

米国住宅金融証券化の概要

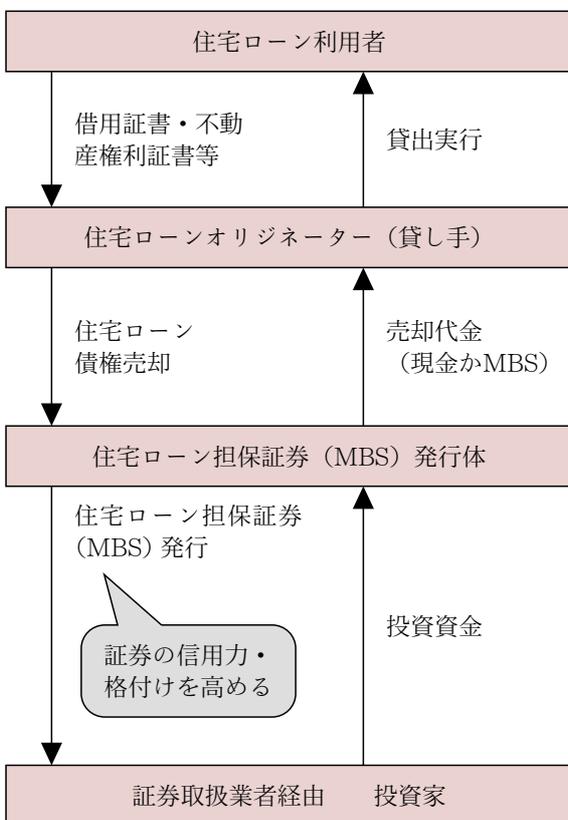
～ 第1回 証券化の仕組みとプレイヤー ～

要 旨

米国では住宅ローン債権の半分以上が証券化されており、証券市場では住宅ローン担保証券 (MBS) の取引が、国債取引と同様に重要な位置付けとなっている。証券化の過程では、政府支援機関であるファニーメイとフレディマックや民間の証券化商品発行主体が貸付金融機関から住宅ローン債権を買い取り、複数の債権を束ねてプール化したうえで MBS を発行し、投資家に販売する。MBS の販売にあたっては、その信用力・格付けを高めることが重要であり、そのために政府支援機関が債務者の元利金支払いを保証する等の措置がとられている。

米国住宅金融証券化の概要につき、「金融市場」で数回に分けて掲載する。今回は第一回目として、「証券化の仕組みとプレイヤー」について説明する。

図1 住宅ローン証券化の基本構造



住宅ローン証券化とは

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、投資を行う主体が分離されている場合が多い。即ち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。住宅ローン証券化とは、「個々のローン債権を集めてプール化し、そのプールを証券に転換し、これら証券が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。その基本構造は、図1のとおりである。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住宅ローン担保証券 (MBS: Mortgage-Backed Securities) を発行し、これを投資家に売却する。この際に多くの場合、証券の信用度を高めるため、格付けが高い機関の保証を付する等の措置が施されている。

では住宅ローンの証券化にはどのようなメリットがあるのだろうか。証券化のメリットを金融システムの観点からみると、金利リスク・信用リスクの負担を一金融機関に集中させず、多数の投資家に分散させる意義がある。これ以外に

も多くのメリットがあり、これらをオリジネーター・投資家の観点から分けてみてみよう。

オリジネーターにとって住宅ローン売却のメリットは大まかに四つある。第一に、貸出実行に必要な資金を確保できる。特に、預金業務を行わないモーゲージバンカーの場合、概して住宅ローン債権の売却を前提として貸出実行を行う。第二に、短期返済を条件とする資金調達コストと、長期償還を前提とする住宅ローンによる資金運用収益との間のミスマッチ、即ち金利リスクを回避できる。第三に、信用リスク資産圧縮により自己資本比率を高めることができる。第四に、オリジネーション（住宅ローン組成）手数料を得ることができる。なお住宅ローン債権を売却する際に、証券発行体からその代金として現金ではなくMBSで受け取ることも可能である。これが意味しているのは、オリジネーターが信用リスクが地元集中した貸出と、多くの地域にリスク分散された証券が交換することで、貸出ポートの地域分散度を高めることである。

次に投資家にとっての証券化のメリットに移る。一般に証券投資において投資家は信用リスク（証券の元利金回収が滞るリスク）、金利リスク（市場金利上昇により保有証券の市場価格が下落するリスク）、期限前償還リスク（予定していた基準の金利収入が得られなくなるリスク）、流動性リスク（証券売却が必要な際に売却できないリスク）の四つのリスクを負っている。まずMBSの投資家にとって、金利リスク負担は不可避である。一方期限前償還リスクは、後述のとおり、証券化の際の商品設計によってこれを限定することも可能であるが、一般的には回避できない。米国では、期限前償還に係るペナルティが小さく、しかもその手続きが極めて簡単であることから、期限前償還は頻繁に行われており、投資家は常にこのリスクにさらされる。

これに対して投資家にとって、MBS投資のメリットの第一は、信用リスクと流動性リスクが限定されていることである。MBSの場合、証券発行体等が投資家に対して保証料分を金利から差し引くことにより元利金支払の保証をする等

の形で、MBSの信用力を高めているケースが多い。後述するように、多くの場合この保証は連邦政府または連邦政府支援機関により行われているため、投資家は連邦政府の信用力を前提としてMBSに投資する。言い換えれば、投資家はMBSを国債の類似商品として購入する。MBSの信用力を高めることが重要である理由は、生命保険会社や年金基金等当局の規制を受けている投資家の多くが、投資適格グレード以下の証券の購入を規制により制限されていることである。メリットの第二は、投資家が国債利回りプラスアルファという形で比較的高い利回りを享受できることである。これは、MBSが国債と異なり期限前償還リスクを内包していることの裏返しである。メリットの第三は、商品選択が多様化することである。証券化により、格付けがなく流動性が比較的低いローンが、格付けや流動性が高い、貸出先の地理的分散効果がある商品に転換されるからである。投資家は、ポートフォリオ全体の信用リスク量をさほど増加させることなく、投資対象の多様化を図ることができるようになった。

米国住宅ローン証券化市場のプレーヤー

米国における住宅ローン証券化のプレーヤー及び役割分担を図示すると、図2・表1のとおりとなる。まずローンオリジネーターが住宅購入者に貸出を行うが、この住宅ローンはFHA・VAの保証付きローンと、これら保証が付かないコンベンショナルローンに分けられる。FHA（Federal Administration：連邦住宅庁）の保証は、主として低所得者の住宅取得促進を目的としており、民間金融機関が行う融資に対して100%の政府保証を付与するものである。またVA（Veterans Administration：退役軍人庁）の保証は、退役軍人とその配偶者を対象にFHA保証と同様の措置を講ずるものである。金融機関がこれらFHA・VAの保証付きローンを組成して投資家に売却する場合、政府機関であるジニーメイ（政府抵当公庫）が、投資家に対して元利金の償還を保証する。これは一見、政府保証付きローンにつき別の政府機関が屋上に屋を架す保証を付与しているようにみえるが、実際

はそうではない。ジニーメイの保証とは、借入人が債務不履行に陥った場合、元利金回収事務を行うサービサーがFHAやVAから代位弁済を受けるまでの間、投資家に対する元利金支払を立て替えることである。この点に関連して、FHA・VAは借入人の債務不履行を保証するが、サービサーの倒産に伴う元利金回収不能を保証しない。従って、ジニーメイの投資家に対する元利金支払の保証は、サービサーの信用リスクをとっていることを意味する。

一方コンベンショナルローンの証券化を行う機関は大きく政府支援機関、即ちファニーメイ（連邦抵当金庫）及びフレディマック（連邦住宅貸付抵当公社）、及び民間投資銀行（民間の特別目的会社等証券化商品の発行主体）に分けられる。ファニーメイとフレディマックは現在政府出資を受けておらず、株式がニューヨーク証券取引所に上場されている民間会社である。しかし両社は、公共政策的目的に合致した金融業務を追求すべく議会によって設立されており、通常の民間企業とは異なる位置付けとなっている。即ち根拠法や監督官庁（Office of Federal Housing Enterprise Oversight:OFHEO）があり、その定款には組織の目的として公共的な役割が定められている。また両社の取締役のうち5名までは大統領により指名される。さらに通常の民間会社と異なり、州及び地方の法人所得

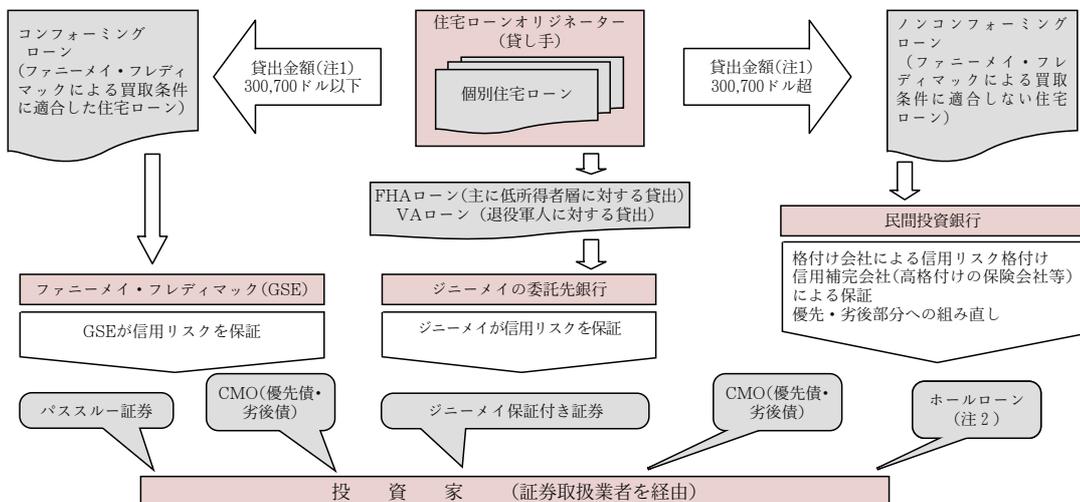
税が免除されるほか、銀行が両社により発行された債券を保有する場合、一般企業の社債であれば課せられる自己資本に対する保有上限比率が適用対象外である、BIS規制上リスクウェイトについては100%ではなく20%が適用される、これらは連銀借入の適格担保である、等の特別な扱いがされている。こうした事情を背景に、両社はGSE（Government Sponsored Enterprises：政府支援企業）といわれており、両社が発行した債券（GSE債）に対して政府が明示的な保証をしているわけではないが、マーケットでは

GSE債には連邦政府による「暗黙の保証」が付いていると理解されている。これによってGSEは、住宅ローン証券化とは別に自らポートを保有する業務に必要な資金の調達コストを抑制できるようになり、一般的にトリプルAの民間企業よりも低い利率で資金調達している。

こうした公的機関的側面により、GSEは連邦政府の政策の一端を担っている。住宅都市開発省（HUD）がAffordable Housing Goals、即ち低・中所得者、より所得の低い層、マイノリティが多く居住する地域向け住宅ローンの買取についてそれぞれ目標を設定し、両社にその結果を毎年公表することを義務付けている。

GSEの主要業務は、オリジネーターから住宅ローン債権を買い取り、複数の債権を束ねたり

図2 米国住宅ローン証券化市場のプレーヤーとその役割



資料：農中総研作成 (注1) この金額による区分は、2002年1月1日以降一戸建て購入のローンに適用されるもの (注2) 優先・劣後部分に分割せず、オリジナルの貸出そのままの形態で投資家に販売するもの

組み直したりして証券化し、証券取扱業者を経由して投資家に販売することである。GSEが住宅ローン債権を買取るには、一件当たり貸出金額が一定水準以下（一戸建ての場合2002年1月1日以降は300,700ドル以下）でなければならない。この水準を上回る金額の住宅ローンは、民間投資銀行に持ち込まれる。次にGSEは、複数の住宅ローン債権をプール化し、これをもとにMBSを発行し、証券取扱業者を経由して投資家に販売する。これらMBSの信用度は、GSEの保証が付されているため、連邦政府の高い信用力に支えられているとの解釈が一般的である。

現在、ファニーメイとフレディマックの機能・役割の違いはなく、両社の業務内容はほぼ同じである。歴史を遡ると、ファニーメイは1938年に政府系機関として住宅ローン債権購入・転売によるローン債権流通市場整備のために設立された。当初ファニーメイはFHA・VAローンを中心に住宅ローンをS&L等金融機関から買取ることによって、リファイナンス機能を果たしてきた。しかし1968年に同社内部からジニーメイが独立した時点で、FHA・VAローン買取の主体はジニーメイとなった。同時に同社は民営化され、コンベンショナルローンを中心に買い取るよう

になった。フレディマックの設立は1970年であるが、同社の買取対象もコンベンショナルローンである。

もう一つの証券発行体は民間投資銀行である。前段の説明のとおり、住宅ローン債権の一件当たり金額が一定水準を上回った場合GSE買取の対象外となるため、これら大口住宅ローンは民間投資銀行に持ち込まれる。またGSEの買取対象にならない信用力が低い住宅ローンは、民間投資銀行によって比較的ハイリスクハイリターンサブプライムモーゲージという商品に組成されている。民間投資銀行が発行するMBSについては、政府やGSEの保証が付されていないため、信用リスクがどの程度か、どのように信用補完するかが問題となる。ここで格付け会社の役割が不可欠となる。信用補完の手段としては主に、高格付けの保険会社等による保証、超過担保の設定、債権の優先・劣後構造への組み直しが採用されている。

GSEの証券化の仕組み

ここでは、米国住宅ローン証券化の中心的役割を果たしているGSEの証券化プロセスの概要を説明する。

表1 MBS（住宅ローン担保証券）発行体の業務概要と役割

		ジニーメイ	ファニーメイ・フレディマック (GSE)	民間投資銀行
性格		政府組織	政府支援機関	民間企業
主な業務		金融機関が組成し投資家に転売したFHA・VA保証付き住宅ローンにつき、投資家に対する信用リスク保証	金融機関が組成した住宅ローンの買取り、これらの証券化、及び投資家に対する信用リスク保証	金融機関が組成した住宅ローンの買取り、これらの証券化
他機関監督業務		住宅ローン元金回収を行うサービスの監督	住宅ローンを組成するオリジネーター、及び元金回収を行うサービスの監督	—
対象とするローン		FHA・VA保証付きローン	コンベンショナルローン（FHA・VA保証がないもの） コンフォーマーローン（金額が300,700ドル以下のもの）	ノンコンフォーマーローン（金額が300,700ドル超のもの）
発行MBS(住宅ローン担保証券)に関する最終リスク負担	信用リスク	FHAまたはVAが全て負担（政府保証）	LTV比率（担保価値に対する貸出額の比率）80%部分まではGSEが負担、それを上回る部分は民間保険会社が負担	民間保険会社が負担する部分以外は、投資家が負担
	金利リスク	投資家が負担	投資家が負担	投資家が負担
	期限前償還リスク	投資家が負担	基本的に投資家負担だが、MBSをキャッシュフロー別の複数商品に分割することで、期限前償還リスクが限定される場合あり	基本的には投資家負担だが、MBSをキャッシュフロー別の複数商品に分割することで、期限前償還リスクが限定される場合あり

資料：農中総研作成

（注）区分となる金額は、2002年1月1日以降

GSEは住宅ローン債権を買い取るにあたり、LTV比率（Loan to Value Ratio: 担保価値に対する貸出額の比率）が80%以下（自己資金が住宅購入額の20%以上）であることを求める。LTV比率が80%を超える場合には、以下のいずれかの措置が買取りの条件になる。超過部分の信用リスクにつき、格付けが高い民間の保険会社に付保してもらう（保険料は最終的に借入人が負担）。延滞が発生した場合にオリジネーターが住宅ローン債権を買い戻す特約を付ける。

同時にGSEは、個人向け与信を審査する際のインフラとして、FICO（ファイコ）というクレジットスコアを用いている。このスコアはFair Isaac社によって開発されたもので、個人の信用履歴、借入金残高、借入金の構成等の項目をもとに、個人の債務返済力を評点化したものである。具体的には、Equifax、Experian、TransUnionという三つのスコアリング会社が会員金融機関から個人の信用情報を収集し、会員金融機関から求められた場合には、当該個人の得点や信用情報を提供している。GSEもこれら三社から借入人のFICOスコアやクレジットレポートを入手している。そして住宅ローン債権買取の条件として、過去に破産等に陥ったこ

とがなく、過去1年以内に延滞等がないなど健全な信用履歴を有していること、FICOスコアの最低基準をクリアすること等を定めている。

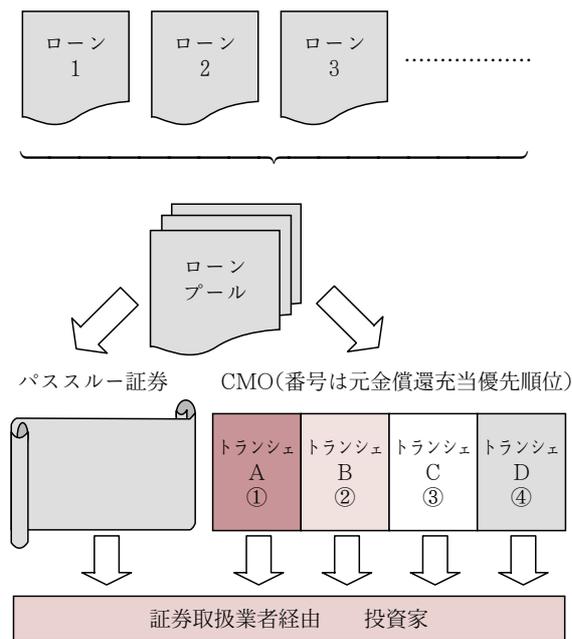
GSEは、住宅ローン債権プールを証券形態に変換して投資家に販売するが、証券の代表的な形態はパススルー証券とCMO（Collateralized Mortgage Obligations）の二つである。

パススルー証券とは、GSEが担保の種類、金利、償還期限等が似ている複数の住宅ローン債権を一つのプールにまとめて証券化したものである。このプールに入った住宅ローンの借用証書・不動産権利書類はカストディアン（保管会社）に送付され、共通のプール番号が記入された後、保管される。パススルー証券の元利金償還のタイミングと金額は、住宅ローン債権プールの元利金償還をそのまま反映したものであり、サービサーの手数料とGSEの保証料を差し引いた残りが、そのまま投資家に送られる。なお原債権の一部に期限前償還があれば、パススルー証券も一部期限前償還される。

次にCMOは、元本償還の流れをある程度確実に把握し、期限前償還の影響を最小限にしたいという投資家のニーズに対応するため開発された商品である。パススルー証券同様に住宅ローン債権を一つのプールにまとめ、このプールにおける元本償還について、仮に最初に入ってくる25%部分をトランシェA、次に入ってくる25%部分をトランシェBという形に分割し、最終的にA、B、C、Zという順番の四つのトランシェを形成する。この構造においては、トランシェAに対する元本償還が完結してからトランシェBに対する償還が始まる。トランシェC以下への償還のルールも同様である。つまり元本償還の順番はA B C Zなる。なお金利は、各トランシェに対してその残高に応じて支払われる。この仕組みにおいては、トランシェAへの投資は比較的短期の投資、トランシェZへの投資は比較的長期の投資ということになり、利回りはZ>C>B>AとZが最も高くなっている。なおCMOが期限前償還リスクをどのようにコントロールしているかは、次回以降の「金融市場」で説明する。

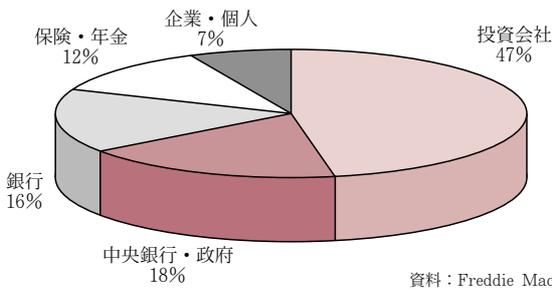
こうして発行されたMBSは、証券取扱業者を通じて投資家に売却される。フレディマック

図3 パススルー証券・CMOの仕組み



が発行する米ドル建て証券における投資家の構成は図4のとおりであり、投資会社のシェアが全体の半分近くを占めている（図4）。

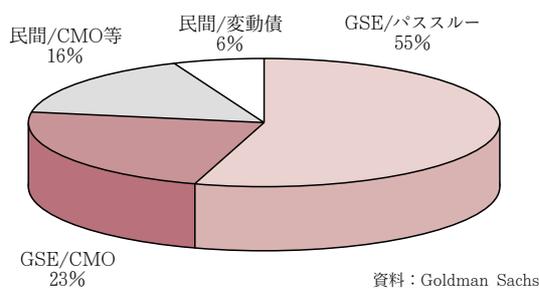
図4 フレディマック発行米ドル建て証券の投資家構成（2001年末）



これを投資家の所属国別にみると北米が69%と圧倒的であるが、アジア・日本が16%、欧州が13%と続いている。

なおMBSの発行残高を商品別にみると、GSEのパススルー証券が全体の55%を占めており、GSEのCMOが23%とこれに次いでいる。また民間投資銀行のCMO・ホールローンが16%、変動利付債が6%を占めている（図5）。

図5 MBSの商品別残高構成（2001年末）



証券化の進展

近年米国の証券市場においては、MBSの位置付けが重要になってきている。GSE及び民間投資銀行のMBS発行残高は97年の2.0兆ドルから2001年の3.1兆ドルへと拡大した。一方国債発行残高は、連邦財政収支の黒字化と国債発行額の減少を背景に97年の3.5兆ドルから2001年の3.0兆ドルに減少した。2001年の時点では、MBS発行残高が国債残高を上回った。

また図6のとおり、2002年6月末時点で住宅ローン債権残高は6兆ドルに到達したが、そのうちの半分以上がGSEまたは民間投資銀行により証券化されている。また証券化の比率は年々上昇してきている。

2001年末時点の米国の住宅ローン残高5.7兆ドル（円/ドルを125円とすれば713兆円）は日本（191兆円）の約3.7倍に相当するが、米国のMBS残高3.1兆ドル（388兆円）は日本（2,500億円）の1,500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の推進、また証券化を前提として貸付を行うモーゲージバンカーの台頭という歴史がある。金融自由化・金利上昇の過程で、資産・負債のミスマッチに伴う預貸利鞘の悪化により多くの貯蓄貸付組合等中小金融機関の経営が破綻しており、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。この点に関する詳細は本誌別稿の「米国における住宅ローン貸出市場の変化と将来像 - 第2回 住宅金融の担い手はどのように変化してきたか - 」に記載されている。

（永井 敏彦）

図6 米国における住宅ローン資産残高の推移

