わが国における住宅ローン証券化市場の現状と展望－1

要　　旨

わが国においては、住宅金融分野で公的金融のウエイトが大きかったことや、債権譲渡手続きの煩雑さ等から、米国に比べて住宅ローン証券化の普及が遅れたが、新たな金融仲介ルート創設に向けた法改正、特殊法人改革の一環としての住宅公庫の改廃方針等を背景に、官民ともに住宅ローンの証券化商品が継続的に発行されるようになってきている。わが国の住宅ローン証券化商品の現状を概観し、今後に関して展望する。（全3回）

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)。債権譲渡手続きの問題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が、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、官民ともにようやく継続的な発行が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、p.3

(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。

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。

証券化とは

T・ケンドールによれば、証券化とは、①個々のローンや債権を集めてパッケージ化し、②そのパッケージを証券に転換し、③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う一連のプロセスであり(注3)、RMBSもそのような証券化商品の1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ものである。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、p.4

住宅ローン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）となっているが、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挙げられる。住宅ローン債権は、一件あたりの融資額が比較的小額で、多数のローンを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、中小企業向け貸付等の他のローン債権と比較して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、p.124

証券化の意義、機能

～金融機関にとって～

RMBSの役割は、まず住宅ローンを組成した金融機関（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。

～投資家にとって～

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。

～借入者にとって～

借入者にとっては、証券化機構が無い場合には、オリジネータが当該融資に関わるリスクを丸抱えすることになるが、その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）との比較が、可能にな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、わが国の場合、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。

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拡大の可能性があるのは、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、借り換え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、住宅ローン貸し出し業務全般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。

わが国のＲＭＢＳ本格発行までの経緯

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。わが国における、RMBS本格的発行は、1999年以降のことであるが、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年前に遡る。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（GNMA、政府抵当金庫）が最初のRMBSを発行したのが1970年のことだが、わが国においても、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住宅ローン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、制度として使い易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、1980～81年頃に残高6000億円強（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、p.80～81、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、p.84～89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。

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（注6）に関する民法の特例等に関する法律」（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付によって具備可能になる。(注7)

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）の必要があった。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の作業にとって、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、債務者に対して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、p.75参照。

（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、p.125、岡内幸策著、前掲書、p.88.

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はない。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る）(注8)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、モーゲージを売却することで事後的に資金回収できる。(注9)

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のである。(注10)

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だった。(注11)

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、p.98～99）。

（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、p.11）。

（注11）日本長期信用銀行調査部、前掲書、p.101

住宅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し出しは困難（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取り扱う場合、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、債権譲渡に関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。

住宅金融公庫RMBSの概要

本章では、すでに継続的に発行されている住宅公庫の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。

住宅公庫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、2003年初めまでに計10回（8500億円）のRMBSを発行している。その発行額と売却状況は表1の通りである。

ただし、住宅公庫のRMBSは、正式名称が「貸付債権担保住宅金融公庫債券」であること

表１　住宅公庫 RMBS の発行実績、発行時のプライシング

回号	発行日	発行額	表面金利	発行時の対国債スプレッド	信用補完率
第１回	2001年３月22日	500億円	1.75%	＋60bps	9.3%
第２回	2001年６月21日	500億円	1.78%	＋55bps	9.3%
第３回	2001年９月20日	500億円	1.85%	＋47bps	9.8%
第４回	2001年12月20日	500億円	1.82%	＋42bps	11.0%
第５回	2002年３月20日	500億円	1.90%	＋45bps	10.6%
第６回	2002年６月21日	1000億円	1.94%	＋56bps	10.5%
第７回	2002年８月22日	1000億円	1.82%	＋50bps	10.4%
第８回	2002年10月23日	1000億円	1.67%	＋50bps	10.9%
第９回	2002年12月20日	1500億円	1.52%	＋51bps	10.6%
第10回	2003年２月21日	1500億円	1.43%	＋59bps	11.0%

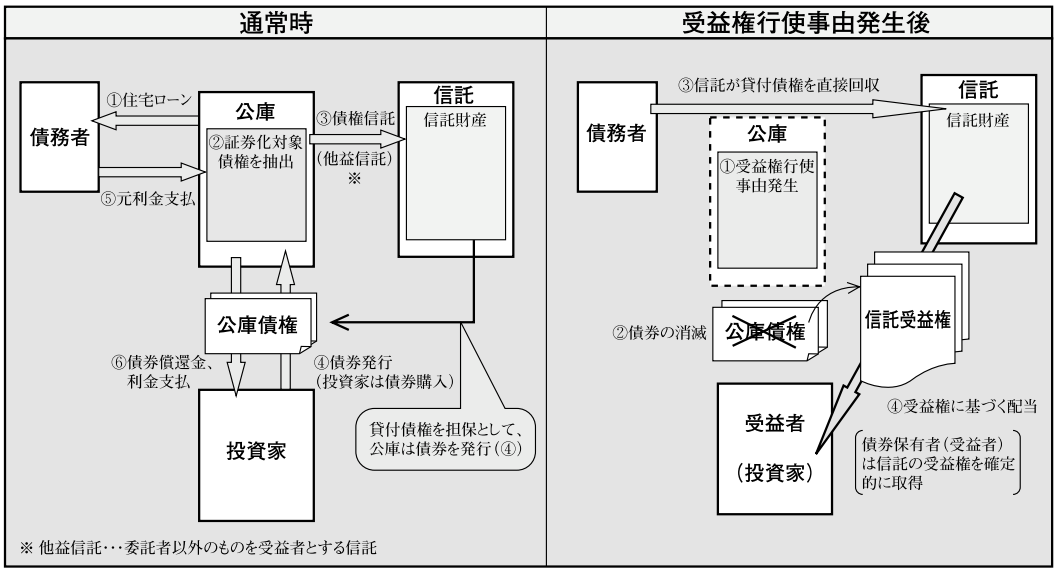
各回共通

・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 はベーシスポイント

（資料）住宅金融公庫 HP 等

に示されるように、現時点では、住宅公庫自らが発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）（図1）。

図1　住宅公庫RMBSのスキーム図概要



（資料）住宅公庫HPの資産担保証券の投資家説明会資料より
（注）　受益権行使事由については、本文参照。

住宅公庫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書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、①住宅公庫が債務承継者なく解散した場合、②住宅公庫の受け皿機関として、株式会社ないし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、住宅公庫の債務が承継された場合、③公庫自身が株式会社ないし会社更生法等の倒産手続きが適用される法人に改組される場合、④公庫債券、財形住宅債券、住宅宅地債券等、公庫が発行する債券のいずれかがデフォルトした場合、のいずれかのケース（受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証書に転換、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、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、①公庫債（有価証券）に比べて、流動性が制限される、②BIS規制に関わるリスクウェートも、公庫MBSは10%であるのに対し、受益権になると50%に高まる、③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る投資家層の制限、④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い、等の問題があると指摘されている。(注14、15)

第二に、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現金（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り上げ返済等の、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、債務者の返済が遅延したとき等には、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、返済遅延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、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、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、公庫が存続している間は、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、p.88参照。

（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」p.20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。

市場の認知度高まる住宅公庫RMBS

やや特殊なスキームになっているとは言え、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ある。（注16）

また2002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。

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（15年度は合計8500億円）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が注目される。

（次号に続く）

（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、p.135

（小野沢　康晴）