今月の焦点

わが国における住宅ローン証券化市場の現状と展望-2

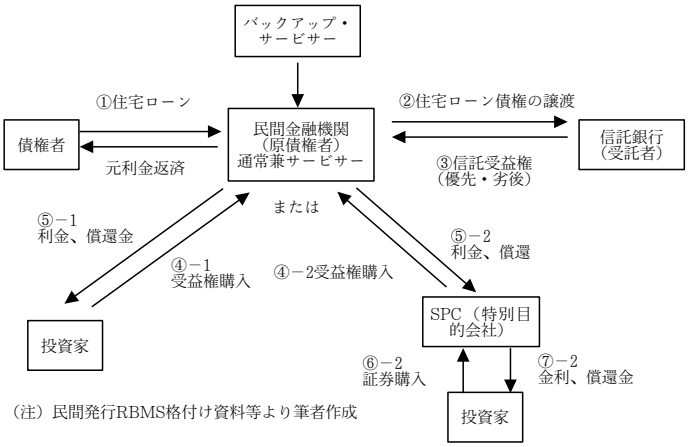
要　　旨

民間発行のRMBSは、スキーム自体はシンプルであるものの、オリジネータや保証会社の破綻等の場合に、RMBSの元利金支払いに不確定な部分が残されているとみられる。RMBSの価格決定には、ローンプールを構成する債務に関する、期限前償還のモデル化が必要だが、わが国では、期限前償還に関するデータ蓄積が進んでいない等、適切な価格形成に向けた今後の体制整備が望まれる。（全3回の2）

民間RMBSのスキーム

一方、民間発行のRMBSの大まかなスキームは第2図のとおりであり、住宅ローン債権を信託銀行に信託譲渡し、信託受益権の優先部分をそのまま投資家に売却するか、有価証券として発行するために、優先受益権を特別目的会社に売却した上で、特別目的会社の社債として発行する形態をとる、等が主なスキームになっている。

第2図　民間RMBSのスキーム図



（注）民間発行RBMS格付け資料等より筆者作成

信用補完のありかたも多様であるが、多くは超過担保（劣後部分に相当）や現金準備を設定して、目標とする格付けを取得する形をとっている。

その際、SPVに資産を売却した際にオフ・バランスになっていること（法的に真正売買と認められること）、原債権者の信用リスクから隔離されていること（倒産隔離）、等がきちんと整備されていることが重要である。

真正売買とは、資産を譲渡した人が、真実に売却する意思をもって売買したかどうかを示す概念で、真正売買が認められる条件が法律で特に定められているわけではないが、一般的には、対抗要件の具備、適正な取引価格、買戻し条件による負担の程度などが、基準として考えられている。住宅公庫と異なり、民間の場合、真正売買を確保するために、信託された財産に関して、オリジネータは基本的には権限、責任を有しない（住宅ローン債権の入れ替え等はできない）スキームになっている。オリジネータは、通常、信託譲渡した債権に対するサービサー契約を受託するため、債権譲渡後は、原債務者に対しサービサーとして関与を続けることになる。）(注17)

以上のようなスキームのRMBSは、99年以来既に数多く発行されており、その意味で、このようなストラクチャー自体に、上記観点から、格別大きな問題があるわけでは無い。しかし、細かな点では、わが国独特のストラクチャー上の特徴ないしリスクがあるといわれる。）(注18)

（注17）真正売買については、水谷裕二、河合祐子著『詳説信用リスク商品－クレジット・デリバティブと証券化の実務』ISコム、2002年、p.144～145参照。

（注18）以下は、スタンダード＆プアーズのweb siteの近藤健志「日本の住宅ローン証券化案件の動向とリスク分析のポイント」2002年7月、を参照した。

わが国RMBSの特徴、特有のリスク

～債務者対抗要件問題～

その第一は、債務者対抗要件に関するものである。前述の通り、債権譲渡特例法施行後、法務局への債権譲渡登記によって第三者対抗要件の具備が可能になったが、債務者対抗要件は登記だけでは具備されず、登記事項証明書の債務者への送付が必要である。しかし、オリジネータがサービサーを引き続き行っており、またリレーションシップバンキングという傾向の強いわが国において、債務者に登記事項証明書を送ることへのオリジネータサイドの抵抗感も強いため、通常は、オリジネータの倒産等の特定の事由が発生した場合に、自動的に登記事項証明書が債務者に送付されるようにスキームが形成されている。

～相殺リスク～

第二に、上記と関連するストラクチャー上のリスクとして「相殺リスク」がある。相殺リスクとは、債務者がオリジネータに対する債務と債権を相殺することから生じる仕組み上のリスクで、銀行がオリジネータになる場合等に顕在化しやすい。具体的には、オリジネータである銀行が破綻した時、ローン債務者が自身の保有する預金と住宅ローン債務とを相殺するケース（預金を引き出さずに、債権債務の相殺を行う）等が考えられる。これは繰上返済や期限前償還と異なり、キャッシュ・フローによる入金なくしてローン残高が減少するため、RMBSの元利金償還に悪影響を与えるリスクがあるとされる。手続き的には、本来債権譲渡登記を行ったときに、債務者に登記事項証明書を送付していれば、相殺という問題は生じないが、前述のように、通常は債務者対抗要件を当初からは具備しない場合がほとんどであるため、タイミングによっては、相殺の問題が顕在化するリスクがあるとされる。

～抵当権移転問題～

第三に、抵当権移転の問題がある。日本の金融機関の住宅ローンの場合、抵当権はオリジネータではなく、債務者の保証を行う保証会社が、債務者に対する求償権を担保するために保有しているケースが多い。証券化のためにオリジネータが住宅ローン債権を信託譲渡したとしても、抵当権が自動的に信託譲渡されるわけではない。もちろん、保証会社が存続している場合には、デフォルトの場合は保証履行を請求できるから100%の回収率（投資家にとっては期限前償還）を想定することができるが、保証会社が破綻した場合が問題になり、場合によっては住宅ローン債権が無担保ローンと同等になってしまうリスクがある。

米国の「モーゲージ」には、住宅ローン債権、抵当契約証書等が含まれ、それをすべて譲渡するためにこのような問題は生じないが、わが国では、仮に抵当権を移転しようとすれば、債務者の承認を得る必要があり、実質的には極めて困難である。

～逆ざやリスク～

第四に、状況次第で金利やキャッシュ・フローのミスマッチが生じるリスクがある。例えば、民間RMBSで固定金利期間選択型（一定期間固定金利を選択し、期間終了後にその時点で固定、変動等を再選択する型）が含まれるローン・プールを証券化した場合、その後極端に金利が低下すると、証券化商品の固定支払金利がローン・プールの平均回収金利に案件費用（信託報酬等のフィー）を加えたものより高くなる、いわゆる逆ざや状態が発生するリスクがある。また日本の住宅ローンではボーナス返済を一定程度まで認めており、実質的には毎月の元利均等返済ローンと年2回の元利均等返済ローンの2種類をミックスした商品となっている場合が多い。RMBSは、毎月均等返済を前提にして元金返済がパス・スルーする固定金利商品となっているが、ボーナス返済分の金利支払いは半年に1度というケースが多く、一時的には前記同様の逆ざやに陥るリスクがあるとされる。

～地震リスク～

第五に、地震のリスクがある。日本では大規模な地震の影響を受けやすいにもかかわらず、地震保険への加入率が低い。また地震保険も規制上、担保物件の価格を十分カバーする商品とはなっていない。従って、日本のRMBSで地震リスクを完全に回避することは難しいといわれる。

その他にもスキーム上必ずしも十分にはリスク量を把握することが難しい点があるといわれる。総じていえば、オリジネータ（日本では通常、兼サービサー）や関連保証会社の経営破綻といった事態に際し、一定の倒産隔離は確保しているものの、実際にそのような事態が生じた場合には、不確定な部分が残されている。わが国のRMBSも、今後大幅な金利変動やオリジネータの破綻等の環境変化を経る中で、細部にわたる商品性の見直しが行われていくことになるだろう。

今後登場してくる新たなスキームとしては、住宅公庫が、一定の条件をクリアした民間ローンを買い取って証券化するスキーム（買取型、15年度から開始）、住宅公庫が民間の組成した住宅ローン証券化商品の、期日通りの元利払い保証を行う保証型のスキーム（16年度以降創設予定）が用意されている。

RMBSの商品特性、リスク

それでは、投資家はRMBSをどのような商品と考えておくべきだろうか。RMBSのキャッシュ・フロー特性やリスクに関して概観してみる。(注19)

（注19）以下は、森利博『米国モーゲージ証券投資の実務』日本経済新聞社、1988年を参照した。

元金の毎月償還

RMBSの第一の特徴は、元金が毎月償還されることである。まず、このような債券と、満期一括償還が通常の国債等との間で、どの期間で金利水準の比較をするかという問題がある。たとえば、最近時点で発行された公庫RMBS第10回債の場合、最終償還（予定）は35年後（平成49年11月）であるが、その金利水準を、同期間の「満期一括償還」型の債券と、単純に比較することができないことはいうまでもない。

そこで、元金部分について、average life（平均年限等と訳される）という考え方が適用される。これは各月の元金回収割合（各月の元金回収額／当初元金総額）を、信託設定した当初月からの経過月数でウエイト付けしたものの総計である（表2）。

表 2　アベレージ・ライフの簡単な設例

元本総額　（A）2350

年 t	元本返済額（B）	元本返済割合（B）／（A）	経過年ウェイトづけした元本返済割合 C＝t*(B)/(A)
1	150	0.064	0.06
2	200	0.085	0.17
3	220	0.094	0.28
4	250	0.106	0.43
5	260	0.111	0.55
6	270	0.115	0.69
7	250	0.106	0.74
8	250	0.106	0.85
9	250	0.106	0.96
10	250	0.106	1.06

アベレージ・ライフ＝C欄の合計＝5.8年

(注) 実際には、年ではなく月数で計算するが、ここでは簡略化して年で表示

たとえば、住宅公庫債の第10回商品説明書によると、定期約定弁済だけで繰り上げ返済を全く考慮しない場合、平均年限は18.5年となる。

原債務の期限前償還がRMBS元本償還に影響

RMBSの第二の特徴は、借り換え等による期限前償還や、一部繰り上げ返済等により、元債務の元本が不定期に減少し、それがRMBSの元本返済に反映されることである。同様の公庫資料によれば、仮に繰り上げ返済率5%という前提では、平均年限は11.0年、「公庫債の未償還残高が当初発行額総額の10%以下となる場合に公庫が未償還残高の繰り上げ償還を行う」という前提では、10.5年になると計算されている。このような考え方を背景に、公庫債の金利水準も、債券発行時点の10年債との金利差で評価されることが多い。(注20)

（注20）ただし、より正確には、償還された元利金の再投資も考えると、毎月の元利金返済の複利運用もあり、いわゆるデュレーションの観点からは更に短いものになる。

モデル化の難しい期限前償還

そして第三にRMBSの最大の特徴は、RMBSのキャッシュ・フロー、ひいては収益性を決定付ける原債務者（集団）の期限前償還のペースが、極めて不確定かつモデル化の難しい事象であるということである。RMBSを購入しようとする場合、「債務者の集合体」の期限前償還ペースに関して、一定の「見方」（モデル化）が必要になる。それ無しには、どのような価格（スプレッド）で購入すればよいのかという判断はできない。

わが国の期限前償還をモデル化する場合、主要な説明変数は、金利水準、ローン実行後の経過月数、季節要因（ボーナス時に一部繰上償還が高まる等）、不動産市況（不動産価格上昇すれば住み替え等で期限前償還増加等）、バーンアウト効果（低金利になっても、借り換えしないローンが一定程度は残存）等であるといわれるが、モデル化に関して、必ずしもコンセンサスが形成されていない点が問題だとされる。

流通市場における期限前償還の影響

次に流通市場において、期限前償還がRMBSの価格や利回りにどう影響をするかという点について考える。

流通市場では異なる時期に発行された、異なるクーポンレートのRMBSが売買されており、その時点の市場金利（同種類、同アベレージライフの新発債券のクーポンレート）との関係で、おおまかにいえばクーポンレート＞市場金利ならRMBSの価格にプレミアムが付き（以下プレミアム債）、クーポンレート＜市場金利なら価格がディスカウントされる（以下ディスカウント債）。

一般に「債券価格＝将来のキャッシュ・フロー／一定の割引率」という関係があるから、確定利付きの通常の債券価格は、市場金利が上昇すれば価格は下落し、市場金利が下落すれば価格は上昇する。しかし、満期一括償還の債券と異なり、RMBSの場合は期限前償還があるから、このような関係が単純には成り立たなくなる。

流通市場でプレミアム債やディスカウント債を購入する場合、期限前償還されるのは証券の額面だから、プレミアム債については、償還された元本部分がキャピタルロスとなり、逆にディスカウント債では、期限前償還部分はキャピタルゲインとなる。

金利変動の債券価格への影響が複雑

市場で予想されている以上に金利低下等が進む局面では、期限前返済増加見通しからプレミアム債のキャピタルロス増加→売り要因、となるが、ディスカウント債であれば、キャピタル・ゲイン増加期待→買い要因となって、同じ金利低下局面でも、価格変化の方向に違いが出てくる。

通常の債券であれば、金利低下＝価格上昇であるが、RMBSの場合は、市場金利が低下する局面で期限前償還が高まるために、一定以上の価格上昇が抑えられる（ネガティブ・コンベクシティという）という特有の現象がある。

そしてキャピタル・ゲイン、ロスとも、金利の先行きとともに、当該住宅ローン債権プールの期限前償還ペースという相当程度に不確定なものに依存しており、従って、金利見通しとともに、期限前償還行動をどの程度正確にモデル化できるかどうかが、投資を行う上で極めて重要である。

発行市場で額面価格で購入し、償還まで保有するのであれば、RMBSはリスクの小さい商品といえるが、流通市場で額面から離れた価格で購入する場合には、金利変動や期限前償還行動次第で、ハイ・リスクな商品となることに留意

が必要である。

極端な例を挙げれば、額面100のRMBSを市場価格95で購入し、数日後にその債権プールが何らかの要因で全額期限前償還されれば、数日で5%にあたる利益をあげることもできるし、反対に、高いクーポンを目的にプレミアム債に投資していても、予想以上に期限前償還が進むと、キャピタル・ロスが大きくなって損失が拡大するリスクもある。

このように、RMBSの価格（金利）決定に関しては、債権プールの期限前償還ペースが極めて重要な意味をもっている。市場での取引が活発化するためには、期限前償還に対する考え方の一定のコンセンサスが形成され、投資家や売買仲介者がコンセンサス対比で様々な見通しを持って売買に参加するようになることが必要であろう。

期限前償還モデル化に関する日米の相違

その点では、米国とわが国では大きな相違がある。米国の場合は、過去30年のデータが蓄積されており、プール単位の期限前償還データが、プールの詳細な属性を含め、情報ベンダーやホームページを通じて容易に入手可能となっている。そのような広範なデータの過去に遡る蓄積とその公開によって、期限前償還行動に対する理解度も高まり、期限前償還モデルについても、一定のベンチマークが形成され、個別の証券会社等が予想する値の市場平均がコンセンサスの役割をもっている。

わが国では、住宅公庫RMBSに関しても、期限前償還のデータは1996年以降のデータが提供されているのみであり、金利変動との関連を明確にできる程のデータ利用期間とは言い難いものがある。また期限前償還の要因別や、債権プールの属性との関連も、債権プールの属性の時系列的な変化がたどれるようなデータ等も含め、更に広範なデータが提供され、コンセンサスとなる考え方が形成されるようになることが望まれる。

（小野沢　康晴）

（本稿は、本誌5月号を1回目とする連載の2回目であり、図表や（注）の番号は前回と連続している）