

第5回市場機能を積極的に活用した住宅金融のあり方懇談会  
議事要旨

- 1 日時 平成14年2月28日(木) 10:00~12:00  
2 場所 中央官庁合同会議所大会議室  
3 出席者 (座長) 八田達夫  
(委員) 赤井士郎、安藝哲郎、上杉純雄、大垣尚司、大久保千行、  
小関広洋(羽仁千夏)、小林重敬、鈴木美和、竹原敬二、富田俊基、  
原早苗、吉野直行

(敬称略)

(関係行政機関)

有吉章金融庁総務企画局企画課長

大澤真日本銀行金融市場局金融市場課長

(オブザーバー)

井上順住宅金融公庫理事

4 議題

- (1) 各委員によるプレゼンテーションと質疑・応答  
(2) 全体討議

5 議事概要

吉野委員よりセカンダリーマーケット(流動化・証券化)についてのプレゼンテーションがあり、その後質疑応答。内容は以下のとおり。

委員

ローンの証券化についてですが高い信用度を持たせないといけないということだったので、日本ではどういうものが出来ると考えているのでしょうか。

市場需給バランスを見るべきとのご意見でしたが、この場合公的機関はどう関わりどのような機関を想定しているのでしょうか。

市場にMBSが登場した時の影響はどのようなものなのでしょうか。預金、生保に行っているものが、消費者が直接買うというふうに単純にシフトするのは難しいのではないかと思います。消費者に直接買ってもらうと思うとやはり国債なみの安心度がないと買わないと思います。その場合公的な信用を付与していくことになると思うのですが、民間の投資信託と住宅ローン債権だけ手厚くするということの是非をどう考えたらよいのでしょうか。

---

## 委員

アメリカでは、最初は政府のきちんとした保証で、最後は民営化という議論になっています。我が国も最初は政府の機関によりきちんとした保証をつけ市場を育てるということは大事なことです。但しこういう機関もある程度うまくいった後からは民営化で考えるべきだと思います。最初からそのあたりの姿を設定すべき。日本は最初に作ったものはそのまま続く傾向にありよくありません。

需給バランスについては市場に全てまかせるというのが最も極端です。ただし、市場がボラタイル（変動的）になる可能性がある。その場合は発行頻度、度合いを考えるための省庁横断的な市場の需要調査のようなものも必要だと思います。

長期的に証券化市場が大きくなったら家計にとっても大変ではないかという話ですが、よく考えると資金の流れは全く変わらないのです。家計は生命保険や預金をしており、その一部が住宅貸付に回っていたわけですから。証券化によって預金や生保への資金が減りその分今まで貸出の債権が証券化された商品として流動化するわけです。ですからマクロ的には全体の流れは変わらないということになります。ただ違いとしては預金は銀行がリスクを負っているのですが、投資信託とかになれば投資家がリスクを考えながら選ぶことができる。この市場は長期的には大きな市場に発展する可能性があります、最初の段階では非常に少ないと考えられる。最終的に5年～10年かけて大きな市場に発展すると思います。

---

## 委員

2点奇異に感じましたが、1つは、MBSは普通の債券とは異なり繰上償還リスクを含むうえ、日本に無かったこともありキャッシュフローを読みにくい商品。これまでの固定利付債券と単純に比較するというのはいかがなものかと考えます。

2つ目は格付の話がされたのですが、証券化する主体の格付けが非常に高くないといけないというのはその通りですが、投資家から見れば繰上償還がどういうふうになされるかということ予想することが大事である。その点では過去の住宅ローンのほとんどを持っている住宅金融公庫における繰上償還の状態のデータ開示が必要であるということであると考えます。

---

## 委員

おっしゃる通りだと思いますがMBSの場合、ずっと同じ人が持ちつづけければキャッシュフローで返ってくる金利と元金は同じ。そういう意味で、割引現在価値で見れば同じような気がします。証券化商品の場合、主体がどこかというのが重要です。最初の段階ではある程度、公的部分のバックアップ主体が発行するということがマーケットに安心感を与えることになると思います。

---

#### 委員

MBSは貸出債権が担保になっているという部分が一番大事。その点が重要で、その仕組みをどうするのかということがポイントなので、格付の話は少し違うと感ずます。

---

#### 委員

日本の住宅はアメリカの住宅のように均質に出来ていない。今の議論は人的信用、期限前償還のリスクだけしか出てきませんでした。アセットはどんなものでも均質だという見方は、少なくとも現在は成り立たないのではないかと考えます。住宅金融公庫がどのくらいの金融とアセットの信頼性を担保してきたかという歴史をわきまえていくべき。それを民間にすぐにやれと言っても出来ないのではないか。このあたりはよく研究すべきである。

---

#### 委員

セカンダリーマーケット(流動化・証券化)についてのプレゼンテーションにおいて、衣食住が重要であるから、持家政策と家賃補助が必要という説明の理屈が分かりにくい。できるだけすべての人に説明できる理屈が必要なのではないか。

期限前償還リスクは保証料でまかなうということですが、これは期限前償還したい人からのみ保証料を取りたいと考えているのでしょうか。

大垣委員よりプライマリーマーケット(貸出市場)について、小関氏、羽仁氏(メリルリンチ日本証券)によりキャピタルマーケット(資本市場)についてのプレゼンテーションがあり、その後質疑応答。内容は以下のとおり。

---

#### 委員

メリルリンチさんのご説明を補足します。10ページですがオペに関して、MBSに対するヘアカットが米国5%、日本15%ということですが、ヘアカットをこのくらい取らないといけない最大の理由は、日本のMBS市場には信頼に足る時価が無いことです。ですから、きちんと時価が付くようになればヘアカットを小さくすることができます。次に、日銀オペの対象になっていないというトーンでご説明されておりましたが、MBSは既に社債等担保手形買入オペの適格担保としては、使用されています。日本にはMBSを使ったレポ市場は全く無いので参加できない。買い取りオペの対象になっていないのは、国債と異なりリスクフリーの商品ではないためです。

---

#### 委員

プライマリーマーケットのご説明に対して質問ですが、これまで住宅金融公庫の果たした役割は長期・固定・低利であるが、今後住宅金融を市場のメカニズムに任せるとな

ると経済状況によって資金供給に影響を受けると考えられるが、証券化によって資金の安定供給はどの程度担保されるものなのか。

担保評価についてですが、新築住宅には品確法があるが中古住宅についてはなかなか性能評価というのは非常に難しいと思うのですが国土交通省はどのように考えているのかお聞かせ願いたい。

---

#### 委員

公庫は財政融資の資金を使って貸している。こういう資金をこれまでは当たり前として使用できていたのが、何らかの工夫をする努力をすぐにでも始めないといけないということが今の証券化議論の大事なところであると考えています。

#### 事務局

新築の性能表示制度はご指摘の通り実施済みでありましてこれからもどんどん伸びていくと考えられます。中古については平成 14 年度中にスタートさせたいということで準備をしております。具体的にはアメリカで行われているインスペクションのような部分と現行の性能表示で行っているようなもの、例えば耐震性とかを組み合わせた形で検討しています。

---

#### 委員

プライマリーマーケットのご説明の資料 1 の 4 ページですが消費者が自由に選択できるということが大事との記載がありますが、実際は消費者は預金は選択できるのですが、ローンは間に不動産業者がお付き合いしている金融機関に連れて行かれてしまい、実際は選択が出来ない状況である。その点の記載がもう少しあったほうが良いと思います。

あと質問が 2 つあるのですが、プライマリーマーケットのご説明の資料の 8 ページに住宅ローン貸付業者の話が出ていますが、これはきちんとした貸付業者が出てくるよりは何かノンバンクか銀行の子会社という 10 ページの形のような感じで登場する可能性が高いと思いますが、このアイデアはご自分で独創的に考えられたことなのかそれともある程度議論が詰まって出てきている意見なのかということが 1 つ目の質問。

2 つ目は 12 ページで選別の回避と信用補完という記載があるのですが選別の回避は消費者としては非常に重要に考えている部分であり、これを融資保険でやろうというご提案があるわけですが、融資保険制度を導入したとしても、現在の住宅ローンの借り手と同じだけのリスクだけではなくて、貸し倒れリスクがより高いものになると思うのですが、その点はどのようなイメージを持っているのでしょうか。

あと公庫 M B S の話は非常に整理されていますが信託受益権の有価証券化や自己信託機能といった金融庁自体で考えなければならない問題に思われるのですが、今どのよ

うな議論になっているのか金融庁さんに教えていただきたい。

#### 委員

今モーゲージバンクのような制度が日本で議論されているかということと全くされていません。そういう意味では独創的だと思います。ただアメリカではたくさんあります。

融資保険の付保基準についてですが、協調融資という形で公庫でやっているのは、今の公庫融資と同じ条件で銀行と一緒にやっていこうというもので、その程度の幅で実施すれば基本的に現在とそれほど大きく対象が変わることにならないのではないかと考えます。それで十分ではないかと思えます。

#### 委員

まず社債の登録決済制度の話から申し上げますと、これは今通常国会で法案提出予定でして、ペーパーレスの電子的決済制度を導入し社債等登録法を廃止する方向で準備しております。

信託受益権の有価証券化については、「有価証券」の概念は2種類あり、私法上の有価証券と証取法上の有価証券です。私法上の有価証券化は、株式とか社債とかのように紙を持っている人がその権利を保有している人とするのが、いいのかが問題となり、民法上の問題です。証取法上の有価証券化については、公正取引のための様々なルールを証券の取引にはかけているのですが、そういうルールの対象にするかどうかという問題です。これは、新たに規制をかける結果となるのですが、むしろ安心感が生じ、流動性が高まるという面があります。

最後の自己信託機能の話は、法務省の管轄なのですが、自己信託ということで信託が委託者と受託者が同じなのがおかしいというのが基本的発想になっています。その部分をどう整理するかは法務省さんの方でお考えになっておられるのではないかと思います。

#### 委員

前回、アメリカのエスクロー制度がどうなっているのかということが本日の資料2に入っていますが、それは法務省や金融庁でサポートしていただかないといけないことになってくると思います。取引の安全性、公正性、透明性、中立性というのは絶対必要です。不動産業者の連れて行く金融機関が不安だというお話がありましたが、そういう不満は当然出てくると思います。だからこそエスクロー制度が必要なわけです。エスクロー業者は中立、第三者制、認可制で、規制がものすごくうるさい。日本は登記制度だけで、しかも地価中心のチェックシステムが出来ていません。だから問題がある。

上杉委員と大久保委員より共同して、住宅ローン証券化スキームのイメージ(案)の資

## 料説明

続いて今後の取りまとめに向けた一般的な意見の交換

### 委員

これから議論する必要があるのは証券化の主体についてであると思います。暗黙の前提として、独立行政法人になる住宅金融公庫だけが金融機関のローンを買取るのかどうかということです。前回ファニーメイの説明にもありましたが、フレディマックや民間投資銀行等との競争が健全性を生んだということです。住宅金融公庫のみが証券化主体となると再び民業圧迫ではないかという批判が出てくると思われるので、競争をオリジネーションのみならず証券化においても導入すべきと考えます。

国民全体のインフラである住宅政策の一環としての住宅金融を議論しているので写真を描くべきであり、何らかの着地点を見ておく必要がある。ただ、そこに到達するプロセスもきちんと議論しなければならない。

### 委員

本日は非常に公庫に関連した話が多かったので、若干、私見にわたるところがあるかもしれませんが意見を述べさせていただきます。

まずプライマリー市場についてですが、確かに今日説明のあったとおりやっつけいけば今まで公庫が果たしてきた役割のかなりの部分を解決できるかもしれませんが、時間軸を考えなければならない。すぐに実現するような雰囲気議論されているというのは現場の視点からは非常に不安である。途中の段階でどうするのかという議論が殆どなされていないのではないかと思います。

また、アメリカでもFHLBの中でMPF、モーゲージパートナーシップファイナンスという直接融資が行われている。理由を聞くと証券化よりも効率的であるからと。本当にそうなのかは検証する必要がありますが、ある意味では回帰している部分もあり、議論として証券化だけというのではなく「こういった政策を実現するにはこういう方策のほうがより効率的」というようなことを議論されたほうがいいのではないかと考えるのです。

市場機能を積極的に活用したという今回の懇談会の趣旨にはずれるかもしれませんが、市場機能のみではない視点を入れたほうが良いのではないかとということで、意見表明させていただきました。

### 委員

証券化を利用し、活用して仕組みがうまくいくためには、受け入れ側の投資家の環境整備というものが不可欠だと思います。住宅金融公庫債の入札で問題となったのは裏付け

となるローンプールのパフォーマンスがどうなっていくかといった問題です。そのために必要なデータ開示ですが、当初は引受候補証券業者にのみ開示され投資家の方には渡らなかった。現在もそうです。データの開示を投資家や学术界にもして欲しい。

あと、ファニーメイはローン債務者や投資家に対する教育も定期的に行っています。そういう努力も人的資源の問題もあるのですぐには無理でしょうが、将来的にはそういうことをやったほうが市場が早く立ち上がるのではないかと考えております。

事務局：次回開催日は未定。内容は最終報告書のたたき台を出して議論したい。内容の公開については自由に議論いただくということで非公開としたい。その後 4 月にまた開催する予定。