

日本の住宅ローン証券化の 現状と今後の行方

リスク分散の機能とその活用

〔要 旨〕

- 1 住宅ローン市場では、90年代後半以降、商品設計が自由化され金利が低下傾向となるなかで、固定金利選択型ローンの増加などにより民間金融機関のシェアが広がった。さらに2001年に住宅金融公庫の廃止と証券化支援法人への移行が決定されると、こうした傾向は一層顕著となった。
一方、住宅ローンの証券化が本格化したのは01年ごろからである。01年度に始まった財投改革により市場からの資金調達を求められた住宅金融公庫が、住宅ローン債権担保のMBSを発行し、03年10月には証券化支援事業であるフラット35買取型をスタートさせ、さらに、翌年に保証型も開始した。また、04年ごろから金利上昇予想のもとで民間金融機関による住宅ローンの証券化も増加した。
- 2 住宅ローンは完済までに20～30年程度の長期を要し、この間、金融機関は信用リスクや金利変動リスク、期限前償還リスク等を抱えることになる。住宅ローンの証券化は、こうしたリスクを証券化に参加する業者が分担する仕組みである。貸付金融機関は保有債権をSPVに譲渡し、SPVは住宅ローン債権を基に新たな証券（MBS）を発行し、これを投資家に売却する。この場合、金利変動リスクや期限前償還リスクは投資家が負担することになる。
- 3 住宅ローン証券化の古い歴史をもつ米国では、ファニーメイやフレディマックなどの主導のもとに70年代から住宅モーゲージの証券化が行われている。市場が成長するなかで、モーゲージ・スワップやCMOの組成、TBA取引などの技術革新が進められた。こうしたなかで、金融機関側では、当初の担い手であったS&Lの取扱いシェアが低下し、商業銀行やモーゲージ・カンパニーのシェアが上昇してきた。
- 4 日本の住宅ローン証券化市場の今後を展望すると、本年（07年）4月の住宅金融支援機構の発足や金利上昇傾向のなかで、長期固定金利ローンの証券化は引き続き拡大していくこととなる。証券化のさらなる拡大には、米国にみられるようなCMOの活用や流通市場の整備などが求められよう。こうしたなかで金融機関については、ローン商品は、固定金利選択型や変動金利を主体とする分野を中心に、顧客ニーズに合った商品を開発し、対応していく一方で、超長期固定金利の分野では、リスク管理の観点から証券化商品を活用していくという流れが強まっていくのではないかと思われる。

目次

はじめに

1 日本の住宅ローン市場と

住宅ローン証券化市場の現状

(1) 住宅ローン市場の推移と現状

(2) 住宅ローン証券化市場の推移と現状

2 住宅ローン証券化の手法とその機能

(1) 住宅ローン証券化の手法

(2) 住宅ローン証券化の機能

3 日本の住宅ローン証券化の今後の行方

(1) 米国の住宅ローン証券化の経験

(2) 日本の住宅ローン証券化の今後

はじめに

住宅は、一般的に個人にとって生涯最大の買物であり、住宅にかかる借入は完済までに20～30年程度の長期間を必要とする。この間の経済環境や金融環境の変化により、債務者の返済能力や金利水準なども変化し、貸し手である金融機関はさまざまなリスクを抱えることになる。これらのリスクを一つの金融機関がすべて抱えるには負担が重く、このため、公的部門がある程度関与するというのが、主要国において、これまでにみられた現象であった。

住宅ローンの証券化は、1970年代以降米国において盛んになり、日本においてもここ5年程度の間急速に普及してきた。本稿は、日本における住宅ローン証券化のこれまでの経緯を整理するとともに、リスク管理の観点からみた証券化の機能、それらを踏まえた証券化市場の今後の行方について考察したものである。

1 日本の住宅ローン市場と住宅ローン証券化市場の現状

(1) 住宅ローン市場の推移と現状

戦後の日本の住宅事情は、戦災による住宅不足の解消が急務であり、一方、民間資本は企業の生産力回復に優先配分されたため、政府は1950年に住宅金融公庫（以下「住宅公庫」という）を設立し、住宅を必要とする個人に住宅資金の貸付を行った。

50年代後半から60年代にかけて民間金融機関による住宅金融への参入が続いたが、当時は高度成長のさなかで、民間金融機関の資金供給先は企業部門が中心であり、都銀などの金融機関は、70年代前半に住宅金融専門会社（以下「住専」という）を設立して住宅資金需要に対応した。

70年代後半に高度成長が終焉すると、企業部門の資金需要が鈍化し、都銀などの金融機関は住宅ローンに本格的に取り組むようになった。当時の民間金融機関の住宅ローンは、貸付期間は20年が一般的で住宅公庫（住宅構造に応じて25～35年以内）よりも

短く、金利も固定金利型の場合、住宅公庫よりも高かった。変動金利（長期プライムレート基準）の住宅ローンが都銀や地銀に導入されたのは83年であるが、金利変動リスクが解消されることから貸付期間は最長30年と固定金利のものよりも長いものとなった。80年代後半のバブル期には、景気拡大や住宅地価の上昇もあり、住宅着工戸数は大きく増加し、住宅ローンは住宅公庫、民間金融機関ともに大きく増加した。

バブル崩壊以降の住宅ローンの新規貸出と貸出金残高は第1図のように推移している。93年度から95年度にかけて新規貸出額が大きく増えたが、景気対策として住宅投資の拡大が重視され、住宅公庫の融資枠が広げられたことや、地価下落により住宅価格が低下したことなどが背景にある。90年代後半以降、住宅ローンの新規貸出額が減少傾向となるなかで、新規貸出に占める住宅公庫のシェアが低下し、民間金融機関のシェアが増えてきたが、94年7月に住宅ローンに関する大蔵省通達が廃止され、民間金融機関による住宅ローンの商品設計が自由に行えるようになったことや金利の低下などが影響している。

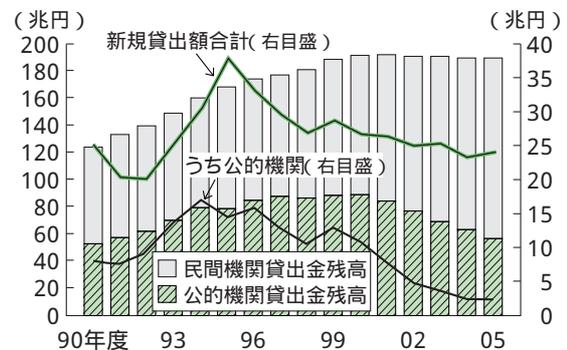
すなわち、住宅ローンの新商品として、94年9月に短期プライムレートに連動した変動金利型住宅ローンが出現し、90年代終わりごろには、借入実施後数年間は固定金利を適用し、その後変動金利等に移行する固定金利選択型ローンなども登場した。こうした新商品

の登場に全般的な金利水準の低下も加わり、民間金融機関の住宅ローン商品の魅力が増した。

こうしたなかで、2001年12月に閣議決定された「特殊法人等整理合理化計画」において、06年度までに住宅公庫が廃止されて証券化支援法人に移行することが決定された。その後は、住宅ローンの新規貸付額に占める住宅公庫のシェアが一段と低下し、民間金融機関にシフトする動きが続いている。

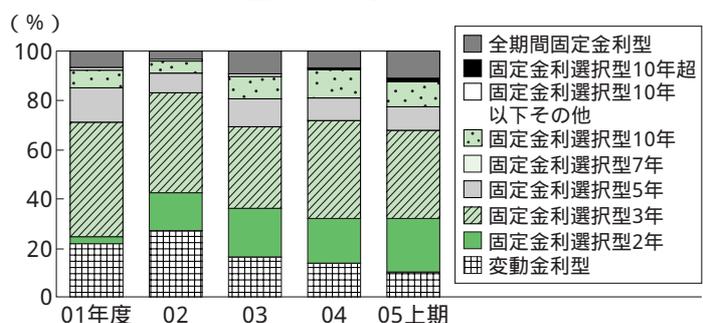
第2図は01年度以降民間金融機関が貸出した金利タイプ別住宅ローン商品のシェアであるが、全般的に固定金利選択型のもの

第1図 住宅ローン貸出金残高と新規貸出額



資料 住宅金融支援機構のホームページ

第2図 民間金融機関の住宅ローンの金利タイプ別シェア



資料 国土交通省住宅局「平成17年度民間住宅ローンの実態に関する調査（民間金融機関向け）結果報告書」

が多く、01年度には、変動金利型と期間3年までの固定金利選択型のローンのシェアが71%を占めており、全期間固定金利のものは6%のシェアであった。05年上期になると、前者のシェアは67%に低下し、後者のシェアが11%に増加した。全期間固定金利あるいは固定金利期間が長いものが増えているのは、先々の金利上昇を予想する向きが増えているためとみられる。

(2) 住宅ローン証券化市場の推移と現状

住宅ローンの貸付期間は最長で30~35年と長期にわたるが、こうした長期の住宅ローンを貸し付ける金融機関の資金調達手段は主として預金であり、定期預金の期間は2年未満のものが多く、長くても6年程度のもので大半である。こうした資金の調達と運用の期間のミスマッチは流動性リスクや金利変動リスクをもたらすこととなるが、こうしたリスクを回避する手段として証券化がある(証券化の仕組みやその機能については2節で詳述)。

日本における住宅ローンの証券化として、古くは1931年制定の抵当証券法に基づく抵当証券がある。抵当権とその被担保債権とを一体化して有価証券としたもので、住宅金融の分野よりもむしろ中小企業金融の分野で利用された。その後、73年の金融制度調査会の答申に基づき、住宅抵当証券制度と住宅ローン債権信託制度が創設された。

住宅抵当証券制度(74年開始)は、金融機関(譲渡機関)が保有している抵当権付

住宅ローン債権を、他の金融機関(譲受機関)に指名債権譲渡方式で譲渡する仕組みであり、譲渡対象債権の明細書が添付された住宅抵当証券が譲受機関に交付されるが、5年経過後買戻し特約が付いており、再譲渡も禁止され、利用は事実上住専にとどまった。住宅ローン債権信託制度(73年開始)は、住専(委託者)が保有する住宅ローン債権を、信託銀行(受託者)に信託し、住専は信託銀行から交付された受益権証券を第三者(信託銀行の年金信託)に譲渡する仕組みであった。住宅ローン債権信託も、譲渡期間は7年で再譲渡は禁止され、発行額は大きくは増えなかった。

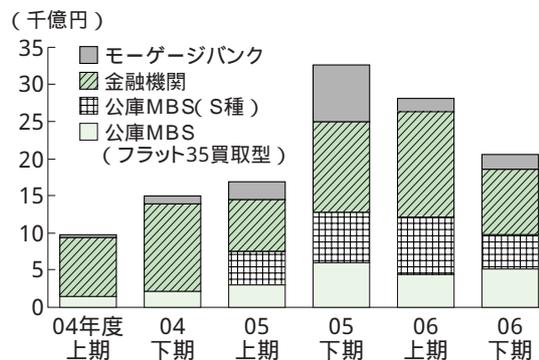
バブル崩壊後の90年代には、住宅ローン債権だけでなく、リース、クレジット債権や一般貸出債権、金銭債権の流動化が関心を集め、これらの債権流動化のための環境整備が進められた。93年にリース・クレジット債権の流動化を認めた特定債権法(「特定債権等にかかる事業の規制に関する法律」)が施行され、98年には証券化対象債権を拡大したSPC法(「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」)や債権譲渡の對抗要件を簡素化した債権譲渡特例法(「債権譲渡の對抗要件に関する民法の特例等に関する法律」)が施行された。また、99年にはサービサー法(「債権管理回収業に関する特別措置法」)も成立した。

上記のような証券化に関する制度の整備が進むなかで、99年ごろから都銀などによる住宅ローンの証券化の動きがでてきたが、こうした流れを本格化させたのが01年

からの住宅公庫による住宅ローン債権担保証券であるMBS(Mortgage Backed Securitiesの略)の発行である。01年度に実施された財政投融资改革において、財投機関は従来の資金運用部を通じた借入から金融市場からの直接調達への転換を迫られたが、こうした制度改革の一環として、財投機関の一つであった住宅公庫は01年3月に上記MBSを発行した。また、同年12月には、06年度までの住宅公庫の廃止と証券化支援事業を行う特別行政法人への移行が閣議決定され、こうしたなかで、住宅公庫は、03年10月に証券化支援事業(フラット35買取型)を開始し、04年10月には証券化支援事業の拡大策としてフラット35保証型もスタートさせた。

民間金融機関においては、住宅ローン証券化の最大のねらいは金利変動リスクの回避であるが、金利は99年から始まったゼロ金利政策によって長期にわたり低位をたどったが、その後の景気の回復傾向を背景に03年ごろからゼロ金利政策の解除、すなわち、金利上昇が展望されるようになった。こうした情勢を背景に、民間金融機関による住宅ローン証券化の動きが活発化し、05~06年度には、年間5兆円規模で証券化が行われたが、民間金融機関による証券化が半分程度のシェアを占めており、モーゲージバンクなどのノンバンクによる証券化も増えている(第3図)。このように、日本における住宅ローンの証券化は、01年ごろから本格化し、直近5年程度の間急速に成長してきたということができよう。

第3図 オリジネーター別の住宅ローン証券化動向



資料 日本証券業協会「証券化市場の動向調査」

2 住宅ローン証券化の手法とその機能

(1) 住宅ローン証券化の手法

住宅ローンの業務は、住宅取得希望者から借入申込を受け付けて、これを審査し、融資契約や担保提供契約等を締結して貸付を実行し、当初返済条件に沿って元利金の返済を受け、元本が完済されることで終了する。貸付実行から元本完済までには、20~30年程度(最長35年)の長期間を要する。

住宅ローンの証券化は、住宅ローン債権を保有する金融機関が、オリジネーターとしてその債権をSPV(Special Purpose Vehicle、住宅ローン債権などをプールする媒体のこと)に譲渡し、SPVは譲渡された債権を裏付けとして新たな証券を発行し、これが投資家に販売されることによって金融機関が住宅ローンの債権を回収する仕組みである。住宅ローン債務者からの元利金回収業務は、サービサーとして貸付金融機関が行うことが多く、回収された元利金は

SPVを通じて投資家に支払われる。

SPVとしては、信託やSPC (Special Purpose Company, 証券化を目的として設立される会社のこと)、組合などが使われるが、近年では信託銀行がこうした役割を果たす場合が多い。この場合、オリジネーターである金融機関を委託者とし、信託銀行を受託者とする信託契約が締結される。住宅ローン債権の譲渡を受けた信託銀行は、金融機関に対し信託受益権証券を発行するが、信託受益権は格付けを高めるための信用補完措置として、優先受益権と劣後受益権と

(注1) に分けて、優先受益権を投資家に販売し、劣後受益権はオリジネーターである金融機関が保有するケースが多い。(注2) 優先受益権証券は、いったん

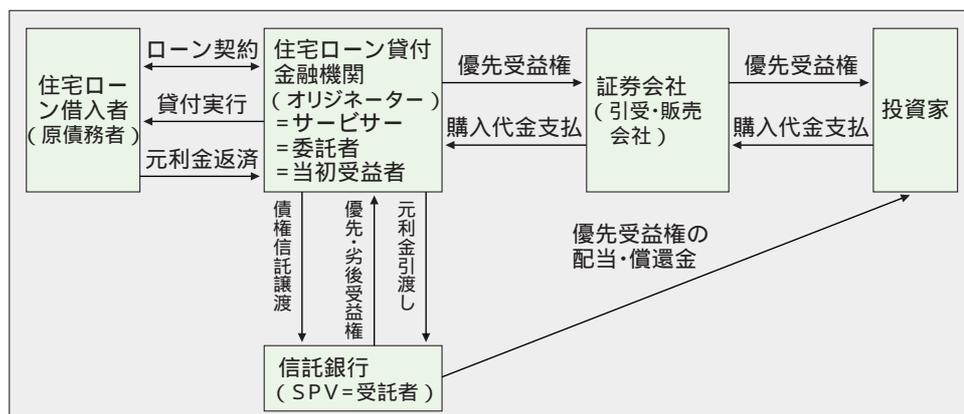
証券会社が引き受けて投資家に販売していくことになる。

サービサーの業務は、受託者である信託銀行との契約によりオリジネーターである金融機関が行う場合が多く、回収された元利金は金融機

関から信託銀行に渡され、さらに信託銀行から投資家に配当や償還金として支払われる(第4図)。このほか、優先受益権証券をSPCに売却し、これを基にSPCが発行する社債を投資家に販売するという形態をとる場合もある。

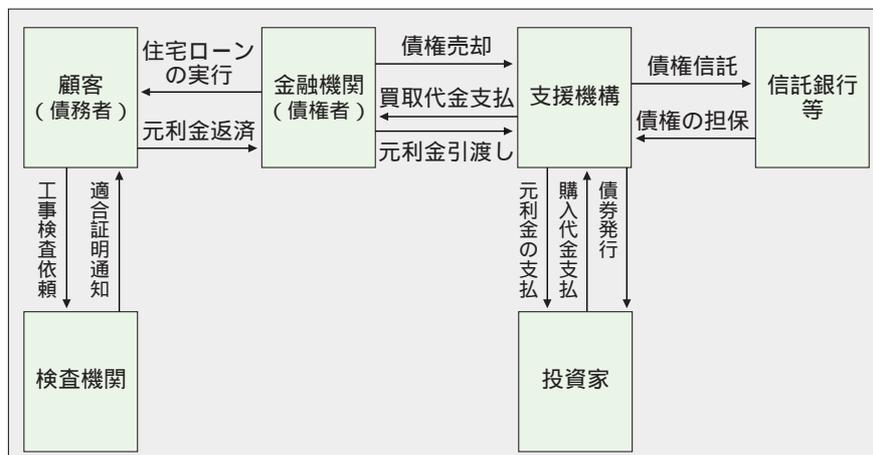
民間金融機関が行う住宅ローン証券化の手法は以上のようなものであるが、住宅公庫が03年10月から実施した証券化支援事業(フラット35買取型)は、上記のものとはやや異なっており、その仕組みは第5図のようになる。なお、住宅公庫は07年4月に独

第4図 住宅ローンの証券化の仕組み



資料 大類雄司・格付投資情報センター(2006)の120頁(図表3-4)などを参考に筆者作成

第5図 住宅金融支援機構の証券化支援事業(買取型)の仕組み



資料 住宅金融公庫業務部(2003)11頁を参考に筆者作成

立行政法人住宅金融支援機構（以下「支援機構」という）に移行しており，第5図では支援機構として表示している。

フラット35買取型では，金融機関は顧客（債務者）に対し長期固定金利の住宅ローンを実行するが，ローン実行は，顧客が検査機関に工事の検査依頼をし，適合証明通知が発行されたものに限られる。金融機関はローン実行後住宅ローン債権を支援機構に売却し，支援機構は買い取った債権を信託銀行に投資家への元利金支払の担保として信託する。支援機構は信託した住宅ローン債権を担保とするMBSを発行し，投資家に売却する。投資家はMBS購入代金を支援機構に支払い，支援機構はこれを金融機関に支払う。一方，支援機構は元利金回収業務を金融機関に委託し，金融機関はサービサーとして元利金を回収して支援機構に引き渡し，支援機構から投資家に支払われる。

04年10月から開始された保証型の仕組みは，次のようなものである。支援機構が定める債務保証特定保険の付保基準を満たす住宅ローンを民間金融機関が顧客に対して融資を実行し，支援機構はこの融資に対して，審査したうえで債務保証特定保険を付保する。民間金融機関は付保された住宅ローン債権のプールを信託銀行に信託譲渡し，信託銀行は民間金融機関に対して信託受益権を交付する。民間金融機関は信託受益権をSPCに売却し，SPCは信託受益権を裏付けとするMBSを発行する。支援機構はMBSの元利金支払いを保証し，支援機

構の保証の付いたMBSが投資家に売却される。

（注1）信託財産からの配当金や償還金の支払いが，信託財産を構成する資産のキャッシュフローから行われる時に，その配当金や償還金の支払いが優先的に受けられる部分と，配当金や償還金の支払いに劣後する部分とを設ける場合，優先的に受けられる受益権を優先受益権といい，劣後する場合の受益権を劣後受益権という。優先受益権は高い格付けが得られ，投資家のニーズも大きい。

（注2）劣後受益権を金融機関が抱えた場合の新BIS規制（バーゼル）上の取扱いとしては，劣後受益権がリスク計測の対象となり，たとえば，標準的手法を用いる場合には自己資本控除の取扱いとなる。

（2）住宅ローン証券化の機能

a 業務のアンバンドリング

証券化によって住宅ローンの業務は次のように分解される。

第一は，借入申込受付から契約締結，貸付実行までの業務であり，前掲第4,5図に即していえば，貸付金融機関（オリジネーター）が担当する。

第二は，オリジネーターから譲渡された住宅ローン債権をプールして管理し，これを裏付けとして新たな証券（MBSないしは信託受益権）を発行し，その証券の元利金を支払う業務である。第4図の場合には信託銀行がこれを行い，第5図の場合は支援機構が行うが住宅ローン債権の担保管理は信託銀行が分担する。

第三は，借入者から当初スケジュールに沿って元利金の回収を行う業務であり，こうした業務を行うサービサーはオリジネーターが兼ねるのが一般的で，第4,5図では貸付金融機関が行う。

第四は、その証券を購入する投資家を見つけてこれを販売する業務であり、証券会社に対応する。第五は、こうした証券に投資する業務であり、投資家が行う。

これらの業務は、それを遂行することに伴ってコストが発生し、業務の遂行者はコストに見合う収益を得ることになる。住宅ローンに関するコストには、資金調達コスト（これはリスクフリー・レートと金利変動リスクプレミアムに分解される）、期限前償還リスクを負担するコスト（期限前償還リスクプレミアム）、借入者にかかる信用リスクを負担するコスト（信用リスクプレミアム）、オリジネーターやサービサー、SPV、証券会社がそれぞれの業務を遂行するコストなどがある（第6図）^(注3)。

証券化が行われない場合には、コストは貸付金融機関が負担するが、証券化が行われると、これらのコストはそれぞれの業務の担い手が分担する。前掲第5図の支援機

構による証券化事業に即して考えると、資金調達コストと期限前償還リスクプレミアムを負担するのは本来的には支援機構であるが、最終的に支援機構が発行するMBSを取得する投資家に転嫁される。投資家がどのような金利水準でMBSを購入するかによって資金調達コストが決まってくる。次に、信用リスクプレミアムを負担するのは支援機構である。その他の事務コストについては、オリジネーターやサービサーの業務にかかるコストは金融機関が負担し、SPVに関連するコストは信託銀行が負担する。また、MBSを販売するコストは証券会社が負担する（第6図ではその他コストに含まれる）。

上記のそれぞれの業務の遂行者はそのコストに見合う収益を得ることになるが、証券化にかかる収益配分の原因となるのは、借入者が支払う元金と各種手数料である。支援機構が行っているフラット35につ

いて考えると、07年4月の場合、民間金融機関が融資する平均金利は3.018%であり、この金利に相当する利息と元本が、借入者からサービサーである民間金融機関に支払われる。民間金融機関から支援機構が債権を買い取る金利である「提示金利」は2.76%であり、この差である0.258%（3.018% - 2.76%）がサー

第6図 住宅ローン証券化にかかるコスト分担(支援機構MBSの場合)

コスト全体		オリジネーター =サービサー	SPV= 信託銀行等	支援機構	投資家
利潤・ 事務 コスト	オリジネーションコスト	オリジネーションコスト			
	サービシングコスト	サービシングコスト			
	SPV関連費用		SPV関連費用		
	その他			その他コスト	
信用リスクプレミアム				信用リスクプレミアム	
期限前償還リスクプレミアム					期限前償還リスクプレミアム
金利変動リスクプレミアム					金利変動リスクプレミアム
リスクフリー・レート					リスクフリー・レート

資料 筆者作成

ビサーの手数料となる。

次に、支援機構が発行するMBSの利回りは2.13%であり、投資家は2.13%でMBSを取得する。提示金利とMBS利回りとの差である0.63%は支援機構の収益となるが、信用リスクプレミアムや支援機構の事務費等のほかSPVである信託銀行の資産管理手数料や証券会社のMBS引受・販売手数料などがこれによって負担される。

b 証券化のコスト分析

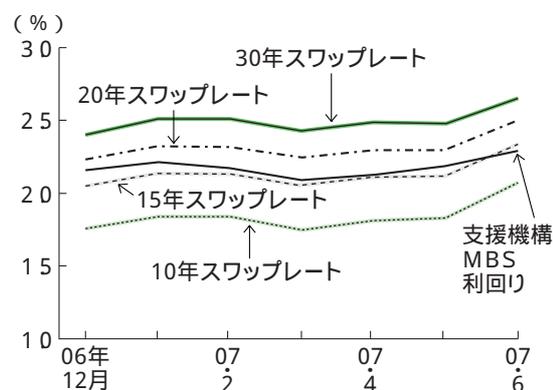
次に、住宅ローンを証券化した場合のコストを、金融機関が住宅ローンを貸付して償還まで保有した場合のコストと比較して^(注4)考えてみる。

まず、コストのなかで大きな割合を占める資金調達コストと期限前償還リスクプレミアムについてみると、証券化の場合は金利変動リスクや期限前償還リスクを含むMBSを投資家が購入するため、MBS発行体にとってはMBS発行利回りがこれらの^(注5)コストとなる。

一方、金融機関が預金で資金調達して住宅ローンを融資する場合は、金利変動リスクと期限前償還リスクを金融機関が抱えることとなる。金利変動リスクを除くために金利スワップを組むとすると、スワップレートと預金関連事務費用（金利費用を除く預金業務にかかる諸費用で預金保険料や準備預金コストを含む）が金融機関の資金調達コストになる。

支援機構MBSの場合、支援機構公表のMBS償還モデルでは、最終返済年限は35

第7図 スワップレートとMBS利回りの推移



資料 住宅金融支援機構、日本経済新聞社調べ
(注) MBS利回りは債権買取月の翌月発行のもの。

年であるが、^(注6)月次パススルー方式を採用し、期限前償還がない場合の加重平均償還期間は20.5年、期限前償還率5%の場合の加重平均償還期間は13.1年^(注7)である。10、15、20、30年のスワップレートと支援機構MBS発行利回りを比べると、20年と30年のスワップレートはMBS利回りよりも高く、15年スワップレートとMBS利回りはほぼ同水準であり、10年スワップレートはMBS利回りよりも低い（第7図）。10年スワップレートの場合でも、MBS利回りとの差は0.3~0.4%程度であり、前記の預金関連事務費用^(注8)を考慮するとその差はかなり小さくなるか、場合によっては逆転することもあり得る。なお、金利スワップを組む場合においては、返済キャッシュフローに見合った形でスワップを組むことは現実的に難しいことや、期限前償還リスクは依然金融機関が抱えているといった点を考慮する必要がある。

次に、民間金融機関が信託方式を利用して保有する住宅ローン債権を証券化する場合には、優先受益権証書は支援機構MBS

と同水準の格付けの取得が可能である（従って、資金調達コストはほぼ同じ）が、民間金融機関は劣後受益権を抱えることになる。

これらを勘案すると、超長期固定金利にかかる資金調達コストとしては、MBS発行利回りに優位性があるものと思われる。その要因として、債券発行を通じて金利変動リスクを吸収可能な生保や年金等の機関投資家の資金を呼び込めることや、担保が比較的良質な住宅に特定されていること、公的機関であるという性格が金利に反映されること（暗黙の政府保証）などがあげられよう。

一方、信用リスク管理については、支援機構よりも金融機関の方にノウハウがあり、金融機関が審査の過程で信用リスクの低い顧客に絞り込むことにより信用リスクプレミアムを低下させてコストを下げるといった方法も考えられる。

以上のように、信用リスク管理については金融機関の方にノウハウがあるが、金利変動リスク等を含む資金調達コストは、超長期固定金利のものについては、証券化商品に優位性がある。近年、メガバンクをはじめフラット35を取り扱う金融機関が増えているが、上記のような点が背景にあるものと思われる。

（注3）証券化によるコスト分解については、大類雄司・格付投資情報センター（2006）188頁などを参照。

（注4）証券化によるコスト分析については、川口有一郎（2006）などを参照。

（注5）MBS発行利回りのほかに、MBS発行費用もコストとなるが、MBS発行費用が発生するの

は主として発行時であり、与信期間全体に割り振ればあまり大きなものではない。

（注6）月次パススルー方式は、毎月回収される元利金から手数料等を差し引いたものを投資家に支払う方式。

（注7）住宅金融支援機構「貸付債権担保住宅金融支援機構債券の概要」（2007年6月）8頁。

（注8）預金関連事務費用の正確な算出は難しいが、人件費や物件費などの営業経費の3分の1が預金業務に関連するものと仮定して、全銀協「全国銀行財務諸表分析」の最近年度の数値を使って計算（営業経費の3分の1 / 預金・譲渡性預金・債券の平均残高）すると、全国銀行ベースで0.3～0.4%程度になる。

3 日本の住宅ローン証券化の今後の行方

（1）米国の住宅ローン証券化の経験

日本における本格的な住宅ローン証券化の歴史は浅く、今後の展開について考えるには、この分野で古い歴史を持つ米国の経験を振り返ってみることが有益であろう。

米国の住宅金融の担い手は、古くは19世紀前半に設立されたS&L（貯蓄貸付組合、Savings and Loan Association、の略）であり、地域住民の貯蓄性預金を原資に住宅貸付を行っていた。当時の商業銀行は、個人預金のほかに企業の短期預金を受け入れ、商工業貸付を主体に業務を行っており、長期の住宅貸付への志向は薄かった。1929年に始まった大恐慌下、S&L支援のために連邦政府は32年に全米12地区に連邦住宅貸付銀行（Federal Home Loan Bank）を設置し、一方で、全国住宅法（National Housing Act of 1934）^{（注9）}に基づき、1934年に住宅モーゲージの保険を取り扱う連邦住宅庁（Federal

Housing Administration, FHA) を設立し、1938年に住宅モーゲージ買取機関としてFNMA (連邦抵当金庫, Federal National Mortgage Association, の略) を設立した。

1960年代後半から70年代にかけてインフレ・高金利が進行し、S&Lは預金金利上限規制が存在したため資金流出が顕著となり、住宅モーゲージ貸付にも影響が出てきた。政府は証券化政策によってこれに対応することとし、68年にFNMAを民営化してモーゲージの買取りに自由度を与えとともに、住宅都市開発庁のなかにGNMA (政府抵当金庫, Government National Mortgage Association, の略) を設立して、FNMAの一部機能を引き継がせた (民営化されたFNMAは通称ファニーメイと呼ばれ、GNMAはジニーメイと呼ばれる)。さらに、70年にFHA・VAの^(注10)保険の付かないコンベンショナル・モーゲージを買い取る民営機関としてFHLMC (連邦住宅貸付抵当公社, Federal Home Loan Mortgage Corporation, の略, 通称フレディマック) を設立した。今日の米国の住宅ローン証券化市場を支える3つの機関 (FNMA, GNMA, FHLMC) は、GNMAが純粋な政府機関であるのに対し、FNMAとFHLMCは、政府の規制は受けるが民営化された機関であり、GSE (政府関連機関, Government Sponsored Enterprise, の略) と呼ばれている。

米国における最初のモーゲージ担保証券は、1968年にGNMA保証によって発行されたパススルー証券である。これは、FHA・VA保険の付いたモーゲージを貸付

金融機関がプールして、これを基にパススルー証券を発行し、投資家に対する元利金の支払いをGNMAが保証するものである。これに対し、GSEの保証するパススルー証券はFHLMCが71年に、FNMAが81年に発行した。これらは基本的な仕組みはGNMAのものと同じであるが、FHLMC, FNMAが買い入れたFHA・VA保証が付かないコンベンショナル・モーゲージを対象に発行された。

80年代には高金利が続くなかで、モーゲージ市場にもさまざまな変化が出てきた。第一に、モーゲージ・スワップの普及がある。これは、民間金融機関などが持つ低クーポンのモーゲージをFHLMCあるいはFNMAのパススルー証券と交換する手法であり、金利変動のなかで証券化をスムーズに行う手法として80年代初めに導入された。

第二は、CMO (Collateralized Mortgage Obligation) である。パススルー証券は債務者から支払われる元利金そのまま投資家に支払われるが、CMOは債務者から支払われるキャッシュフローをSPVにおいて加工し、利率や平均残存年限などを投資家のニーズに合わせて加工したものである。83年に初めて発行され、その後急速に拡大した。CMOの一形態として、ストリップMBSがあるが、これは、モーゲージプールからのキャッシュフローを、利子部分だけを配分するものと元本償還分だけを配分するものに分けたもので、86年にFNMAが初めて発行した。

第三は、TBA (To Be Announced) 取引の普及である。通常、モーゲージ証券の売買は、プール番号を指定して取引されるが、TBA取引は、FNMAやFHLMCなどのエージェンシーが発行するMBSについて、約定段階では、エージェンシー名や期間、クーポンなどの条件のみを指定するにとどめ、決済日の2日前までにプール番号を通知するものである。小口取引の流動性を高める手法として普及している。

以上のように、証券化が進む過程でさまざまな技術革新がなされ、これによって証券化がさらに促進されるという現象がみられた。今日、米国のモーゲージ貸出金残高のうち証券化されたものの割合は6割近くに達している(第8図)。こうしたなかで、住宅ローン債権を供給する金融機関の側では次のような変化がみられた。

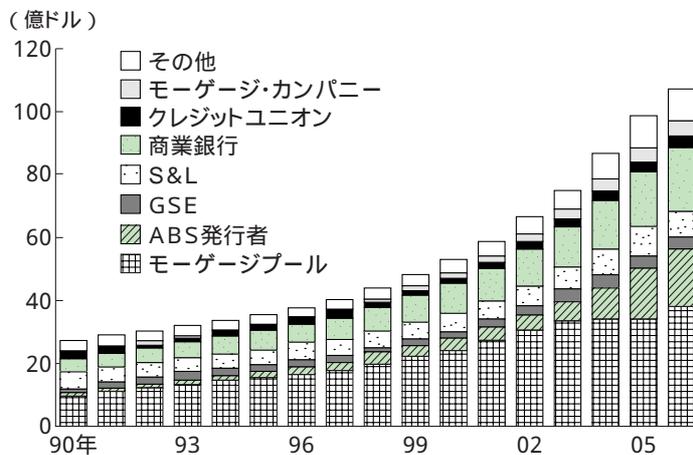
住宅モーゲージの初期の担い手であったS&Lは、80年代前半の歴史的な高金利時に預金流出や逆ざやを主因とする経営危機を

招いた。政府は、預金金利規制の緩和や新金融商品の認可、資金運用規制の緩和などによってこれに対応したが、こうした規制緩和の結果、S&Lは、80年代後半から90年代前半にかけて不良債権の増加による新たな経営危機を発生し、大規模な再編を余儀なくされた。

一方、商業銀行は、証券化の普及によって住宅モーゲージ貸付にかかるリスク管理が容易となり、70年代以降住宅金融分野へ本格的に進出するようになっていたが、80年代には、変動金利ローンの導入やホームエクイティ・ローンの拡大^(注11)、商工業貸付の伸びの鈍化などもあり、リテール分野に本格的にシフトするようになった。特に、S&Lが経営危機に陥った80年代後半から90年代前半にこうした傾向が顕著となり、93年には商業銀行の住宅モーゲージ貸付残高は、S&Lを上回るようになった(同図)。

商業銀行の住宅ローン分野への進出とともに、モーゲージバンクやモーゲージブローカーなどのモーゲージ・カンパニーの進出も顕著であった。モーゲージ・カンパニー自体は、農業モーゲージなどをオリジネートし、生命保険会社などに転売する業者として古くから存在していたが、住宅モーゲージの証券化が普及してくると、その活動の場が一層広がった。特に、80年代の高金利時や80年代後半から90年代初めのS&Lや商業銀行の再編のなかで、モーゲージ・カンパニーは、クレ

第8図 米国のホームモーゲージの所有者別内訳



資料 FRB, Flow of Funds Account

ジットクランチなどに遭遇することなく業務を拡大させた。その後、モーゲージ・カンパニーは、大手商業銀行やノンバンクによる系列化が進んだが、近年では、MBSをアレンジする投資銀行がモーゲージ・カンパニーを系列化する動きが目立っている。

以上のような米国における住宅モーゲージの証券化の進展と、この間の金融機関の対応を整理すれば、次のようになる。

第一に、証券化市場の成長の過程でモーゲージ・スワップやCMOの組成、TBA取引などの技術革新がなされ、それが市場の成長につながったこと、第二に、S&Lが高金利時の逆ザヤを主因にシェアを低下させる一方で、商業銀行は証券化を活用する形で住宅ローン市場におけるシェアを拡大してきたこと、第三に、証券化によってモーゲージ・カンパニーなどのノンバンクが成長し、投資銀行などの参入が増えてきたことなどである。こうした現象は、日本の住宅ローン市場の今後を考えるうえで参考となる。

(注9) 住宅モーゲージとは、住宅にかかる借入手形や担保契約証書、保険証書などの書類一式で、譲渡可能になったものをいう。

(注10) VA (Department of Veterans Affairs, 退役軍人省) 保証は退役軍人の住宅借入に対するVAの保証。

(注11) ホームエクイティ・ローンは、住宅を担保とする用途自由の貸付で、住宅モーゲージの一種であるが、住宅取得のための貸付ではない。住宅ローンの返済が進むにつれて増加する担保余力を利用したもので、86年の税制改正で金利経費が税額控除となり利用が増えた。

(2) 日本の住宅ローン証券化の今後

前掲第1図でもみられるように、住宅着工戸数の減少傾向等を反映して、住宅ローン残高は頭打ち傾向にある。一方、日本の住宅ローン証券化市場は、本格的にスタートして5年程度が経過したところであり、本年4月から支援機構がスタートしたこともあり、今後市場の拡大が予想される。

今後の日本の住宅ローン証券化市場について、需要と供給の両面から考えてみる。第一に需要側の動向では、ここ数年の証券化商品の消化状況をみると、証券化商品に対する投資家の需要は根強いものがある。これは、支援機構のMBSの場合格付はAAA格で利回りは類似の期間の国債利回りに比べて高いこと、住宅ローン債権を担保とする民間の証券化商品でも優先劣後構造が設けられることで格付も上昇し、利回りも国債に比べて高いことなどから、生保などの大手機関投資家や銀行などがMBSへの投資を増やしている。今後のさらなる需要拡大のためには、米国にみられるCMOのような投資家ニーズにあった発行形態の多様化や流通市場の整備などが求められる。

第二は、供給側の動向であり、証券化商品の発行がどれだけ増えるかといった問題である。これには、フラット35による借入がどれだけ増えるか、あるいは、金融機関が持つ既存住宅ローン債権の証券化ニーズの大きさにかかってくる。この点には、今後の金利環境が影響してこよう。長期的視野で見れば、金利は長く続いたゼロ金利か

ら脱却して上昇方向にあり、こうした環境下では、フラット35のような長期固定金利の借入は増える傾向にある。また、長期固定金利の住宅ローン債権を保有する金融機関も、金利上昇リスクのヘッジのために証券化を行う機会も増えてくると思われる。こうした環境下で取引が円滑に行われるには、米国で行われているTBA取引のような手法も参考になる。

第三は、住宅ローン証券化の広がりに対する金融機関の対応についてである。近年、競争激化により住宅ローンの採算性は低下してきているが、金融機関にとって、住宅ローンは個人取引における中核的な商品であり、特に、地域金融機関にとっては住宅ローンの拡大は戦略的にも重要である。

一方、2節でみたように、住宅ローンはきわめて長期間にわたる貸付であり、その分リスクも大きい取引である。住宅ローンの証券化は、こうしたリスクを証券化にかかわる業者に分散する手法であり、証券発行を通じて金利変動リスクを吸収可能な生保や年金などの機関投資家の資金を呼び込むことなどのメリットがある。これらを勘案すると、金融機関については、ローン商品は、固定金利選択型や変動金利を主体とする分野を中心に顧客ニーズに合った商

品を開発し対応していく一方で、超長期固定金利の分野では、リスク管理の観点から証券化商品を利用（金融機関はオリジネーターやサービサーとして参加）していくという流れが強まっていくのではないかと思われる。

<参考文献>

- ・井村進哉（2002）『現代アメリカの住宅金融システム』東京大学出版会
- ・小野沢康晴（2003）「わが国における住宅ローン証券化市場の現状と展望」（1, 2, 3）『金融市場』5, 6, 7月号
- ・大類雄司、格付投資情報センター（2006）『住宅ローン証券化のすべて』日本経済新聞社
- ・片桐謙（1995）『アメリカのモーゲージ金融』日本経済評論社
- ・川口有一郎（2006）「住宅金融公庫の住宅ローン証券化に関する一考察」住宅金融公庫総務部広報課『住宅金融月報』3月号
- ・住宅金融公庫業務部（2003）「住宅金融公庫による証券化支援事業の実施について」住宅金融公庫総務部広報課『住宅金融月報』11月号
- ・住宅金融公庫業務部（2004）「住宅金融公庫による証券化支援事業の拡充について」住宅金融公庫総務部広報課『住宅金融月報』11月号
- ・高橋正彦（2004）『証券化の法と経済学』NTT出版
- ・Robert Van Order（2000）, The U.S. Mortgage Market : A Model of Dueling Charters, Journal of Housing Research, Volume 11, Issue2, Fannie Mae Foundation 2000.
- ・Alan M. White（2004）, Risk-Based Mortgage Pricing : Present and Future Research, Housing Policy Debate Volume 15 Issue3, Fannie Mae Foundation 2004.

（専任研究員 鈴木 博・すずきひろし）

