

# 米国における住宅ローン貸出市場の変化と将来像

## ～ 第 1 回 米国の住宅金融市場の現状と特徴 ～

### 要 旨

昨年の米国の住宅ローン実行額は、活発なリファイナンス活動もあって約 250 兆円と日本の 10 倍近い規模に達している。証券化を前提にリファイナンスが容易にできる米国の住宅金融の仕組みは、市場機能を活用しながらも、その背後でシステム全体を政府が支援する重層的な構造になっている。

### はじめに

米国の住宅金融市場は、現在文字通り“ホット”なテーマになっている。景気回復の遅れが指摘されるなかで、住宅セクターは借換え（リファイナンス）を含め積極的な住宅ローン貸出を通じ活況を呈しており、これが個人消費を下支えする一方、住宅価格は一部ではバブル化しているのではとの懸念さえ生んでいる。米国の住宅金融市場の動向は、金融の領域に止まらず、米国及び世界経済へ実体的な影響を与え得る存在となっているといえよう。

日本においても、特殊法人改革と関連し、住宅金融の在り方をめぐる議論が昨年来行われ、

住宅金融公庫を 5 年以内に廃止し、今後住宅ローンの証券化支援機関とする方向が打ち出されている。周知のように、その場合の改革のモデルは、証券化が浸透している米国の住宅金融システムとなっている。

こうした住宅金融市場の変化を新たなビジネスチャンスとにらんで、民間金融機関、特にメガバンクは、住宅ローンを個人リテール戦略の中心とするスタンスをいちだんと強化している。既に今年度公庫の直接融資が大幅に削減されるなか、メガバンク等の住宅ローンは急増している。

メガバンクの住宅ローン戦略は、端的には金利面での優位性とともに、ローンセンター等を

表 1 日米の住宅関連市場の概観

	米 国	(円換算)	調査年	日 本	調査年
総人口 (百万人)	281		2000	127	2000
総世帯数 (千戸)	104,705		2000	46,376	2000
総住宅戸数 (千戸)	115,253		1999	50,246	1998
民間住宅着工戸数 (千戸)	1,603		2001	1,173	H13年度
名目 GDP (10億ドル、兆円) ①	10,208	1,240.6	2001	503.3	2001
民間住宅投資額 (10億ドル) ②	446	54.2	2001	18.8	2001
同上対 GDP 比% (②/①)	4.4			3.7	
住宅ローン実行額 (10億ドル、兆円) ③	2,030	246.7	2001	25.5	H12年度
住宅ローン残高 (10億ドル、兆円) ④	6,219	755.8	2001	191.2	H12年度
同上対 GDP 比% (④/①)	60.9			38.0	
平均住宅ローン借入額 (千ドル、百万円)	155.7	18.9	2001	20.9	H13年度
平均住宅購入価格 (千ドル、百万円)	215.5	26.2	2001	29.8	H13年度
世帯年収倍率 (倍)	3.8			4.2	

資料 各国公的統計より作成

(注) 1. 2001年、円/ドル=121.53 (期中平均) を適用

2. 米国の世帯年収は2000年センサス平均値 \$57,045 を適用

3. 日本の住宅ローン借入額等は住宅金融公庫『公庫融資利用者調査』を利用

通じ業者紹介案件を数多く迅速に処理しようとするものである。住宅ローン業務は今後こうした傾向が強まっていくと予想され、その影響は地銀や地域金融機関等に対しても大きくなっていくとみられる。

我が国で住宅ローンの証券化が今後どの程度進むか未知数であるものの、住宅ローン市場が現在転換期にあり、これから大きな変化を経験する可能性は高い。そして、今後の変化を考える際、やはり米国の住宅金融市場で起きた、また起きつつある変化をみておくことは大いに参考になるとおもわれる。

米国では過去 30 年に及ぶ住宅ローンの証券化の進展とともに、特にその入口であるリテール貸出市場の姿は一変した。しかもリテール市場での変化は不断に続いており、アメリカの住宅金融システムを固定的で確立されたイメージでとらえることは正しくないように思われる。

そこで、これから数回に分け米国の住宅金融市場、特にリテールの貸出市場の変化と今後の方向性を中心に、現地でのヒアリング等も踏まえて考察していきたい。

第一回目の今回は、やや予備的な作業として、米国の住宅金融制度の仕組みと現状について概観しておくことにする。

## リファイナンスで大きく変動する住宅ローン市場

米国の住宅金融市場の特徴を、キーワード的に表現すれば「巨大化」「証券化」「分業化」の 3 つの点で際立っているといえよう。

米国の住宅ローン市場規模は、2001 年末の残高で 5.7 兆ドル(約 755 兆円)対 GDP 比 60%と、日本の 191 兆円、38%と比較して格段に大きい(表 1)。しかも、米国ではリファイナンスが浸透しているため、金利低下局面で大規模なリファイナンスが発生しローンの実行額が急増する一方、金利上昇局面では反転するなど変動も激しい(図 1)。

昨年は金利低下の効果が大きく、ローン実行額は約 2 兆ドル(250 兆円)にも達し、日本のおよそ 10 倍近い水準となった。その内、リファイナンスが占める比率も 55%と過去最高となっており、この比率は昨年第 4Q では 70%まで上昇している。反対にみれば、住宅ローンのうち新規の住宅購入を目的にしているのは 30%程度に過ぎない。

リファイナンス活動の盛況ぶりは、今年に入り更に強まっており、98~99 年初にかけての大規模なリファイナンス・ブームを上回る空前の規模となっている(図 2)。米国ではリファイナンスの際、従来のローン設定以降の住宅価格上昇等を一部現金化する目的で、ローン残高を積みますキャッシュ・アウト(Cash-out: 通常 +5% 超の残高拡大)も一般的である。

また、借換えではなく、住宅のネット資産(住宅資産 住宅ローン未払い残高)を担保に借入または借入枠を設定するホーム・エクイティ・ローンも盛行しており、住宅ローンは個人ローンにまたがるものとなっていることも、住宅ローン市場を拡大させる一因である(具体的な米国

図 1 米国の住宅ローン実行額とリファイナンス比率の推移  
(1-4家族向け住宅)

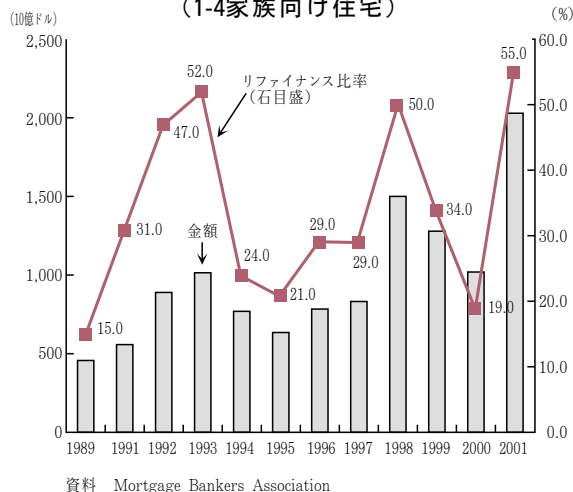
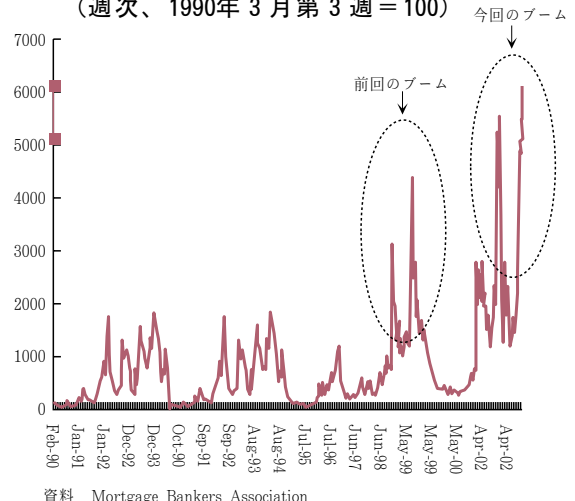


図 2 リファイナンス申請件数(指数)の推移  
(週次、1990年3月第3週=100)



の住宅ローン商品については別途ふれたい)。

## 米国の住宅ローン業務の流れ～貸出市場ではモーゲージ・カンパニーが台頭

このような活発な住宅ローンの貸出が可能なのも、米国では住宅ローンの多くが証券化され、商品性も証券化を前提に 30 年固定が中心で、リファイナンスが容易にできる設計になっている点が大きいといわれる。また、そうしたシステムに対応して、米国の住宅ローン市場はそれぞれの業務に特化する機能分化(アンバンドリング)が最も浸透している市場となっている。

日本では金融機関が住宅ローン業務全体を取扱うが、米国ではローンの実行、サービシング、保険・保証、証券化等に分化しており、それぞれ分野で競争しながら、スプレッドを取る仕組みになっている。

住宅ローン業務の流れを概観すると、図 3 のようになる。

まず、一次市場での住宅ローンの貸し手(オリジネーター)としては、商業銀行やスリフト(Thrift)と呼ばれる貯蓄金融機関(S&L や貯蓄銀行等) また住宅ローンを資産として保有せず、流動化、証券化を前提に、ローンの実行手数料を主な収益源とするモーゲージ・カンパ

ニーがある。

モーゲージ・カンパニーは貸出専門のノンバンクで、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 種類に分かれる。モーゲージ・ブローカーは不動産に近い存在で、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・バンカーの方は、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。

1980 年代前半までは、貯蓄金融機関が住宅ローン実行の約半分程度を占めていたが、その後の地位は急速に後退している(図 4)。貯蓄金融機関が 70 年代以降の金利環境や金融自由化に適應できず、その多くの破綻、吸収合併されていったこと、また証券化が浸透し住宅ローン業務の規格化が進むなかで、モーゲージ・カンパニー、大手商業銀行の参入によって住宅ローン市場の競争激化が進んだことが主因である。

1997 年とやや古いデータだが、ローン実行のシェアは、商業銀行が 25%、貯蓄金融機関が 18%、モーゲージ・カンパニーが 56%となっている。

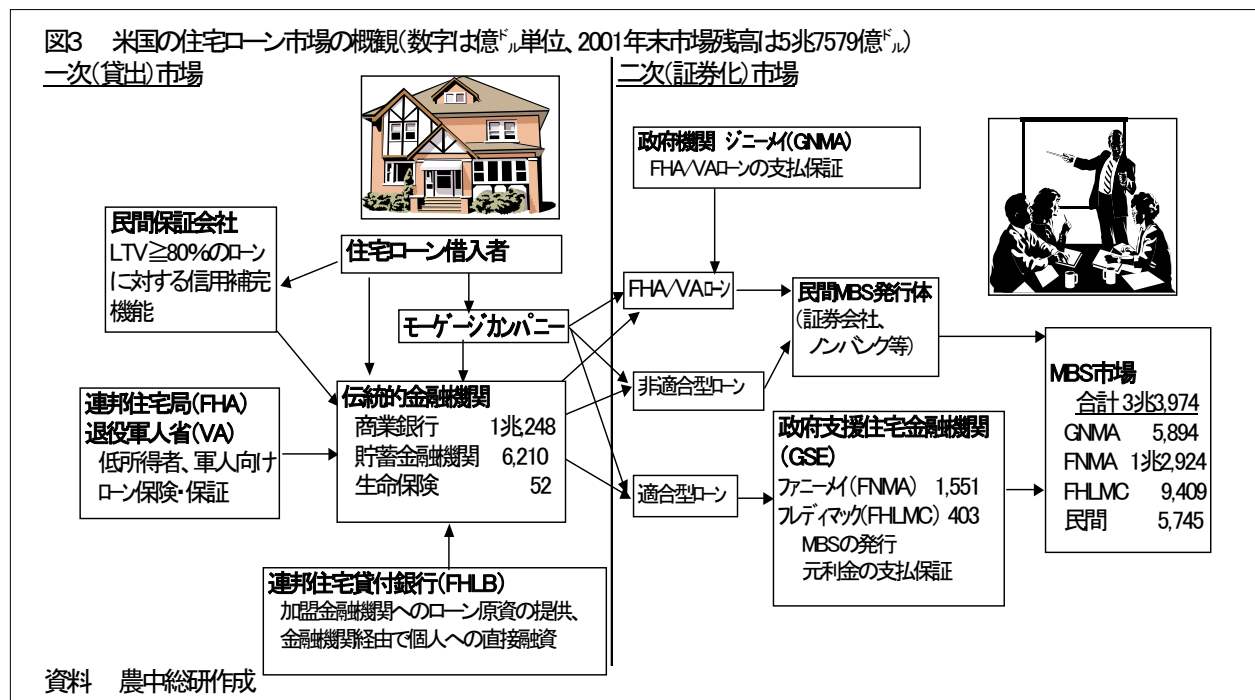
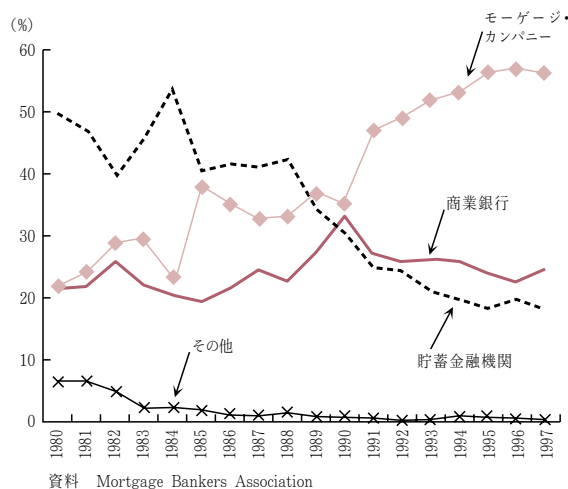


図4 金融機関別オリジネーションのシェアの推移

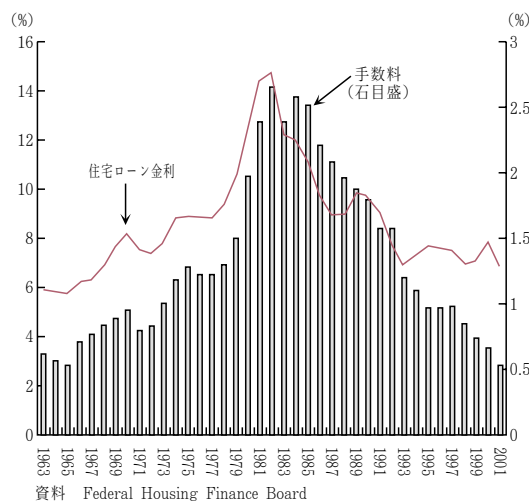


（住宅ローン市場におけるオリジネーターの変化と役割については次回詳しくふれたい）

ローン販売競争の激しさに加え、ITの普及や政府系証券化機関の買取手続きの簡素化等から、ローンの実行手数料は現在融資残高の0.5%程度にまで低下している（図5）。

米国では住宅ローンの実行後、モーゲージ・カ

図5 アメリカの住宅ローン金利と借入手数料の推移



ンパニーは全てのローンを、商業銀行や貯蓄金融機関も変動金利やホーム・エクイティ・ローンを中心に一部自己ポートで保有する以外は流動化する。結果、オリジネーターの資産として保有される住宅ローンは、全体の3割程度である。

また、ローンが流動化するのと同様に、元利金回収をおこなうサービシング業務も別個のマーケットが形成されている。融資残高の0.25%程度の手数料収入が得られるサービシングは、規

模の経済が強く働く分野でもあり、大手業者に集約される傾向が近年顕著である。

## 政府支援機関が証券化市場の中心

200年末、米国の住宅ローン残高の約6割、3.4兆ドル（約413兆円）がモーゲージ担保证券（MBS; Mortgage-Backed Securities）として証券化されている。その規模は米国債（約3.4兆ドル）や日本国債（約3.6兆ドル）とほぼ同規模である。我が国のMBS市場規模は、およそ1兆円と試行的なレベルを出ていない。

オリジネーターからローンを購入し証券化するのには、「エージェンシー」（Agency）と呼ばれる政府機関ないし機政府支援機関（GSE: Government-Sponsored Enterprise）または民間のMBS発行体（民間証券会社や大手モーゲージ・カンパニー）である。

住宅金融系のGSEには、ファニーメイ（FNMA: 連邦抵当金庫）とフレディーマック（FHLMC: 連邦受託貸付抵当公社）があり、両者とも経営形態的には民間上場会社であるものの、設立経緯や公的規制等により政府の暗黙保証があると認識されている。

ファニーメイ、フレディーマックはオリジネーターからローンを買い取り、それを担保に自ら元利払いを保証したMBSを発行する。または買取ったローンの一部について自己保有する。一方、買取り先のオリジネーターに対しては、現金かMBSを選択により支払うが、多くの場合MBSの方が選好される。

もう一つのエージェンシーであるジニーメイ（GNMA: 政府抵当金庫）は、住宅都市開発省（HUD）の一部局の政府機関であり、自らは債券の発行はせず、公的保証がついたFHA、VAローンを担保に民間機関が発行するMBSに対し元利払いの保証だけを行っている。

## 証券化は公的支援を前提にした設計

証券化の中心にあるGSEは、それぞれ住宅ローン買取基準を設定しており、オリジネーターは借入申込者がそれに適合するかどうか審査する（適合型ローン）。審査項目はLTV（Loan to Value: 融資率）と申請者の信用度がポイントとなる。GSEはそれぞれ自動審査システムを

持っており、オリジネーターとはネットワークでつながっている。

信用リスクが高いと判断され GSE の買取り対象にならなかった場合、政府保証の付いた FHA 保険や VA 保証の対象となる。FHA（連邦住宅庁）は HUD の部局で低中所得者向け住宅ローンに対して、VA（退役軍人省）は一定条件を満たす退役軍人とその配偶者向けのローンの保証を行うことで、ローンの信用を補完する。さらに、FHA、VA ローンは前述したようにジニーメイの支払い保証を付け、全額ジニーメイ債として証券化される。

また、GSE が買取る場合でも、LTV が 80% を超えるローンは、民間の住宅ローン保険による信用補完が必要となる。

住宅ローンの内、GSE の適合型ローンでもなく、FHA、VA ローンでもない非適合型ローンは、民間証券会社等により証券化される。例えば、GSE の買取り上限額 30 万 700 ドルを超える大型住宅ローン（ジャンボ・ローン）や信用力が劣後するサブプライム・ローンなどがそれに該当する。

以上が証券化市場の概要だが、特徴的なことは公的関与がある信用力の高いエージェンシーが証券化の根幹を担っており、そのことが MBS 市場への投資家の信頼を高め、流通市場に厚みをもたらしている点であろう。現在、エージェンシー MBS が、MBS 発行残高の 8 割以上を占めている。また、住宅ローンそのものに流動性を持たせるための信用補完措置が、公的、民間を含めて一次市場において整備されている。

このように証券化をベースにした米国の住宅金融システムは、いっけん市場機能に主導されているようにみえるが、市場の背後ではシステム全体を政府が支援する重層的な構造になっているといえよう。

（なお証券化の詳細については、来月号の別稿を参照されたい）

## ローン借入者に手厚い住宅税制

政府の支援は、住宅ローン借入者に非常に手厚い住宅税制を含めて考えると、より一層明らかである。

米国での住宅取得税制の中心は、住宅ローン（ホーム・エクイティ・ローンを含む）利子の所得控除制度で、住宅取得（含む建設、改修）では 100 万ドルまで、その他のもの（使途自由）は 10 万ドルまで、利子全額を所得から控除できる。対象は居住用（セカンドハウスも可）で 2 戸までで、控除期間は無期限である。

住宅ローンの利子の所得控除による減税額は 2000 年度で 588 億ドル（約 6.3 兆円）に巨額に上る。これ以外にも、州、市等の自治体が課す不動産税（日本の固定資産税）も、一般に所得控除できる。

もうひとつの優遇措置は、持家売却に関するキャピタル課税の軽減である。現行法では、持家売却前 5 年間のうち 2 年間、主たる住居として使用されていた場合、50 万ドル（夫婦合算申告者）までキャピタルゲインは非課税扱いとなっている。

（室屋有宏）