险が高い住宅ローンをGSEに引き受けてもらう際に、原債務者が債務不履行になった場合の買戻し特約を締結することがある。サービサーは、GSEの代理人として債務者からの元利金回収を行うが、サービサーが経営破綻した場合にはGSEへの元利金流入が滞ることになる。これら関係先に対する具体的なリスク管理手法は表2のとおりであるが、管理のポイントは、関係先の内部管理体制が適切であるか、ガイドラインに沿った業務を行っているか定期的に監査等でチェックしていることである。

なお信用リスク管理は、個別住宅ローンのレ

表2 GSEの信用リスク管理（原債務者以外の関係先）

関係先	GSEとの関係	リスクの所在	リスクの管理手法
保険会社	GSEのLTV比率が80%を超過する住宅ローンにつき付保。債務不履行の際には保険金を支払う。	保険金支払能力の喪失	・内規で保険会社の格付けはA A以上
			・内部管理体制が適格であるか評価するための、定期的なオンサイトの監査
サービサー	GSEの代理として原債務者から元利金を回収	経営破綻による元利金回収の障害	・ガイドラインに沿った業務を行っているか、不良債権の損失最小化のために適切な措置をとっているかを評価するための、定期的なオンサイトの監査
			・サービサーの交代
オリジネーター	一部高リスクのローンにつき、不良債権化の際の買戻し特約を締結	買戻し履行不能	・GSEの本店及び地方事務所のスタッフが連携し、オリジネーターがガイドラインに定められた業務を行っているか、住宅ローン債権の時価評価が適切になされているかをチェック

資料：表1に同じ

ベルだけでなく、住宅ローン及びその証券化商品によって構成されるポートフォリオ全体のレベルでも行われている。例えばフレディマックは、四半期毎に「不動産価格変動に伴う信用リスク感応度」を公表している。この指標は、不動産価格が今後10年間毎年3%上昇するシナリオ1と、不動産価格が即座に5%下落してその後10年間毎年3%上昇するシナリオ2を想定して、現状の財務構造でシナリオ2が1と比較してどのくらいクレジットロスを増大させるかを示したものである。

また信用リスクの大きさは、住宅ローン商品の特性によっても異なる。金利上昇期における変動金利住宅ローンの延滞発生率は、固定金利と比較して格段に高くなる。

GSEはこの他、可能な限り信用リスクを分散させている。住宅ローン引受は中・小口の案件（2003年1月1日以降は一戸建てで322,700ドル）に特化しており、またポートフォリオの地域分散化に努めている。フレディマックの研究によれば、全国的に分散の効いたローンポートフォリオの信用リスク量は、単一地域のそれと比較して3分の1以下になるということである。

GSEの金利リスク管理

金利リスクとは、金利変動によりポートフォ

リオの価値が減少する、あるいはネット受取利息が減少あるいはマイナスになるリスクである。GSEが負う金利リスクは、主として住宅ローン期限前償還速度の予想外の変動に関連している。金利リスク管理手法はいくつかあるが、主なものは純資産価値金利変動感応度管理とデュレーション・ギャップ管理である。

純資産価値金利変動感応度は、金利が即座にある一定幅の上昇または低下をした場合の、純資産額（時価評価した資産額 - 負債額）の減少度を示す指標である。フレディマックの場合、全ての期間の国債利回りが即座に一律50b.p.（0.5%）上昇または低下した場合の純資産減少度を日次で算出している。この指標はゼロに近いほど望ましいが、実際の運営では数%程度の水準になることが避けられない。フレディマックは、資産・負債構成の調整や金利スワップの活用等により、この水準をできるだけ低くしようとしている。純資産価値金利変動感応度が4%を超えた営業日数の対全営業日数比率は98年に50%を上回っていたが、2001年には10%強にまで縮小した。さらにフレディマックは2001年より、イールドカーブの一定の形状変化（急勾配化及び平坦化）が純資産価値をどの程度減少させるかの指標も日次で算出しており、この水準もゼロに近づけるよう努力している。

表3 ファニーメイのデュレーション・ギャップ管理

ギャップ種別	正のデュレーション・ギャップ	負のデュレーション・ギャップ
定義	資産平均残存期間＞負債平均残存期間（短期調達・長期運用）	資産平均残存期間＜負債平均残存期間（長期調達・短期運用）
リバランス実施基準	ギャップがプラス6ヶ月を上回る場合	ギャップがマイナス6ヶ月を下回る場合
発生しうる局面（例）	住宅ローンの期限前償還速度が予想を下回り、資産平均残存期間が予想よりも長期化する。	住宅ローンの期限前償還速度が予想を上回り、資産平均期間が予想よりも短期化する。
直面するリスク	先々の金利上昇の際、資産平均運用利回りの上昇が負債平均調達利回りの上昇よりも遅れ、ネット受取利息が減少するかマイナスになる。	先々の金利低下の際、負債平均調達利回りの低下が資産平均調達利回りの低下よりも遅れ、ネット受取利息が減少するかマイナスとなる。
リバランス実施例	・長期国債（10年債等）の売却	・長期国債（10年債等）の購入
	・金利スワップ（固定金利払い・変動金利受け）の約定（選択行使権付き金利スワップを含む）	・金利スワップ（固定金利受け・変動金利払い）の約定（選択行使権付き金利スワップを含む）
	・長期債の発行	・コーラブル債（期限前償還選択権付き）の発行
	—	・短期債の発行

資料：表1に同じ

次にデュレーション・ギャップ管理であるが、これはファニーメイの主たる金利リスク管理手法である（表3参照）。デュレーション・ギャップとは資産と負債の平均残存期間（個別項目の残高による加重平均）の差である。資産・負債の構成要素は様々であり、平均残存期間のミスマッチは避けられないが、できればこれがゼロに近いほうが望ましい。正のデュレーション・ギャップは、資産の平均残存期間が負債の平均残存期間より長い場合、先々の金利上昇の際に調達金利が運用金利に先んじて上昇し、ネット受取利息が減少するかマイナスとなる。負のデュレーション・ギャップは逆に、先々の金利低下の際にネット受取利息に同様の悪影響を及ぼす。ファニーメイは、ギャップの限度をプラスマイナス6ヶ月としており、ギャップがこの範囲を超過した場合には、資産・負債構成の調整や金利スワップの活用等により、これを縮小させる。これをリバランスという。リバランスの目的はギャップを限度内に収めることであり、その際にかかるコストをいかに小さくするかは次の優先順位となる。

ファニーメイのデュレーション・ギャップ管理実施には、歴史的背景がある。1980年代初頭の歴史的な高金利の時代に、短期調達・長期運用という財務構造から資金調達利回りより運用利回りが逆転する逆ざや状態に陥り、同社は貯蓄金融機関と同様に巨額の損失を計上した。一方2001年の秋に同社は、これとは逆の意味での試練に直面した。長期金利低下の進行により住宅ローンの期限前償還が急増し、負のデュレーション・ギャップがマイナス14ヶ月まで拡大した。大幅なギャップを抱えたままさらなる金利低下に直面すれば大幅な損失になるとの懸念から、同社の株価は急落した。その後のリバランスによりデュレーション・ギャップはマイナス6ヶ月まで縮小したため事なきを得たが、この一連の出来事は、住宅ローンを保有するにあたっての金利リスク管理の重要性を物語っている。

ここで重要なことは、GSEがどのくらいのリスクを負っているのか定期的に公表していることである。このことは、例えば何%の金利変動がいくらの損失になるという形で、企業全体が負っているリスクを量的に把握することを前提

として可能となるものである。GSEは内外の投資家から多額の資金を調達し、米国住宅金融の中枢を担っているため、経営状態に関する説明責任が強く求められている。

リスク管理体制充実の重要性

リスク管理技術の駆使だけでなく、リスク管理体制の充実も重要である。

GSEの信用リスク管理の基礎となるのは、クレジットポリシー・与信手続き等の整備であるが、これらは社内だけでなく、オリジネーターやサービサーなど関係先にも周知徹底されており、関係先のこれらの遵守状況につき定期的な監査が行われている。また社内に信用リスクテイクのポリシーと管理に関する委員会を設置し、信用リスク量・不動産価格下落に関するリスク感応度・信用リスクテイクに伴う自己資本使用状況等を把握し、負っているリスクが過大でないか、リスクヘッジの必要がないかを常時チェックしている。

またGSEは金利リスク管理のため社内にポートフォリオ投資委員会を設置し、金融情勢のレビュー、その時点で負っている金利リスク量の把握・リスク管理に関する対応方針策定につき、週次での打ち合わせが行われている。そして打ち合わせ結果は、経営層がメンバーになっているALM委員会（週次で開催）に報告されている。

住宅ローン及びその証券化商品は多種多様なリスクを内包している。従ってこれらをポートとして保有するにあたっては、リスクの種別と量を把握したうえで、過大なリスクを負わないよう管理していくこと、そしてその管理体制を充実させることが重要である。

（注）住宅ローン証券化市場のプレーヤーとその役割の詳細については、弊社「金融市場」（2002年11月号）を参照。証券化商品の詳細については、「金融市場」（2003年1月号）を参照。

（参考文献）

- ・ Fannie Mae “2001 Annual Report”
- ・ Freddie Mac “2001 Annual Report”

（永井 敏彦）