わが国における住宅ローン証券化市場の現状と展望－3

要　旨

住宅ローンにおいて証券化が容易になったことで、異業種参入も含め、機能分化や効率化が促進されることが期待されるが、わが国 RMBS 市場の発展にとって、様々な制約要因も無視できない。低金利長期化の中で規模拡大している RMBS 市場だが、金利変動拡大や個人の信用リスクの高まりの中でも、順調に発展できるかどうか、未知数の部分も大きい。（全 3 回の 3）

本稿では、わが国RMBS市場の今後の展望、及び証券化が住宅ローン業務に与える影響について考えてみたい。

証券化が金融の機能分化を促進

わが国の金融システムは、規制緩和の進展により、業態別の住み分けやいわゆる「護送船団」体制が崩壊し、競争激化の中で大規模な再編過程にある。この過程で、各金融機関はそれぞれに、比較優位性のある「機能」中心に、経営のリストラクチャリングを進めることになり、金融システム全体も機能別分業の色彩を強めていくことになろう。機能別分化が進む中では、異業種からの金融業への参入も活発化することが予想され、それらを含めて、より効率的な金融システムが形成されてくることが期待されている。

「証券化」は、従来銀行が一体として行ってきた資金調達と運用（預金・貸出）を分離し、預金によらないファンディング形態をもたらしており、その意味では、金融システムの機能別分化・再編を促進する役割を果たすものである。

また住宅金融に関しては、公的主体が直接に長期固定低利の住宅ローンを提供するという体制は、財政負担や金利機能への悪影響を考えれば維持することはできず、住宅金融公庫の直接融資見直しも、効率的な金融システム構築に向かう動きの一環として位置付けられる。民間が代替的に提供する超長期固定金利ローンにおいて、証券化は最も有力なリスクヘッジ手段である。

つまり証券化は、効率的な金融システム構築への動きを促進する役割を果たすものであり、今後ともその重要性は高まることになると考えられる。金融機関サイドも、顧客ニーズへの対応や多様な商品構成の一環として、（自ら証券化を行うかどうかは別にして）ローンの売却に対応できるような審査システム構築等は、備えておくべきインフラの一つとなろう。

わが国RMBS市場拡大の制約要因

しかし、わが国のRMBS市場が、米国のように国債に次ぐ巨大な市場になるかといえば、以下のような点から疑問符がつけられる。

超低金利長期化

まず第一に、超低金利長期化という経済環境によって、現状では債務者は金利上昇リスクのヘッジニーズを低下させており、民間で提供・保有可能な変動金利ローンや、3～5年程度の固定金利期間選択型ローンへの需要を高めていることである。実際住宅公庫融資枠の削減ペース以上に、住宅公庫の融資額の鈍化ペースは速い。将来的に金利上昇リスクが高まる局面では、リスクヘッジのために超長期固定金利を選択する債務者は増えるだろうが、当面は、証券化によるリスクヘッジが必要な超長期固定金利ローン自体が伸び悩み、従って、証券化のニーズも緩やかな拡大にとどまるとみられる。

不動産価格下落、個人の信用リスクの高まり

第二に、不動産価格低下、個人の信用リスクの高まりといった、住宅ローン証券化商品のクレジットの質の劣化をもたらす要因が、中長期

的に続くとみられることがある。

もともと証券化商品に組み入れる住宅ローン債権は、格付け取得のためにも、一定の条件を満たした、ある程度均質なものであることが求められる。米国ではLTV（担保価値に対する融資額の比率）8割、個人の信用スコア（fico score等が一般的に利用されているといわれる）が一定水準以上であること、等が求められる（政府支援機関が証券化する場合）。(注21)

わが国の場合も、既に証券化の対象になっている住宅公庫の場合は、融資基準として、債務返済額が年収の2割を超えないことや、年収に応じて担保評価の8割ないし5割までの融資額等といった条件が課せられている。民間で証券化を行っている例でも、今のところはLTV8割までという制限のあるものが多い。

それに対し、オリジネータが自らの資産として保有する場合は、もう少しリスクをとって、「担保評価の100%までの融資可能」、あるいは借り換え層を対象にした「担保不足でも融資可能」といった商品や、年収次第で、高い返済負担率（DTI）でも融資可能等といったローンが増えているのが現状である。不動産価格低下を背景に、わが国金融機関は、独自に個人の返済能力を判断するスコアリングシステム等を整備し、担保不足の顧客や、返済負担率の高い顧客に対しても対応力を高め、それが融資額の増加に結びついている。(注22)

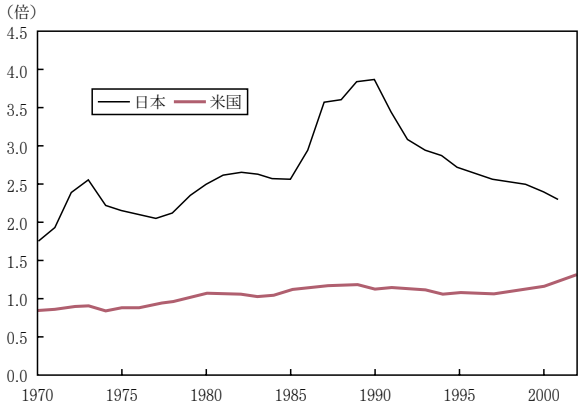
融資機関が独自にリスクをとって債務者を評価する場合と、個別の債務者に対して何の情報も持たない投資家が投資する場合では、信用リスクに対する評価は当然異なってくる。金融機関が信用リスクをとってローンを保有する場合には、LTVやDTIの点で多少問題があっても、個別案件ごとに多様な情報も活用（例えば、債務者の勤務先の信用度が高い等）して、優良顧客向けとさほど変わらない金利設定が可能な場合もある。しかしローンプールの証券化したものを投資家が購入する場合、個別ローン債権の事情は考慮せず（考慮しなくて良いのが証券化のメリット）、いくつかの観点（住宅ローンではLTVやDTI等）からみたローンプールの均質さと、大数法則によるリスク分散、統計的に予想されるリスク量、それに応じて設けられる信用補完、等を信頼して、価格付けすることになる。投資家が判断しているのは、住宅ローン債権の「集合体」に対する、統計的に予想される信用リスク（ないしそれを判定して信用補完率を決めている格付け機関の能力）だから、質が一定で、統計的な信用リスク把握に適合的なローンの方が高く評価されることになる。

もちろん、担保評価を上回る額の住宅ローンや、返済負担率が高い住宅ローンでも、証券化ができないというわけではない。しかし、それらは信用補完率が高くなる等、コスト高になってしまい、結果的に、証券化によるファンディングでは、提供できるローン金利も割高なものになる可能性が高く、顧客ニーズに応えられるかという問題がある。

最終的には顧客ニーズにかなった商品のシェアが高まるのは当然だから、現状のような、不動産価格低下、個人の信用リスクの高まりの中では、ある程度質の良いローン債権を対象としやすい、証券化を通じたローン商品は、それだけ拡大が限定されるとみられる。

米国では、過去半世紀にわたり、家計保有の不動産価値は一貫して上昇傾向にあり、かつそれが、わが国に比べれば、経済の名目成長とさほど乖離していない（不動産価格のバブル部分が相対的には小さい）という、資産としての不動産価格の安定性がある（第3図）。

第３図 日米の家計保有の土地・固定資産額対GDP倍率



資料　日米とも、国民所得統計

中古不動産の流動性も、わが国に比べれば10倍以上も高く、不動産の価格が常時市場売買を通じてチェックされているために、適切な時価評価も可能である。(注23)

また、ficoスコア等の個人の信用リスクスコアリングは、social security number（社会保

また、ficoスコア等の個人の信用リスクスコアリングは、social security number（社会保障番号）による個人一元管理によって、個人のローン返済やクレジットカード利用状況、公共料金、家賃支払い等の履歴から、職歴その他まで、個人の網羅的情報を全米的に収集して統計処理されて算出されたスコアであり、投資家の信頼度を高めるものになっていると考えられる。以上のような米国の状況は、住宅ローンの元利金回収のリスクに対する投資家の懸念を弱めるものであり、RMBSに対する信頼性向上、投資額の増加につながる。

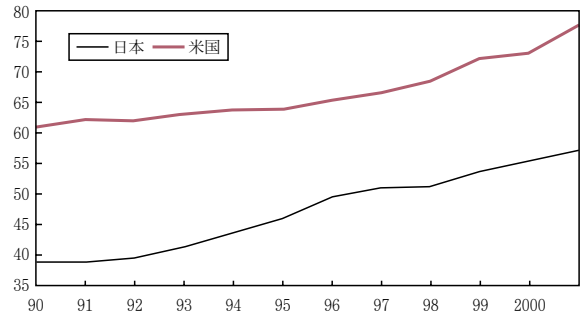
逆にわが国では、不動産価格の落ち着きどころがいまだ見出せず、個人の信用リスクに関しても雇用安定を重視してきた企業経営が維持できなくなりつつあるという転換点にある一方で、個人の信用履歴等に関する一元的データベース化も進んでいない。そのような状況では、住宅ローン債権のクレジットの質について、投資家の目も厳しいものになると予想され、証券化対象になるローン債権の量も限られたものになると予想される。

住宅ローン自体の規模の限界

第三に、そもそもわが国の住宅ローン融資額が米国に比べて相対的に小さく、かつ今後の増加にも限界があることが挙げられる。住宅ストックの充足、少子・高齢化を考えれば、わが国の新設住宅着工戸数に、大きく伸びる余地が少ない（地震等による住宅ストックの滅失を除けば）ことはほぼ明らかだろう。住宅着工が頭打ち傾向を続ける中で、わが国の住宅ローン債務残高が増加してきたのは、債務者一人あたりの債務額が増加してきたためである（低金利を前提にした調達可能額の増加や、金融機関の審査基準緩和等が影響しているとみられる）。

わが国の住宅ローン債務総額のマクロの可処分所得に対する比率は、米国に比べていまだ低い（第4図）ものの、わが国の場合は、住宅ローン保有世帯の比率（住宅ローン保有世帯数／全世帯数）が3割台半ばで、米国（2001年調査で44.6%）に比べれば、相対的に限定された層が高い負債を負っているのが実体である。(注24)

第４図　日米家計の住宅ローン負債対可処分所得比率



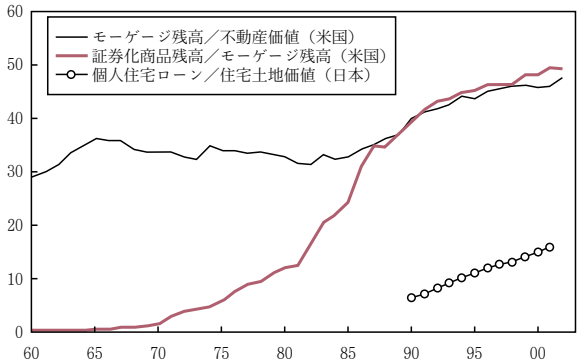
資料　日本は、内閣府「国民所得統計」、日銀「資金循環勘定」
米国は商務省のNIPA、FRB FROW OF FUNDS

これには、不動産価格が相対的に高いことや、住宅に流動性が乏しく、買い替えに伴うコスト（評価損の顕在化も含む）が大きいこと等もあって、年齢や所得、家族構成に応じた柔軟な住宅取得・債務形成というよりも、資金調達可能額に沿った住宅取得・債務形成という側面が強いことも影響していよう。

わが国において、住宅ローン負債保有世帯の比率は世帯主の年齢構成では40歳台が最も高く、40歳台の人口は当面は増加局面にあるとはいえ、今後の金利低下余地が乏しいことと、雇用不安の高まる中では、家計の住宅ローン残高も増加余地は限定的なものになると考えられる。

住宅資産に対する負債という観点では、米国が住宅資産額に対して5割以上のモーゲージが設定されており、わが国ではいまだ2割以下である（第5図）ために、今後の拡大余地もあるようにみられるが、実際には、わが国の住宅資産は時価評価が適切にされているとは限らないという事情や、日米不動産の流動性の相違を考慮する必要がある。

第５図　日米の家計不動産価値と関連負債残高の比率



資料　日米とも、国民所得統計、資金循環勘定（マネーフロー表）による
（注）日本は、住宅ローン残高を資金循環勘定からとっているため、データ期間が限られる

わが国の住宅ローンは、住宅の更新需要等に対応する一定の実行額は維持されようが、残高が大幅に増加していく状況では無いとみられる。2002年の米国の年間モーゲージ増加額が7200億ドル（1ドル＝120円換算で86.4兆円）、モーゲージ残高が6兆ドル（702兆円）、証券化されたモーゲージ残高が3兆ドル（同360兆円）に対し、わが国の住宅ローン実行額は、24.5兆円、住宅ローン残高172兆円にとどまる。この点からも、わが国のRMBS市場規模は米国に比べれば、相当程度限定的なものになるのは明らかだろう。

RMBS市場の流動性不足

第四に、RMBS市場の流動性不足といった問題がある。現時点では、最も発行量の多い住宅公庫RMBSでさえ、流動的な市場とは言い難いのが実体のようである。生保等、有利な長期資産運用先を求める投資家ニーズによって、いまのところ発行環境は良好とみられるものの、中長期的には、市場での流動性が高まって、多様な投資家が参加する厚みのある市場にならないと、適正かつ効率的な価格形成の面で問題が出てくる可能性もある。住宅公庫RMBSの流動性改善のために、様々な施策が既に行われているが、制度面での整備（注25）とともに、期限前償還に関する情報公開や蓄積を通じ、市場で成立している価格（金利）に対して、一定のコンセンサスが形成されるまでになるのが重要とみられる。

（注21）米国の住宅ローンの現状については、永井敏彦「米国住宅金融証券化の概要」、室屋有宏「米国の住宅ローン市場の現状と将来像」（両稿とも『農林金融』2003年3月号所収）を参照。

（注22）最近のわが国金融機関の住宅ローンへの取り組み実態に関しては、鈴木利徳、小野沢康晴「都銀・地銀の住宅ローン戦略」『農林金融』2003年2月号参照。

（注23）日米の不動産の流動性については、拙稿「資産負債残高を中心にみたわが国家計」『金融市場』2002年6月号、参照。

（注24）日米家計の負債分布等についても、同上拙稿参照。

（注25）住宅公庫RMBSの流動性改善のための諸施策については、国土交通省の「市場機能を積極的に活用した住宅金融のあり方懇談会」第5回（平成14年2月28日）の資料3、メリルリンチ日本証券、小関広洋、羽仁千夏「公庫MBSの流通市場整備について」p.10～14を参照した。

証券化普及による住宅ローン業務への影響

次に、証券化がわが国の住宅ローン業務にどう影響するかという点について考える。

証券化の進展により預金や社債、CP以外でのファンディング手段が用意される結果、ノンバンクの住宅ローン進出は促進されるとみられる。既にいくつかのノンバンクが、証券化によるファンディングを定例化して、住宅ローン提供を開始している。大手金融機関の住宅ローンは、新規の場合、大半が建設・不動産会社経由の紹介案件であるから、建設、不動産会社の方が最初に顧客との接点を持っており、顧客との接点を収益化するために、ある程度の顧客セグメントを設けた上で、貸金業に進出すること等は十分あり得るだろう。消費者にとっては、より多様な住宅ローン商品が提供されることになろうが、オリジネータ間の競争は異業種も巻き込んで激化しよう。

これまで住宅ローンの商品設計から実行、事後管理まで一切を行っていた金融機関の内部から、証券化を前提に、特定業務に特化して巨大化する、米国のモーゲージ・バンクのような企業があらわれてくるのだろうか。

この点に関しては、前述のような、証券化の対象になりにくい顧客層が相当程度存在していること等、証券化を前提にした住宅ローンが当面は緩やかな拡大にとどまるとみられることに加え、地域金融機関中心に、顧客とのリレーションシップで独自にリスク・テイクできる余地もあること等、金融機関内部からのアンバンドリングの動きは、当面は小幅な進展にとどまるだろうと思われる。

米国では、モーゲージ・バンクの台頭以前は、住宅ローン業務が地方ごとに分断された中で、貯蓄貸付組合（Ｓ＆Ｌ）が寡占的に住宅ローンを提供する体制だった。証券化によって多様な資金が住宅ローン市場に投資された（地域的な資金過不足の調整がなされる）のに加え、ファンディングを証券化に頼るノンバンクの参入増加が、住宅ローンの業務の効率化につながり、

そのことが、消費者に支持されたという事情がある。

わが国では、S&Lに相当するような住宅ローンに特化した民間金融機関は無く、地方においても、地銀、第二地銀、信金、信組、労金、農協系統等が、それぞれにその業務の一部として住宅ローンビジネスに関わってきた。近年では都銀も含め各業態とも個人リテールに資源をシフトさせており、競争激化の中でスプレッドも縮小してきており、米国のように「寡占体制→競争による効率化」という図式は描きにくい状況である。わが国の場合、債務者との関係を維持するために証券化してもサービサー業務はオリジネータが引き続き受託することが通例だが、現実には、専門のサービサーを使うとそれがファンディングのコストに上乗せされ、結果的に顧客に対して（他機関比で）割高な住宅ローンになってしまうという事情もあるという。

証券化業務における官と民

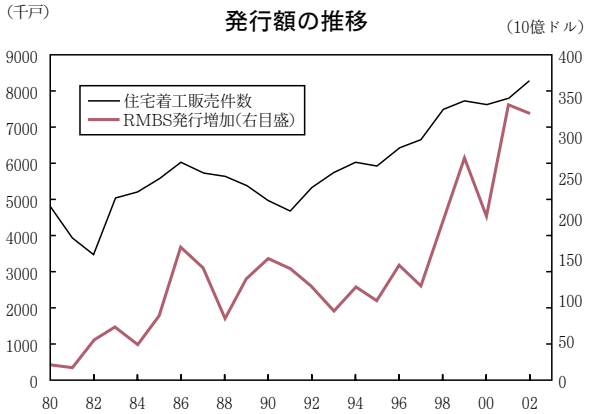
住宅ローンにおける官と民の関係については、住宅公庫の直接融資の漸減と平成19年3月末までの廃止、住宅公庫の権利義務を継承し証券化支援業務等を行う独立行政法人の設置という改革方向が明確になっており、公的な役割は直接融資から、融資債権の買取や保証等の間接的機能に再編されることになっている。この再編は、米国の住宅金融システムをモデルとして意識したものといえるが、当の米国において、RMBS市場が実は公的セクターによって相当程度支えられており、「証券化は、本来公的関与の度合いを低下させるはずであったにもかかわらず･･･政府の直接貸付は必ずしも縮小しなかった。またモーゲージ担保証券に対する保証を含めると、公的金融の市場カバレッジはさらに上昇し、･･･間接的な公的金融形態が民間金融の「補完」を徹し、財政負担が軽いという主張は、今日では必ずしも当てはまらない」(注26) とする見方もあるように、官と民の間で、「民主導、官補完」という分業関係が、将来的に必ずしも明確になるかどうかには疑問も残る。

これは、住宅金融自体が、社会政策としての住宅政策の影響を受けざるを得ないという面に加え、資本市場でのRMBS発行によるファンディングが、経済環境次第で一時的にはかなり不安定（市場流動性の低下やスプレッド高騰等）になるリスクが高いことが影響しているとみられる。

RMBSのリスクの中心は、第2回でみた通り、期限前償還行動の予測が難しいことにあり、その影響は、金利変動幅が拡大した時に特に大きくなる。米国では期限前償還に関して、過去のデータ公開を含め膨大な分析の蓄積があるにも関わらず、金利の変動幅が大きくなると、金利安定期には有効であった期限前償還のモデルが大幅に修正されるのが通例のようである。Bykhovskyは、「期限前償還のモデルは、92－93年の期限前償還増加を過小予測し、期限前償還行動が効率化したとしてモデルが作り変えられたが、その改善されたモデルが、今度は96－97年の期限前償還ペースの鈍化予測に失敗、その結果を取り込んで更に改善されたモデルは、98－99年の期限前償還拡大を過小予測する結果に終わった」としている。(注27)

期限前償還は、RMBSの価格やスプレッドに決定的な影響を与えるが、その予想の難しさのために、予測と大幅に異なる事態になると、RMBS市場の流動性不足やスプレッド拡大、市場規模の縮小等の事態が生じるようである。実際にも、例えば1987～88年においては、住宅建設、販売戸数は、比較的高水準を維持したものの、証券化商品の発行量は急減している（第6図）。

第６図 米国の住宅着工販売権数とRMBS発行額の推移



資料　米国は商務省、FRB
（注）　住宅着工販売件数は、住宅着工戸数、新設住宅販売戸数、中古住宅販売戸数の合計。RMBS発行増加額は、FROW OF FUNDSのモーゲージプールのフローの額で代替。

この背景には、RMBS市場での投機の失敗と極端なリスク回避姿勢台頭があるとされ(注28)、このような局面では、政府管理下にあるGSE等が市場取引を支える役割を果たしつつ、RMBS市場における存在感を高めてきたのが実体のようである。

全国銀行協会が15年2月に出した「住宅金融市場の改革について」という提言の中でも、住宅金融公庫の証券化支援事業に関して、証券化を前提とした住宅ローン普及のためには、住宅公庫の直接融資見直しが不可欠という点とともに、「近年、米国において、ファニーメイ（FNMA、連邦抵当金庫）等の政府支援企業の肥大化が問題とされている。こうした点に留意し、証券化支援事業についてもあくまで市場の『揺籃期』に限定することとし、市場の自律的発展が見られてからは、市場に委ねる不断の見直しが必要である」としているが、米国の事例を考えれば、わが国においても、RMBS市場の拡大発展と、公的な関与のあり方には、今後とも紆余曲折があるものと考えられる。

住宅ローン証券化の導入と普及は、効率的な住宅ローン提供システムへの動きを促進する潜在力を持つといえるが、それが金利変動の幅が大きくなった時にも、適正なリスク配分を通して、円滑に資金需要を満たせるものになるのかどうか、未知数の部分も依然として大きいといえよう。

（小野沢　康晴）

（注26）井村進哉著、前掲書p.4

（注27）F.J.FABOZZI編著“THE HANDBOOK OF MORTGAGE-BACKED SECURITIES、fifth edition McGraw Hill 2001、p.365-366

（注28）井村進哉著、前掲書、p.4。

（本稿は、本誌5月号、6月号に続く、連載の3回目であり、図表や（注）の番号はそれらと連続している。）

＜参考文献（文中引用したものを除く）＞

- 大和證券経済研究所編、川村雄介・下井雅裕著『金融の証券化　米・欧・日のセキュリタイゼーション』東洋経済新報社、1986年。
- 新井誠著『信託法』有斐閣、2002年
- 河本一郎、大武泰南著『証券取引法読本』第5版、有斐閣、2002年
- 大橋和彦著『証券化の知識』日本経済新聞社、2001年
- 松井和夫著『セキュリタイゼーション』東洋経済新報社、1986年
- 債券市場研究会編著『米国債券投資戦略のすべて－グローバル運用への活用』金融財政事情研究会、1998年
- 大野克人著『日本の金融技術は遅れていない』東洋経済新報社、2000年

本稿作成に関しては、オリジネータ、アレンジャー、投資家等、何人かの方から、RMBSの現状について、貴重なお話を伺った。筆者の誤解等に伴う累が及ぶのを避けるため、あえて名前を記さないが、ご協力に対し、この場を借りて謝意を表したい。