

証券化支援業務のための米国証券化制度調査報告（概要）

（調査期間：平成 14 年 1 月 2 日（水）～10 日（木））

証券化支援機関

1. ファニーメイ及びフレディーマック（政府支援機関(GSE)）

（1）業務の概要

両機関とも主要な業務の基本は次のとおり。

住宅ローンの証券化（住宅ローン買取り及び MBS の発行・保証）

住宅ローンのポートフォリオ投資（住宅ローン買取り及び保有。社債による資金調達）

サービスからの報告データの処理、指導及び監督（サービスとネットワークを構築し情報を電子的に交換することにより、従来のサービス業務の一部を行う。）

住宅ローンにおける技術革新（自動審査システムの開発、提供及び使用料の徴収等）

（2）政策目的

住宅都市開発省(HUD)によれば GSE の役割は主に以下のとおり。

二次市場の安定

中低所得世帯に対する住宅融資を支援

地域を問わず住宅融資へのアクセスを容易にすること

（3）政府による規制等

財務の健全性維持、使命の遂行を確実にするため、政府は次のような規制を行っている。

連邦住宅貸付機関監督局（OFHEO）による自己資本比率の規制

HUD による政策目標（新規融資のうち中低所得者向け融資の割合が 50%以上であること等）の達成

ただし上記 以外の政府による政策を目的とした規制はない。例えばフレディーマックが行う災害時の融資条件の変更は、デフォルト等から生じる損失を最小限に食い止めるための経営方針に基づいて行われる。

（4）完全民営化への意見等

- ・ 巨大機関となった今でも暗黙の政府保証の便益はある。
- ・ GSE としての地位をすべてなくすべきという議論はないと認識。

- ・民間企業なのでコストを押さえて経営している点、また巨大な債券市場から資金を調達している点から、比較的低いコストで効率的に業務を行っている。

(5) 住宅ローン買取・保有業務の拡大

住宅ローン買取・保有業務の拡大の理由

- ・MBSの発行・保証業務と住宅ローンの買取・保有業務のどちらに重点を置くかは、どちらが多く利益をもたらすかによる。
- ・期限前償還リスク、個々のプールの個性等がある MBS は一般投資家には理解が困難。財務省証券のような債券であれば投資家にとって理解は容易で、売買も盛んに行われる。

住宅ローン買取・保有業務を行う場合の資金調達

- ・ノン・コーラブル債およびコーラブル債を発行。
- ・コーラブル債を発行する場合、スワップでヘッジ。
- ・MBSによってパススルーするよりもリスクを負うが、リスクに見合った見返りがある

(6) 市場でのMBSの未消化への対応等

- ・住宅ローンの一部を自らポートフォリオに保有して満期一括社債で調達すれば、このタイプの社債は非常にマーケットで消化されやすいので、資金調達はより消化は容易になる。
- ・証券化発展の初期の段階では、MBSの需給を安定化させるため、債券による資金調達により MBS を買い戻せるようにしておく必要はあると思う。我々の場合、98年のアジア危機の際、米国のMBS市場に問題が起り、MBSを買い取ったことがある。

(7) オリジネーター及びサービスのモラルハザードの回避

- ・オリジネーターがファニーメイの基準に合致した住宅ローン売却することは、契約上の事実表明・保証条項で担保されている。これに反した場合、買戻しを余儀なくされる。なお、このような条項があっても真正譲渡が認められるのはGSEの特典と認識(ファニーメイ)。
- ・我々は市場で大きなシェアを持つ企業であるので、不適格なサービスとの取引を止めることにより、サービスは経営上打撃を受けることになる。主にこの要因によりサービスと長期的な関係を維持できる。

2. ジニーメイ (HUD の一部局)

(1) 組織等

- ・ジニーメイの事業は投資家に対する MBS の保証であるため、住宅ローンを買取る資本が不要。
- ・民間とのパートナーシップ (委託業務関係) による柔軟なスキーム。

(2) 委託業務内容

- ・KPMG に財務モデル、アーンスト・アンド・ヤングには会計事務、チェースマンハッタンには証券の発行、会計及び支払の事務を委託。
- ・委託業務を人数に換算するならば 1,200 人の職員に匹敵。

(3) 優良なオリジネーター等の確保

- ・オリジネーター及びサービサーの選別はしていない。モーゲージ・バンクの方から業務関係を求めることにより関係が出来上がっている。
- ・小さいところは財務的に問題があり、資本規模の最低限を設定するなどの規制を行っている。
- ・問題のあるところからはモーゲージのポートフォリオを押収する措置を取っている。

(4) ジニーメイが保証する MBS の裏付けとなるプール内の均質性

- ・ジニーメイの商品 (30 年固定、パススルー) のうち、ジニーメイ 型は似たような金利のものを集めてプールを作ったものであり、ジニーメイ 型は金利の違うものを集めてプールを作っている。
- ・均質性に関しては、いずれも FHA、VA (退役軍人省) または RHS (地方住宅庁) によって保証されたローンで構成されているという意味で似たような商品である。

住宅ローン保証・保険機関

1. 連邦住宅庁 (FHA (HUD の一部局))

(1) FHA の組織、人員

- ・FHA はシングルファミリープログラムとマルチファミリープログラム(貸家)があり、両方合わせた人員は本部・地方で 5000 人。
- ・シングルファミリーのみでは本部・地方で 1500 人。

(2) デフォルト回避等のため債務者に対して行う FHA の措置

- ・できるだけ債務者に住み続けてもらうことが FHA の使命。
- ・しかしそれが困難な場合は債務者の損失を最小限にしながら物件の処分等を行う (以下 5 つのメニューのうち から は住み続けるオプション、 から は家を出

てもらうもの。)

支払いの猶予期間を設ける。

支払いの条件を変える。

保険金の一部を金融機関に支払い、返済を継続

抵当権実行前に担保物件を販売してしまう。物件の処分にコストがかからず、過去の履歴が残らない。

土地・家を任意に引き渡し、引き換えに負債の免除をしてもらう。

(3) 優良なオリジネーター等の確保

- ・金融機関の承認基準には以下の区分がある。

スーパーバイズドレンダー（連邦政府の管轄下にある金融機関であり自動的に合格）

アンスーパーバイズドレンダー（モーゲージバンカー等の機関で資本金の要件等あり）

- ・オリジネーター及びサービサーは毎年 FHA から業務を行う認証を受けなければならない。FHA はモニタリング、立入検査も行っている。
- ・回収を担当する住宅ローンのデフォルト率が高い場合、認証を取り消すので、一度承認されると貸手は FHA 業務の継続に努力する。

(4) MPS（最低物件基準）と建築基準との関係

- ・1934 年の FHA 設立当時、建築規制は十分確立されていなかったが、担保価値のあるしっかりした住宅でないと保険上問題が生じるので独自の基準を作った。
- ・現在は建築基準が各地で整備されてきたため、建築基準があればそれで代用する傾向にある。

2 . GE キャピタル・モーゲージ・コーポレーション

(1) GE グループの住宅金融関係事業

- ・GE は 1980 年代からモーゲージのビジネスを行っているが、もっとも大きなプレゼンスは当初より融資保険。
- ・GE は GSE の住宅ローンおよび民間の住宅ローン両方に対して保険事業を行っている。GSE が買い取るモーゲージは頭金が 20% あるか信用力のある保険を付ける必要があるが、我々は保険会社として AAA の格付けを得ている。

(2) 融資保険の一般的意義

融資保険は以下のように銀行、消費者、政府の各者にメリットをもたらす。

銀行へは融資量の増大および信用リスクへのエクスポージャーの低減等
消費者へは少ない頭金での融資の利用（若年における住宅融資の利用）
政府にとっては住宅所有の促進および安定した銀行経営等のメリット

（３）日本における融資保険の意義

- ・日本は住宅取得時の平均年齢が他の国々に比べて高いが、LTV の条件が緩和されれば、若い年齢で住宅を取得することが可能になるのでは。
- ・融資保険は高融資率融資を可能とするためこの問題の克服に寄与する。

証券業界

１．投資銀行

（１）市場に対する公庫のデータ開示について

高金利時代や金利低下時のデータ開示が必要。

（２）公庫に係る MBS 市場の大幅拡大について

- ・MBS を徐々に出すこと、データ開示等の透明性を高めることにより、公庫融資の規模でも市場で消化可能。
- ・MBS に対する投資家が限られている場合、債券を定時発行して市場での流動性を高めればよい。

（３）独立行政法人化後の高格付取得方法について（暗黙の政府保証か仕組みによる信用補完か）

GSE については暗黙の政府保証のメリットが大きく、GSE による MBS と民間 MBS との間には 15 から 20bp の利回りの開きがある。その点で半政府的組織のメリットはあると認識。

（４）住宅ローンの買取レートを引き下げるための社債による調達

- ・債券のスプレッドをタイトにするため、ゴールドマン・サックスが GSE に対し以下のようなベンチマーク債プログラムを提案し成功。
 - 米国債のように発行額および発行の安定性を維持
 - 引受けの変わりにオークション制の導入
- ・成功の背景は以下のとおり。
 - 流動性が高まることによるスプレッド減少
 - 米国債の発行が縮小し、これを埋めるようにベンチマーク債が発行された
 - 世界各国で発行できるので、有利な市場で発行可能

- ・公庫の融資規模を考えても世界的に発行できるプラットフォームを作っておくことが望ましい。

2. 公社債協会(BMA)

(1) 組織及び役割

- ・当協会は主に証券会社および銀行を加盟企業とする組織
- ・その役割は債券市場における法的・規制的側面、市場の慣習及び商品に関する情報提供・教育

(2) MBSの取引ガイドラインについて

- ・MBSを含む証券の取引・決済等に関するガイドライン(Uniform Practice)を普及
- ・民間におけるガイドラインであり強制力を持たないが、ガイドラインに従うことが各企業にとっても市場全体にとっても、秩序だった効率的な市場形成に役立つため、各企業ともこれに従っている。

(3) TBA(To Be Announced)取引制度

- ・TBA取引とはMBSの先渡取引で、MBS発行に先立ってMBS売買条件を予約する仕組み
- ・この仕組みは、マーケットの要望を背景としてBMAが主導して導入
- ・以下のような理由によりTBA取引で売買されるプールの内容が不透明とされ、近年厳しくプライシングされる問題が生じている。

TBA取引は、先渡契約なので、取り引きされるMBSの裏付けとなるプールが均質である必要がある。しかし、一次市場における競争激化の結果、商品が細分化され、プール間の質の相違が大きくなった。

GSEが証券会社に対し品質の高いデータを開示してない。

モーゲージバンカー及びモーゲージ・ブローカー

1. モーゲージバンカー協会(MBA)

(1) MBAの組織及び役割等

- ・MBAの加盟企業数は3,200。モーゲージバンカー以外にも、モーゲージ・ブローカー、投資銀行、保険会社等を含む。うち純粋にモーゲージバンカーと言えるのは約900。
- ・役割は、政策企画、ロビー活動、調査、教育。

(2) モーゲージバンカーの収益源

- ・ オリジネーションの時点では 1 件当たり 1,000 ドル位のロスになる。
- ・ 5 年経たないと損益がバランスしないので、長くサービシングを行うことが重要。

(3) 証券化に要した費用の回収

- ・ ジニーメイの仕組みを利用した証券化では、証券化に要した費用はサービシング・フィーから回収。
- ・ 信託報酬はジニーメイへ支払う保証料から支払う。

(4) 顧客に対して金利を決定してから MBS を発行するまでの金利リスクのヘッジ

- ・ 借入申込みのうち、確実に契約にいたると思われる件数・金額について GSE と買取価格、利率を予約する。
- ・ それ以外の分についてはオプションでヘッジ。

2 . マンハッタン・モーゲージ・カンパニー (モーゲージ・ブローカー)

(1) 組織・業務規模等

マンハッタン・モーゲージは、ニューヨークで 3 つの大手のひとつ。年間 20 億ドルの売上げ。200 人の従業員のうち、30 人から 40 人が Loan Officer。残りは内勤事務職。

(2) モーゲージ・ブローカーの業務内容

- ・ モーゲージ・ブローカーの業務は申込み審査から契約・実行時までの手続きを行う。
- ・ 特に重要なステップは貸付金利の予約 (lock in)。一旦予約しても一定の期間内であればペナルティなしでキャンセルすることができる。

(3) モーゲージ・ブローカーの収入源

- ・ マンハッタン・モーゲージ・カンパニーの場合では、30 万ドルの物件を買うために 20 万ドルのローンを組む場合、審査手数料 275 ドル及びブローカー・フィーとして融資額の原則 1 % 分が収入。