

米国の GSE 改革と わが国の公的住宅ローン証券化への示唆

大垣尚司

はじめに

米国で住宅ローンの証券化を担う GSE (government sponsored entities) がリーマンショックの影響で事実上破綻に追い込まれ政府管理下に置かれてから8年が経過し、今後のあり方について議論が活発化しだしている。

翻ってわが国の GSE をみると、2003年に住宅金融公庫が証券化支援業務を開始し、2007年には同業務を中核に据えた独立行政法人住宅金融支援機構(以下、住宅機構)に改組されて13年が経過し、RMBSの残高も9兆円を超えた(平成26年度末)。与信残高をみる限り、住宅機構の主たる役割は証券化支援業務を通じた35年間固定金利型の住宅ローンの供給だといって差し支えないであろう(図表1)。

図表1 住宅金融支援機構 平成26年度事業実績(億円) ※団体信用生命保険事業を除く。

| | | | |
|--------------------------------|----------------|--------|------|
| 証券化支援事業 | | 16,722 | 82% |
| 住宅融資保険事業(証券化対象貸付との併せ貸し、つなぎ融資等) | | 2,191 | 11% |
| 住宅資金融通事業 | 災害等 | 514 | 3% |
| | その他(賃貸住宅建設融資等) | 975 | 5% |
| 合計 | | 20,401 | 100% |

出所:住宅金融支援機構ディスクロージャー誌(平成27年度)

しかし、その間、2006年には住生活基本法が制定され、その下で定められる住生活基本計画も2016年で第3期を迎える。一方、少子高齢化が進み景気も盛り上がりを欠く中でマイナス金利という過去に経験したことのない金融環境に突入しており、住宅政策をめぐる環境には著しい変化がみられる。このため、わが国においてもあらためてGSEのあり方について検討すべき時期がきているように思われる。

そこで、本稿では最近の米国GSEをめぐる新しい動きや組織のあり方に関する議論を紹介し、次に、公的住宅金融の果たすことのできる機能や果たすべき役割について金融技術論の観点から整理を行った上で、最終章で住宅機構のあるべき姿について多少の提言を行うこととしたい。

I 米国 GSE と CRT 取引

1. GSE 改革論

リーマンショック以前に政府機関であるGNMA (Government National Mortgage Association) と並んで、公的住宅ローンを担ってきたFannie MaeとFreddie Mac (以下、GSE [government sponsored entities] と総称) は、危機勃発に伴う巨額の損失により破綻し、現在も政府 (Federal Home Finance Agency, FHFA) の保護監督 (conservatorship) の下にある。この間、保護監督後のGSEのあり方についてさまざまな議論がなされているが、その論点は、①GSEがセカンダリーマーケット (証券化) 機能を担うことの意義と改革の方向性 (現状維持, 改善, 廃止), ②GSEの組織論 (廃止, 統合, 改組), ③証券化の対象となる住宅ローンの信用リスクの全てを基本的にGSEが負担するという従来のあり方の是非と改善の方向性の三つに集約される。

(1) TBA 取引の重要性

①との関係では、ほとんどの論者がTBA取引の意義を高く評価していることに注目したい。TBA (to-be-announced) 取引とは、まだMBSの対象となる住宅ローンが確定する前に、市場で発行前のMBSについて先渡取引を行い発行条件を確定するものである¹⁾。これにより、借主に対して事前に借入金利を確

1) 概要については [1]。詳細な取引規制は全米証券業協会 (The Securities Industry and Financial Markets Association) が定めている [2]。取引にあたっては、発行体 (GSE)・満期・クーポン

定すると同時に、GSE 自身も住宅ローンの買取りと証券化の実行までの期間にかかる価格リスク（いわゆるパイプラインリスク）を回避することができる。

GSE の証券化にあつては、買い取る住宅ローンが標準化され、これを GSE 自身の直接的な債務となるパススルー債というシンプルかつ標準的な有価証券 (RMBS, residential mortgage-backed securities) に転換する。GSE がこうした RMBS を大量かつ継続的に発行することで、発行される証券について高い予見可能性と流動性が生まれることが TBA 取引を可能としている [3]。

TBA 取引がないと GSE 自身がデリバティブ等で資産の買取りから証券化までの金利リスクをヘッジする必要が生じるが、その場合、特定のカウンターパーティーと巨額の契約をすることになるため価格形成が非効率になる上、金利上昇時にはそもそも取引が成立しないというリスクもある。リスク管理を担当する者には高い専門性が要求される一方、その妥当性のチェックを通常の政府関連機関にかかるガバナンスの枠組みで行うことは困難である。これに対し、TBA 取引によれば、RMBS の取引に関わる多数の市場参加者にリスクが分散されると同時に、そのコストが市場原理により決定されるというメリットがある。

GSE の証券化商品が単純なパススルー債型のみである最大の理由もまさにこの点にある。民間銘柄で一般的なシーケンシャル型²⁾ やプールの信用力に依拠した優先劣後型の仕組みは、組成に時間がかかり最終商品の形状が事前にわからないため TBA 市場を形成することができないからである³⁾。後述のように、CRT プログラムの導入にあたっては TBA 取引に悪影響を与えないことが仕組み選定上の要件とされている。今後必然的に金利の上昇局面を迎えるわが国における公的証券化プログラムの役割を考える上でも非常に示唆的である。

・ 額面・発行価格・決済日のみを約定し、決済日の 48 時間前までに具体的な対象資産のプールを確定して通知する。具体的に決定したプール金額の合計と証券額面との間には上下 0.01% のズレを認めるといった Good Delivery Rule と呼ばれる規則が定められている。

- 2) 原債権からのキャッシュフローを複数の種類の債券に順次流し込むことによって、期間その他条件が異なる証券化商品を組成するもの。投資家の多様化に資するという議論が国内学者や実務家の一部にあるようだが ([16] 6-7 頁)、米国で CMO や REMIC と呼ばれるシーケンシャル型の商品が組成される最大の動機はイールドカーブの形状や期限前弁済の動向を踏まえた広義の金利アービトラージであることに注意を要する。
- 3) GSE の RMBS を利用した CMO や REMIC は GSE が発行体ではあるが、流通市場に置かれたパススルー債を「プロの」事業者が再度証券化して組成したもので、GSE はパススルー債のキャッシュフローを事業者の設計に応じて再構成して支払の切り分けを行う conduit の役割を担うにすぎない (再証券化支援業務)。

(2) 証券化の意義

一方で、TBA 取引の効果以外の点で証券化そのものを GSE が行うことの意義とこれに必然的に関わる②については、総じて GSE による証券化が民間銘柄に比べると効率的であることを認めつつも、ガバナンス上の問題や危機時に投入される公的支援を最小化するためにある程度思い切った改革・改組が必要という点で一致している。具体的な提案としては、(A) 民間証券化を原則型とし、リーマンショック直後のように民間証券化市場が機能不全に陥ったときのラストリゾートとしてのみ GSE による公的証券化を用いるべきという主張 (Scharfstein ハーバード大教授等 [4])⁴⁾、(B) 公的証券化プログラムそのものは維持すべきだが、信用リスクは可及的に民間に移転し、Fannie Mae と Freddie Mac の 2 社は GNMA に統合すべきという主張 (DeMarco 前 FHFA 長官等 [5])、(C) モラルハザードを回避する観点から GSE を貸主の協同組織 (Lender Cooperative Model) とすべきという主張 (Mosser コロンビア大教授等 [6]) などがある⁵⁾。

(3) 信用リスクの移転

③についてはいずれの論者も、テールリスク以外の信用リスクを GSE から民間に移転すべきとする。

2. 改革に向けたイニシアチブ

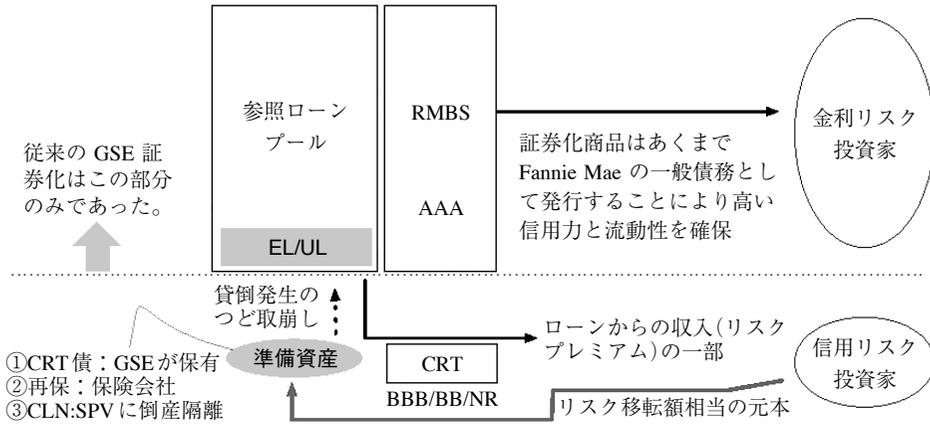
政府はこうした議論を先取りし、2012 年より FHFA が主導して、GSE の信用リスクの 90% 以上を、信用リスク証券化や再保険を用いて民間に移転する新しい仕組みを導入した。これに平仄を合わせて、従来以上に民間金融機関の「証券化支援」に特化した conduit サービスも導入されている。いずれもわが国の住宅機構の今後を考える上で示唆に富むことから次節においてその仕組みを簡単に説明する。

(1) CRT

4) ただし、(A) の主張者もサブプライム問題の元凶が GSE よりは民間による証券化スキームにあることを踏まえ、民間の証券化活動についてそ濫用やモラルハザードを防ぐための厳格な規制が必要とする。

5) この他、証券化の効用を否定して GSE を銀行に改組すべきとする主張もある [7]。

図表 2 CRT 概念図



新しい信用リスク移転プログラム (credit risk transfer, CRT) は、GSE が買い取った住宅ローンについて負担する信用リスクのうち、期待損失 (expected loss, EL) と周期的に発生する非期待損失 (unexpected loss, UL) とを移転することを目的とするものである。両者を超える異常な危機損失 (catastrophe loss) は引き続き GSE が負担することとしている (図表 2)。

2012 年に FHFA の指導により、GSE が TBA 取引に悪影響が生じない範囲で CRT 債発行を行うこととされ、これを受けてまず Freddie Mac が Structured Agency Credit Risk (STACR) というプログラムを、また、2013 年には Fannie Mae が Connecticut Avenue Securities (CAS) というプログラムを開始した。さらに、これを補完する目的で再保険会社との間で再保険契約を通じた同様のリスク移転が実施されている。また、特定のプールを持ち込んだオリジネーターに CLN (credit link note) によって当該プールにかかるリスクを移転する仕組みも導入された。たとえば、Fannie Mae の買取資産については、LTV (loan to value, 担保掛目) 比率が 60% 以下のものや 80% 超のもの、ARM (adjustable rate mortgage, 変動金利建住宅ローン) といった対象外資産 (全体の約 4 割超) を除いた、4 世帯までの家族住宅向け住宅ローンの 98.8% が CRT の対象となっている⁶⁾。

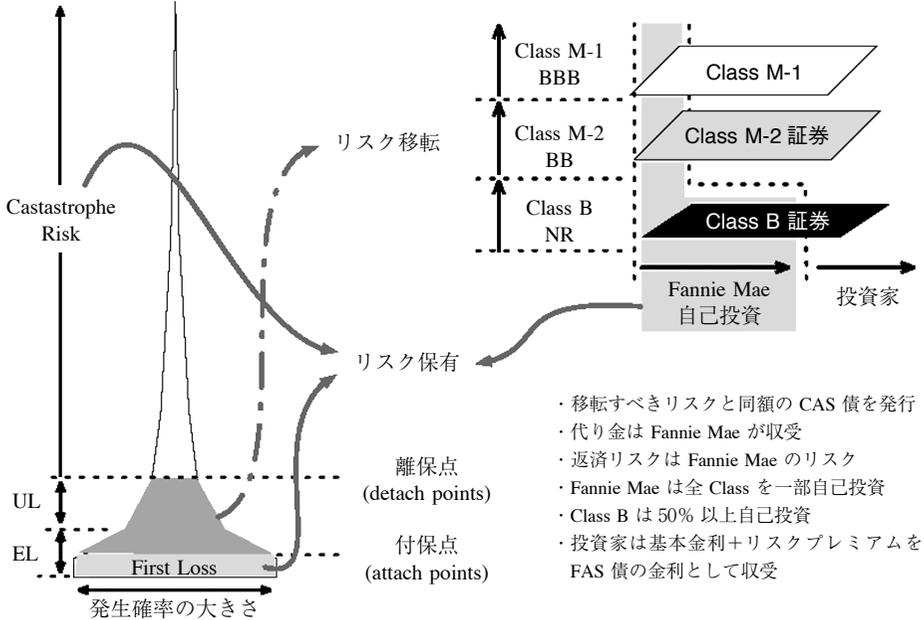
以下 CRT の具体的な仕組みを Fannie Mae のプログラムを例に紹介する⁷⁾。

6) [9] 3 頁。

7) 以下の記述は主に、[8]・[9] による。

(a) CRT 債：CAS (Connecticut Avenue Securities) プログラム

図表3 CAS の構造



Fannie Mae の CAS プログラムでは、発生確率の非常に高い最初の数十ペーシス (付保点) までは Fannie Mae が自己保有し、それを超えて EL と UL の合計に達するまで (離保点) の想定損失額と同額の債券 (CAS 債) を発行し、一定額 (first loss) を超える貸倒れ損失が発生したときは、その金額だけ元本返済を減額することで、投資家にリスクを移転する。この見返りに CAS 債には高いクーポンが付される。離保点を超えるテールリスクは Fannie Mae に残す。発生確率が高いが損失額は少ない部分 (first loss) と発生確率は非常に低いがそうした状況になるときは経済全体が影響を受けている可能性が高いため大多数法則によるリスク移転が困難 (catastrophe) な部分のみを GSE が保有し、リスク移転の効果が最も大きくその効率性も高い部分は民間に再移転するわけである。移転する部分は、優先劣後構造によって投資適格格付を取得するシニア部分、格付は取得するが非投資適格となるメザニン部分、格付を取得せず最もリスクの高い劣後部分に分け⁸⁾、それぞれリスク選好の異なる投資家に販売する (図

8) Fannie Mae 等の説明では、離保点を超えて GSE がリスク保有する部分をシニアと呼んでいるが、これに相当する債券が発行されるわけではないので混乱を避けるために一般の記述にならう。サブプライム問題以前の証券化の仕組みでは、離保点を超える部分はスーパーシ

図表 4 過去の CAS 債の発行実績とリスク移転・保有の状況

| 発行年 | 回 | プール 番号 | UPB (百万ドル) | リスク移転 | | | | リスク保有 | |
|------|---|-----------|---------------|-----------|-----|------|--------|------------|-------------|
| | | | | 付保点 | 離保点 | 移転部分 | 債権額面 | First Loss | Catastrophe |
| | | | | (ベースポイント) | | | (百万ドル) | (百万ドル) | |
| 2013 | 1 | | 25,000 | 30 | 300 | 270 | 675 | 75 | 24,250 |
| 2014 | 1 | | 27,778 | 30 | 300 | 270 | 750 | 83 | 26,945 |
| 2014 | 2 | 1 | 44,446 | 30 | 300 | 270 | 1,200 | 133 | 43,113 |
| 2014 | 2 | 2 | 12,904 | 65 | 375 | 310 | 400 | 84 | 12,420 |
| 2014 | 3 | 1 | 55,556 | 30 | 300 | 270 | 1,500 | 167 | 53,889 |
| 2014 | 3 | 2 | 17,742 | 65 | 375 | 310 | 550 | 115 | 17,077 |
| 2014 | 4 | 1 | 34,037 | 30 | 300 | 270 | 919 | 102 | 33,016 |
| 2014 | 4 | 2 | 17,097 | 65 | 375 | 310 | 530 | 111 | 16,456 |
| 2015 | 1 | 1 | 29,806 | 40 | 350 | 310 | 924 | 119 | 28,763 |
| 2015 | 1 | 2 | 17,852 | 70 | 375 | 305 | 545 | 125 | 17,182 |
| 2015 | 2 | 1 | 26,600 | 40 | 375 | 335 | 891 | 106 | 25,603 |
| 2015 | 2 | 2 | 16,157 | 80 | 425 | 345 | 557 | 129 | 15,470 |
| 2015 | 3 | 1 | 26,840 | 40 | 375 | 335 | 899 | 107 | 25,834 |
| 2015 | 3 | 2 | 19,070 | 80 | 425 | 345 | 658 | 153 | 18,260 |

*UPB：リスク移転の対象となる参照プールの金額

表 3)。2014 年の 2 回債からは LTV 比率の異なる 2 つの参照ローンプールを設定し、それぞれに対応した 2 種類の債券が発行されている。

過去の発行例における付保点・離保点は図表 4 のとおりである⁹⁾。CRT プログラム導入前は、GSE が原則として全リスクを負担していたため、リスク負担の当否について事前に外部の目が入る余地がなかったが、CRT の導入により、外部投資家の投資対象となる格付可能部分のリスクが定量化され格付機関の審査や投資家の評価を受けるので、GSE の手に残る first loss, catastrophe 部分のリスク量の適正さも市場を通じて間接的にチェックがなされることになる。この際、Fannie Mae 自身も CAS 債の全種類を一定割合購入することとしている。これは、シニア・メザニンの比率をできるだけ大きくすることで残余収益を嵩上げするモラルハザードを回避すると同時に Fannie Mae 自身も一定の収益を確保するためである。

ニア (super senior) と呼ばれ、CDS を通じて少数の大手損害会社にリスク移転されていた。これが AIG 社の破綻につながったことは記憶に新しい。

9) [8] 10 頁 Table 3a より作成。

図表5 想定保証コスト (2016年1回債参照プール1)

| | 参照プール1 (60%-80%LTV) | | | 参照プール2 (80%-97%LTV) | |
|---------|---------------------|-----------------|------------------|---------------------|-----------------|
| | シニア (BBB) | メザニン (BB) | 劣後 (B) | シニア (BBB) | メザニン (BB) |
| クーポン | LIBOR+ 195bp | LIBOR+ 675bp | LIBOR+ 1175bp | LIBOR+ 210bp | LIBOR+ 695bp |
| 投資信託 | 69% | 45% | 94% | 76% | 37% |
| 預金金融機関 | 5% | 3% | 0% | 9% | 3% |
| ヘッジファンド | 12% | 47% | 6% | 10% | 57% |
| 保険会社 | 13% | 0% | 0% | 5% | 0% |
| REIT | 0% | 5% | 0% | 0% | 3% |

このように、CRT プログラムの導入によって、監督当局による事後検査より効率的・客観的なリスク管理が市場を通じて行われることになる。

直近の発行例 (2016-C01) におけるクーポン設定と投資家の状況は図表5のとおり¹⁰⁾である。クーポンの水準は市場により決定されるので、ここから参照プールに対して市場が想定する信用リスクの移転コスト (想定保証手数料: implied guarantee fee) を求めることができる。同じ発行例についてこれを計算したものが図表6である¹¹⁾。これによれば、事務費用等も含めたオールインコストは56bp-61bpとなる。このように、信用リスク負担のコストが客観化されることは買取金利の適正な設定につながると同時に、「どんぶり勘定」となりやすいGSEのコスト構造を明確化することにもつながる。

投資家については、投資信託やヘッジファンドが主体である。これらの投資家に選好される理由としては、住宅ローンプールは機関投資家にとって他の保有銘柄とのリスク相関が小さい一方、上乘せ利ざやが高いこと、高い流動性は期待できないが変動利付なので金利上昇による価格リスクが限定的であること等が考えられる。また、BIS規制等の強化により銀行のリスクテイクに制約が生じており、GSEのCRTを通じて銀行業界からこれらの業界へのリスク移転が行われているとみることもできる。

10) [9]4頁 Figure 3, [10]より作成。CAS債がGSE自身の債務であるにもかかわらずBBB以下という低い格付になるのは、元本の返済が参照ローンプールの貸倒れにリンクしているからである。

11) [9]8頁掲載の表に基づく。

図表 6 想定保証コスト (2016年 1 回債参照プール 1)

| | 上乗せ金利 | プール総額 に対する 額面比率 | 想定加重 平均期間 | 生涯コスト | プールの 加重平均 期間 | 想定保証 手数料 (年率) | |
|-----------|--------|-----------------------|--------------|-------|--------------------|---------------------|---------|
| シニア (BBB) | 195bp | 1.15% | 2 年 | 4bp | 5 年 | 1bp | |
| メザニン (BB) | 675bp | 1.85% | 5 年 | 64bp | 5 年 | 13bp | |
| 劣後 (B) | 1175bp | 1% | 11 年 | 129bp | 5 年 | 27bp | |
| 合計 | | | | | | 41bp | |
| | | | | | | 事務費用率 | 5-10bp |
| | | | | | | TCCA※ | 10bp |
| | | | | | | 合計経費率 | 56-61bp |

※TCCA: Temporary Payroll Tax cut Continuation Act of 2011 に基づく
財務省に対する支払

(b) 再保険 (Credit Insurance Risk Transfer, CIRT)

信用リスクに対する投資家層を拡大するため、CRT 債だけでなく再保険によりリスクを直截的に出再する仕組みも同時に導入された (Fannie Mae: Agency Credit Insurance Structure [ACIS], Freddie Mac: Credit Insurance Risk Transfer [CIRT])。ここでは、CAS 債における First Loss のリスク保有部分は再保険契約における免責部分と構成され、それを超えて離保点までの貸倒れが付保の対象となる (CAS 債のようにこれをさらに細分化することは行われていない)。2016 年 3 月現在、保険価額で約 1,700 億ドル (参照ローンプールで 6,620 億ドル相当) の再保険契約が締結されている¹²⁾。

(c) CLN (credit linked note) 型のリスク移転

CAS 債は、Fannie Mae 自身が発行体であり、同機構の直接的な債務である。民間金融機関が同様の仕組みでリスク証券化をすると発行体自身の信用劣化が追加的要因として考慮されることになるため格付取得における障害となる。しかし、GSE についてはそれ自身の信用力に懸念がないことから、倒産隔離¹³⁾の施された SPV を介在させる典型的なリスク証券化と同様、参照プールの信用力のみに基づいた格付の取得が可能となるのである。その意味では CAS 債のリスク構造は GSE 側のみにカウンターパーティーリスクの残る CDS (credit

12) [8] 18-19 頁, [9] 5 頁。

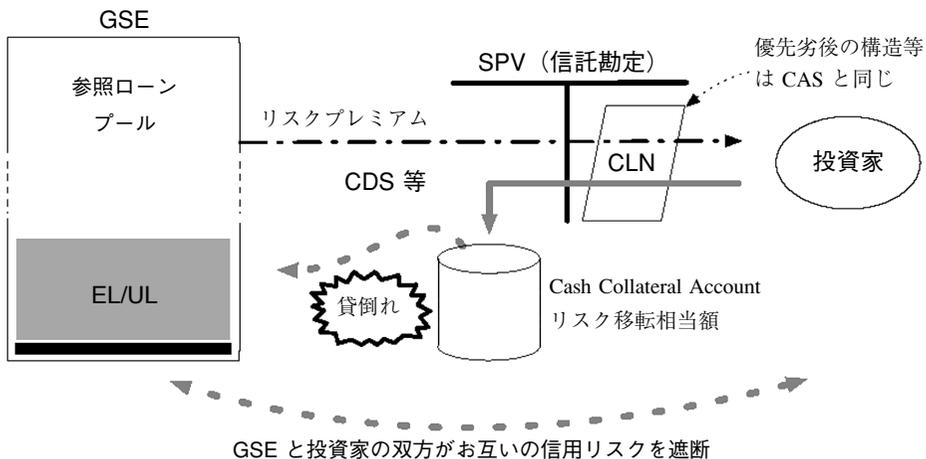
13) 証券化を実施する場合に、証券化商品の発行体となる SPV (special purpose vehicle) を実質的な資金調達者の倒産・信用劣化から隔離するための法的・実務的措置のこと。

default swap) と同じとってよい¹⁴⁾。

しかし、GSE の改組の方向性が不透明だと、GSE の法的地位の不安定さがマイナス要因となりうる。RMBS については裏付けとなる住宅ローンプールに対する権利が自己信託を通じて保全されているが、CAS 債のような無担保一般債については、この点が大きな懸念事項となりうる。そこで、2014 年から GSE の法的地位や信用力の悪化が格付やプライシングに影響を及ぼさないよう SPV を用いた民間のリスク証券化 (CLN, credit linked note) と同様の仕組みによるものが登場している。たとえば、Fannie Mae はこの仕組みによって、L Street Securities という名称の CLN を発行し、2016 年 3 月現在約 350 百万ドルのリスク (参照ローンプールで 1,100 億ドル相当) を移転している¹⁵⁾。

証券そのものの組成は、CAS 等の CRT 債と基本的に同じであるが、GSE が発行体となる代わりに、GSE から倒産隔離された SPV (第三者を受託者とする信託勘定) が債券を発行する。そして、発行代り金は現金担保勘定 (cash collateral account) に留め置き、SPV と Fannie Mae との間で締結される損害担保契約もしくは CDS に基づく支払の準備金とする。これにより、GSE の信用悪化や組織変更等があっても、投資家の払い込んだ元本は保全される。一方、Fannie Mae は SPV によるリスク引受けの対価を SPV に支払い、SPV はこれ

図表7 CLN 型リスク移転の概念図



14) 投資家側については先に CAS 債の代金を払い込むのでカウンターパーティーリスクがない。

15) [8] 16-17 頁, [9] 6-7 頁。

を現金担保勘定の運用益に上乗せし、債券のクーポンとして投資家に支払う。

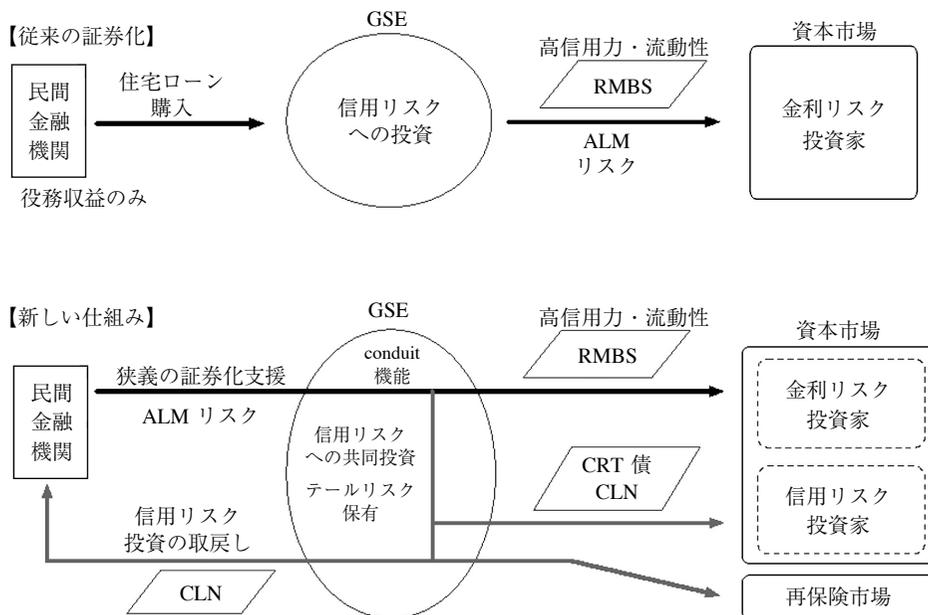
(2) GSE によるリスク・収益機会のアンバンドリング

従来の GSE による証券化は、原則として証券化の対象となる住宅ローンの信用リスクを GSE が負担しており、民間金融機関にとって GSE へのローン売却はオリジネーション・サービシングにかかる役務収益を除く住宅ローンにかかる収益機会をリスクと共に GSE に移転することを意味した (図表 8 上)。

証券化の本来の意義は自由金利市場の下で、長期固定金利の住宅ローンにかかる金利リスクや貸出資金の借換えリスクを市場に移転することにある。住宅ローンはそのままでは長期間銀行等の資産勘定に留まるので、預金金利の変動リスクに曝されるが、これを、流通性のきわめて高い有価証券に転換すれば、証券市場で売り買いすることができるようになり、数多くの投資家どうしの取引の連鎖を通じて金利変動を市場全体として吸収できるからである (狭義の証券化支援機能)。

これに対し、信用リスクの負担は、低所得者・退役軍人向け等、社会政策や特定の政策目的から行うべきものを除けば、当然に公的金融機関の役割とはいえない。そして、米国の場合、前者については FHA (Federal Housing

図表 8 従来の証券化業務と新しい仕組みの比較



Administration) や VA (Department of Veterans Affairs) 等の政府機関が直接実施している¹⁶⁾。これに対し、Fannie Mae と Freddie Mac はそれ以外の借主についても一定の基準を設けて信用リスクを負担していたが、これは株式会社化され、上場すらしていた GSE の収益事業としての性質が強い。この場合、預金金融機関等に比すれば自己資本比率規制等の縛りが緩いことが適切な競争を阻害することになる。CRT プログラムにより First Loss とテールリスクを除く信用リスク投資の機会が民間に移転されだしたことは自然のなりゆきといえることができる。

こうしてみると、GSE による新しい仕組みは、住宅ローンに内在するリスクを RMBS と CRT により金利リスクと信用リスクをアンバンドリング（分解）し、それぞれを金融商品化して民間金融機関や投資家に環流させるシステムだと位置づけることができる（図表 8 下）。

CRT 導入をきっかけに、最近この流れがさらに加速している。

(a) 狭義の証券化支援の強化：Whole Loan Conduit プログラム

近時、リーマンショック後の大手金融機関の住宅ローン事業からの撤退等により、オリジネーターが小規模化しており、より小さなローンプールを機動的に RMBS に転換するための仕組みが必要となっている。そこで、たとえば Fannie Mae は、Whole Loan Conduit プログラムと称して、同社を実質的に証券化のための SPV として活用して資金化するための実務対応を強化し、狭義の証券化支援機能を充実させている¹⁷⁾。

(b) CLN 債を通じた貸主による収益機会の再移転

16) 同種の住宅ローンの証券化は政府機関である GNMA が担うが、GNMA は FHA 等の信用保証がなされていることを前提に、証券化商品の元金について期日払い (timely payment) を保証することのみを担う。

17) 従前は、比較的大手の金融機関の持ち込みが多かったことから、買い取った住宅ローンの対価として、現金ではなく RMBS で代物弁済するスワッププログラムとよばれる仕組みの利用が多かった。金融機関は元本部分のほか、貸出約定金利と買取金利の差 (excess servicing) に相当する部分を Interest Only とよばれる証券化商品として受領し、これを売却することで住宅ローンオリジネーションにかかる収益を一括して認識することができた。これに対して、比較的小規模な貸主は貸出資金を確保するために対価として現金を受け取ることを選好する。また、高度な会計知識が必要となる excess servicing の計上よりは、額面取引を選好する。Whole Loan Conduit プログラムではこうしたニーズに応える条件設定がなされている [11]。

Whole Loan Conduit の貸主の多くは、ローンを Fannie Mae に買い取ってもらうと同時に、当該住宅ローンプールに関する CLN 債を同社から購入してこれを保有することにより、住宅ローンビジネスの収益源のうち、サービシング（管理回収）にかかる事務手数料と信用リスク負担によるプレミアムを自分の手に取り戻している¹⁸⁾。これにより、自ら証券化をするだけの規模を持たない民間金融機関が金利リスクのみを市場に効率的に移転しつつその他の収益機会を手許に維持することが可能となる。もし貸主が良質なローンプールを組成した結果、その貸倒実績が市場の想定よりも低ければ CLN 債のパフォーマンスが良くなって価格が上がるからこれを売れば「目利き」を収益化することができる一方、反対の場合には、早い段階での損切りが可能となる。

(c) GSE によるリスクと収益機会のアンバンドリング

一方、モーゲージオリジネーションとサービシングにのみ特化したモーゲージバンクも多数存在する。こうした者も CRT 債・CLN 債に投資をすれば、住宅ローンを保有し続けることなく、信用リスクテークによる主益機会を追求することが可能となる。

このように、GSE は、住宅ローンに内在する、役務収益機会、金利リスク・信用リスクを負担することによる投資収益機会を異なる事業や金融商品として切り分けて、これを適切な民間金融機関に再分配するというアンバンドリング機能を営むことになる（図表 9）。こうした機能はまさに公的金融機関ならではの位置づけることができる。これもわが国公的住宅金融のあり方を考える上できわめて示唆的である。

図表 9 GSE を通じたリスクと収益機会のアンバンドリング

| GSE の機能 | 役務収入機会 | | リスクテークによる収入機会 | | 民間金融機関 |
|--------------------------|----------|--------|---------------|-------|---------------------|
| | オリジネーション | サービシング | 信用リスク | 金利リスク | |
| Whole Loan Conduit | ○ | | | | モーゲージバンク |
| Whole Loan Conduit | ○ | ○ | | | 預金金融機関、大手モーゲージバンク |
| Whole Loan Conduit+CLN 債 | ○ | ○ | ○ | | 預金金融機関、大手モーゲージバンク |
| CRT | | | ○ | | 保険会社、CRT 債・CLN 債投資家 |
| RMBS | | | | ○ | RMBS 投資家 |

18) [9] 7 頁。

II わが国における公的住宅金融

1. わが国の公的住宅金融の特徴

すでにみたように、住宅機構の主要業務は規模からみれば証券化支援と
いってよいが（図表 1）、その実態は前節で整理した米国 GSE のそれと比べるとかなり異なっている。

(1) 長期固定金利型住宅ローンを通じた民間金融機関との棲み分け

まず、住宅機構の証券化支援は買取型と保証型の 2 つの仕組みからなるが、そのほとんどを占める買取対象住宅ローン（フラット 35）については、オリジネーションの 8 割（件数ベース）を専門モーゲージバンク 22 社が占めており、残り 302 の預金金融機関等のシェアは 2 割に満たない（平成 27 年度末）¹⁹⁾。一方、平成 26 年度における全住宅ローン貸出に占める預金金融機関等のシェアは 9 割を超え、住宅機構のシェアは 9% にすぎない [13]。以上からすれば、住宅機構は預金金融機関等の長期固定住宅ローンの証券化を支援しているというよりは、専門モーゲージバンクを手足として買取対象となる 35 年長期固定型住宅ローンの貸出を行う一種の専門金融機関として、変動金利や固定金利選択型住宅ローンが主力である預金金融機関等と市場を棲み分けているといったほうがよい。

棲み分けが生じる最大の理由は、住宅機構が従来の米国 GSE と同様、字義通りの「証券化支援」に留まらず、取扱い金融機関から買い取った住宅ローンについて通常の金融機関と同様信用リスク負担を行い、売主にはサービシング手数料を支払うだけなので、売主からすると住宅ローンにかかる収益機会の多くを奪われてしまうことによる。このため、自ら住宅ローンを貸し付けることのできる預金金融機関等によるフラット 35 の利用は、借入人が何らかの理由でそれを希望しているか、自ら与信リスクを負担したくない借入人である場合に事実上限られてしまう。たとえば、住宅機構がモーゲージバンクの業界団体に開示している取扱い金融機関別の延滞状況によれば、銀行、系統金融機関の取り扱う債権の延滞率がモーゲージバンクの取り扱うそれに比して 2 倍以上だ

19) モーゲージバンカー協議会ホームページによる。モーゲージバンクには保険会社とその他銀行を含む。なお、住宅機構は取扱い金融機関別の内訳を開示していない。

とのことであり²⁰⁾、公的信用保証業務にみられるような逆選択的制度利用の存在が窺われるが、このことは、上記棲み分け仮説を裏付ける。

しかし、公的住宅金融が固定長期金利の住宅ローンを預金金融機関等と棲み分けて取り扱うことには必ずしも合理性がない。モーゲージバンクのように、ビジネスモデルとしてあえてオリジネーション・サービシングに特化している場合はそれでよいが（図表 9 の上 2 段のビジネスモデル）、自ら住宅ローンを行っている一般の預金金融機関に対しては、米国 GSE と同様、狭義の証券化支援のみを行い、信用リスク負担を通じた収益機会を CRT のような仕組みを通じてこれを取り戻せるようにすることで、いたずらに民間の収益機会を奪わない配慮が望まれる。

(2) 住宅政策の手段としての住宅金融

住宅機構のフラット 35 のもうひとつの特異性は、耐震性・耐久性・環境対応・バリアフリー対応といった観点から優良な住宅について、金利の引き下げを行うことを通じて「質の誘導」を実施している点にある。本来こうした施策は、住宅の取得者が「どこから住宅ローンを借りるか」とは無関係に実施されるべきである。しかし、実際には、フラット 35 を利用した者に対してのみ金利優遇が行われるために、本来質の誘導を目的とした補助策が住宅機構のフラット 35 を利用する誘因となるという本末顛倒の現象（いわゆる民業圧迫）が生じるおそれがある。平成 23 年度、平成 24 年度において大幅な金利引き下げが終了する前後の月に借入申請件数が激増しており²¹⁾、そうした弊害が実際に発生していることを窺わせる。

質の誘導そのものは住宅政策にとって非常に重要なものであり、住宅取得者のほとんどが何らかかたちで住宅ローンを利用することからすれば、質の誘導手段として住宅金融を活用すること自体には十分な合理性がある。しかし、これを住宅機構が実施するのであれば、機構自身の住宅ローンに紐付けをしない、より中立的な方法を工夫する必要がある。

20) 住宅機構はこの点について一般向けに情報開示を行っていない。しかし、利用の実態と制度濫用の可能性を外部的に検討するための重要な情報であり一般に対し継続的に開示することが望まれる。

21) [12] 35 頁第 3 表。

(3) 経済対策の手段としての住宅金融

質の誘導を目的とした金利の引き下げのもうひとつの顕著な特徴は、それが経済対策の一環として行われることが多いということである。過去の大幅な金利引き下げはいずれも経済対策に伴って実施されており、どちらかといえば、経済対策が先にありきで、金利を引き下げるための理由として質の誘導が用いられている感すらある。もちろん、ローン金利を引き下げればある程度住宅建築が促進されることは間違いないであろう。しかし、住宅建築の促進をローン金利の引き下げで行うことが、採るべき最良の政策とは限らない。

(4) 抽象的なガバナンス強化の観点から主張される株式会社化

前節でみたように、米国では GSE の組織形態が株式会社であったことがむしろ弊害を生んだという認識から、その位置づけをより明確に政府機関に近づける、貸主金融機関の協同組織とする、といった、非株式会社化が検討されている。

これに対し、わが国では独立行政法人より株式会社のほうがガバナンスが優れているといった抽象的な理由で住宅機構を株式会社化すべきだという議論がなされることが多く、過去に公式の場でも検討が行われている [14]。こうした場での議論をみると、独立行政法人形態を維持すべき理由として、現在の RMBS の格付取得の際、同組織形態には会社更生法の適用がないことが前提とされているため、株式会社への組織変更は既存の RMBS の流通性等に多大な影響を与えるといった実務的な事情が強調されている。しかし、組織の法的枠組みは公的住宅金融の役割や仕組みとの関係で合目的的に選択すべきものであり、ガバナンスや既存 RMBS の安定発行への配慮といった点はそれが満たされた上での二義的な要素にすぎない。むしろ、米国 GSE の議論を踏まえれば、なまじ民間金融機関との境界があいまいとなる特殊会社とするよりは、独立行政法人に留めたまま、公的金融機関の役割に徹した運営をさせるほうが望ましい。ただし、その場合の公的金融機関の役割は次節以降で検討するように、従来の文脈とはかなり異なったものになることには注意を要する。

また、住宅機構は、デュレーションの非常に長い資産を保有し、その資金調達を資本市場に依存するというきわめて特殊なホールセール型の専門金融機関であり、これを適切にリスク管理して運営することは、民間金融機関であってもかなり難度が高い。このため、仮に独立行政法人形態を維持するとしても、

独立行政法人通則法に基づく一般的な監督の枠組みだけでは不十分だということ意識しておく必要がある。ただし、監査・監督によるガバナンスにはいずれにせよ限界がある。むしろ、米国 GSE の CRT プログラムにみられるように、信用リスクも含めて市場メカニズムを通じた自律的なリスク管理が行われるような制度設計を行うことがきわめて重要である。

2. わが国の特殊事情と公的住宅金融への期待

次に、わが国の住宅金融を取り巻く環境の変化を整理し、そこから公的住宅金融が果たすべき新しい役割について考えてみる。

(1) 来たるべき金利上昇への対応

わが国の長期金利の水準はマイナス金利という異常な状況にある。しかし、そうした状況が永遠に続くわけではない。そして、(破滅的事態でない限り)金利が上昇に転ずる状況では景気も回復傾向にあるから、住宅投資も活発化する可能性が高い。こうした状況下では、少しでも低い金利を長期間享受するために長期固定金利型の住宅ローンを選好する者が増加するため、次のような問題が生ずる可能性がある。

- 1) 前述のとおり現在の住宅金融市場では 35 年長期固定型住宅ローンの供給は住宅機構に大きく偏っているため、公的住宅ローンによる民間住宅ローンのクラウディングアウトが生じる。
- 2) 金利の上昇局面で、預金金融機関がデュレーションのきわめて長い長期固定金利住宅ローンを資産として保有すると大きな金利リスクを抱えることになる。しかし、競争戦略上やむをえず長期固定金利型を取り扱うことになる可能性は少なくない。この場合、住宅ローンの証券化を通じて金利リスクを回避することが望ましいが、一部の大手金融機関を除き単独で証券化のために十分な資産額(目安として1回の起債について最低100億円程度)を確保することは容易ではない。一方、自行保有を諦めて、住宅機構のフラット 35 を取り扱えば、上述のようにサービシング手数料を除く大半の収益機会が奪われることになる。
- 3) 住宅機構は RMBS の発行にあたり、住宅ローンの買取時点と証券化時点の間に生ずるパイプラインリスクを民間金融機関との金利スワップ契約によりヘッジしているが、金利の上昇局面では、スワップの相手方を確保

することが難しくなったり、ヘッジコストが非常に大きくなったりする。この場合、買取金利に悪影響が生じたり、最悪の場合にはパイプラインリスクが顕現化して損失が発生したりする可能性がある。これを避けるには、米国のような TBA 取引を導入すべきだが、現在の RMBS は GSE のそれに比肩する発行量も流動性もないことに加え、そもそも発行のつどプールの信用力に基づいて格付を取得する伝統的な証券化の方式を採用しているため、パイプラインの期間が長く、起債毎の固有性も強いことが大きな障害となる。

(2) 2つの長寿化と住宅金融

住宅をめぐることは、①人間の長寿化＝少子高齢化が進んでいる、②住宅の長寿化を進める必要がある²²⁾、という2つの長寿化がさまざまな分野に影響を与えている。就中、住宅金融との関係では次の点が重要である。

1) **住宅循環型金融** まず、80歳以上にまで及ぶ長い人生の中で、引退・子育て完了後のセカンドライフや支援が必要になる高齢期といった異なるライフステージに応じて適時適切な住まいに住みかえることが必要になっている。このためには、あるライフステージの移行にあたり、①前のステージの住宅の資産価値を次のライフステージの住まいの取得に活用できる、②あるいは、少なくとも前のステージの住宅を取得するためのファイナンスが次のステージの住宅取得の障害とならない、といった仕組みを組み込んだ新しい住宅金融の仕組み（住宅循環型金融）が必要である。

2) 住宅への再投資を促す金融（取得資金からライフサイクルコストへ）

住宅の長寿化といってもスケルトン（構造・躯体）の問題であり、インフィル（設備・内装）の耐用年数は15年～25年である。現在の住宅ローンの標準的な期間は35年なので、ローンの期限前に更新期限を迎える。こうした状況で積極的に住宅に対する更新投資を行うことはその時期が退職期に重なることも考えると難しい。こうした問題に対応するには、住宅の取得資金を貸すのではなく、住宅のライフサイクルコストを一体としてファイナンスすることにより住宅への更新投資を促す新しい住宅金融手法が求められる。

22) 住生活基本計画(2016)では新築住宅における認定長期優良住宅の割合を11.3%（平成26年度実績）から20%（平成37年）に引き上げることが成果指標とされている（[17]目標4）。

3) 住宅ローンの返済方法の弾力化 2015 年度のフラット 35 利用者の年齢の全国平均は約 42 歳なので、35 年の住宅ローンを借りた場合の最終年齢は 77 歳となる。平均借入額の約 2,480 万円を前提に、一般的な完全退職年齢である 65 歳における残高を金利 2% として計算すると約 1,050 万円となり、その後 12 年間約 82,000 円の返済が続く²³⁾。住宅ローンの期間が従来の 25 年から 35 年となったのは 2000 年前後からなので、借入人のほとんどがまだ退職期を迎えておらず、今後こうした状況がわが国の高齢者福祉や経済全体にどのような影響を及ぼすかは未知数であるが、何らかの悪影響が及ぶことは十分に考えられる。このため、返済期間が現役時代から引退時期にまたがることを想定して、引退後は返済額が緩和できるような期間を延長しつつ信用リスクが増大しないような工夫を考える必要がある。

(a) 「ヒトに貸す住宅金融」から「モノに貸す住宅金融」へ

こうした問題を解決するには、現在のように借入人の返済能力＝生涯収入に一義的に依存するのではなく、住宅の資産価値に主として依拠した住宅金融を開発する必要がある。

米国では安定した中古住宅市場の存在を前提に、住宅ローンの借入れにあたり、担保価値がローン残高の一定比率以上となることを保障する損害保険(private mortgage insurance)を締結することが一般的である。リーマンショック前後の時期を除けば、住宅価格インデックスも安定的に増加傾向にあるので、住宅の資産価値に依拠したファイナンスを提供することが可能となっている。

これに対し、わが国の場合中古住宅の売買市場においては比較的築浅の物件であっても建物価値が十分に評価されないといわれている。これは住宅性能評価等が想定する標準的な耐用年数が 25 年～30 年であることを前提に一定以上の築年の中古住宅については建替えを前提に更地価格での取引がなされる傾向があることによるところが大きいと考えられる。しかし、住宅の長寿化＝運用可能年数の長期化が進めば、賃貸運用を想定した収益還元価値が敷地価格を上回る地域は少なくない。そこで、これを基礎に、住宅を運用することによって得られる期待キャッシュフローを引当てにしたファイナンスを仕組み、所有者が居住中は帰属家賃相当を返済し、ライフステージの変化により住みかえるときや返済が困難となったときは、何らかの仕組みで運用した収益で返済をする

23) 以上、[18] 掲載の主要指標（注文住宅全体）による。

ことにすれば、住みかえ時に家を売ったり、貸倒時に抵当権を実行されたりすることなく、返済を続けることができる。

こうした対応を可能とするために国が支援して戸建住宅を中心に非営利法人が借り上げて安定運用することで家賃を保証する仕組みが2006年に導入されており、運用開始から10年を経て公的住宅金融を補完する仕組みに育ちつつある²⁴⁾。詳しい検討は別稿に譲るが、土地の価値が非常に高い首都圏等一部の大都市を除けば、上述の対応に高い合理性があることが分かってきている [15]。

3. 若干の提言

以上の検討を踏まえ、住宅機構の役割を現在の民間競合型から本来の民業支援型に変更し、新たなニーズに対応できるようにするため、米国 GSE の改革も参考に、現行証券化支援業務を、以下のとおり、狭義の証券化支援機能と信用リスク関連機能とに分離し、両者をそれぞれの民間金融機関の実情や戦略に応じて自由に組み合わせて利用できるようにすることを提言したい。

(1) 買取型証券化支援業務と RMBS 発行方式の変更

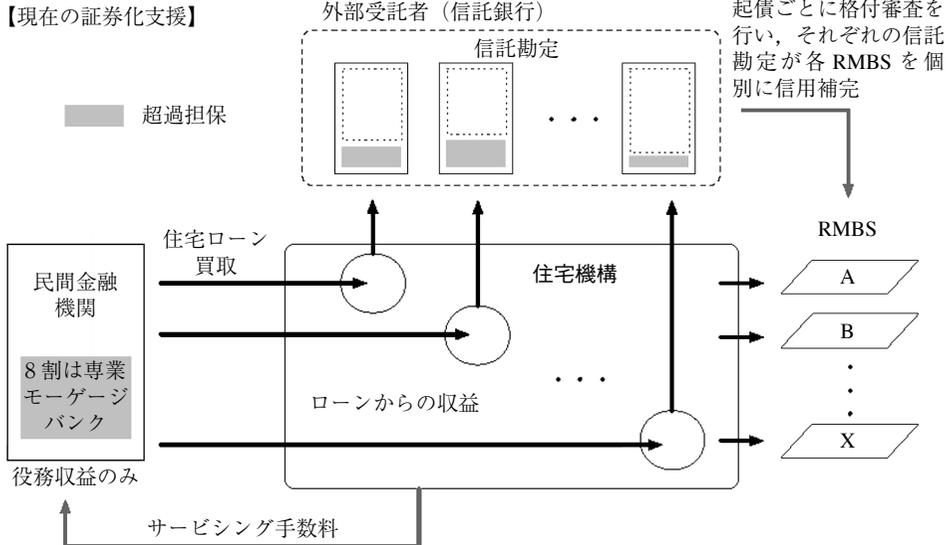
(a) 現行方式の問題点

現在の買取型証券化支援事業については、買い取った住宅ローンを外部の受託者に信託し、住宅機構債の投資家を受益者としてその返済を信託財産で確保するという仕組みが採用されており、起債のつと設定される個別の信託勘定ごとに十分な超過担保があるかを審査して機構の一般債の格付（現状日本国の格付に準ずる）より高いトリプル A の格付が付与されている（図表 10）。しかし、この方法には次のような問題がある。

1) まずそもそも論として、現行の仕組みは本来信用力の低い発行体が高い格付を得て証券化を実施するためのものである。米国 GSE はもともとパススルー型の債券を直接発行しているだけで、特段の信用補完措置を講じたり、格付を取得したりしていない。住宅機構の一般債は国と同一の信用力と考えられており、それを超える格付を取得することの効果は限界的である。実際に、市

24) すでに、公的住宅借上げ制度を担う一般社団法人移住・住みかえ支援機構といくつかの地方銀行が提携して、こうした特徴を持つ残価保証型住宅ローンを商品化している (https://www.pref.ibaraki.jp/kikaku/chikei/keikaku/iju-2chiiki/documents/yutorilife_pamphlet.pdf, 最終閲覧日 2016 年 7 月 29 日)。

図表 10 現行証券化の仕組み



場は住宅機構の RMBS を「財投機関債」として認知しており、必ずしも「証券化商品」として扱っていないことが明らかになっている²⁵⁾。現在の仕組みを維持すべき理由は、市場としてはすでに9兆円を超える残高のあるものはなるべく変えないで欲しいということに尽きる。そして、証券化において市場の声を尊重すべきは当然としても、そのことが必要な政策を実施しないことの理由とならないことは言を俟たない。

2) 格付取得の限界的効用が低いにもかかわらず起債ごとに格付を取得するため、コストがかかる上に債券の均質性や発行の機動性が害されている。このことは TBA 取引の導入にあたり大きな障害となる。

3) 住宅機構法では米国 GSE と同様自己信託を利用して効率的な証券化ができるよう配慮がなされているにもかかわらず、外部受託者を利用しているため無駄な追加コストがかかっている。大手銀行を始め民間でも大規模に自己信託型の証券化を行うところが登場しており²⁶⁾、信託法導入直後にあった自己信

25) 住宅機構が証券会社・投資家に対して実施したアンケートによると、財投機関債である現在の仕組みを資産の信用力のみ依存した仕組みに変更すべきかという質問に87%がしないほうがよいと回答し、その理由の最大のものが「財投機関債でなくなるため」であった([16] 30頁)。また、リーマンショック後、証券化商品投資時の審査等について規制が厳格化されており、「証券化商品」とされることの流動性に与える影響は少なくない。

26) たとえば、自己信託を活用して貸付債権の証券化を実施している三井住友銀行の平成26年3月末の自己信託に係る信託財産額は1,270億円である(同社ディスクロージャー誌)。

託利用にかかる慎重な態度を維持すべき根拠はなくなっている。

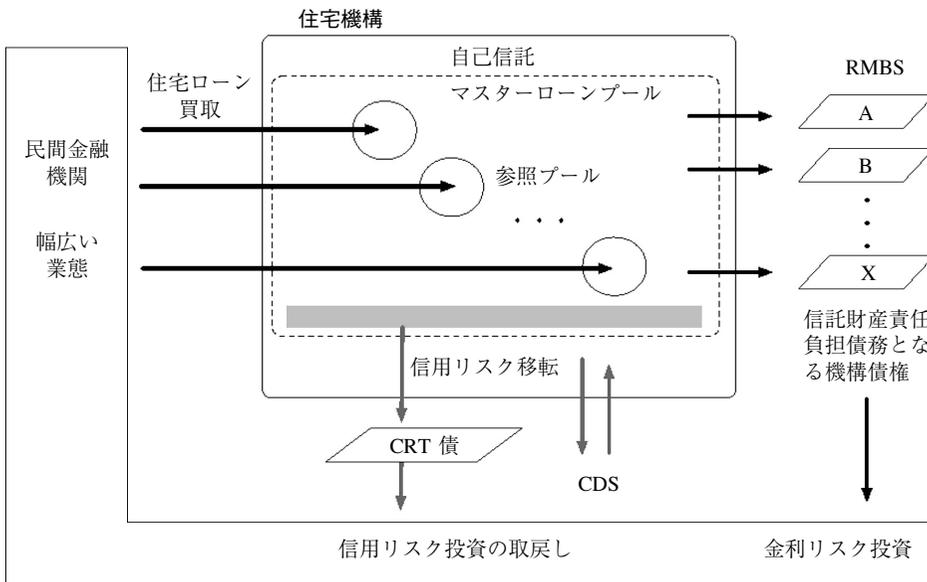
4) 格付取得のために必要な超過担保相当の住宅ローンは RMBS 化ができないことから、その取得資金は別途通常の財投機関債で調達せねばならない。この金額は平成 26 年度末で 1.2 兆円に達しているが [12]、この部分については機構が ALM リスクを負担することになる。また、超過担保分に見合う一般財投機関債は実質的にみると RMBS の「劣後債」になるが、市場の値付け等を見る限り通常の機構債として扱われており住宅機構に一種の超過収益をもたらしている。しかし、RMBS の発行規模が大きくなったり、貸倒れの発生が増加したりすると、起債環境が悪化し、超過担保の維持が難しくなって RMBS の発行にも悪影響が及ぶ可能性がある。

(b) マスターローンプール方式による証券化支援業務の機動性の強化

以上を踏まえ、先に検討した GSE による証券化業務の改革も参考に、現行の RMBS の仕組みを狭義の証券化支援に可及的に限定するため、次のような制度変更を提案したい。

1) 現在の手法を、発行された RMBS の現在価値が機構保有の住宅ローン全体（マスターローンプール）の価額からトリプル A の格付を維持するために必要な超過担保額の金額を控除した額（発行可能上限金額）の範囲で自由に発行

図表 11 マスターローンプール方式による証券化支援と CRT



できる仕組みに改め、資金調達の機動性を高める。同時に、CRT 型の信用リスク移転の仕組みを導入して超過担保の必要性を可及的に圧縮することにより、住宅機構の ALM リスクを RMBS を通じて効率的に移転できるようにする²⁷⁾。マスタープールに組入れ可能な債権はフラット 35 だけでなく、住宅機構が保有する全ての貸付資産とする。

2) 発行する RMBS はマスターローンプール内の特定の住宅ローンプール(参照プール)のキャッシュフローに返済が紐付けられたパススルー型の RMBS とする。マスタープールは住宅機構の信用格付が一定水準(たとえばトリプル B)未満となるまでは、住宅機構自身が受託者を兼ねる自己信託により設定し(住宅金融支援機構法 21 条・13 条 1 項 2 号イ)、受益者を RMBS の投資家とする。

3) RMBS は、同自己信託の信託財産責任負担債務となる機構債券(株式会社が受託者である場合の信託社債に相当)と位置づけ、現在も機構債券として発行されている RMBS と連続性を保つ。

4) 新しい証券化支援プログラムで購入する住宅ローンは、新規貸出分だけでなく、1 年から 2 年程度の期間を経過したもの(新古貸出)にも対応する。

5) 同様に、住宅機構のフラット 35 だけでなく、これに準ずる条件のもので、後述する融資保険の付保対象のものであれば、民間金融機関の住宅ローンも買取の対象とする。民間住宅ローンの管理は売主・サービサーに委ね、住宅機構は RMBS の発行体として必要な支払状況等の情報のみを定型化されたフォーマットで受領する。

5) 参照プールは現在のように特定月に購入されたものだけでなく、特定金融機関から購入したもの、特定の担保住宅に対応したもの等、システム対応が可能な範囲でできるだけ柔軟に認める。特に、金融機関別の対応を認めることは以下に提案するリコース型を導入する上で非常に重要である。

以上の仕組みによれば、発行可能限度額の範囲内で柔軟に RMBS 発行を短期間で行うことが可能となるから、試験的に TBA 取引²⁸⁾を導入し漸次スワップによるヘッジから移行する。

27) 既存の RMBS は投資家との合意または制度移行のための特別法に基づいていわゆるエクステンジオファーにより基本的には同一条件で額面で新たに同じ参照プールに基づいて発行する RMBS と交換することとする。

28) たとえば、毎月翌月に発行する RMBS の引受金利を入札してもらい、その結果に基づいて住宅ローンの金利を決定し、翌月に入札結果に応じて割り当てを実施する等。

(2) リコース型買取の実施と CRT 債の導入

民間金融機関から住宅ローンを買収する場合には、買収した住宅ローンを参照プールとする Fannie Mae の CAS 債型もしくは CLN 債型の CRT 債を発行し、これを売主金融機関に引き受けてもらう業務（リコース付き買収業務）を新たに開始する。売主金融機関の格付が一定以上（たとえばシングル A 以上）の場合には、CRT 債ではなく CDS によるリスク移転も認める。これにより、民間金融機関は買収してもらった住宅ローンにかかる信用リスク負担から得られる収益機会を取り戻すことができる。

CRT 債や CDS でリスクをリスク移転した金額については、その現在価値相当額を上記必要超過担保額から減ずる。これにより、住宅機構は買収した住宅ローンを超過担保を最小限に抑えて証券化することが可能となる。

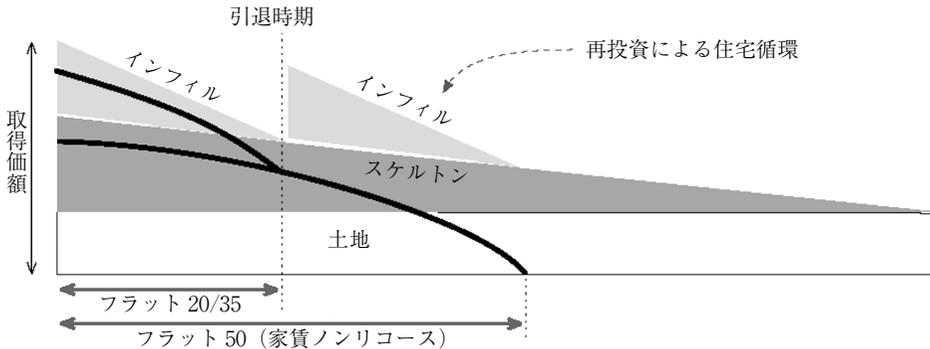
(3) 長寿命化対応のためのノンリコース型融資保険業務の創設

新たに、認定長期優良住宅等の収益還元価値に基づく新たな融資保険制度を導入する。具体的には、対象住宅について上述の公的借上げ機関等が提示する保証家賃の現在価値を上限として付保に応じ、債務者が対象住宅から住みかえた場合や、返済困難等を理由に自主的に退去に応じた場合には、対象物件を公的借上げ制度等を利用して賃貸運用することによって、①住宅ローンの支払を継続するか（家賃返済型融資保険）、②債務者が希望する場合には、対象住宅を譲り受けると同時に住宅ローンの残債務を引き受けて賃貸運用によって回収する（ノンリコース型融資保険）。

住宅機構の信用リスクテークを「ヒトに貸す」ものから、「モノに貸す」ものに変革するわけである。

新型融資保険の導入に合わせて、CRT 債によって外部化せず住宅機構が信用リスク負担をする住宅ローンについても、同様の優良住宅ノンリコース型の商品に可及的に転換する。たとえば、住宅機構には認定長期優良住宅に対して取得価額（土地の取得費用を含む）の 6 割を上限に 50 年の長期固定金利を貸し付けるフラット 50 という商品がある。長寿命住宅の耐用年数に対応させたものだが、実際には最終返済年齢が 80 歳という制限があり「ヒトに貸す」ローンの域を出ていない。そこで、この商品を上記ノンリコース型に仕組んで最終返済年齢の制限を撤廃する。そして、6 割超の部分については退職時期までに完済できるよう期間の短いフラット 35 やフラット 20²⁹⁾ で借り入れる³⁰⁾。こ

図表 12 住宅循環型フラット50のイメージ



れにより、退職後はローン返済額がフラット 50 の分のみに減額される上、住みかえれば返済から開放される。理想的にはこの段階で次の世代（子供や賃借人、売却時の買主）が中長期のフラット 20・35 を借り入れてインフィルに再投資すれば、住宅の循環が促進される（図表 12）³¹⁾。

収益還元価値は長寿命住宅ほど大きくなるので、政府の定める誘導基準を満たす場合には耐用年数の設定を超長期に設定すればノンリコース型融資保険の付保額が増える。このように、政策目的に合致した長寿命住宅に対する資産価値保証について性能に応じた優遇をすれば、金利引下げのような国庫負担に頼ることなく質の誘導を図ることが可能になる。

参考文献

- [1] The Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA) [2015], “TBA Market Fact Sheet” (<http://www.sifma.org/issues/item.aspx?id=23775>, 最終閲覧日 2016 年 7 月 29 日)
- [2] SIFMA, Uniform Practices Manual: For the Clearance and Settlement of Mortgage-Backed Securities and Other Related Securities (<http://www.sifma.org/tba/#up>, 最終閲覧日 2016 年 7 月 29 日)
- [3] James Vickery and Joshua Wright, *TBA Trading and Liquidity in the Agency MBS Market*, Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, May 2013.
- [4] David Scharfstein=Adi Sundram [2011], “The Economics of Housing Finance Reform” *The Future of Housing Finance: Restructuring the US Residential Mortgage Market*, 146-198

29) 機構の買取対象ローンのうち期間 20 年以内のもの。フラット 35 より低い金利が適用される。

30) 現在もフラット 50 とフラット 20・35 との組合せは認められている。さらに、フラット 35 と 20 の組合せも可能である。

31) フラット 50 については、もともとこうした状況を想定して物件売却時に低利の住宅ローンを買主に債務引受させることのできる assumable loan 条項が付帯している。

- [5] Michael Bright=Ed DeMarco [2016], *Why Housing Reform Still Matters, View Points*, Center for financial Market, Milen Institute
- [6] Patricia C. Mosser=Joseph Tracy=Joshua Wright [2013], “The Capital Structure and Governance of a Mortgage Securitization Utility”, *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports* No. 644
- [7] Mark Calabria [2016], “Coming Full Circle on Mortgage Finance”, *Housing Finance Reform Incubator* (Cato Institute), 49.
- [8] Federal Home Finance Agency (FHFA) [2015], Overview of Fannie Mae and Freddie Mac Credit Risk Transfer Transactions
- [9] Fannie Mae [2016], “Credit Risk Transfer – A Primer”, MBSenger
- [10] 2016年2月16日付 Prospectus: FANNIE MAE CONNECTICUT AVENUE SECURITIES, Series 2016-C01 Notes Due August 2028
- [11] Fannie Mae [2013], “Providing Liquidity to the Market – Fannie Mae’s Single-Family Whole Loan Conduit (a.k.a. The Cash commitment Window)”, MBSenger
- [12] 住宅機構 [2016], 平成27年度ディスクロージャー誌
(<http://www.jhf.go.jp/about/disclosure2015.html>, 最終閲覧日2016年)
- [13] 住宅機構[2016], 「業態別の住宅ローン新規貸出額及び貸出残高の推移」(1989年度～2015年10-12月期)
(http://www.jhf.go.jp/about/research/loan_zandaka.html, 最終閲覧日2016年)
- [14] 国土交通省 [2009] 「住宅金融のあり方に係る検討会報告書－住宅金融支援機構の組織形態を中心として」
- [15] マイホームリース検討協議会 [2015] 「住宅リフォーム市場の整備にかかる基礎的調査研究事業」国土交通省「平成26年度住宅ストック活用・リフォーム推進事業【住宅リフォーム市場の環境整備を図る調査研究事業】」, 大垣尚司 [2016] 「リバースモーゲージと代替的住宅資産価値活用スキーム (Alternative Equity Release Scheme) について」土地総合研究 24巻3号 3～27頁
- [16] 住宅金融支援機構 [2013] 「証券化支援事業の課題に関する検討委員会報告書」
- [17] 国土交通省 [2016] 「住生活基本計画 (全国計画)」
- [18] 住宅金融支援機構 [2016] 「2015年度フラット35利用者調査」