

## 第十回住宅金融のあり方に係る検討会 議事要旨

日時：平成21年4月8日（水）15：00～17：00

場所：中央合同庁舎3号館11階特別会議室

出席者：八田座長、浅見（祐）委員、浅見（泰）委員、大垣委員、櫻井委員、鈴木委員、瀬下委員、野村委員、原委員

（議事概要）

### 1. 開会

### 2. 議事

#### （1）既発の機構MBSの受益権化の影響について

（事務局より資料説明）

<プレゼンテーション>（敬称略）

##### ① 日本生命保険相互会社 資金証券部 担当課長 坂根 直統

- ・ 市場参加者の大半は、機構MBSが受益権となることを想定していないと思う。
- ・ 機構MBSが民間MBSより金利が低いのは、流動性の高い公募債であることと、政府関係機関の信用力によるものと考えられる。
- ・ 既発の機構MBSの受益権化の影響としては、流動性・価格透明性の低下、機構と民間との間での貸倒率の違いを背景とした住宅ローンの健全性への懸念及び制度の安定性への懸念などが想定される。
- ・ 機構MBSの価格低下の二次的影響として、民間RMBSの市場にも悪影響が及ぶことと、新規のMBS発行による資金調達が進まなくなることが想定される。
- ・ 満期保有が前提の場合であっても、毎月時価評価を行っており、価格低下による含み損を無視できるということではない。

##### ② 株式会社三菱東京UFJ銀行 市場部門 円貨資金証券部

中長期ALMグループ 次長 中山 憲一

- ・ 受益権化が現実のものとなれば、機構MBSの投資妙味である「政府による暗黙の保証」、「延滞債権を取り除き担保債権の質が維持されること」、「毎月継続発行されることにより、市場の自然な発展が期待されること」及び「流動性が確保され、銀行等短期の負債に基づいて投資する投資家のALM管理に合致すること」などの前提が崩れ、銀行等

の投資家は機構MBSを購入する動機を失う。

- ・流動性が低下すれば、売却時の仲介コストの増大が考慮され、流通利回りが高まる。
- ・満期保有ではなく、売却をも前提とした投資家は評価損の発生に非常に敏感である。とりわけ銀行は、評価損の6割を自己資本から控除せねばならず、経営体力を毀損する懸念がある。
- ・流通利回りは、発行利回りの決定要因となっており、受益権化による流通市場への影響は不可避である。
- ・一般に投資家は、トリガー条項に抵触するような事態は、天災や戦争並みの確率でしか発生しないと考えている。
- ・何らかの理由でひとたび投資家の信頼を裏切った発行体は、仮に形を変えて債券の発行を計画しても、市場はなかなか受け入れず、新たに発行する債券の消化は非常に困難になる。
- ・受益権行使事由に抵触するような事態を生じさせると、機構自体の資金調達の道を断つのに加え、民間を含むMBS市場の発展を大きく阻害する。

#### 【委員からの意見等】

- ・少なくとも既発債については、受益権行使理由に該当するような市場に混乱を与えることはしないということを、マーケットに対して示すことが重要である。
- ・発行体組織の連続性を欠くことによるマーケットへの影響は、受益権がヒットするケースより少ないが、一定程度あると考えられる。
- ・発行体の組織の連続性がなくなった場合、新しいMBSのマーケットに投資家が増えていくことによって、旧MBSは、満期保有目的中心の市場となり、流動性、価格形成機能が低下すると思われる。
- ・現在の市場環境では、機構MBSを担保債にする意味があまりないのではないか。
- ・地方の投資家は、機構MBSが財投機関債であることを一つの理由に購入している。機構債が財投機関債でなくなった時点で、そういう投資家が市場から離れる可能性がある。

#### (2) 会社更生法が適用される組織となった場合のMBSへの影響について

(事務局より資料説明)

#### <プレゼンテーション> (敬称略)

##### ① クレディ・スイス証券株式会社 ディレクター

債券本部 証券化商品調査部長 宮坂 知宏

- ・ 機構が株式会社化すると、会社更生法が適用となり、元利金の支払が期日に行われず、元本のカットなどが行われる懸念から、MBSのスプレッドが拡大する可能性がある。
- ・ 私募社債あるいは信託受益権は現在主要な債券インデックスに組み込まれていない。機構MBSの発行形態が変わって、主要な債券インデックスに組み込まれなくなると、投信会社、資産運用会社の需要が減り、MBSのスプレッドが拡大する可能性がある。
- ・ 機構MBSの商品性を変えた場合、単純に既発債と新発債との比較ができなくなり市場が分断される。その結果、市場の裁定機能が失われ、新発債の条件決定の客観性の維持が困難となる。また、分断された市場は市場規模が縮小し、流動性が低下して、MBSのスプレッドが拡大する恐れがある。
- ・ 商品性を変更した場合、新商品の市場を新たに育成する必要があるが、債券インデックスへの組み込み、売買参考統計値の値付け、証券会社による気配値の提示等、新たなインフラを整備して新たに積み上げていくことはなかなか困難である。
- ・ 市場では、機構のガバナンスに問題があるなどといった認識はほとんどない中で、ガバナンスを理由に商品性を変えらるとなると、市場に非常にネガティブな印象を与える可能性がある。
- ・ 現行以外のMBS発行方式はいずれもスプレッドが相当に拡大すると考えられる。

#### 【委員からの意見等】

- ・ 機構MBSの発行残高は、まだ3兆円であるが、ファニーメイのように何十年も続くしっかりとした仕組みを作り上げるべきである。マーケットと対話できる組織として、どのようなものか考えることが重要である。
- ・ ある発行形態を決めたらそれが金科玉条となって、発行体の裁量の自由度がないという形ではなく、市場の状況に応じて、発行体にいくつかの資金調達オプションがあるという形があってもいいのではないか。
- ・ 市場の変化に対応して意思決定がなされた後に、適切に業務の執行がなされ、結果として効果的に対応できたかどうかという点を監視することも重要である。
- ・ 日本政策投資銀行の事例を見れば、財投機関債でないから投資家に全く受け入れられないということではないようにも思う。長期間にわたり市場に受け入れられる仕組みを作るために、株式会社化が良いのであれば、そうすべきだと思う。
- ・ 既発債の受益権化、会社更生法の適用及び返済困難者対策(真正売買)の問題などは、乗り越えられる問題であり、いろいろな形態のいいところを集めていけばいいのではないか。こうした観点からみると、残っているのは市場の不連続の問題であると思う。
- ・ 機構は、MBSを発行する非常に市場に近い部分と、政策的な議論とを両方やらされている組織であり、例えば、独法の下に株式会社の子会社を置く形もありうると思う。

- ・ 旧市場と新市場が分断した場合、旧市場のスプレッド拡大に伴い新市場のスプレッドも拡大する懸念を持っている。
- ・ 機構MBSについては、財投機関債とセーフティネットとしての受益権と両方を見て投資している。新旧の市場が分断された場合、その事実を重く受け止めた上で、新しいものへの対処を考えていくこととなる。
- ・ 市場の分断の影響は、想定する条件にもより、一概には答えにくい面がある。

(3) 今回までの議論を踏まえた出席委員による合意事項

- ・ 住宅金融支援機構の今後の組織形態のあり方を特定するものではないとの前提で、本検討会における今後の検討は、既発MBSの受益権化を避けることを基本として進める旨出席した委員の間で合意した。

3. 閉会

- ・ 次回会議は4月24日を予定しており、米国の一連の住宅ローン市場の混乱の経験を今回の組織の見直しにどのように活かしていくか、どのような示唆があったかを中心にご議論を頂きたい。

以上