



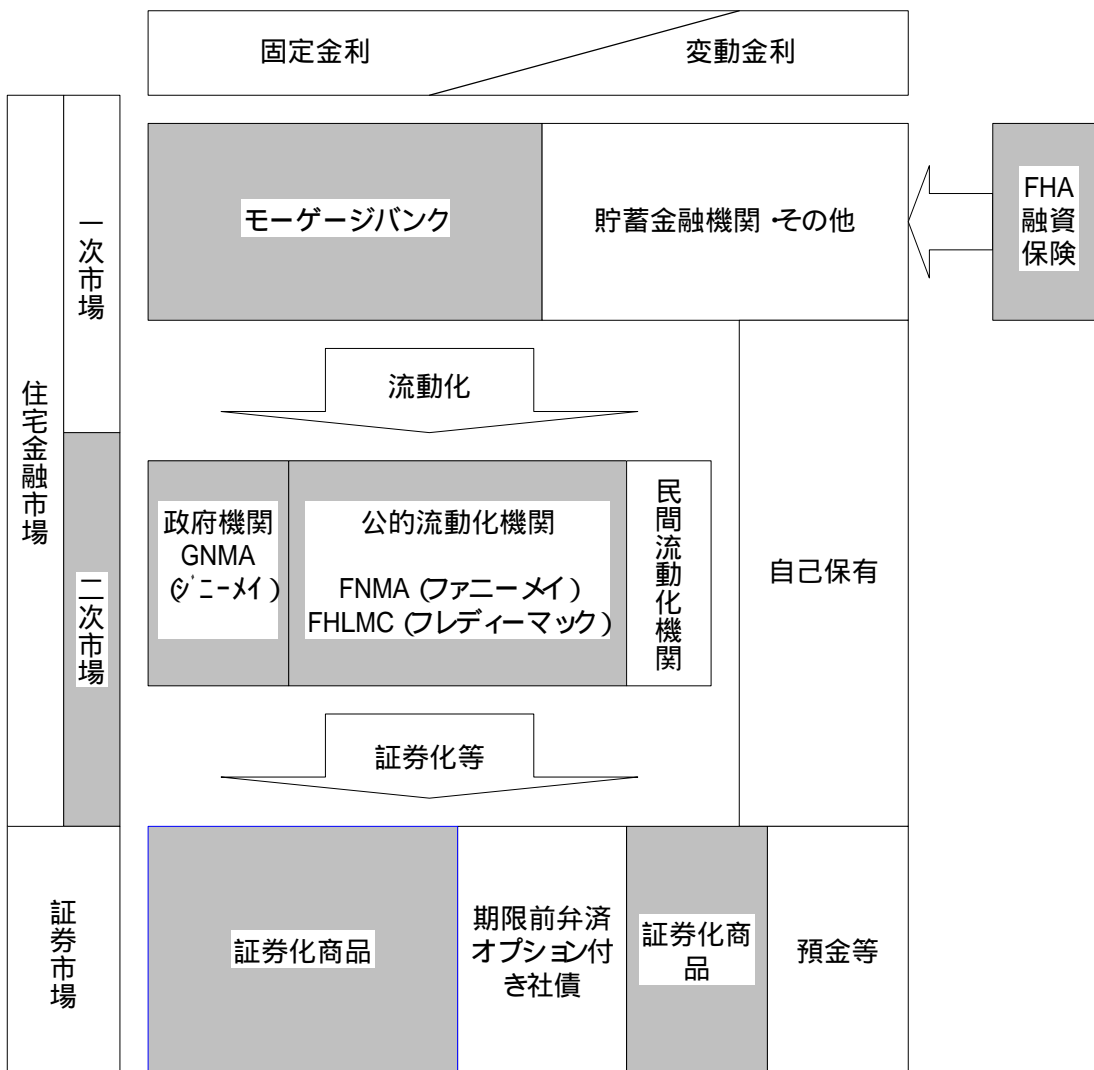
日本におけるプライマリー市場のあり方について

前提

市場原理を活用した住宅金融システムの構築には、プライマリー市場とセカンダリー市場の分離が必要との仮説に基づいて議論を進める

1990年後半には金利自由化が完了し、規制金利のもとに構築された旧来型の住宅金融の枠組みが再検討される必要が生じている。

同様の自由市場体制に80年前半に移行した米国においては、プライマリー市場・セカンダリー市場の分離を前提に、前者における公的融資保険制度、後者における公的証券化支援の制度が大きな役割を果たしており、日本でもそのような制度をある程度移植できないか検討する余地がある。





新しく構築されるプライマリー市場は、受益者である国民（消費者）との関係で、次のような要件を満たす必要がある。

安定供給

- いかなる市場環境でも、消費者の選好する種類のローンが借り入れ可能であること

低利

- 極力多くの国民に「低利」の住宅ローンの貸付が可能であること

期限前弁済の自由

- 借換目的の期限前弁済を認める制度であること

選別の回避

- 不当な「選別」を回避して極力多くの国民に貸付が可能であること

公正な担保評価

- 同種物件については、借り入れることができる金額が同一であること
- なるべく高い担保掛目で借り入れることができること

適正な競争

- 貸し手間の競争を通じた顧客サービスの向上が期待できる制度であること

また、プライマリー市場の貸し手にとっては、上記要件を実現しつつ、住宅ローン業務が十分に“bankable”でなければならない。

金利変動リスク

- 消費者のニーズに合致した貸付を実施することが金利変動リスクの増大につながらないか
- 低利で貸し付ける結果、収益性が悪化しないか

期限前弁済リスク

- 消費者に自由に期限前弁済させることがリスクを増大させないか

信用リスク

- 選別を回避することが信用リスクの増大につながらないか

担保割れのリスク

- 十分に保守的な担保査定と掛け目の設定が実施できないリスクがないか



- 中古住宅市場の不整備のために担保処分が円滑に進まないリスクがないか

適正な競争

- 不当な低利貸付や過剰なサービス競争が行われやすい制度となっていないか
- ローンの品揃えや顧客サービス面での付加価値という本来の領域で競争が促進される構造になっているか

一方、公的な関与については、次のような条件が満たされねばならない。

独立採算

- 原則として公的な経済負担が生じないこと

民業補完

- 民間でできることは民間に委ね、公的関与が結果として民業の圧迫とならないこと

特定政策目的の達成

- 安定供給や、低利貸付といった一般的な目的に加えて、居住水準の向上、高齢化・環境・安全への対応、良質な住宅ストックの形成・維持と円滑な流通といった特定の政策目的の達成に必要な手段が確保できること。



制度設計の前提と2つの思想

制度設計をするにあたり次のような前提を確認する

民間セクターは自己の利益を極大化させるように合理的な行動をとる

- 厳格な審査による融資選別や、保守的な担保査定等は、民間金融機関としては合理的な行動であることが多いから、こうした行動が起きないことを前提にした制度設計は好ましくない。

消費者は自己のニーズが貸し手のニーズと異なる場合、その貸し手の行動を直接変えることは困難であり、自由な競争を通じて自己のニーズを充足する他の貸し手から借りることができるのみである

- 民間金融機関が特定の種類のローンについて明瞭な選好を有する場合、消費者の選好に拘らずそのローンをなるべく取り扱おうとすることは合理的な行動であり非難されるべきはない。
- しかし、同一の選好を有する貸し手しか存在しない市場では消費者に選択の余地がなくなるので、別の選好を有する貸し手の存在を制度上確保することが必要である。

公的制度の設計には、大別して補完型と分業型の2つのスタンスがある

補完型モデル

- 民間セクターが提供できる商品・サービスについては、常に民間セクターのみが主体的な当事者として関与し、これが捕捉しえぬ部分のみを限定的に公的セクターが補完する。

逆選択 (adverse selection)

保険事故発生の可能性の高い危険の保持者が、自己に有利な保険に加入しようとする傾向をいう。制度設計にあたって、民業の補完に徹すると、民間がとれないリスクを有する危険の高い者のみが制度利用者となる可能性が高い。こうした逆選択が存すると、収支均等による独立採算の制度を構築することが困難になり、公的資金の利用を前提にした制度設計とならざるをえない。

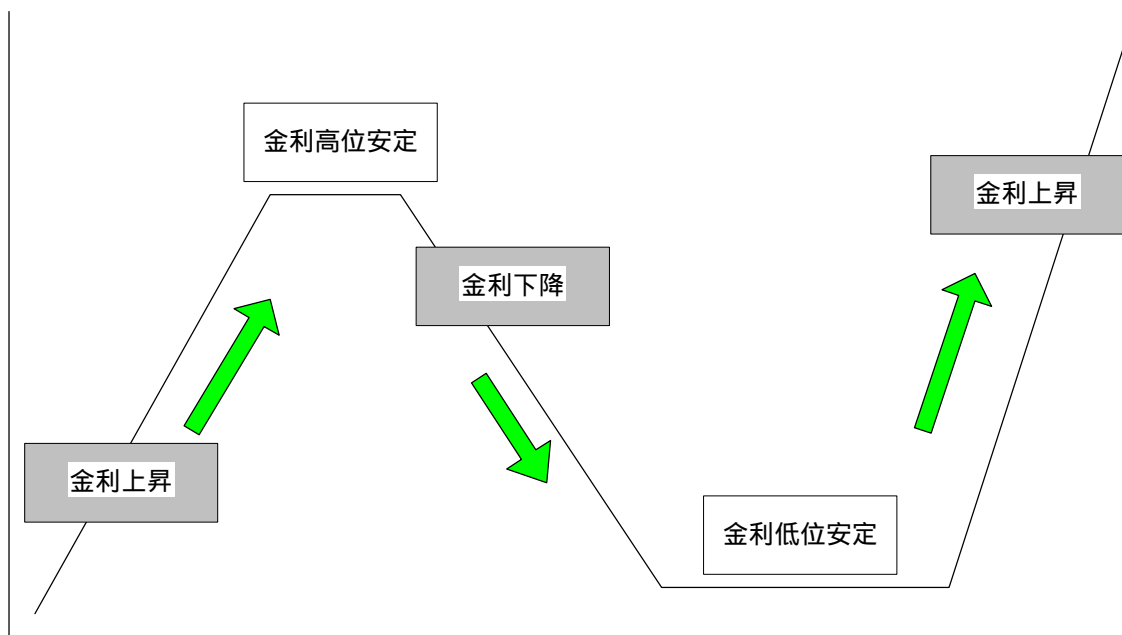
分業型モデル

- 補完型モデルで公的セクターが担うべき分野に加えて、公的セクターがやったほうが、民間セクターがやるよりも効率的で有利な条件を得られる分野については、民間がやろうと思えばやれる領域であっても、独立採算を条件に公的セクターに担わせる。
- 民業圧迫の弊害を回避するために、公的セクターは極力細分化された機能別に立ち上げて、各々のセグメント毎に上記の判断を行う必要がある。



安定供給

安定供給実現のためには、(1)金利低位安定期、(2)金利上昇期、(3)金利高位安定期、(4)金利下降期のいずれの状況でも、消費者のニーズにあったローンが貸しだされる制度的な保障がなければならない。



金利低位安定期

- 消費者と民間金融機関との間に大きなニーズのズレはない(現在の日本の状況)。

	消費者の選好	民間金融機関の選好	注意点
変動金利ローン			
同 固定金利転換権付き		←→	金利上昇期に逆鞘リスク。
固定金利ローン			

- 公的機関の役割はプライマリー市場では一見大きくない。しかし、将来金利が上昇した場合にはセカンダリー市場での売却ニーズが高まるので、証券化を容易ならしめるために、セカンダリー市場で流動化の対処となるローンについてはあらかじめ標準化が確保されるように誘導する必要。

	プライマリー市場機能	セカンダリー市場機能
公的機関の役割	補完的役割 信用補完(融資保険等)が中心	将来金利が上昇して資産売却ニーズが高まる場合に備えて、証券化が容易なローンを貸し出させるための標準化の推進が必要



金利上昇期

- 消費者と民間金融機関との間に大きなニーズのズレ。
- 消費者の選好に合わせて固定金利ローンを拡大すると、遅効性デメリットにより利ざやが縮小し、将来的に逆鞘リスクを背負い込むことに。

	消費者の選好	民間金融機関の選好	注意点
変動金利ローン	×		
同 固定金利転換権付き			逆鞘リスク。遅効性デメリット。 ヘッジは困難なことが多い。
固定金利ローン		×	

- 公的セクターは固定金利の供給、買取に大きな役割。

	プライマリー市場機能	セカンダリー市場機能
公的機関の役割	固定金利ローンの供給または買取による安定供給機能	保有ローンの買取 証券化

銀行における資産・負債の金利弾力性の差による遅効性デメリット

一般に銀行の負債の期間は資産のそれより短い上に、普通預金のように逐次金利を変更するものがあるので、負債のほうが、資産より先金利の変化に対する感応度が高い。つまり、金利上昇期には負債のほうが早く高い金利のものに入れ替わり、資産の金利入れ替えがこれに遅れるために、利ざや幅が縮小したり、時によっては逆鞘となる（資産金利変動の遅効性デメリット）。これに対し、金利下降時には同様の理由で利ざや幅が拡大する（資産金利変動の遅効性メリット）。

金利上昇時におけるスワップ等のヘッジ契約

金利上昇時には、固定金利を支払い、変動金利を受け取るスワップ契約を締結することによって、長期固定住宅ローンのリスクをヘッジする必要があるが、このようなスワップの出し手は、年金契約のように超長期の負債を多く有する生命保険会社等に限られることから需給に大きなギャップが生ずる。また、スワップ契約のようなデリバティブ契約は相対取引なので長期になればなるほど、格付けが高くないとそもそも契約の締結ができないという問題がある。ある程度までの期間なら国債先物等を利用してヘッジオペレーションを構築することができるが、超長期にわたる住宅ローンのヘッジは容易ではない。ファニーメイが自己保有分の金利変動リスクのヘッジにコール債という負債組み込み型のオプションを利用している理由はそうしたところにある。



金利高位安定期

- 消費者と民間金融機関との間に大きなニーズのズレはない。
- ただし、高金利資産の積み増しのために固定金利ローンが無理に貸し出すと、将来金利低下時に期限前弁済されるリスクが高くなる。

	消費者の選好	民間金融機関の選好	注意点
変動金利ローン			
同 固定金利転換権付き			
固定金利ローン			無理に貸せば期限前弁済リスク

- 公的セクターは金融逼迫時の量的補完が主たる役割。民業圧迫を避ける観点からは、固定金利を中心に貸し出すことに。期限前弁済リスクが高いので即時証券化することが好ましい。

	プライマリー市場機能	セカンダリー市場機能
公的機関の役割	補完的役割 信用補完に加えて、量的補完が重要	証券化を前提にした貸し出しの量的コミット

金利下降期

- 変動金利ローンにニーズが集中。過去には住宅公庫の固定金利住宅ローンの大量借換が発生。

	消費者の選好	民間金融機関の選好	注意点
変動金利ローン			他社の固定金利住宅ローンの借換営業が行われる傾向
同 固定金利転換権付き			
固定金利ローン			無理に貸せば期限前弁済リスク

- 過去は景気対策の一環として貸し出しが実行されることが多かった
- 金融緩和期であるので、民業圧迫となる可能性が高いことから、信用補完を中心とした補完的役割を主体とすべき。景気対策的な視点はセカンダリー市場における証券化について量的コミットをすることで実現が可能か。

	プライマリー市場機能	セカンダリー市場機能
公的機関の役割	補完的役割 信用補完 (融資保険等) が中心	証券化を前提にした貸し出しの量的コミット



制度主体と適正な競争

このように、金利環境によっては今後も公的セクターの関与する貸し出しを実施するニーズがある。しかし、このことは公的貸出機関を維持すべきことを意味しない。むしろ、公的機関の役割は、融資選別の弊害を除去するための、信用補完機能と、ローンを買取り証券化するセカンダリー機関の存在を前提にした長期固定貸付の促進機能に限定すべきである。

プライマリー業務を機能別にみると、以下のうち、公的機関が自ら行うことに制度的な意義が見出せるのは融資選別の部分のみ

- ニーズ捕捉
- アドバイザリー
- 貸し出し事務
- 審査 (融資選別)
- リスク管理

長期固定貸付の促進機能

- 買取り 証券化業務
- 買取り資産の標準化

さらに、米国のモーゲージバンクのように、セカンダリー業務を行う公的機関やサービシングを独立した業務として営む金融機関の存在を前提に、貸し出し業務のみを業として行う「住宅ローン貸付業者」の制度を創設することが望ましい。

からわかるように、プライマリー業務において公的機関の役割が重要となるときは、消費者のニーズと金融機関のニーズが対立していることが多いことから、消費者のニーズに合致した住宅ローンの貸付業務を金融機関のみに限定した場合、消費者のニーズに常に応え得ることが制度的に保障されない懸念がある。

住宅ローン貸付業者 (仮)

- 住宅ローンの締結を民間金融機関や新しい流動化機関のために媒介することを業とするもの (モーゲージブローカー)
- 免許制とする。
- 自ら貸し出しを行って流動化機関に売却する場合 (モーゲージバンク)は、別途貸金業者として登録



するか、同様の規制の枠組みを住宅ローン貸付業者の中に規定。

貸付主任 (仮)

- 住宅ローン貸付業者の免許取得の条件として貸付主任と住宅鑑定士を常置することを義務付ける。
- 貸付主任は貸付業務一般に加えて流動化対象貸付の標準化、コンプライアンス等の知識を要求。

住宅鑑定士 (仮)

- 担保住宅についての簡易鑑定業務を行う資格を創設して、担保住宅に関する迅速かつ公正な評価がなされるようにする。
- 建築基準遵守等についてチェックさせる可能性。

独立行政法人による監督

- 流動化業務を行う機関として想定されている新しい独立行政法人に住宅ローン貸付業者の監督を行わせる。

適用免除

- 現在住宅ローンに係わる金融機関は適用免除業種とした上で、住宅鑑定士の常置等を義務付ける可能性。

なお、サービシング業務は金融機関しかできないことから、貸し出し業務もこれと一体として金融機関が行うべきとの議論があるが、むしろ、現在の公庫代理貸付のように、貸し出しに係わった金融機関がサービシングを当然に行うことが効率的かどうかを検討する必要。買い取り機関が買い取った資産のサービシングは規模の利益を享受する観点からも、多くて数社程度の手金融機関やサービシング専門業者に委託することがコストダウンにつながるのではないか。そうすると、オリジネーション業務を行うためには必ずしもサービシングの能力がなくてもよいことになり、オリジネーターの裾野が広がり競争が促進される。



オリジネーターのビジネスモデル

預金金融機関

- 従来の公庫代理貸の新しい形態。
- サービスを分離することによりコストダウンが可能に。
- 住宅ローンオリジネーションと引き落とし口座を獲得することによってより収益性の高い総合ビジネスを展開

住宅建築 販売業者

- 従来の金融機関へのリースをそのまま自己の手数料ビジネスにつなげることが可能に。
- 物件のみならず資金面のテークケアもできることによるサービス向上
- 物件査定ノウハウの活用

ノンバンク 銀行の住宅ローン子会社

- 新しい流動化制度をバックアップとして、自らもプライベート銘柄による証券化を前提に、預金金融機関と対等な競争を展開する可能性
- 一部では銀行より進んだ個人融資のスコアリング・システムやサービスシステムを梃子にマスター・サービサーとしてのビジネスモデルを追求する可能性

フィナンシャルプランナー、ブローカー

- 現在インターネット等で住宅ローンの比較、シミュレーション等のアドバイザリーを実施している業者が、収益事業として提携金融機関に住宅ローンを仲介するブローカー業務を立ち上げる可能性。
- 火災保険や信用生命保険の代理店業務と兼業すれば相応の収益が見込める可能性。



低利

新しい制度における低利とは、借入時の金利水準を前提に相対的に低い水準で貸し出すという「相対的低利」と理解すべき。

市場原理のもとで、絶対的な低金利を常に維持することは、一般会計を用いた利子補給なしには不可能。

新しい流動化機関による低利調達を前提にこれに一定の利鞘ないし手数料を加えた金利で貸し出し

この水準が同条件の民間ローンと比較して最低水準となることを制度として裏づけ

- 公的機関の信用力による調達（または、資産の信用力に基づいた高い信用力による調達）
- 独立行政法人化することにより資本コストを回避
- 広範な利用者の存在を前提とした融資保険制度による信用リスクの吸収



選別の回避と信用補完

民間金融機関の審査基準そのものをコントロールすることは困難だし適切でもない。融資選別を回避するためには、たとえば、現在の住宅公庫融資の対象住宅・個人とほぼ同条件の住宅ローンに対する信用補完制度を準備し、さらにその流動化制度も準備するが、流動化するかどうかは貸し手である民間業者の自由とすることが考えられる。

流動化を義務化しないことによって、実質的な公庫化の懸念は回避。

信用補完制度については、補完型モデルに徹すれば、民間金融機関からの借り入れ困難者のみを対象とする信用保証制度が考えられる。一方、分業型モデルではFHAの融資保険のような、一般人を比較的広く対象にした融資保険制度が考えられる。公的負担を最小限に留めるには、独立採算の可能性の高い融資保険制度が優れている。

中小企業向けの信用保証制度に典型的に見られるように、借り入れ困難者の利用を最初から想定した信用保証制度は、逆選択のリスクが大きく、利用者からの保証料の受け入れに基づく収支均等の制度とすることが困難である。

一方、一般人を比較的広く対象にした融資保険制度では、利用者からの保険料で貸し倒れ損失をカバーできるように制度設計を行うことが可能。

- 大数法則によるリスク分散
- 担保不動産の地域分散によるリスク分散

この場合、貸し手による逆選択がおきないように以下のような制度上の手当てが必要ではないか。

融資保険の制度を利用する以上、貸し手は、貸し出し後のローンを流動化するかどうかにかかわらず、標準化された契約書に基づいて、公示された流動化対象ローンと同一条件で貸し出す義務を負うものとする。

- 民間の変動貸付の部分までカバーする協調融資のような制度まで用意する必要があるかどうかは継続検討の要。

利用者が同制度の利用を希望する場合、融資金融機関はこれを拒否してはならないものとし、これを流動化制度利用の条件とする。



公正な担保評価

住宅鑑定士のような制度と貸し出し審査を結びつけることにより、簡易で実効性のある担保評価を可能ならしめる。

住宅ローン貸出業者が担保物権の売買や建築に関与している場合、不当な評価に対して一定の罰則ないし賠償責任を負担させる等の措置を検討する可能性

損害保険会社の商品である民間の融資保険について、米国の私的モーゲージ保険のように一定額までの担保不足をカバーする商品とすることにより、コスト低減を図る可能性。

別途住宅の循環促進のための制度整備が進められる必要