

# 住宅金融公庫の改革と今後の住宅金融の在り方

住宅金融公庫長田参事役の講演より

## 要 約

住宅金融公庫廃止後も、民間金融機関による長期固定の住宅ローンは難しい。今後は公庫が新規融資を抑えその分民間との協調融資を増やし、それに公庫が融資保険を設定する形が現実的だろう。住宅金融に伴う調達運用のミスマッチを回避するため、預金を原資としないローリスク・ローリターン型の制度を確立すべきである。そのモデルとしてドイツの抵当銀行が考えられる。

当総研では今年度「わが国の住宅金融の将来像」を探ることを目的に、内外の住宅金融についての実態調査やヒアリング研究会を実施していく予定である。今回は、4月3日に住宅金融公庫業務企画室の長田参事役に「住宅金融公庫改革の課題と協調融資」というテーマで講演いただき、本レポートはその内容を中心にとりまとめたものである。

## 個人貯蓄を原資とする貯蓄金融機関が住宅金融の主たる担い手

欧米各国において住宅金融の中心は、個人貯蓄を源泉とする貯蓄金融機関により担われてきた。個人貯蓄は、企業預金や決済資金と比較して、継続的かつ安定的であるため長期に資金が固定する住宅金融として優れていた。

英国ではビルディング・ソサイティ（住宅貸付組合）が、70年代位までは住宅金融においてほぼ独占的な地位にあった。米国でも同じく70年代までは、S&L（貯蓄貸付組合）や相互貯蓄銀行が住宅金融専門機関としての中心的な役割を担った。ドイツでは州ごとに貯蓄銀行があり、現在でも住宅ローンにおいて1/3程度のシェアを持っている。

これに対し決済資金を原資としている商業銀行では、資金量も調達金利も景気変動を受けやすいため、住宅ローンの供給は困難と考えられていた。しかし、その後商業銀行においても次

第に個人貯蓄が増加、定着し、また住宅金融に関連する税制上の優遇措置適用もあって、住宅ローン業務が拡大していった。一般に「貯蓄金融機関の普銀化」とされる動きは、実態的にはこうした背景から商業銀行が貯蓄金融機関にイコール・フットイングしてきたともいえる。

## 米国における証券化の背景

個人貯蓄を住宅ローンの原資とすることに利点があるものの、短期の貯蓄預金を調達し長期固定で、価格変動のある住宅に貸し付けることは大きなリスクがある。金利上昇局面では貯蓄は流動性預金（待機資金）にシフトする一方で、住宅ローンは借り急ぎにより貸出は増加する。反対に、金利下降局面では、貯蓄は定期にシフトし、ローンの借換えが進むなど、住宅ローン借入者と預金者の行動にはミスマッチが本来的に内在している。

米国では70年代末のレーガノミックスによる歴史的な高金利の時期、こうした問題が表出した。当時、住宅金融の中心にあったS&Lにおいて激しい資金流出が発生し多くが経営危機に陥った。S&Lは貯蓄以外の調達手段を持たなかったため、住宅ローンを売却し資金を確保せざるを得なかったが、高金利の状況では住宅ローンは額面を大きく割り込む価格でしか売れず大きな損失が発生した。

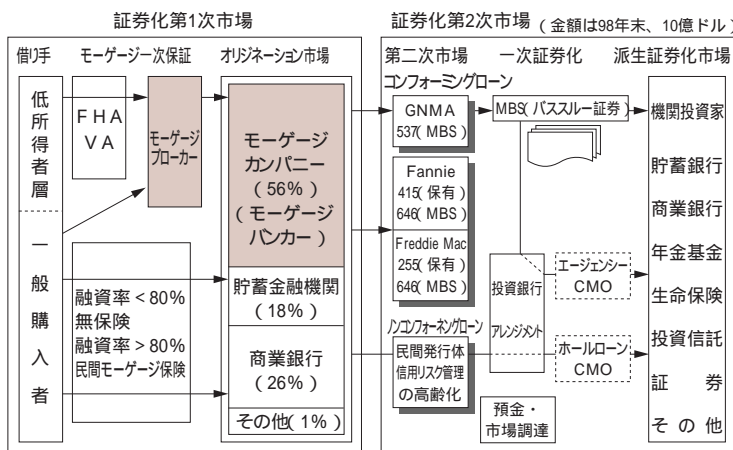
こうした状況下、S&Lの住宅ローン業務を代

替する形で、証券化の手法による住宅金融システムが導入され拡大していった。米国で証券化が進んだ要因は、このような大きな金利変動や金融機関の構造、規制の外に、広大な国土での資金偏在を均す機能が必要で住宅ローン債権の売買が戦前から一般的であったこともある。

### モーゲージ・カンパニーの役割

現在、米国では借換えを含めた住宅ローンの5割強が、証券化を前提にしたモーゲージ・カンパニーによって実行（オリジネーション）されている（図1）。貯蓄金融機関等は、地域情報に詳しく新規の住宅取得向け融資では依然相当のシェアを持っているが、メインの供給者ではなくなっている。

図1 米国における証券化市場の流れ



資料 住宅金融普及協会『欧米の住宅政策と住宅金融』

モーゲージ・カンパニーは貸出専門のノンバンクであり、機能によりモーゲージ・バンカーとモーゲージ・ブローカーの2種類に分けられている。

モーゲージ・ブローカーは不動産に近い存在であり、顧客にどの住宅ローンが適しているか紹介し、住宅ローンの申し込みと担保となる住宅が取扱機関の条件に適合するか審査し、融資実行機関に取り次ぐことで手数料を得ている。

モーゲージ・バンカーは、証券化を前提に市

場資金や銀行借入で調達し自ら融資する、もしくはモーゲージ・ブローカーが申し受けたローンを実行し買取る。そうしたローンを、ファニーメイやフレディマックなどの政府系金融機関（GSE）に持ち込み内容のチェックを受け、証券化債券としてマーケットに転売することで貸出資金を回収する。

実はこうしたモーゲージ・バンカーの一連の活動は、彼らが主体にやっているというよりは、モーゲージ担保証券（MBS）等を組成、販売する投資銀行のコントロールの下にあるとみる方が正しい。例えば、投資銀行が投資家に対して「3ヶ月後に金利7%で10億ドル」の証券発行を決めると、投資銀行はモーゲージ・バンカーから発行条件に合う住宅ローンを購入する契

約を取り交わす。モーゲージ・バンカーはその対価として金融環境に応じて最大でローン貸付額の2%まで手数料を得る一方、債券発行までの3ヶ月間の金利変動のリスク（パイプラインリスク）を負うことになる。

モーゲージ・バンカーはこの手数料を基に、自身又はモーゲージ・ブローカーを使って住宅ローンを全米から集める。例えば、金利低下局面においてモーゲージ・バンカーは借換え推進のために、多数のパートタイマーを雇って個別訪問を行うようなことも行う。また、契約したローン

を確保するため、状況によっては自らの手数料を削って赤字でもローンを確保しなければならない。モーゲージ・バンカーの金利設定には“POINT（ポイント）”という項目があり、これで金利調整し必要とするローンを確保する。

米国ではモーゲージ・カンパニーの対象となる住宅ローンは固定金利が中心であるのに対し、貯蓄金融機関や商業銀行では民間保険付きの変動金利ローンを供給している。また、証券化されるローンは借換えの比重が高く、ローン利用

者は変動金利で住宅を取得し、金利低下局面で固定金利に借り替える行動が一般化している。

証券化のシステムは安定的なのだろうか？

従来金融機関の内部で行っていた住宅ローン運用と調達の間変換とリスク管理を、米国では証券化を通じ市場と投資家が担うようになってきている。しかし、これによって米国の住宅金融システムの方が安定的、効率的だとはいえない。

現在、MBSを購入し金利変動リスクを引き受ける投資家のプレミアムは、国債に対し約2%を上回っている。また、証券化・販売過程の手数料が1%程度かかっている。米国はアンバンドリングにより、住宅ローン業務はモーゲージ・カンパニー、投資銀行、GSE、サービサー、保険・保証機関等に分化しており、それぞれがスプレッドを取る仕組みになっており、証券化のコストは安くはない。

いま米国では金利上昇局面を迎える中で、MBSから投資家が逃げ出している。住宅価格も高騰していたため、ホームエクイティ・ローンなどにより担保価格ぎりぎりまでローンが組まれている。こうしたなかで、果たして今後証券化スキームがうまく機能するのか検証されていない。最も懸念されるのは、金利上昇期に繰上償還が止まり、予定された元金返済が遅延するリスクであり、この場合国債下落を増幅する損失を債券保有者にもたらすことになる。

証券化を前提にした米国の住宅金融システムは5年、10年といったタームでみると現在転換点に入ってきているのではないかと思われる。例えば、ファニーメイのMBS発行は1988年がピークで以後頭打ちとなっており、オンバランスによる普通社債を発行し住宅ローン業務の比重を高めている。

また、近年GSEが政府信用により有利に資金調達し証券化商品を大量購入し巨額の利益を上げるようになってきている。ファニーメイに関しては、99年にMBS保証・証券化額と購入額分が

逆転しており、昨年は6,000億円に上る収益を計上している。

米国自身も彼らの住宅金融制度が効率的だといっているわけでない。現実には、S&Lを救済する必要など、米国独自の環境条件により制度が形作られ定着してきた。国民にしても、利子を全額所得控除してくれるので、現行制度に不満が無いというのが実情であろう。

ドイツの制度はより安定的である

ドイツの住宅金融制度は欧州の中でも最も成功している。ドイツのモーゲージバンク（抵当銀行）は米国のそれとは全く異なっており、融資不動産全体をプール化しそれを担保に債券発行（抵当ファンドブリーフ債、自治体向けには公共ファンドブリーフがある）を行う金融機関である。

ファンドブリーフには担保査定価格の6割のローンしか組み込まないなど融資基準が厳しく、かつそのキャッシュ・フローと一致するように長期、短期の資金調達を組み合わせる厳密なALM管理がされている。この仕組みを背景に、金融環境の変化に応じて資金調達と融資条件の双方をリンクさせながら見直しを行っており、また国際金融市場で起債を行うなど調達の多様化が図られている。さらに市場の厚い5年債の発行を定期大量に行い、金利スワップによる期間対応を図ることで資金調達コストの削減効果を上げている。このような措置により、ファンドブリーフは信用度、流動性が高く、その利回りは国債+0.5%程度である。

なお抵当銀行は、ファンドブリーフとは別に区分経理した銀行勘定による第二順位の住宅ローン業務も行っており、その原資調達として劣後債の発行も行っている。

このようにドイツでは抵当銀行がファンドブリーフ、債券発行を通じ、住宅金融の期間変換機能、リスク管理を行っている。ローコストの住宅金融システムという観点からすれば、ドイ

ツの抵当銀行のように預金を源泉としない制度を作るのがよいのではないだろうか。

### 今後の住宅金融公庫の姿について

日本の銀行は、時価会計、新BIS規制が導入されるなかで、長期固定の住宅ローンのリスク管理はますます難しくなってこざるを得ない。現状、流動性のある日本国債でも長期の物は持てなくなっており、ましてやリスク管理が難しくヘッジ手段のない長期固定の住宅ローンを民間は出せないだろう。また、消費者保護が銀行の責務として求められるものの、都銀等は担保などの審査などを厳しくせざるを得ず、長期固定は出しにくい。一方、利用者にとり変動金利の住宅ローンは問題が大きく、例えば5年後に金利が1%上昇するだけで返済額は1割増加してしまう。

住宅金融公庫については、独立行政法人化し、5年後の廃止が決まっているものの詳細は分からない。政治的課題でもあり、公庫側が全て自主的に決められる問題でもない。しかし、民間の状況を考えると、民業圧迫やコストの問題に配慮しながらも、公庫の役割は将来高度化しながらも残ると思う。公庫の住宅ローン融資残高は現在76兆円、シェアで4割だが、その相対的比重は極端には減らせない。

今後の住宅ローンの姿としては、公庫の新規融資を押さえ民間と公庫が協調融資する部分を増やし、これに公庫が融資保険を設定するのが現実的だ。現在、公庫の保険料率は0.28%と民間と比べると80%程度割高であり、状況により民間並に引下げていく必要がある。また、単に政府がリスクを負うのではなく、統計データを明らかにし民間に提供していきたい。

コストの問題については、現在年間約4,000億円の補給金は今後大きく減少して行く。これは今後財投金利が3~4%まで上昇しても、順

ザヤを維持できる構造のためだ。公庫の23年の財投借入と30年のキャッシュ・フローはぴったり一致しており、銀行よりALM管理は容易である。

### 日本で証券化は進展するか？

公庫ではここ10年来、住宅ローン証券化のニーズについて銀行に聞いてきたが、一部の銀行でB/S圧縮のために、証券化し系列投信会社を通じ販売したい意向があるものの、基本的に運用難の銀行にとってオフバラ化のニーズは強くない。また、現状のような金利環境では、20年超の固定金利商品はマーケットでは受入れられないだろう。日本で生保は資産を膨らましたくないし、買えるのは年金基金や系統金融機関ではないかと思う。

公庫も昨年から四半期毎に500億円づつこれまでに2,000億円MBSを発行しているが、これは投資家にMBSのキャッシュ・フローに慣れてもらう意味合いが強い。公庫は今後新規融資を押さえていくため、資産圧縮から証券化が必要な状況にはない。

米国は前述したような条件で証券化が浸透していったが問題も多い。そもそも米国では個人貯蓄率が非常に低く、一方機関投資家の層が厚い。かつ証券化のために、政府が信用リスクを全面的に負っている。これに対し日本では個人貯蓄率が高く、資金はローリスク・ローリターンを求めている。そうした資金を活用しつつ、住宅融資に伴う調達貸付のミスマッチを避けるために、預金を原資としない住宅ローンを金融機関が手がけるのが日本ではより望ましいだろう。その方法としては、ドイツの抵当銀行のように特定のリスク管理を行い、長期債調達、長期貸出するのが参考になる。

(室屋 有宏)