

わが国における 住宅ローン証券化市場の現状と展望

〔要 旨〕

- 1 わが国において住宅ローンの証券化商品(RMBS)が本格的に発行され始めたのは、数年前のことである。住宅ローン資産を利用したアセット・ファイナンス型のスキームは30年程前から存在したが、債権譲渡手続きの煩雑さや、住宅公庫が超長期固定金利の直接融資を行っていて民間金融機関に証券化のニーズが乏しかったこともあって、広範囲に普及したわけではなかった。
- 2 RMBS普及のきっかけとなったのは、債権譲渡手続きを簡素化する法律改正と、住宅公庫の直接融資縮小方向が明確化し、住宅公庫が証券化支援業務の一環として自らの債権を証券化し始めたことである。
- 3 住宅公庫のRMBSは、住宅公庫の今後の組織形態が不確定であるという要因等も反映した特殊性のある商品であるが、原債権の償還元金が投資家にパス・スルーするという点ではシンプルなRMBSという性格で、まとまった金額の債券を、同一スキームで定期的に発行することによって、市場の認知度も高まっている。
- 4 民間のRMBSも、継続的な発行主体が増え始める等、スキーム自体は標準化しつつある。ただし、証券化に際してわが国の住宅ローン特有の問題、とりわけオリジネータ(融資実行者)や保証機関の経営破綻等の場合に、様々な問題が生じるリスクが指摘されている。
- 5 RMBSの価格や利回りを評価するには、それに大きな影響を与える要因である「債権プールの期限前償還」に関して、一定のモデルに基づいた想定が必要になる。そして期限前償還に関する情報蓄積や分析進行によって、市場参加者の間で、ある程度のコンセンサスが形成されることが、RMBS取引活発化にとって重要である。その点では、わが国における情報蓄積は、現時点では十分とはいえない。
- 6 住宅ローンの証券化は、民間金融機関が超長期固定金利ローンを取り扱う際の最も有力なリスク・ヘッジ手段であるだけでなく、金融機関の機能分化を促進しノンバンクの参入余地を高める等、住宅ローン業務の効率化を促す可能性を持っている。しかしわが国においては、超低金利長期化による金利上昇リスク・ヘッジのニーズ低下、不動産価格低下や個人の信用リスクの高まりが、RMBS発行に悪影響、住宅ストックの充足、少子・高齢化の中で住宅ローン残高の伸びにも限界があること、RMBS市場の流動性不足により、参加する投資家が限定される、等の要因もあり、RMBS市場の拡大も、緩やかなものにとどまる可能性が高い。
- 7 証券化が住宅ローン全体にもたらす影響としては、ノンバンクの参入が増加する可能性があるものの、銀行の従来型の住宅ローン急減、証券化やローン売却を前提にして住宅ローンを行う米国のモーゲージ・バンク同様の機関の貸出シェア急増につながるような、広範囲な波及は見込みがたい。またRMBS市場の発展拡大と公的関与については、米国の事例をみても、今後の紆余曲折が予想される。

目次

はじめに

1 RMBSの仕組みと機能

- (1) 証券化とは
- (2) 住宅ローン債権は証券化になじみやすい面も
- (3) 証券化の意義，機能
- (4) 住宅ローンのリスク・コストの明確化

2 わが国のRMBS本格発行までの経緯

- (1) 住宅ローン債権信託の創設
- (2) 99年から始まったRMBSの本格発行
- (3) 米国のモーゲージでは事情が相違
- (4) 住宅金融公庫の直接融資も証券化進展を阻害

3 住宅金融公庫RMBSと民間のRMBS

- (1) 住宅金融公庫RMBSの発行実績
- (2) 住宅金融公庫RMBSスキームの特徴

- (3) 市場の認知度高まる住宅金融公庫RMBS

- (4) 民間RMBSのスキーム

- (5) わが国RMBSの特徴，特有のリスク

4 RMBSの商品特性・リスク

- (1) 元金の毎月償還
- (2) 原債務の期限前償還がRMBS元本償還に影響

- (3) モデル化の難しい期限前償還

- (4) 期限前償還モデル化に関する日米の相違

5 RMBS市場の今後とRMBSが住宅ローン業務に与える影響

- (1) 証券化が金融の機能分化を促進
- (2) わが国RMBS市場拡大の制約要因
- (3) 証券化普及による住宅ローン業務への影響
- (4) 証券化業務における官と民

はじめに

「資産の証券化を通じた金融」は、米国で1930年代の変化に匹敵する、大きな変化を金融システムにもたらしていると評価されている。^(注1) 債権譲渡手続きの煩雑さ等からわが国では証券化の普及が遅れたが、バブル崩壊に伴う銀行セクターの脆弱化の中、従来の間接金融に代わる新たな資金調達ルートとして制度整備もなされ、証券化の市場は拡大傾向にある。

住宅ローン債権の証券化商品（residential mortgage-backed securities 以下、RMBS）^(注2) は、米国においては証券化商品の主力をなし、財務省証券に次ぐ巨大な規模の市場となっている。しかし、わが国においては、

住宅金融公庫（以下、住宅公庫）改革の中で、官民ともに継続的な発行がようやく始まっている状況である。本稿では、米国との比較も含め、わが国の住宅ローン証券化商品の現状を概観し、今後の展望をとりまとめるとともに、証券化の拡大による住宅ローン業務全般への影響について考えてみたい。

（注1） L.T.ケンドール，M.J.フィッシュマン 編著，日本興行銀行調査部／前田・小池訳『証券化の基礎と応用』東洋経済新報社，2000年，3頁。

（注2） 信託受益権は証券取引法上の有価証券ではない等，本稿で取りあげているRMBSの中には，厳密には「証券化」とは言えないものも含まれるが，本稿では，便宜的に，それらを含めてRMBSとしている。

1 RMBSの仕組みと機能

まず，RMBSの基本的仕組みと，その役

割，機能を概観する。

(1) 証券化とは

T・ケンドールによれば，証券化とは，個々のローンや債権を集めてパッケージ化し，そのパッケージを証券に転換し，それらの証券が外部の投資家に売れやすくなるよう証券の信用力や格付けを高めるといふ一連のプロセスである。^(注3) RMBSもそのような証券化商品の一つであるから，住宅ローン債権に関して同様のプロセスをとる。それをキャッシュ・フローという観点からみれば，原資産から生じたキャッシュ・フローを，一定の証券化機構（special purpose vehicle，SPVといい，信託，特別目的会社＝SPC，等が含まれる）を通して，証券化商品に流すというのが証券化の基本的スキームである。

(注3) L.T.ケンドール，M.J.フィッシュマン前掲書，4頁。

(2) 住宅ローン債権は証券化になじみやすい面も

米国のRMBSは，財務省証券に次ぐ巨大な債券市場（残高3兆ドル）となっており，その理由としては，住宅ローン債権が，証券化になじみやすい性格を持っていることがある。住宅ローン債権は，1件あたりの融資額が比較的小額で，多数集めることによる信用リスク分散効果が期待できるし，信用リスク評価も，企業向け貸付等の他のローン債権に比べ相対的にシンプルであり，審査基準の統一によって，ある程度均

質な債権の集合体（プール）を形成しやすい等が，住宅ローン債権が証券化というスキームに適合的であることを示すものである。^(注4)

(注4) 岩本康志・斎藤誠・前多康男・渡辺努著『金融機能と規制の経済学』東洋経済新報社，2001年，124頁。

(3) 証券化の意義，機能

RMBSの役割は，まず住宅ローンを融資した金融機関（以下，オリジネータ）にとっては，預金や社債等の金融機関自身の負債に代わる，当該金融機関の格付けと基本的には切り離して格付けを取得できる新たな資金調達手法となる。また金利リスクや期限前償還リスク等の一定のリスクを，投資家の評価を受けた上で転売することにより，自らはそれらをバランスシートから切り離すことができ，住宅ローン資産のリスク管理が容易になって，資本の効率的利用や，財務内容改善につながる。

一方で投資家は，信用補完措置がなされて一定の格付けのついた金融商品に対し，ある程度のスプレッドを確保した上で投資することができる。

証券化機構が無い場合には，オリジネータが当該融資にかかわるリスクを丸抱えすることになる。しかし，証券化機構があれば，借入者はオリジネータがリスクを丸抱えしたときに要求されるリスク・プレミアム（及び事務諸コスト）と，証券化によってリスクが様々に分解され，多様な投資家によって担われる場合に要求されるトータルのリスク・プレミアム（及び事務諸コスト）

と比較して、有利な方を選択できるというメリットがある。

そしてオリジネータと債務者との関係（一時的返済困難等への柔軟な対応等）という点では、わが国ではオリジネータが通常はサービサー（資金回収業）を受託することによって、債務者との一定の関係を維持することが可能である。

（４）住宅ローンのリスク・コストの明確化

またわが国の場合、当面RMBS拡大の可能性のあるのは、民間金融機関の保有が難しい超長期固定金利ローンにおいてである。それは、これまで住宅公庫が財政支援をバックに政策的な低金利を維持してきた分野である。しかし、住宅公庫の直接融資枠が縮小すれば、民間金融機関が証券化を利用して超長期固定金利の住宅ローン商品を扱うようになる。政策的低金利商品に代わる、証券化を前提にした民間の「超長期金利固定、借換や一部繰上返済自由」という商品の登場によって、超長期固定金利住宅ローンという商品が、本来様々なコストが組み合わさった、パッケージ商品であるという性格が、より明確になるだろう。すなわち、超長期固定金利を提供するための、金利変動リスクのヘッジコストや、繰上返済を認めるための、随時の期限前返済オプションの購入コストが、金利に含まれていることが、より理解しやすくなるであろう。そのことを通じて、変動金利や固定金利期間選択型等の多様な住宅ローン商品

においても、リスク・テイクに見合ったリターン、リスクヘッジに見合ったコストという考え方や金利設定が広まってくる可能性がある。住宅公庫の政策的低金利の存在によって不明瞭になっていた、住宅ローンに含まれるリスクやコストが明確になることは、住宅ローンのあり方に影響を与えるとともに、わが国金融システムの効率化につながると考えられる。

2 わが国のRMBS 本格発行までの経緯

（１）住宅ローン債権信託の創設

次に、わが国のRMBSに関連する、これまでの経緯を概観する。わが国において、RMBSが本格的に組成され始めたのは、1999年のことであるが、住宅ローン債権を何らかの形で流動化するというスキームが形成されたのは、30年前にさかのぼる。複数の住宅ローンを信託銀行に信託し、それをもとに信託受益権を発行するというスキーム自体は、いわゆる住専の資金調達を円滑化することを目的に「住宅ローン債権信託」という信託商品として73年6月にすでに創設された、相当の歴史を有するスキームである。

米国でジニーメイが最初のRMBSを発行したのが1970年のことであるが、わが国の住宅ローンにおいても、それからさほど間を置かずに、アセット・ファイナンス型のファンディングスキームが用意されていたのである。

住宅ローン債権信託の制度は、当初は委託者が制度上住専に限られていたが、88年6月には委託者として銀行その他金融機関が加えられ、93年4月には、証券取引法上の有価証券指定される等、制度として使いやすさの向上が試みられてきた。にもかかわらず、その制度の主たる利用者として想定された住専においても、80～81年ごろに残高6,000億円強（調達の16～17%程度）となったに過ぎず、それ以上、利用が広がったわけではなかった。^(注5)

(注5) 住宅ローン債権信託の制度については、岡内幸策著『証券化入門 資産価値に基づくファイナンス手法のすべて』日本経済新聞社、1999年、80～81頁、大垣尚司著『ストラクチャード・ファイナンス入門』日本経済新聞社、1997年、84～89頁を参照した。残高及び調達に占める比率は『銀行局金融年報』各年版の住宅金融専門会社の項による。

(2) 99年から始まったRMBSの本格発行

証券化商品組成が本格化するきっかけは、98年10月の「債権譲渡の対抗要件に関する民法の特例等に関する法律」^(注6)（以下債権譲渡特例法と略称）の施行である。債権譲渡特例法は、幅広い種類の指名金銭債権の多数譲渡による流動化の促進を主たる政策目的としており、債権譲渡の簡易な対抗要件具備手段として、電子的方法による債権譲渡登記制度を創設したものである。同法施行によって、法務局に設けられた債権譲渡登記ファイルへの登記で債権譲渡の第三者対抗要件が具備されることになった。また、債務者対抗要件は登記事項証明書の送

^(注7)
付によって具備可能になる。

それ以前も、いわゆる特定債権（リース、クレジット債権等）に関しては、93年6月の「特定債権等に係る事業の規制に関する法律」施行によって、公告による対抗要件具備という扱いが可能だったが、それを除けば、民法上の指名債権の譲渡には、債務者に対する通知・承諾を要し、第三者対抗要件としては、確定日付のある書面（内容証明郵便など）が必要であった。最低でも数百件以上の住宅ローン債権からなる債権プールを裏付けに、証券を発行するという証券化にとって、このような負荷は、大きな壁になっていた。対抗要件を省略した流動化も可能だが、そのような商品に投資する投資家は極めて限定されるであろう。

同法施行によって、指名債権の譲渡にかかわる事務コストの削減と、債務者に不必要な不安を抱かせるという問題が解消し、それを契機に住宅ローンの証券化が本格化した。99年6月に、都銀大手行が住宅ローン500億円を裏付けにした証券化を実現したのが国内初の住宅ローン証券化ということである。

(注6) 対抗要件とは、債権が第三者に二重譲渡されていたり差し押さえられたような場合に、これに優先することができるために必要な要件をいう。大垣尚司著前掲書、75頁参照。

(注7) 高橋正彦「我が国における資産流動化の展開と法制整備」大蔵省財政金融研究所編『フィナンシャル・レビュー』51号、1999年6月、125頁、岡内幸策著、前掲書、88頁。

(3) 米国のモーゲージでは事情が相違この債権譲渡にかかわる対抗要件等の問

題は、米国のモーゲージにおいては存在しない。米国の場合、住宅ローンの債務者は、債権者に「当該不動産を担保として提供する旨の契約証書」を交付することによって融資を受ける。その抵当契約証書(その抵当契約が効力を有する間の当該資産の利用権を得るのと見合いで債務者が発行するとされ^(注8)る)に、借入金額記載の約束手形、火災保険証書等の諸書類を総体として「モーゲージ」というが、貸出を実行してモーゲージを取得した債権者は、モーゲージを売却^(注9)することで事後的に資金回収できる。

つまり、モーゲージは事実上有価証券に近い性格を有している^(注10)のである。

従って、預金等の調達手段をもたない抵当会社(モーゲージ・カンパニーあるいはモーゲージ・バンク)が、一時的な資金を商業銀行から調達して融資実行し、取得したモーゲージを生命保険会社や貯蓄貸付組合に転売して、資金回収するという形態は、モーゲージにそもそも内在したファイナンス形式^(注11)だった。

70年代以降開発された証券化商品は、米国においては、もともとそなわっていた(ただし、小口で個別性が高いために限界があった)モーゲージの流通性を、均質なモーゲージをまとめて大口化することを通じて、より高めていく手段と位置付けられる。

このように米国とわが国では、債権譲渡にかかわる制度的な相違が大きく、わが国における住宅ローン証券化の妨げになってきた。しかし、債権譲渡特例法等の制度的な整備も進み、その点に関しては、問題点

はほぼ解消されたといえる。

(注8) BARRON'S "Dictionary of Banking Terms Fourth Edition" 2000年、のMORTGAGEの項目の説明による。

(注9) 日本長期信用銀行調査部『世界の住宅金融』文雅堂銀行研究社、1968年、98～99頁。

(注10) 井村進哉『現代アメリカの住宅金融システム』東京大学出版会、2002年、11頁。

(注11) 日本長期信用銀行調査部、前掲書、101頁。

(4) 住宅金融公庫の直接融資も証券化進展を阻害

また住宅ローンの証券化が進まなかったもうひとつの大きな理由としては、超長期固定金利の住宅ローンを、公的金融機関である住宅公庫が直接融資し、ALMのリスク等も財政で負担する仕組みが続いてきたことである。民間銀行の負債構成では、住宅公庫のような超長期固定金利での貸出は困難(あるいはリスク回避のための金利水準が高くなって、住宅公庫に著しく劣後してしまう)であり、民間銀行は変動金利や、3年、5年といった固定期間選択型が多く、長期固定金利ではせいぜい10年固定金利程度の商品(スワップ等の金利リスクヘッジ手段のある)で住宅ローンを拡大させてきた。それらは民間銀行にとって、ポートに保有してもALM上管理困難というわけではないため、民間銀行に、証券化ニーズは乏しかった。

しかし、住宅公庫の組織再編、直接融資枠縮小の動きの中で、それに代替する超長期固定金利の住宅ローンを提供できれば、民間銀行にとってのビジネスチャンスは広がる。そして民間銀行が超長期固定金利

ローンを組成する場合、何らかの形で金利リスクヘッジが不可欠であり、証券化はその最も有力な手段といえる。

以上のように、債権譲渡にかかわる手続き面での障害と、公的金融が直接にリスクをとって超長期固定金利融資を行ってきたことから、わが国におけるRMBSの本格的登場は遅れ

たが、90年代後半以降の変化の中で、RMBSは普及・拡大の起点に立っているといえる。

3 住宅金融公庫RMBSと民間のRMBS

本章では、すでに継続的に発行されている住宅公庫のRMBSや、民間のRMBSについてそのスキームの特色を概観する。^(注12)

(注12) 住宅公庫RMBSについては、住宅公庫web siteの「資産担保証券」の項目に既発債の商品内容説明書等の情報が掲載されており、それを参照した。

(1) 住宅金融公庫RMBSの発行実績

住宅公庫は2001年3月に第1回のRMBSを発行して以降、03年初めまでに計10回(8,500億円)のRMBSを発行している。その発行額と売却状況は第1表の通りである。

ただし、住宅公庫のRMBSは、正式名称「貸付債権担保住宅金融公庫債券」に示されるように、現時点では、住宅公庫自らが発

第1表 住宅公庫RMBSの発行実績，発行時のプライシング

| | 発行日 | 発行額 (億円) | 表面金利 (%) | 発行時の 対国債スプレッド (bps) | 信用補完率 (%) |
|------|------------|-------------|-------------|---------------------------|--------------|
| 第1回 | 2001年3月22日 | 500 | 1.75 | +60 | 9.3 |
| 第2回 | 01.6.21 | 500 | 1.78 | +55 | 9.3 |
| 第3回 | 01.9.20 | 500 | 1.85 | +47 | 9.8 |
| 第4回 | 01.12.20 | 500 | 1.82 | +42 | 11.0 |
| 第5回 | 02.3.20 | 500 | 1.90 | +45 | 10.6 |
| 第6回 | 02.6.21 | 1,000 | 1.94 | +56 | 10.5 |
| 第7回 | 02.8.22 | 1,000 | 1.82 | +50 | 10.4 |
| 第8回 | 02.10.23 | 1,000 | 1.67 | +50 | 10.9 |
| 第9回 | 02.12.20 | 1,500 | 1.52 | +51 | 10.6 |
| 第10回 | 03.2.21 | 1,500 | 1.43 | +59 | 11.0 |

資料 住宅公庫HP等

(注) 各回共通
 ・最終償還 35年
 ・発行価格 額面100円につき100円
 ・各債券の金額 1億円の1種類
 ・格付け S&P,R&IでAAA
 ・bpsはベースポイント

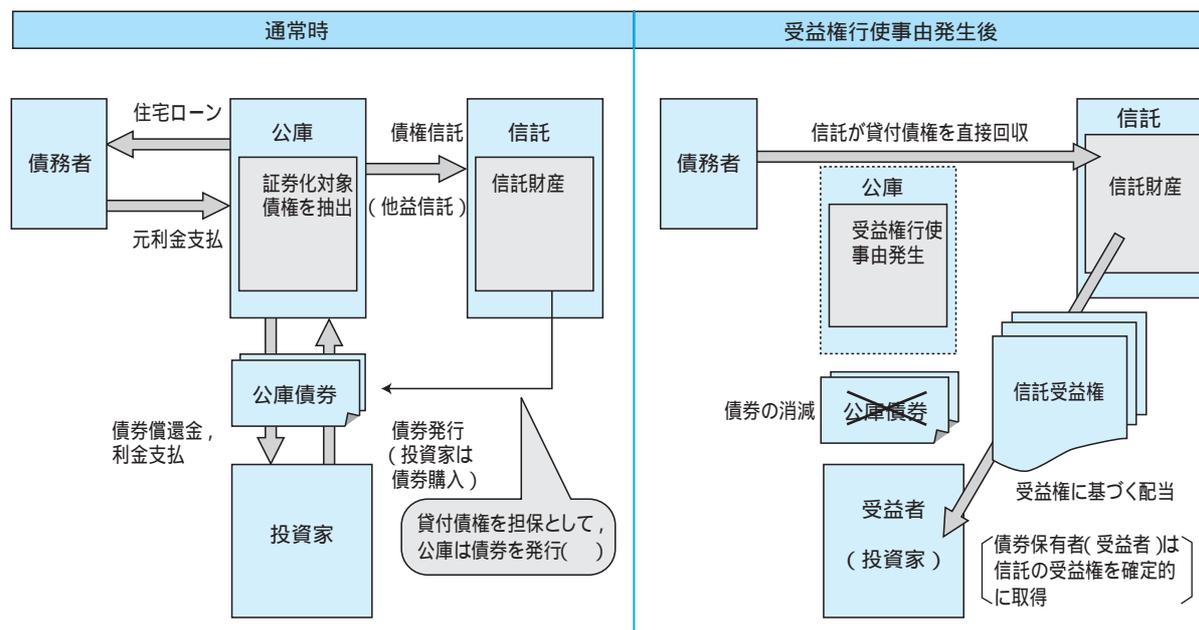
行する財投機関債であり、住宅ローン債権は住宅公庫債の担保として信託されるという形をとる(資産担保型の財投機関債)(第1図)。

(2) 住宅金融公庫RMBSスキームの特徴

住宅公庫RMBSの第一の特徴は、当初は住宅公庫自らが発行体になる財投機関債(担保付)であるが、一定の事態(受益権行使事由という 詳細は後述)が生じた場合、公庫債が消滅し、その時点での公庫債保有者に対して、住宅ローン債権信託の信託受益権証券が配布されるというスキームになっていることである。

つまり、特殊法人としての住宅公庫が存続している間は財投機関債であるものの、住宅公庫が債務承継者なく解散した場合、住宅公庫の債務承継機関として株式会社または会社更生法等の倒産手続きが適用される法人が設立されて、住宅公庫の債

第1図 住宅公庫RMBSのスキーム概要



資料 住宅公庫HPの「資産担保証券」の項目より転載
 (注)1. 受益権行使事由については本文参照。
 2. 他益信託...委託者以外のものを受益者とする信託。

務が承継された場合、住宅公庫自身が株式会社化または会社更生法等の倒産手続きが適用される法人となった場合、住宅公庫債券、財形住宅債券、住宅宅地債券等、住宅公庫が発行する債券のいずれかがデフォルトした場合、のいずれかケース(受益権行使事由として明記)が生じた場合、公庫債は消滅し、投資家を受益者とする他益信託の信託受益権に転換、信託された住宅ローン債権プールのキャッシュ・フローが、信託を通じて投資家に支払われる仕組みになる、というものである。

現時点での財投機関債は証券取引法上の有価証券であるが、受益権行使事由発生後の住宅ローン債権の信託受益権は、私法上では他の金銭債権の信託受益権と同様の扱いで指名債権であるとされ、受益権証書は、その権利を証明する証拠証券に過ぎな

いとされる。この結果、受益権の譲渡は譲渡人が受託者に通知するか、受託者が承諾しないと、譲受人は受託者に対して、投資家としての地位を主張できないという規定にあてはまるため、譲渡等にかかわる手続きが煩雑であるという問題を有する。^(注13)

また信託受益権になった場合、公庫債(有価証券)に比べて、流動性が制限される、BIS規制にかかわるリスクウェイトも、住宅公庫MBSは10%であるのに対し、受益権になると50%に高まる、受益権には投資ができない投資家層が存在することによって投資家層が制限される、受益権行使された場合の会計上の取り扱いのコンセンサスがな、等の問題があると指摘さ^(注14,15)れている。

第二の特徴は、金利は固定金利だが、元金償還は、信託された住宅ローン債権の償

還元金(繰上返済含む)がパス・スルーするという規定になっていることである。元金償還が満期一括や定期償還ではなく、債務者の期限前償還や一部繰上返済等の、債券保有者にとって予測や管理が難しい要素を含んでいることが第二の特徴で、その点では、単なる財投機関債ではなく、当初からRMBSとしてのキャッシュ・フロー特性をもっているといえる。

住宅公庫RMBSの第三の特徴として挙げられるのは、債務者の返済が延滞したとき等には、住宅公庫が特殊法人として存続している場合、信託した債権の入れ替えが行われることである。これは住宅公庫が政策金融機関であることで、債務返済困難になった債務者に対して、契約内容の見直し(返済期限の延長等のリ・スケジュール)に応じることにしており、そういった取り扱いが、住宅公庫のバランスシートに残る債権と、担保として信託設定されるプール内債権とで取り扱いに相違がでないようにすることが目的である。そのことを確保するために、延滞した債権等を信託財産からはずして住宅ローン債権を入れ替えることが可能となっている。従って、住宅公庫が存続している間は、住宅ローン債権の信託譲渡はあくまで担保設定という性格で、住宅公庫が信託財産の内容に対する権限と責任を持つという点からは、オン・バランスのままと評価されるが、受益権行使事由発生後は、オフ・バランスされたローン・プールに基づく信託受益権というスキームになっている。

第四に、公庫債の信用補完は、一定の超過担保によって確保されているが、住宅公庫が存続している間は、住宅公庫が債権の入れ替えをすることによっても維持され、受益権行使事由発生後は、格付け取得のために求められた当初の超過担保率によって、信用補完されることになる。

以上のように、住宅公庫RMBSは住宅公庫の今後の組織形態が不確定であるという要因を背景に、いくつかの点で特殊性を持った商品であることに留意が必要である。

(注13) 大垣尚司著、前掲書、88頁参照。

(注14) 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」20頁を参照した。

(注15) R&I NEWS RELIASE 2001年2月20日によれば、「公庫債券に用いられる信託についても、信託受益権を行使した後に受益者である投資家に交付される元本が課税されないことについて、専門家に意見を求めることが重要である」としている。

(3) 市場の認知度高まる住宅金融公庫RMBS

やや特殊なスキームになっているとはいえ、住宅公庫RMBSは、前述のように大規模かつ継続的に、同じスキームで発行されることによって、市場の認知度も高まっている。元金償還をパス・スルーするというシンプルなスキームに絞って発行しているのも、商品の多様化(例えばパス・スルー債のキャッシュ・フローをコントロールする collateralized mortgage obligation = CMO の発行等)よりも、均一な商品を継続的に発行することを優先させて、商品に対する市

場参加者の理解度を向上させ、効率的な価格形成や高い流動性を確保したいという考え方が^(注16)ある。

また02年1月からは日銀の適格担保化したこと(時価の85%評価。ただし信託受益権は適格担保ではない)、一部の債券インデックスに組み入れられたこと、情報ベンダーを通じて証券会社ごとの気配値等、様々なデータが公表されていること等も、同債券の認知度向上や投資対象としての評価を高めることにつながっているとみられる。

ただ現状では、いまだ流通市場での流動性には乏しいという評価がなされており、今後とも継続的な発行が予定(03年度は合計8,500億円)される中で、流動性の高いマーケットが形成されるかどうか注目される。

(注16)「金利が激しく変動する環境下においては、CMOのような個別性の強い証券は、流動性の欠如を招く可能性がある」L.T.ケンドール、M.J.フィッシュマン編著、前掲書、135頁。

(4) 民間RMBSのスキーム

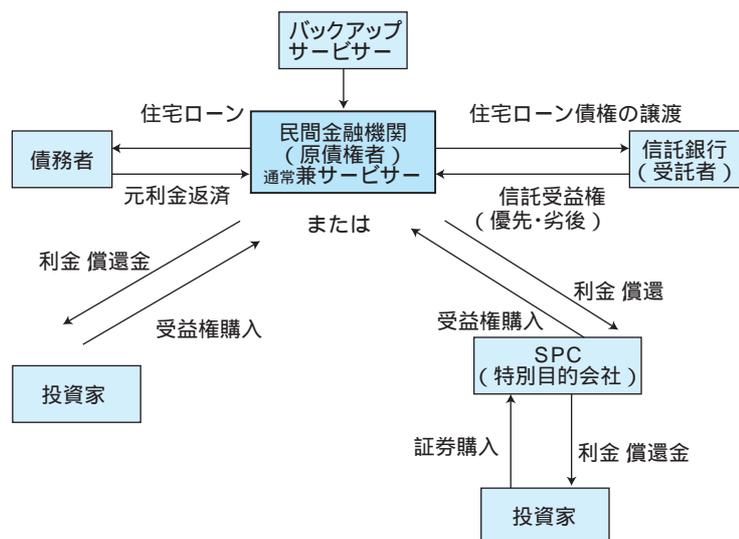
一方、民間発行のRMBSの大まかなスキームは第2図のとおりであり、住宅ローン債権を信託銀行に信託譲渡し、信託受益権の優先部分をそのまま投資家に売却するか、有価証券として発行するために、優先受益権を特別目的会社に売却した上で、特別目的会社の社債として発行する形態をとる、等が主なスキームになっている。

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却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

第2図 民間RMBSのスキーム図



資料 民間発行RMBS格付け資料等より筆者作成

しない(住宅ローン債権の入れ替え等ではない)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ス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ス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』Sコム、2002年、144～145頁参照。

(注18) (5)の内容は、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。

(5) わが国RMBSの特徴、特有のリスク

a 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ス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。

b 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、相殺という問題は本来生じないが、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。

c 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るれば、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。

d 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ことが多い。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一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。

e 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。

そのほか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取って証券化するスキ-

△(買取型, 03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(04年度以降創設予定)が用意されている。

4 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
(注19)

(注19) 本章は, 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。

(1) 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住宅公庫RMBS第10回債の場合, 最終償還(予定)は35年後(2037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ェイト付けたものの総計である(第2表)。

たとえば, 公庫債の第10回商品説明書に

第2表 アベレージ・ライフの簡単な設例
元本総額(A) 2,350

| 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年 | 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

資料 筆者作成

(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。

よると, 定期約定弁済だけで繰上返済を全く考慮しない場合, 平均年限は18.5年となる。

(2) 原債務の期限前償還がRMBS元本償還に影響

RMBSの第二の特徴として, 借換等による期限前償還や, 一部繰上返済等により, 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がある。同様の住宅公庫資料によれば, 仮に繰上返済率5%という前提では, 平均年限は11.0年^(注20)「公庫債の未償還残高が当初発行額総額の10%以下となる場合に住宅公庫が未償還残高の繰上償還を行う」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) 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。

(3) 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(不動産価格が上昇すれば住み替え等で期限前償還が増加等)、バーンアウト効果(低金利になっても、借換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。

a 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。

b 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(モデルである程度推定するとしても)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が、投資を行う上で極めて重要である。

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っていくことが必要になる。

(4) 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さかのぼる蓄積とそ

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、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。

5 RMBS市場の今後とRMBSが住宅ローン業務に与える影響

最後に、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。

(1) 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、業態別のすみ分けやいわゆる「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」を中心に、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る

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。

(2) 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。

a 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。

b 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

(注21)
化する場合)。

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」、あるいは借換層を対象にした「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が対象となりやすい、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

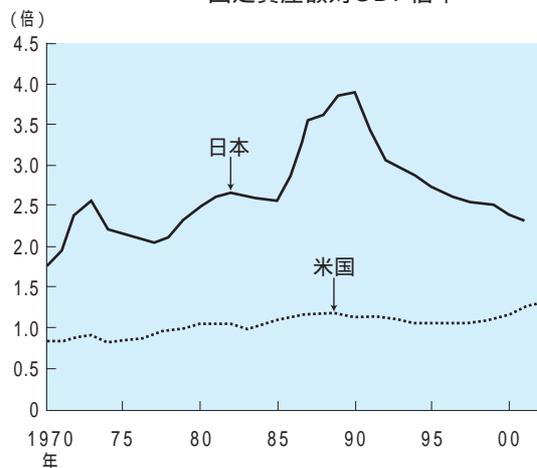
の名目成長とさほど乖離していない(不動産価格のバブル部分が相対的には小さい)という、資産としての不動産価格の安定性がある(第3図)。

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。

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

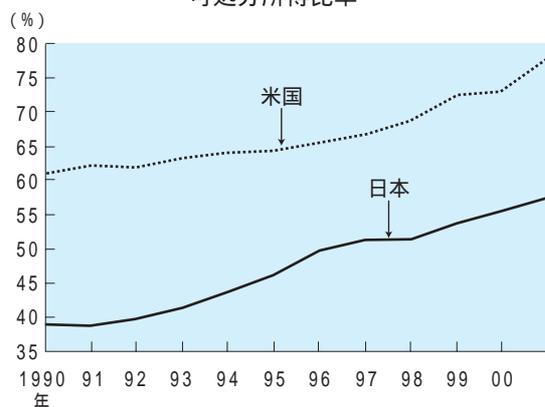
逆にわが国では、不動産価格の落ち着きどころがまだまだ見いだせず、個人の信用リスクに関する雇用安定を重視してきた企業経営が維持できなくなりつつあるという転換点にある一方で、個人の信用履歴等に関する一元的データベース化も進んでいない。そのような状況では、住宅ローン債権のクレジットの質について、投資家の目も厳しいものになると予想され、証券化対象になるローン債権の量も限られたものになると予想される。

c 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(01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

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 FLOW OF FUNDS

(注24)
が実体である。

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歳代が最も高く、40歳代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、わが国ではまだ2割以下(第5図)であるために、今後の拡大余地もあるようにみられるが、実際に

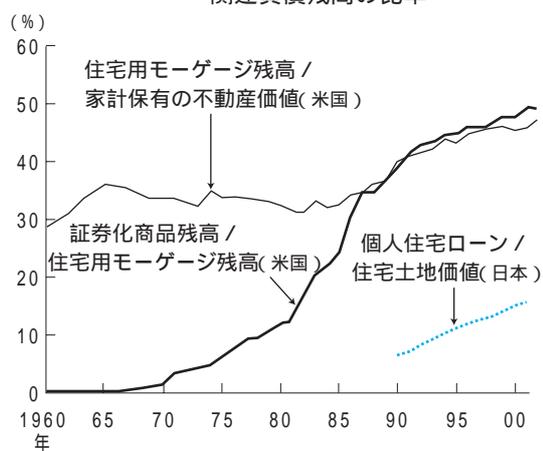
は、わが国の住宅資産は時価評価が適切にされているとは限らないという事情や、日米不動産の流動性の相違を考慮する必要がある。

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。02年の米国の年間モーゲージ増加額が7,200億ドル(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。

d RMBS市場の流動性不足

第四に、RMBS市場の流動性不足といっ

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)

(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。

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、前述したような様々な施策が既に行われているが、^(注25)制度面での整備とともに、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」(両稿とも本誌2003年2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組実態に関しては、鈴木利徳・小野沢康晴「都銀・地銀の住宅ローン戦略」本誌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」農中総研『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」10~14頁を参照した。

(3) 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)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かかわってきた。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。

(4) 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

ては、住宅公庫の直接融資の漸減と2007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」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、4章でみた通り、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かかわらず、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(注27)いる。

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87～88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)。

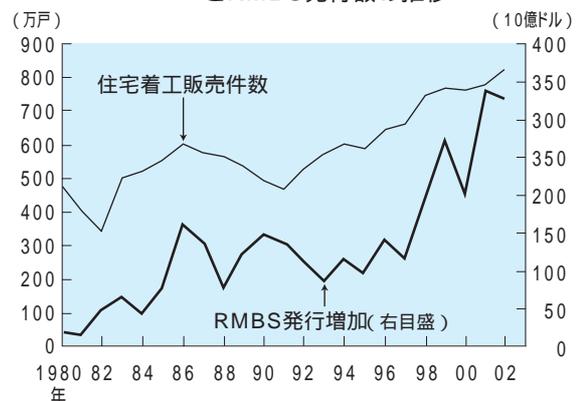
この背景には、RMBS市場での投機の失敗と極端なリスク回避姿勢台頭があるとされ、(注28)このような局面では、政府管理下にあるGSE等が市場取引を支える役割を果たしつつ、RMBS市場における存在感を高めてきたのが実体のようである。

全国銀行協会が03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、市場の自律的發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

第6図 米国の住宅着工販売件数とRMBS発行額の推移



資料 米国商務省,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、FLOW OF FUNDSのモーゲージプールのフローの額で代替。

分も依然として大きいといえよう。

(注26) 井村進哉著, 前掲書4頁。

(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, 158頁。

<参考文献(文中引用したものを除く)>

- ・大和証券経済研究所編, 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、アレクサンダー、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。

(主任研究員 小野沢康晴・おのざわやすはる)