

国土交通省
「長期固定ローンの供給支援の
あり方に関する検討会」(第2回)資料

平成22年2月22日
全国銀行協会・三井住友銀行

目 次

- 1. 住宅ローン市場について
 - ① 住宅ローンの新規貸出額および貸出残高
 - ② 住宅ローン金利に係るニーズ
 - ③ 住宅ローンの金利水準の推移

- 2. 住宅ローンの供給について
 - ① 基本的な考え方(事業者向け融資との違いなど)
 - ② 多様な住宅ローン商品・サービスの提供

- 3. 我が国のMBS市場の状況

- 4. 長期固定ローンの役割、必要性について

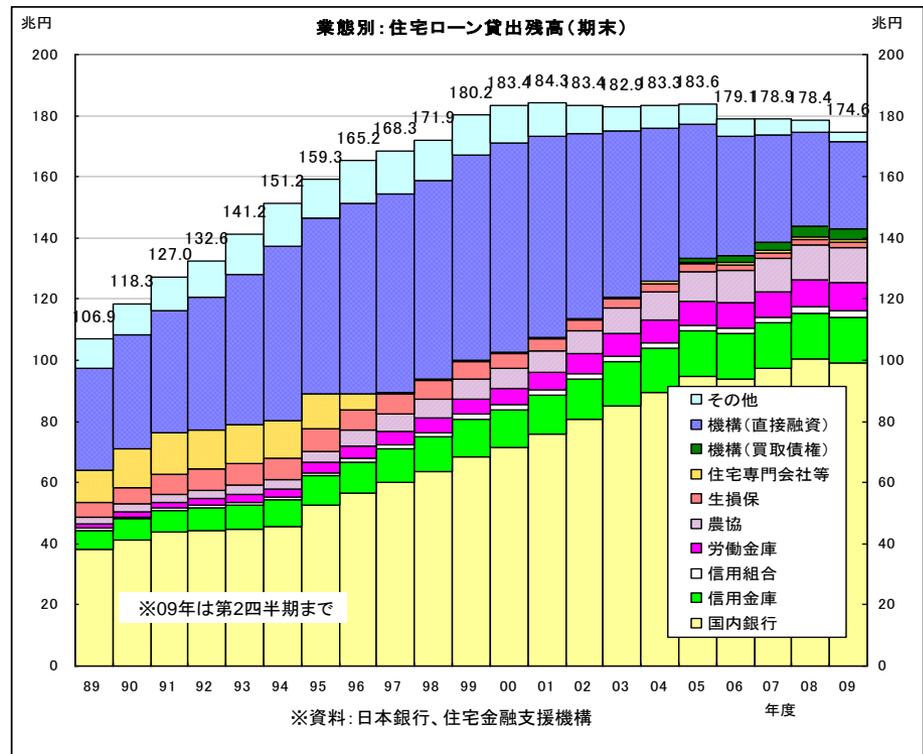
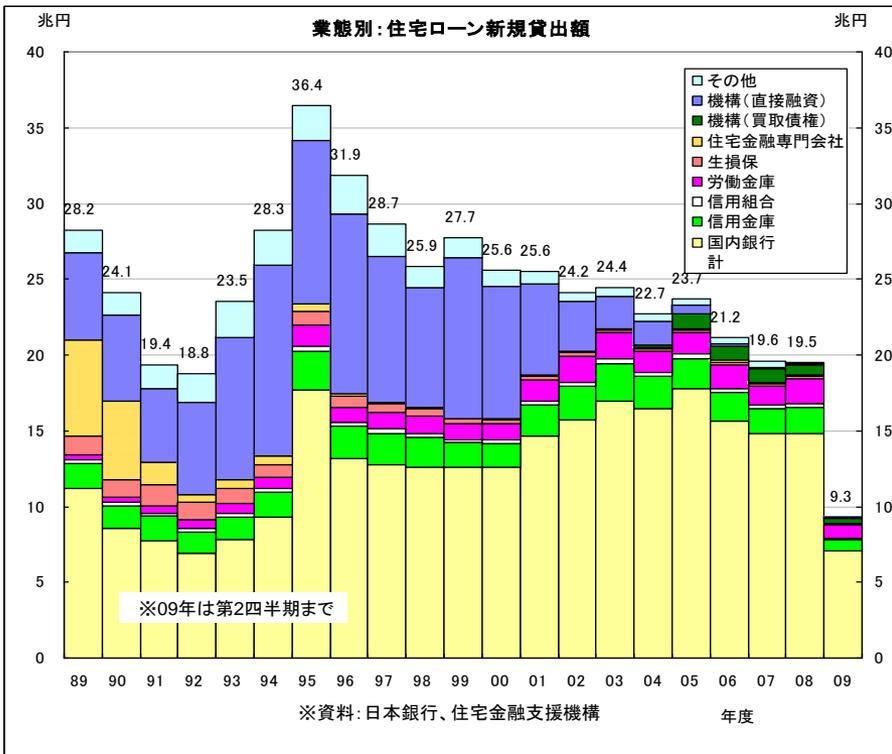
- (参考)全銀協の金融円滑化に資する取組み(住宅ローン)について

1. 住宅ローン市場について

①住宅ローンの新規貸出額および期末貸出残高

■ 個人向け住宅ローンの新規貸出額は、ここ10年程は概ね20兆円から25兆円で推移してきたが、趨勢的には低下傾向。

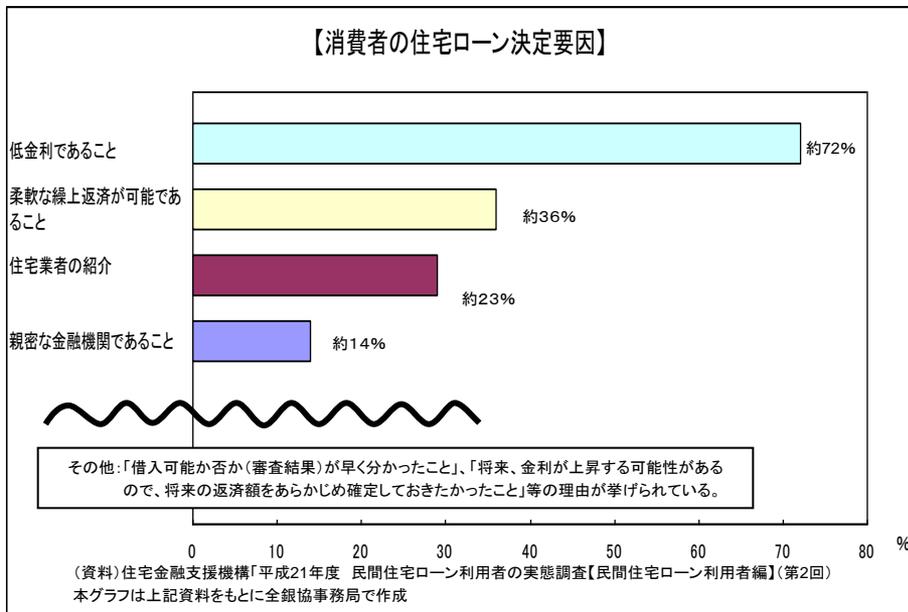
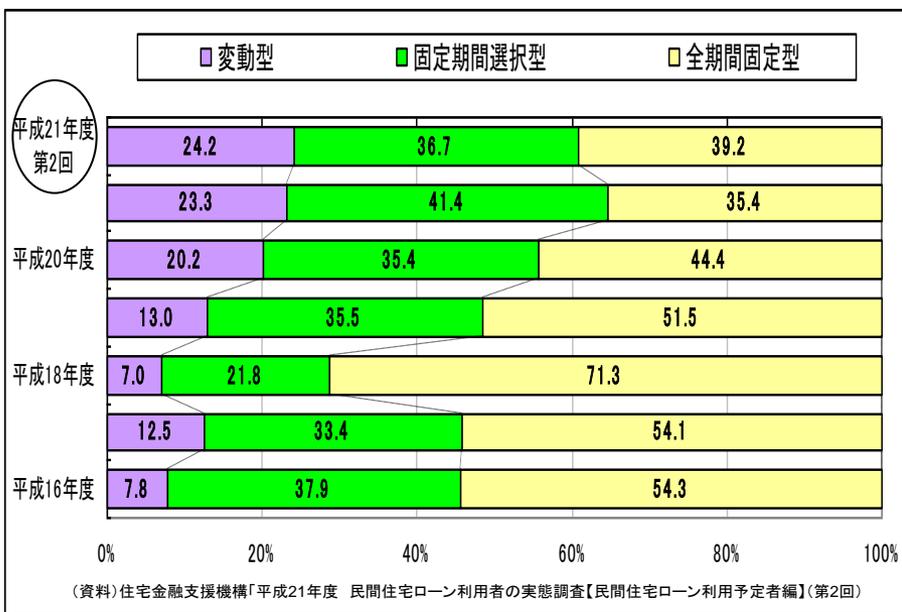
■ 期末貸出残高は、180兆円程度で推移していたが、若干の減少傾向にある。



1. 住宅ローン市場について

②住宅ローン金利に係るニーズ

- 民間住宅ローンの利用予定者が希望する住宅ローンの金利タイプは、変動型が約24%、固定期間選択型が約37%、全期間固定型が約39%。
- 借り入れた住宅ローンを選択した理由(複数回答可)の7割は「低金利であること」
- 一方、残る3割は「繰上返済手数料が安価。少額から繰上返済可能」、「住宅業者の紹介」、「親密な金融機関であること」等、様々な理由があり、お客様のニーズは多様化。

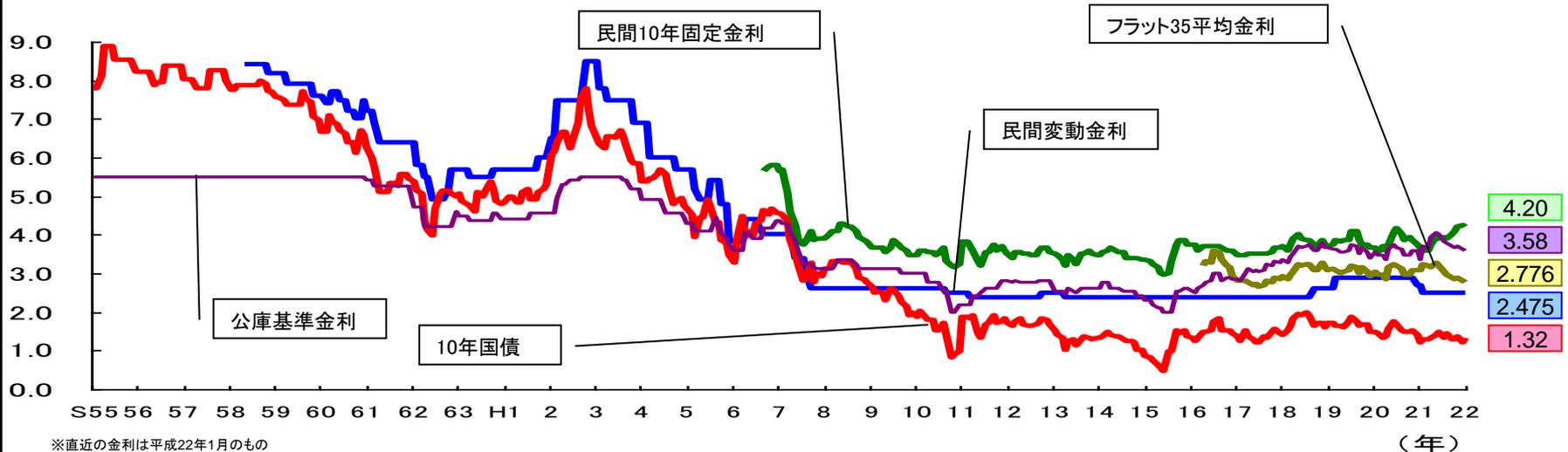


1. 住宅ローン市場について

③住宅ローンの金利水準の推移

- 現在、我が国においては歴史的な低金利が続いている。
- しかしながら、過去においては高水準の時期もあり。
 - ー お客様には金利変動リスクの説明が重要
 - ー 長期固定ローン商品も品揃えとして必要

【我が国の主要金利の推移について】



※直近の金利は平成22年1月のも

※民間10年固定金利について、都市銀行5行(埼玉りそな銀行含む)における優遇金利の中央値は2.60%(2010年1月1日現在)

※データ:住宅金融支援機構

2. 住宅ローンの供給について

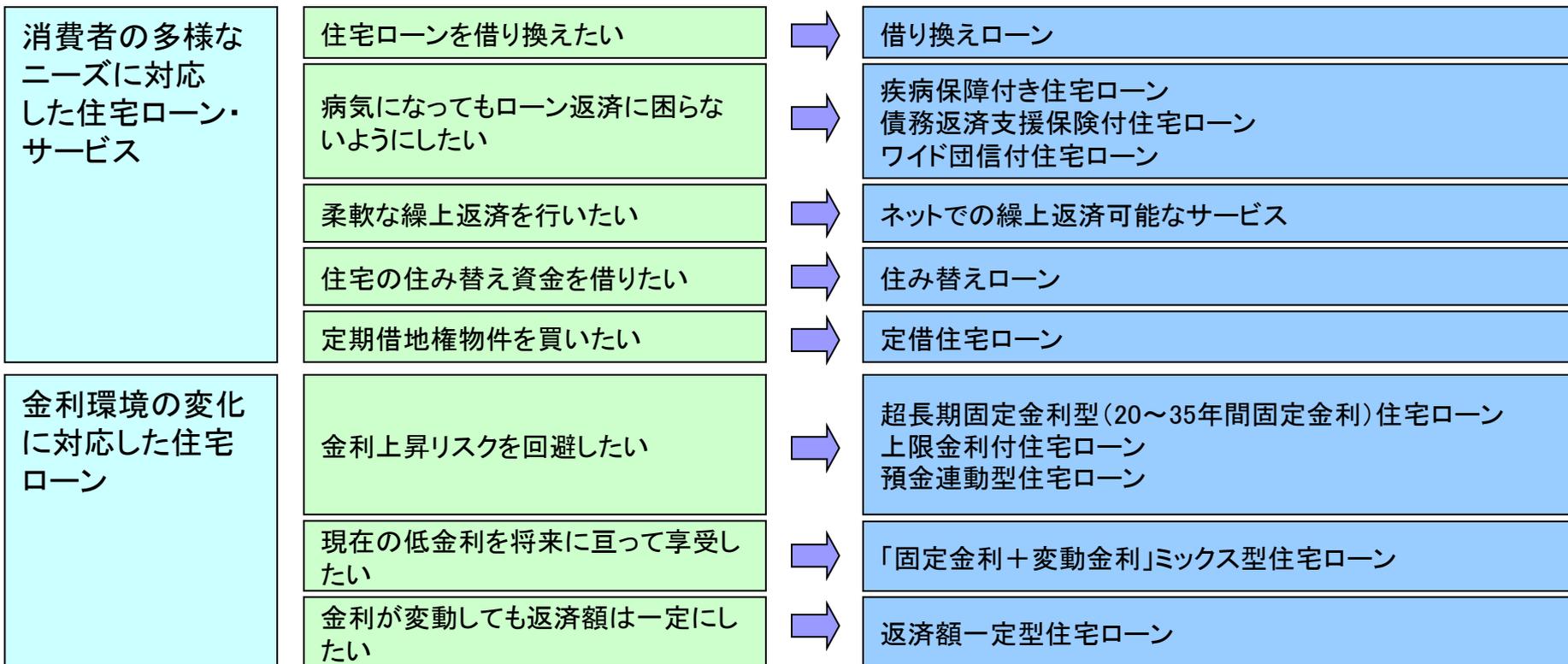
①基本的な考え方（事業者向け融資との違いなど）

- ・住宅ローンは、貸出が長期に亘る小口融資であり、同一条件での大量提供によりリスク分散が図られている。
- ・単なる「貸出」ではなく、お客様の住宅購入というライフイベントのお手伝いと認識。
- ・個人のお客様の金融知識・理解度は、日常的に銀行と取引がある事業者とは異なる。商品についてより一層丁寧なご説明が重要。

2. 住宅ローンの供給について

②多様な住宅ローン商品・サービスの提供

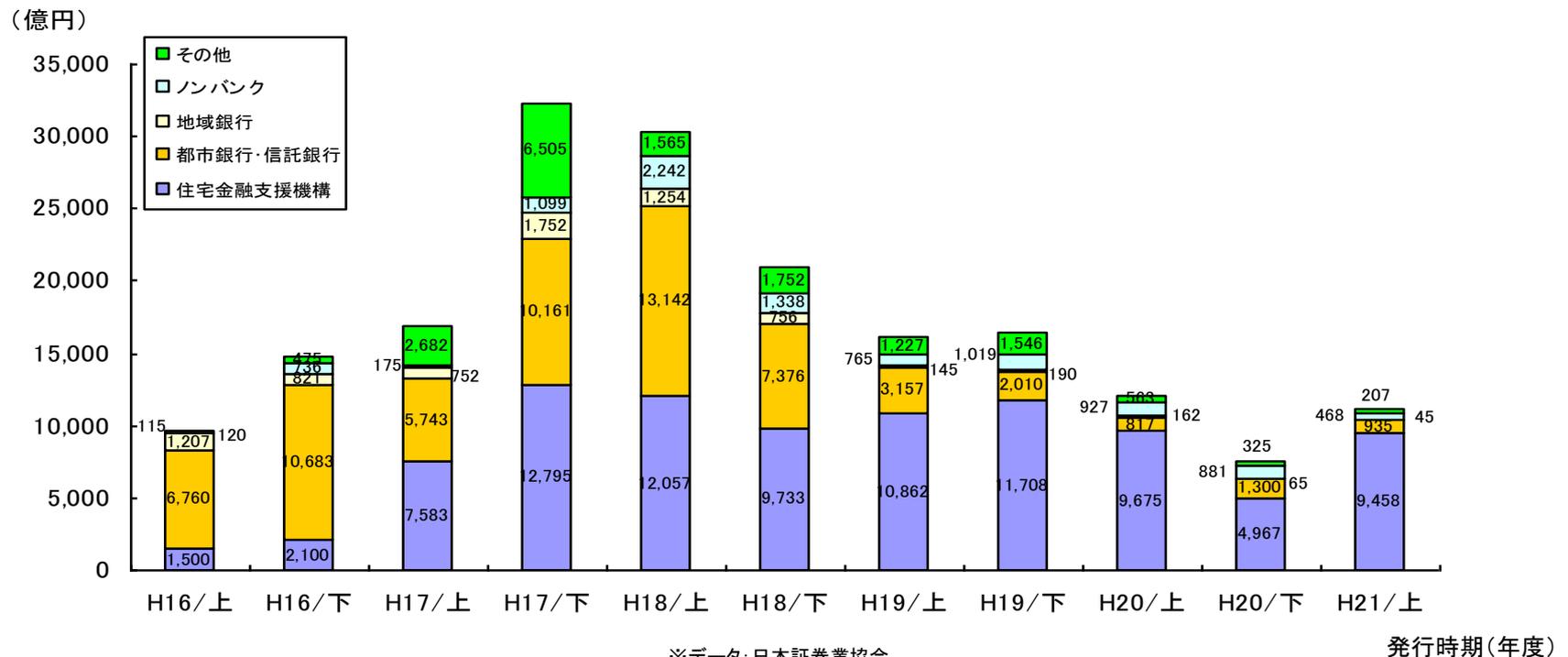
- 「低金利であること」に加え、住宅ローンの選択の際のニーズは多様化。
- 各行では様々な住宅ローン商品・サービスを提供。



3. 我が国のMBS市場の状況

- 平成18年以降、お客様が希望するタイプとして、固定期間型の割合が減少傾向（P3）。
- また、平成18年度上期以降、民間金融機関による証券化商品発行額は減少傾向。

【オリジネーター別証券化商品発行額】



4. 長期固定ローンの役割、必要性について

- 銀行が長期固定の住宅ローンを提供する場合、住宅金融支援機構が提供する証券化事業や、保証の付与による供給支援は、引き続き一定のニーズがあると考えられる。
- 今後とも住宅金融支援機構には、「民業の補完」の役割を期待。
- 機構の事業については、以下のような制度改善を求める声がある。
 - － 制度改定の検討経緯が不明確。国交省・機構との事前の意見交換等、民間金融機関の意向を制度改定に反映させる仕組みが必要。
 - － 制度改定が非常にタイトなスケジュールで実施されるケースが多い。
(銀行の営業店等の現場からは混乱の声も)
 - － 各種の業務受託手数料につき、水準の見直し(従来より要望)。
 - － 証券化支援業務について事務手続きの簡便化(徴求書類など)。

(参考)全銀協の金融円滑化に資する取組み(住宅ローン)について

■ 全銀協として以下の取組みを実施・検討中

○店舗検索・相談会情報等提供サービスの提供

- ・相談を希望するお客さまに対する各行へのアクセシビリティの向上を図るべく、地図情報サービスを利用し、各会員銀行の店舗や相談会等の情報を全銀協HPに掲載。

○住宅ローンシミュレーション機能の拡充等

- ・全銀協HPの住宅ローンシミュレーションにおいて、固定金利のほか、期中に金利水準の変動がある場合のシミュレーション機能を追加。
- ・全銀協HPにおける住宅ローン関係の記事を拡充。

○住宅ローン等利用者に対するきめ細かな返済相談の推進

- ・銀行とりひき相談所(東京・大阪)におけるカウンセリングサービスの更なる情宣。
- ・ご返済困難となったお客さまに対するきめ細かなご相談。

日本モーゲージバンカー協議会の概要

1. 名称 日本モーゲージバンカー協議会

2. 設立 平成17年7月22日

3. 設立の目的

住宅ローンの証券化を背景として、住宅金融を中心業務とする金融機関等の法人が、各機関の自主性と競争的な環境を尊重しつつ、相互における連絡調整、情報交換等を行うとともに、証券化業務に関する情報発信、普及啓発等を行うことにより住宅金融業務の適切かつ円滑な運用に資することを目的とする。平成22年3月に一般社団法人に改組予定。

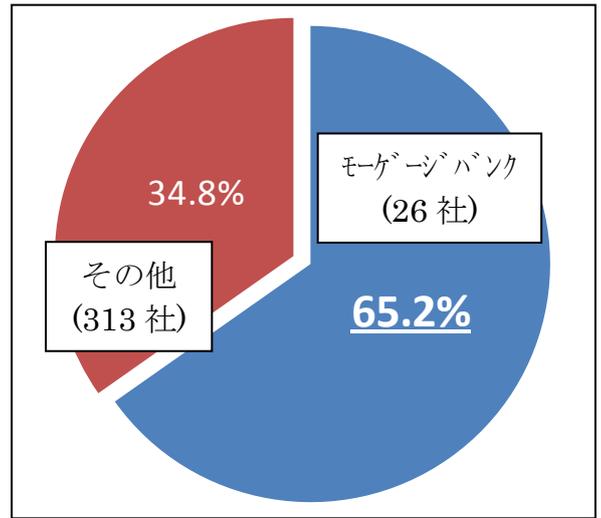
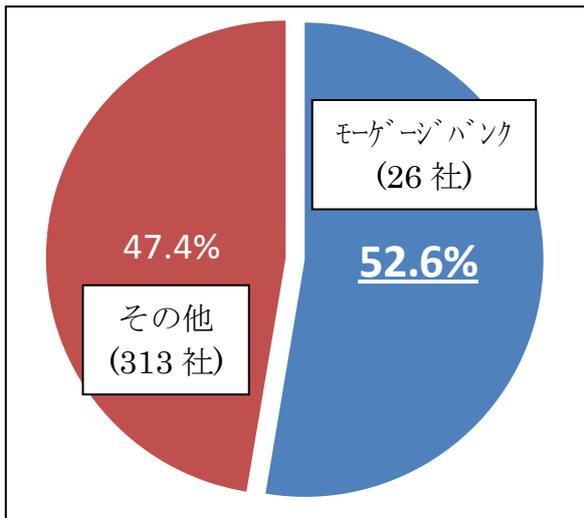
4. 事業内容

住宅ローンの証券化を背景とした住宅融資業務に関する金融機関及び関係機関等の意見交換及び連携、普及および啓発、情報の収集及び提供、人材の育成等。

5. フラット35におけるモーゲージバンクの実績（平成21年4月～平成22年1月）

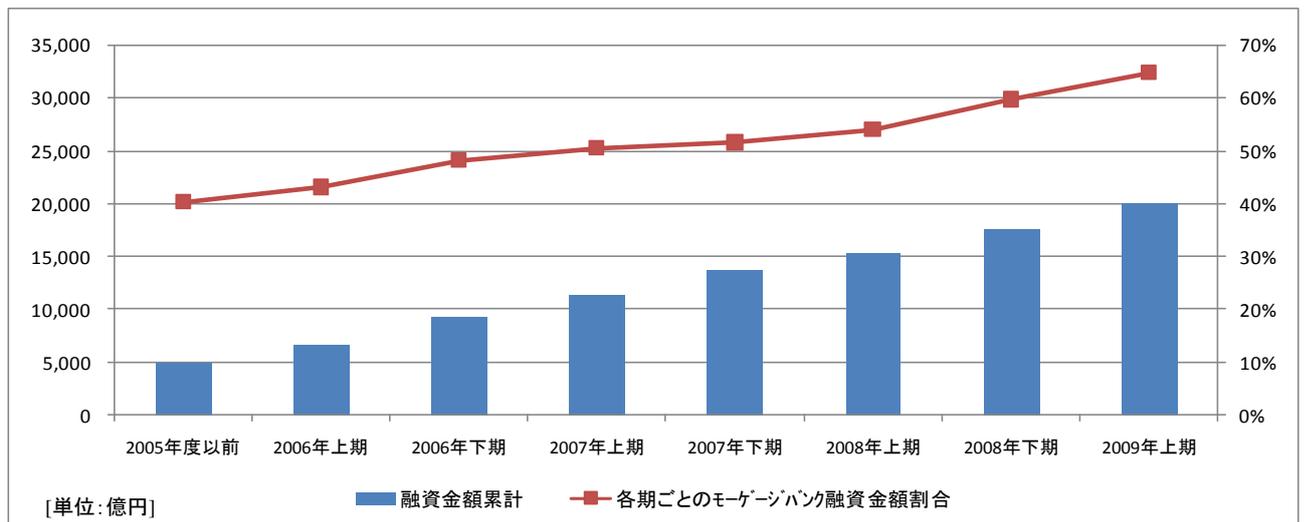
【買取申請（申込）件数割合】

【融資金額割合】



(住宅金融支援機構資料をもとに作成)

6. モーゲージバンクでのフラット35の融資金額累計推移



(住宅金融支援機構資料をもとに作成)

7. 会員一覧（平成 22 年 1 月現在 21 社）（○印：理事、監事会社）

○日本住宅ローン株式会社	株式会社ジェイ・モーゲージバンク
○協同住宅ローン株式会社	あいおい損害保険株式会社
○三井住友海上火災保険株式会社	オリックス株式会社
○SBIモーゲージ株式会社	日本モーゲージサービス株式会社
○東芝住宅ローンサービス株式会社	トヨタファイナンス株式会社
○全宅住宅ローン株式会社	楽天モーゲージ株式会社
旭化成モーゲージ株式会社	財団法人年金住宅福祉協会
東京合同ファイナンス株式会社	新生フィナンシャル株式会社
株式会社ファミリーライフサービス	株式会社ハウス・デポ・パートナーズ
住信・松下フィナンシャルサービス株式会社	東京海上日動火災保険株式会社
株式会社優良住宅ローン	

※平成 22 年 1 月現在のモーゲージバンク数 26 社

会員企業の設立母体はさまざまであるが、概ね次のような特徴がある。

- 1) 住宅ローン商品は住宅機構フラット35が主体となるため、商品や資金調達力による差別化が困難であるため、大半は、住宅メーカーや住宅関連事業者、火災保険を提供する保険会社等が、取扱い商品の営業チャネルにローンの取次を行わせることにより、低コストでローンオリジネーションを行うというビジネスモデルを採用している。
- 2) 一部にインターネットやローンコンサルを行う店舗や代理店を通じてローン販売を行うビジネスモデルを採用しているところもある。
- 3) いずれも金融機関に比べて販管費負担、システム負担を最小限に抑えることにより、コスト競争力を維持し、最小限のサービシングフィーでも高いRoEを実現。

以上

国土交通省住宅局 長期固定ローンの供給支援のあり方に関する検討会
2010年2月22日

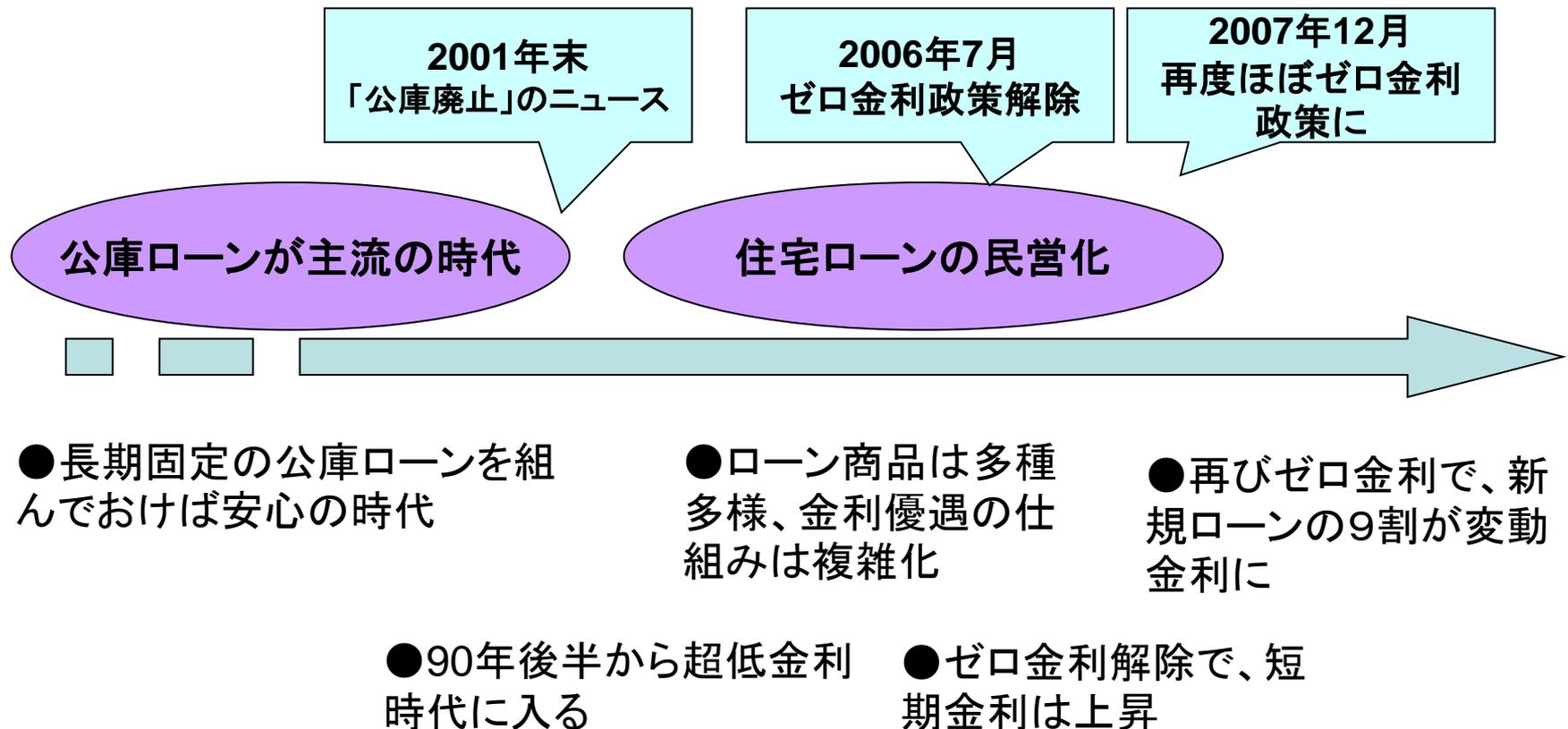
住宅ローン利用者の現状と問題点

(株)生活設計塾クルー 取締役
ファイナンシャルプランナー 深田晶恵

生活設計塾
CLUE

この資料の無断転載・コピーはお断りいたします

■住宅ローンを取り巻く環境の変化



1. 最近の住宅ローン利用者の動向

1-1 商品選択の動向と選択理由

- 変動金利型ローンを選択する人が大半。メガバンクに限ると新規ローンの8~9割を占める
- 「0.975%」と1%に満たない金利は見た目にインパクトがあることと、不動産事業者が強く勧めるため

1-2 ローン選択の際の判断要素

- 毎月の返済額だけで判断する人が大半。
- その理由は、判断するための他の要素(金利上昇した場合の返済額や、60歳時の残高など)を見せられることがないため

1-3 自己資金が少ない人ほど変動金利型を選ぶことに

- 借入額が多くなるため、固定金利型だと毎月返済額が多くなり、借りられなくなるため、変動金利型を選ぶことになる

■変動金利は「借りすぎ」を引き起こす

- 物件価格は4500万円
- 毎月の返済額は11万円台のイメージ
(返済期間はいずれも35年返済) 現在35歳の人

金利	毎月返済額	借入額	頭金
変動金利 0.975%	11万2448円	4000万円	500万円
固定金利 3%	11万5455円	3000万円	1500万円

60歳(25年後) のローン残高は?
1470万円
1196万円

こんなに
残る!

こんなに返せない!

※変動金利型は1当初10年間金利が変わらなかったとして、
11年目以降3%と試算

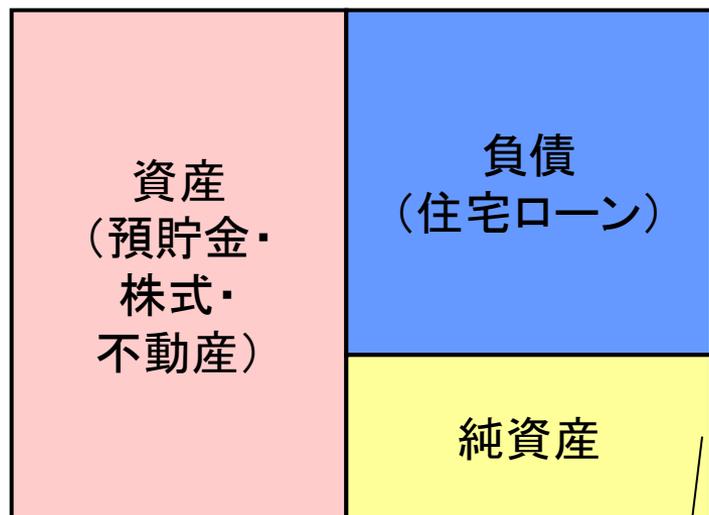
固定金利 3%	15万3940円	4000万円	500万円
------------	----------	--------	-------

1594万円

売買契約締結後なら、変動で4000万円を借りるしか選択肢がなくなる。
しかし、4000万円は普通の人にとってオーバーローン!

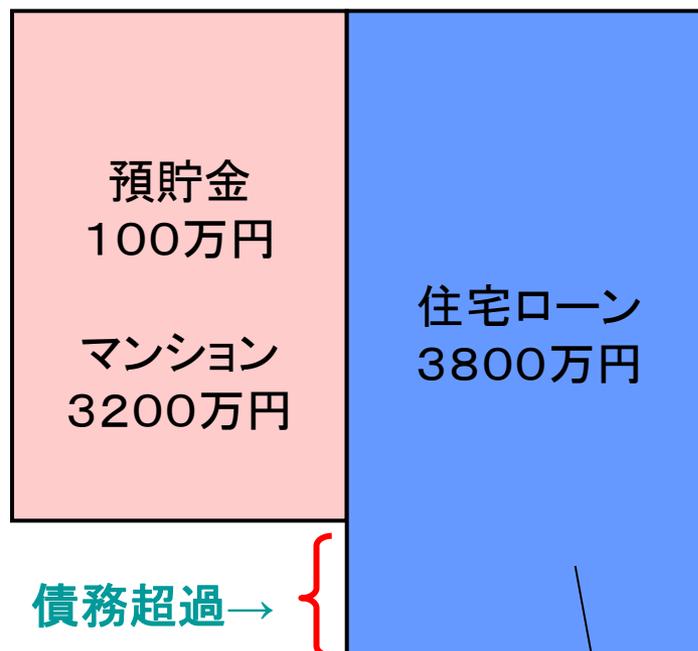
■頭金が少ないとバランスシートが逆ザヤに

個人版バランスシート



「資産－負債」自宅を売却してローンを返すことができる

■4000万円の新築マンションを頭金5%で購入すると・・・



資産3300万円－負債3800万円
＝▲500万円の逆ザヤ

2. なぜ変動金利型利用者が多いのか

2-1 住宅の売り手が主導のローン選択

1. 住宅・販売事業者からの情報(除くHP): 40.4%
2. 金融機関からの情報(除くHP): 14.0%
3. インターネット: 13.8%

(住宅金融支援機構 平成21年度第2回「民間住宅ローン利用者の実態調査より」)

2-2 「日銀はまだ金利を上げません」というフレーズが流行

- 「こんなに景気が悪いのだから、日銀は金利を上げません。当面は変動金利で、金利が上がる前に長期固定に変えるといい、繰上返済で金利上昇リスクを減らすといい」というフレーズは全国のモデルルームで言われている

2-3 日本の住宅ローンには消費者保護がない

- 金融機関が取り扱う商品の多くは「金融商品販売法」などで、重要事項説明を義務づけられているが、住宅ローンはその対象外

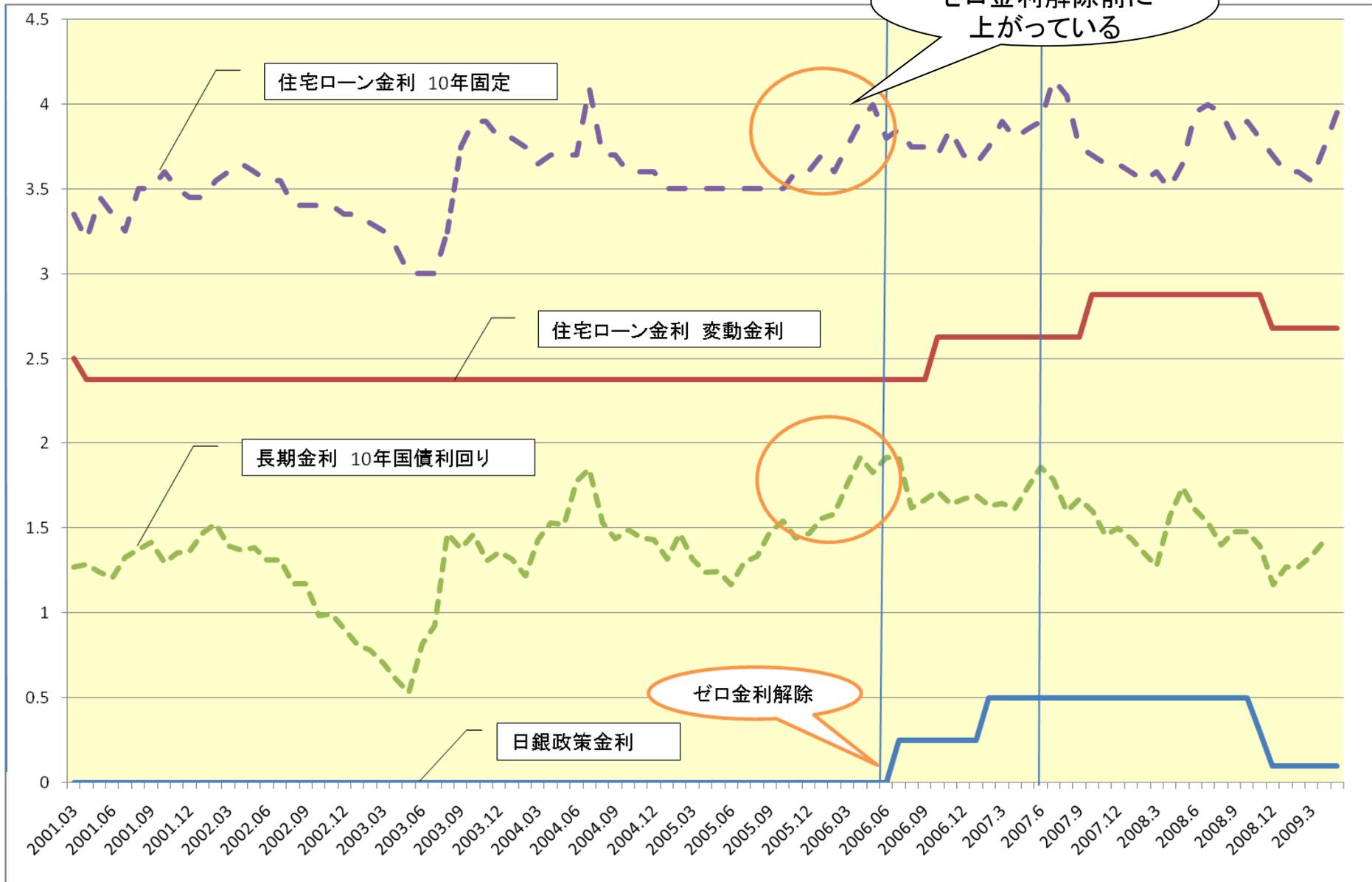
■ 短期金利と長期金利の連動のルール

住宅ローンの金利タイプ	影響を与える指標は？	何をチェックすべき？
変動金利ローン	日銀の政策金利 (=短期金利)	日銀の発言や、利上げ
長期固定金利ローン	10年国債の利回り (=長期金利)	10年国債の利回り

- 短期金利は、日銀の金融政策により決まる
- 長期金利は、マーケット参加者(機関投資家)が「思惑」で決まる
- 長期金利は、政策金利に先行して上下することが多い

■変動金利よりも長期固定金利のほうが先行して上がる

単位：%



■変動金利ローンの仕組みと注意点

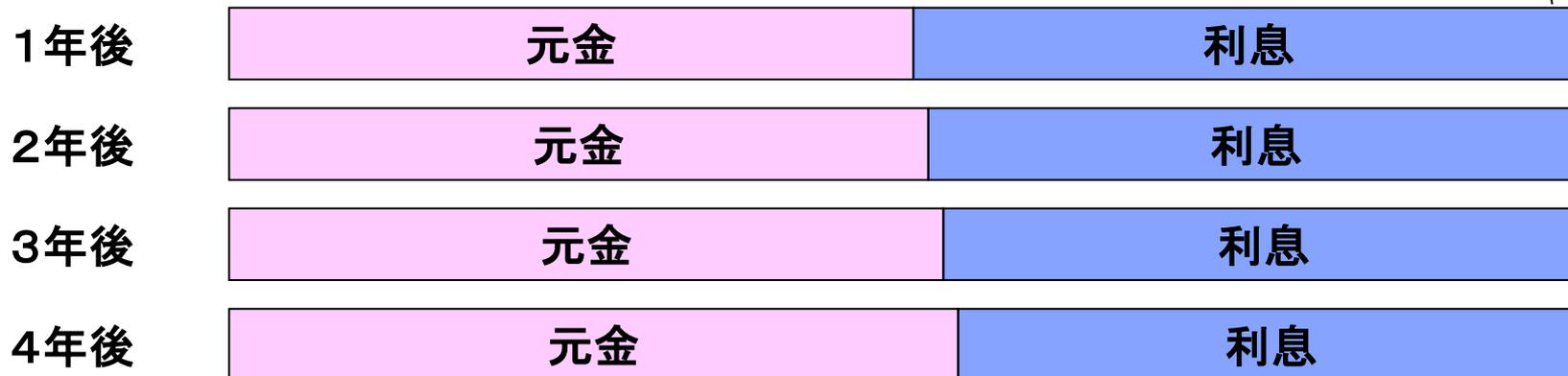
- 金利は年2回見直しされるが、返済額は5年間変わらないルールがある
- 金利が上昇すると、返済額は変わらずに利息割合が増える
- 返済額が変わらなないと、適用金利が上がっても気がつかない可能性あり
- 変動金利は、日銀の利上げ・利下げの影響を受ける
(金利が上がるまでは変動金利で、上がったなら長期に切り替えるプランは非現実的)
- 「125%ルール」もリスクを見えにくくする悪ルール

■変動金利のリスク

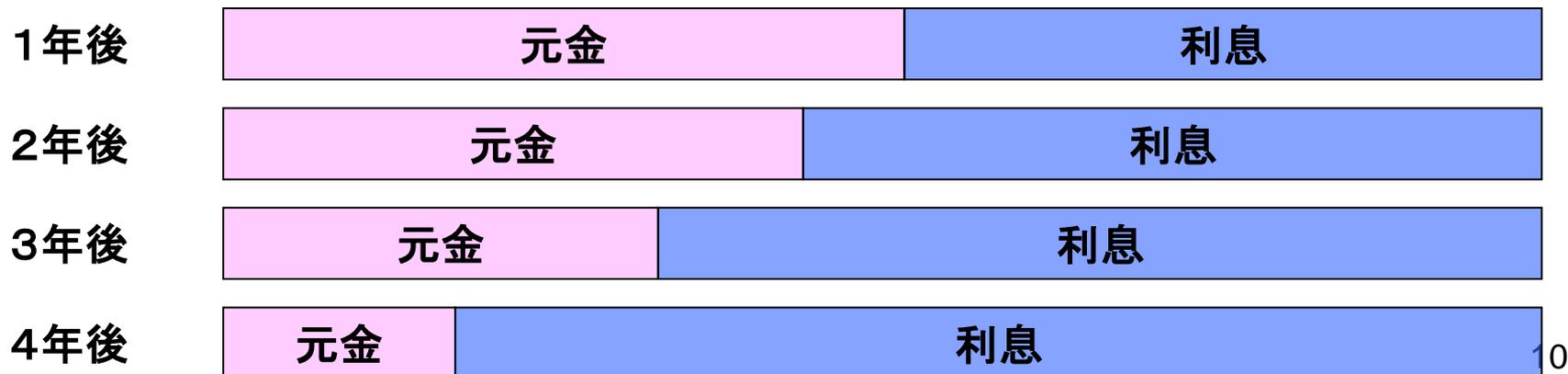
返済額(8万4336円)は
5年間変わらない

3000万円を変動金利(優遇金利0.975%)で借りたケース(35年返済)

① 4年間金利が変わらなると、返済の内訳はこうなる



② 1年経過後から半年毎に0.25%ずつ適用金利がアップすると...



3. 現状の問題点

3-1 変動金利利用者の多くが、仕組みとリスクを理解せずに借りている

- 目先の金利の低さに魅力を感じる利用者
- 変動金利のリスクよりもメリットをより聞かされることで誘導されてしまう

3-2 変動金利型で「借りすぎ」の問題

- 変動金利型がかつてないほど低いため、多額の借入をしてしまう人が多い

3-3 リスク説明のルールがないため、「物件を売る」ためのセールストークが横行

- 「固定金利だと売れない、変動金利だと売れる」という状況なので、現場で出される情報に偏りがある

4. 現状の問題を解決するには

4-1 リスク説明の共通ルールが必要

- 業界横断的ルールが必要(金融機関＋不動産業界)
- 金利上昇した場合の返済額の推移や、60歳時残高を試算したものを提示するのを義務づける

4-2 金利上昇リスクを具体的に見せないと、長期固定を選ぼうと思わない

- 金利タイプ決定要因が主に「毎月返済額」だとすると、長期固定金利を選ぼうとする人は少数となる
- 金利上昇リスクを具体的に示さないと、イメージはわからない

4-3 銀行さんへ 変動金利型に偏らないような金利設定をお願いします

- 「全期間1.5%引き下げ」の変動金利型はたしかに魅力的に見えるので、変動に偏らないようにしたいなら、10年固定や超長期との金利差が開かないように銀行さんも調整をお願いします

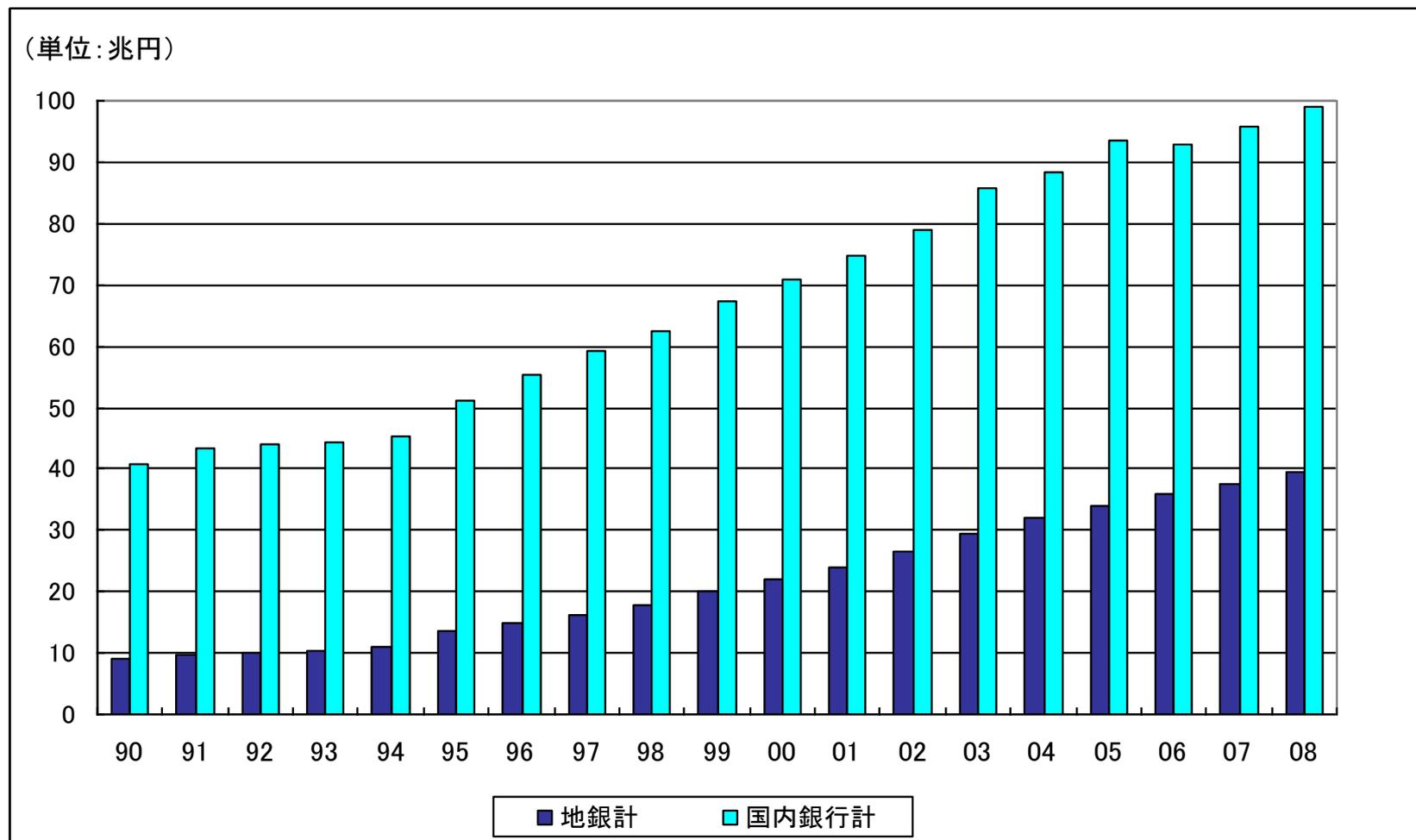


Bank of Yokohama

長期固定ローンの役割等について

2010年4月2日(金)
社団法人全国地方銀行協会
会長行 株式会社横浜銀行

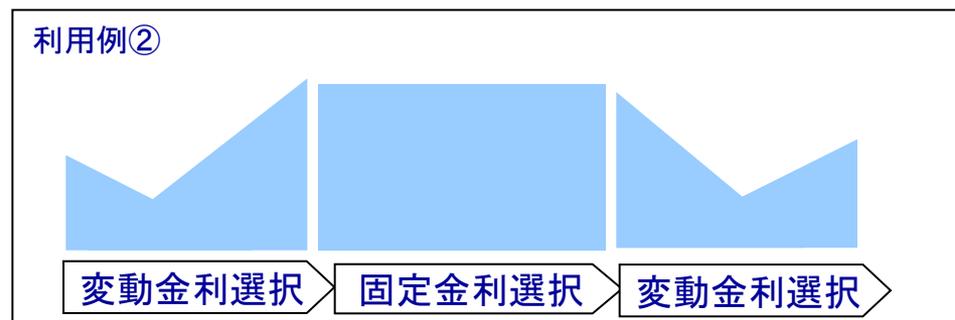
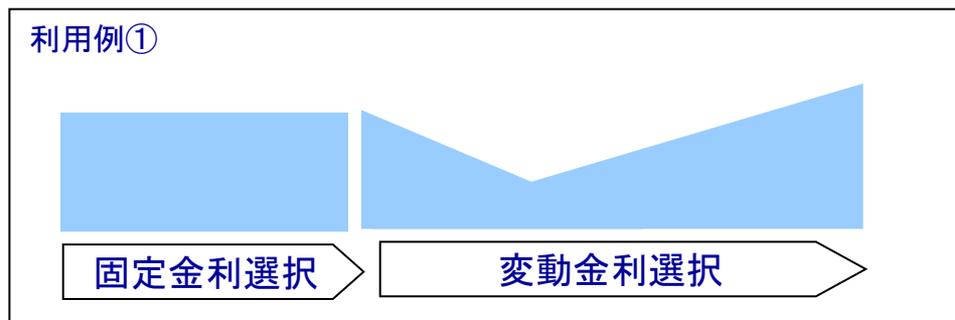
国内銀行における住宅ローンの実績(残高)



(出所) 国内銀行の計数は日本銀行統計(年末残高)、地銀計は当協会調べ(年度末残高)。

地銀における住宅ローンの取扱い(独自商品の内容)

- 住宅ローン利用者の様々なニーズに応えるため、幅広い商品をラインナップ。
- 変動金利⇒固定金利、固定金利⇒変動金利、長期固定金利などの各商品を住宅ローン利用者のライフプランに応じて提供。
- 借入当初の利払い負担を抑えたい、完済までお得な金利で利用したいなど、住宅ローン利用者の希望をきめ細かく把握することで、より最適な商品の提供に努めている。
- 地銀各行では、それぞれの商品のメリット、デメリット、注意事項など、住宅ローン商品の内容をしっかりと説明し、ご理解いただいたうえで、商品提供を行っている。



変動金利⇔固定金利の変更に柔軟に対応

固定金利の適用期間(3年、5年、10年など)について柔軟に対応

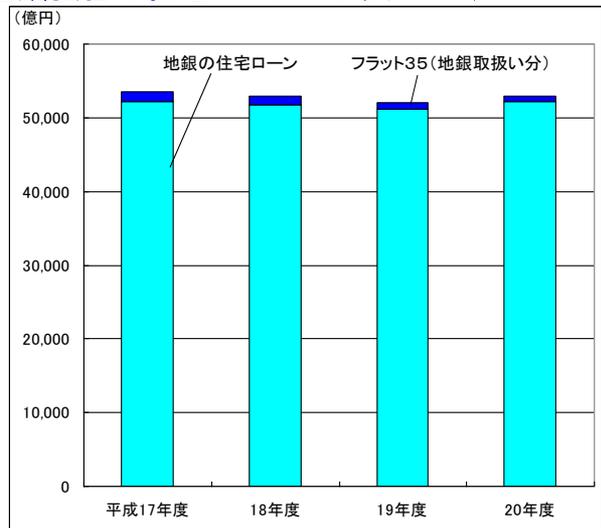
変動金利を選択しても、当初一定期間の返済額が変わらないなど、様々なプランを提示

住宅ローン以外の取引も含め、総合的にお客様との取引を展開

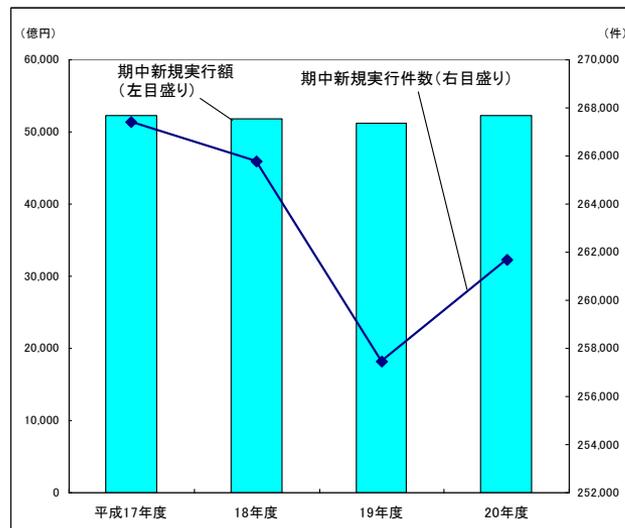
地銀における住宅ローンの取扱い(期中実行分)

地銀における住宅ローンの取扱い

(地銀独自の住宅ローン+フラット35)

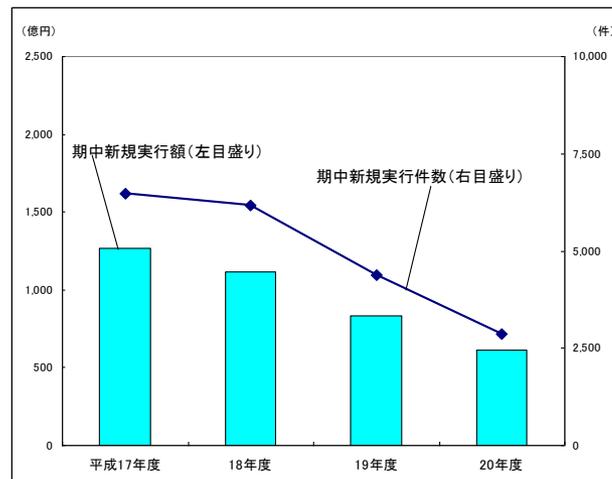


地銀独自の住宅ローンの取扱い



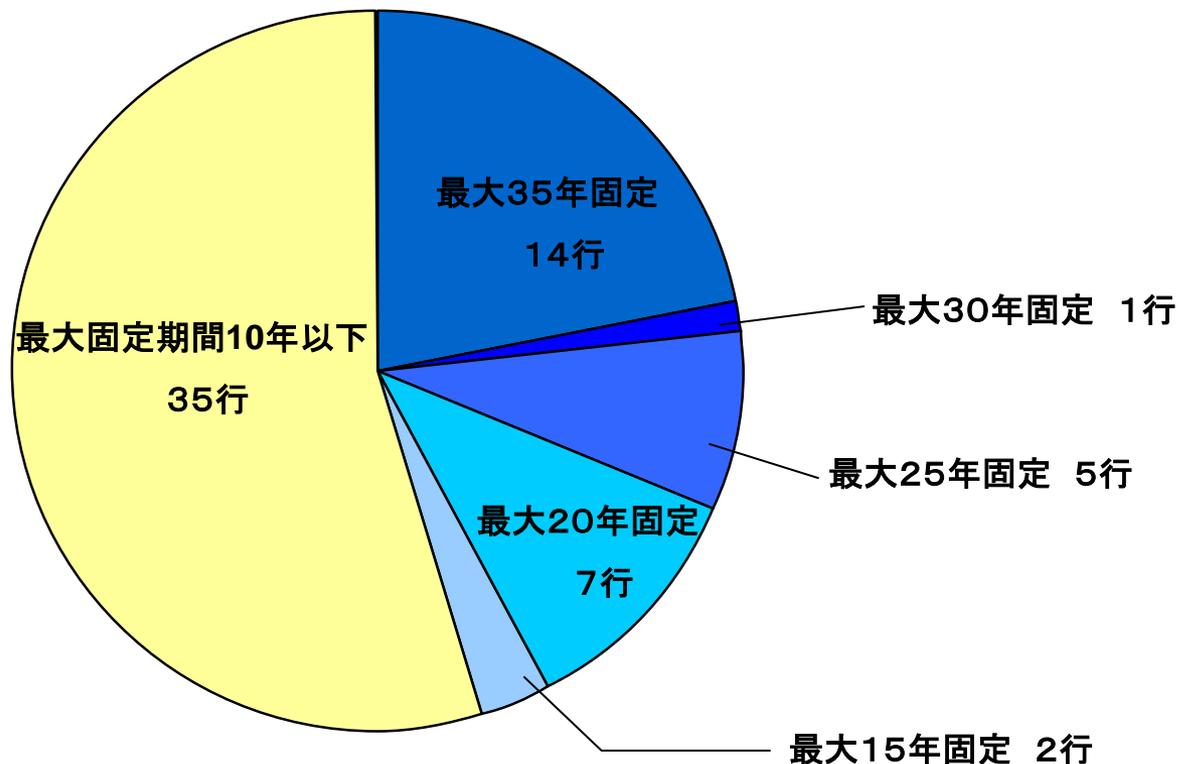
- 地銀独自の住宅ローンの取扱い金額はほぼ横這い。
- 地銀各行では、お客様ニーズに応えるべく、様々な住宅ローン商品の開発に努めている。
- これまで、地銀におけるフラット35の取扱いは減少傾向にあったが、商品性(金利水準等)の見直しにより、今後、フラット35が増加することも想定される。

地銀におけるフラット35の取扱い



地銀における長期固定住宅ローンの提供

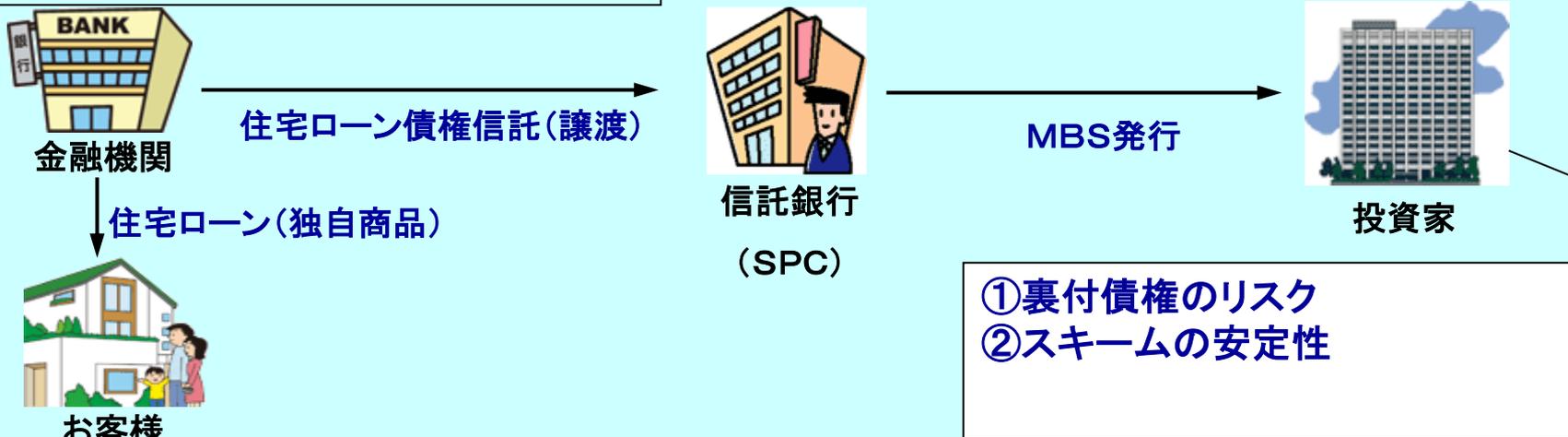
現在の取扱い状況



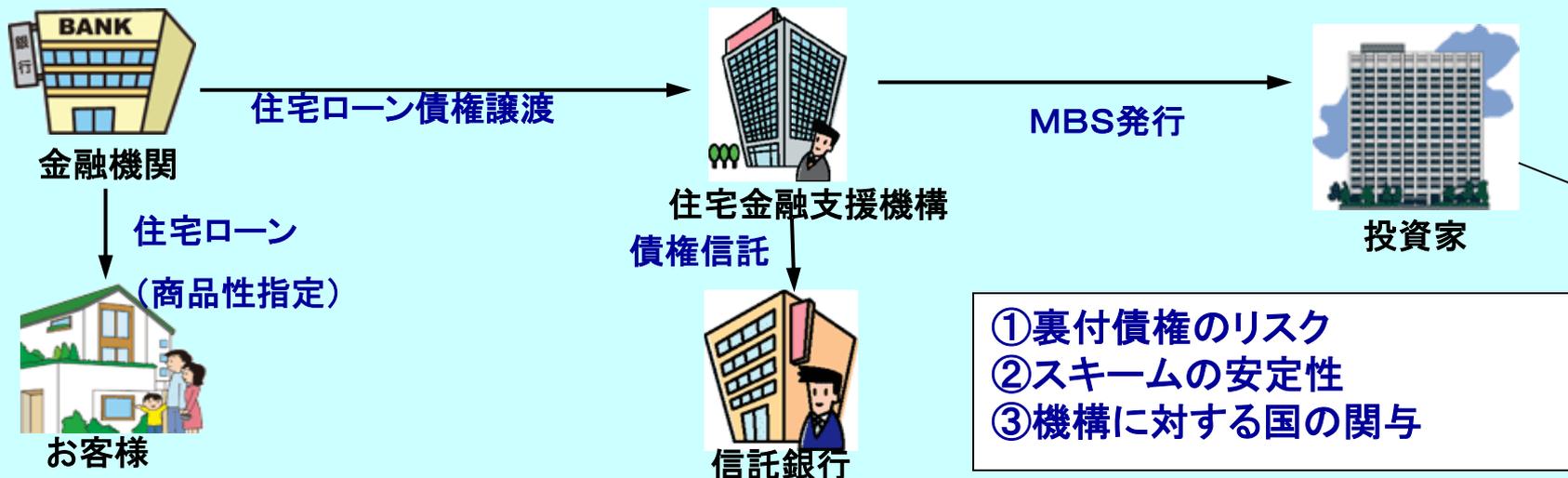
- 地銀においても、独自の長期固定住宅ローンを提供。
- 一方、最大固定期間10年以下の地銀もあり、公的機関による一定の補完余地もある。

証券化スキーム

民間金融機関による証券化スキーム



住宅金融支援機構による証券化支援スキーム



長期固定ローンの役割について

住宅ローンに対するお客様のニーズは、それぞれのライフプラン等により様々であり、幅広い選択肢が必要。

⇒長期固定ローンは、その選択肢の一つ。

⇒民間金融機関における独自の長期固定ローンの取り扱いは、民間金融機関によって区々。

⇒長期固定ローンの供給支援に係る証券化事業には、一定の役割がある。

長期固定ローンに係る公的機関のあり方①

公的機関として提供する証券化商品については、民間独自の証券化への取組みに配慮した対応が必要。

⇒証券化市場の更なる発展には、一定の市場規模・流通性の確保が必要。

⇒民間金融機関が証券化商品を組成・提供しやすい環境づくりが不可欠。

⇒現在の公的機関(住宅金融支援機構)の証券化商品は、機構(≒国)の信用力を背景とした低金利での調達が可能。

⇒民間金融機関の経済合理性を歪めない金利設定の必要性。

長期固定ローンに係る公的機関のあり方②

公的機関として提供する長期固定ローンについては、その商品性に配慮した対応が必要。

⇒民間金融機関に比べ、優位性ある商品例。

○拡大された金利の引下げ幅(フラット35S)

○最長50年の長期固定ローン(フラット50)

⇒経済合理性を超える商品設定を行う場合は、民業圧迫とならぬように、取扱期間や適用範囲を絞ることが必要。

民間金融機関への業務委託に対する応分のコスト負担が必要。

⇒民間金融機関における管理回収業務、繰上返済・条件変更業務等に見合った手数料水準見直しの必要性。

独立行政法人住宅金融支援機構法

<第4条：機構の目的>

- 一般の金融機関による住宅の建設等に必要な資金の融通を支援するための貸付債権の譲受け等の業務を行う
- 国民の住生活を取り巻く環境の変化に対応した良質な住宅の建設等に必要な資金の調達等に関する情報の提供その他の援助の業務を行う
- 一般の金融機関による融通を補完するための災害復興建築物の建設等に必要な資金の貸付けの業務を行う
- 住宅の建設等に必要な資金の円滑かつ効率的な融通を図り、もって国民生活の安定と社会福祉の増進に寄与することを目的とする

Afresh あなたに、あたらしく。



Bank of Yokohama

国土交通省 住宅局

長期固定ローンの供給支援のあり方に関する検討会

- ・長期固定ローンの役割及び必要性
 - ・長期固定ローンの供給支援の必要性
-

平成22年4月2日(金)

社団法人 住宅生産団体連合会

日本の住宅事情の現状と課題

団塊ジュニア世代の持家取得意向と実態のギャップ

○団塊ジュニア層を中心に国民の住宅取得意欲は根強いが、年収の減少による住宅の購買力の低下、年功序列型の賃金制度の崩壊、地価の下落などの経済変化などもあり、世帯持家率が全体の60.9%^{*}と比べても非常に低い。

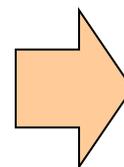
○30歳前後の子育て世代の居住状況は77.3%^{*}が借家に居住し、住宅の延べ面積の平均が45.93m²^{*}と狭く、居住環境の改善が望まれる。

※は、総務省平成20年「住宅・土地統計調査」(確報)。

団塊ジュニア世代の持家取得意欲は旺盛

	現在持家	どうしても持家を買いたい	できれば持家を買いたい	合計
25～29歳	12.5%	12.9%	38.3%	63.6%
30～34歳	28.6%	10.3%	30.5%	69.3%

資料『家族観、住まいに関する世代別価値観調査』
(2006年リクルート住宅総研)



持家率
11.7%
30.1%

資料『平成20年住宅・土地調査集計結果』

その他の政策的課題

○耐震不足と推計される住宅が約1150万戸^{*1}あり、耐震建替の推進。

○高齢者等のための設備がある住宅は住宅全体の48.7%^{*2}と約半数であり、バリアフリー化の推進。

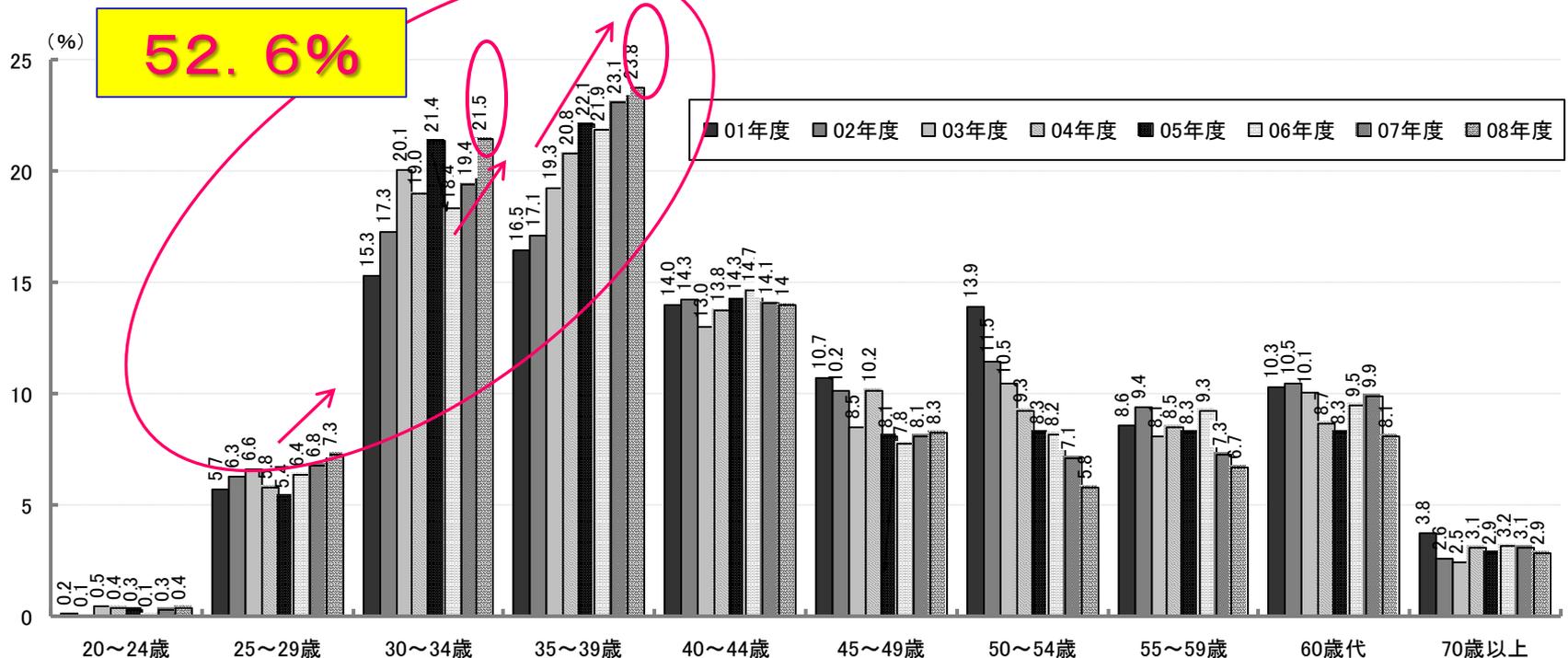
○住宅の省エネ化の推進。

*1 は、総務省平成15年「住宅・土地統計調査」、*2 は、総務省平成20年「住宅・土地統計調査」(確報)。

◆戸建住宅取得者の中心は20代後半～30代

住宅生産団体連合会『2008年度戸建注文住宅の顧客実態調査』によると、戸建住宅を取得した人の世帯主年齢分布では、30代が30～34歳(21.5%)、35～39歳(23.8%)で計45.3%となっており、25～29歳までの7.3%と合わせて全体の52.6%と半数以上を占め、占率は年々上昇している。

● 戸建注文住宅の世帯主年齢分布(全体)

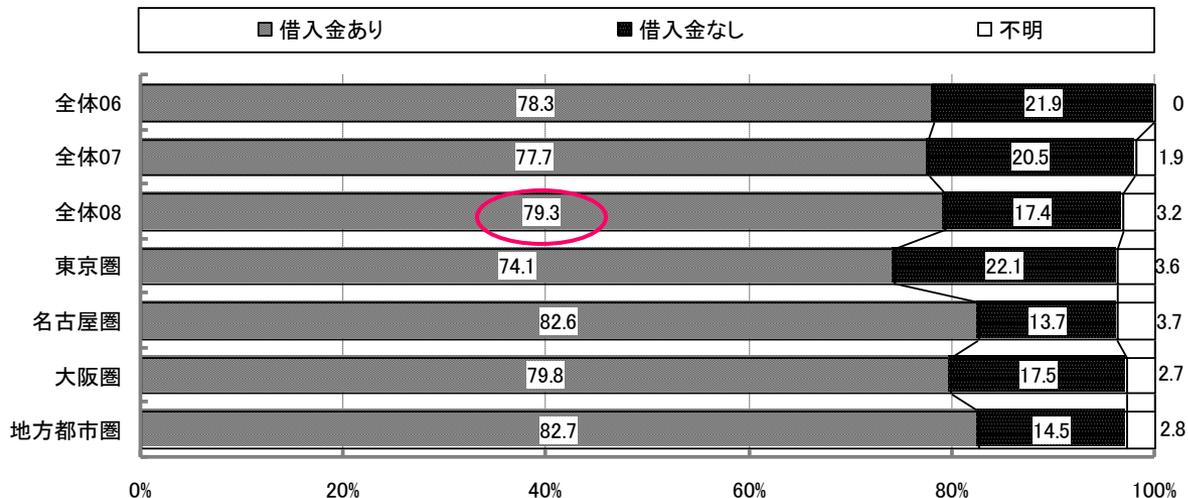


資料：2008年度戸建注文住宅の顧客実態調査
(住宅生産団体連合会 2009年8月発表)

◆ 住宅金融の現状と役割

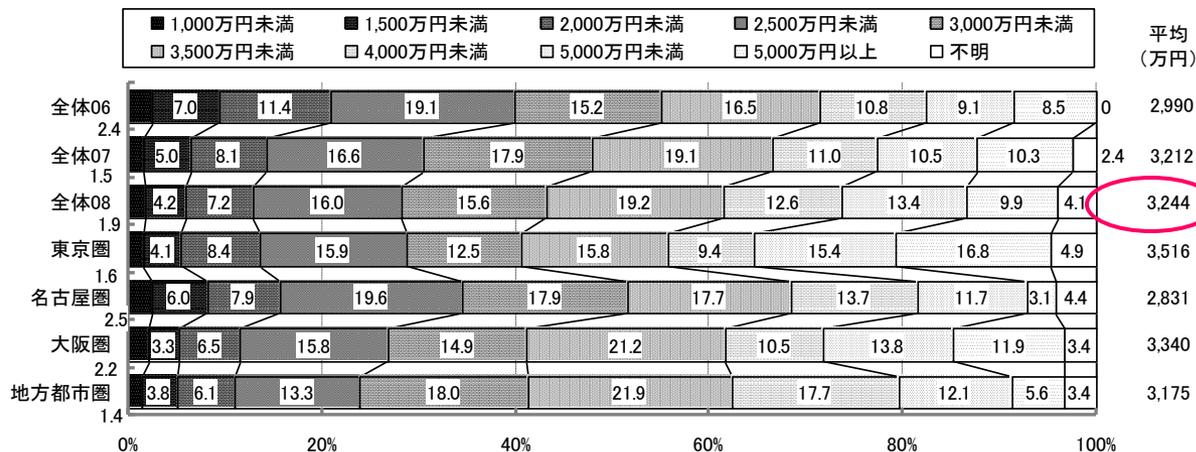
住宅金融は、国民の生活基盤である住宅取得に際し、支柱としての重要な役割を果たしている。

● 都市圏別、借入金有無の割合



借入金ありの割合は、
全体のおよそ8割

● 都市圏別、借入金額区分別割合



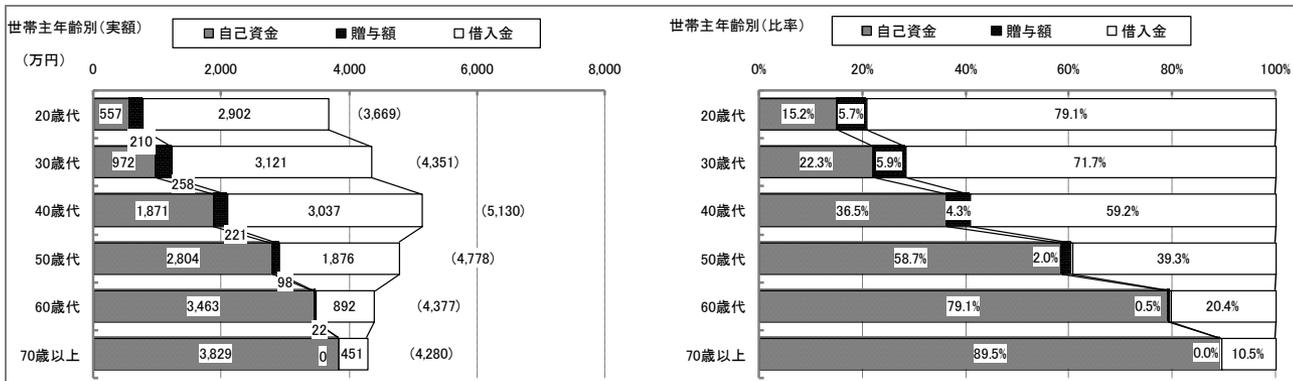
借入金額の全体平均は、
3,244万円

資料：2008年度戸建注文住宅の顧客実態調査
(住宅生産団体連合会)

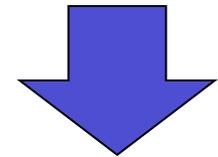
◆ 借入金比率の高い30代は、長期固定ローンがベスト

住宅ローン利用者の中心は、20代後半～30代前半の一次取得層であり、長期にわたる安定したライフプランに、長期固定金利の利用は欠かせない。特に、一次取得層の多い地方の都市圏では、借入金の比率が高く、長期にわたり計画的に返済できる長期固定の安全・安心なローンが必要。

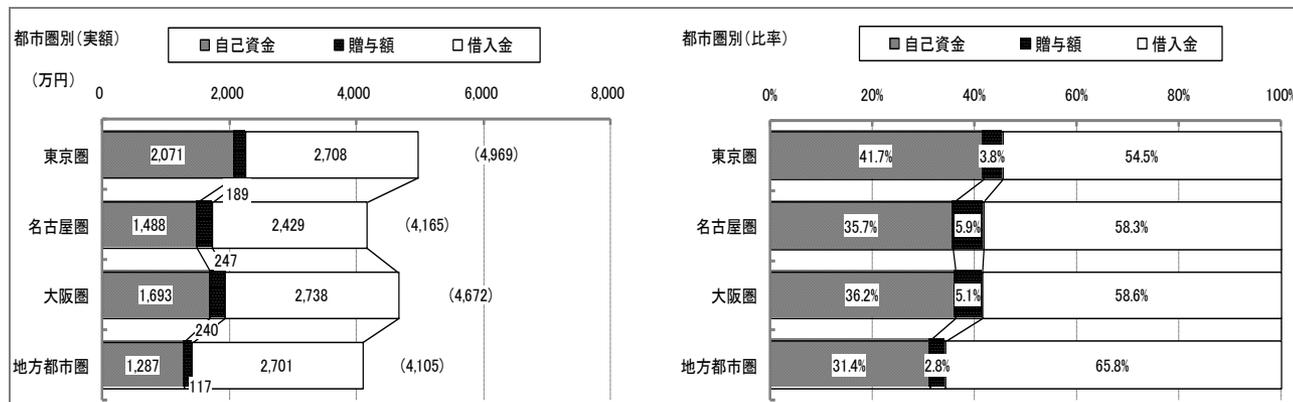
● (世帯主年齢別) 住宅取得資金の構成(自己資金、贈与額、借入金)と合計金額



20代～30代は、
借入金比率が
70%～80%平均。



● (都市圏別) 住宅取得資金の構成(自己資金、贈与額、借入金)と合計金額



返済期間が、
必然的に長くなる。

資料：2008年度戸建注文住宅の顧客実態調査
(住宅生産団体連合会)

◆ 30代給与所得者の平均年収は減少傾向

住宅一次取得者の中心である30歳代の給与所得者の平均年収は近年減少傾向

● 20歳代後半～50歳代の平均年収比較

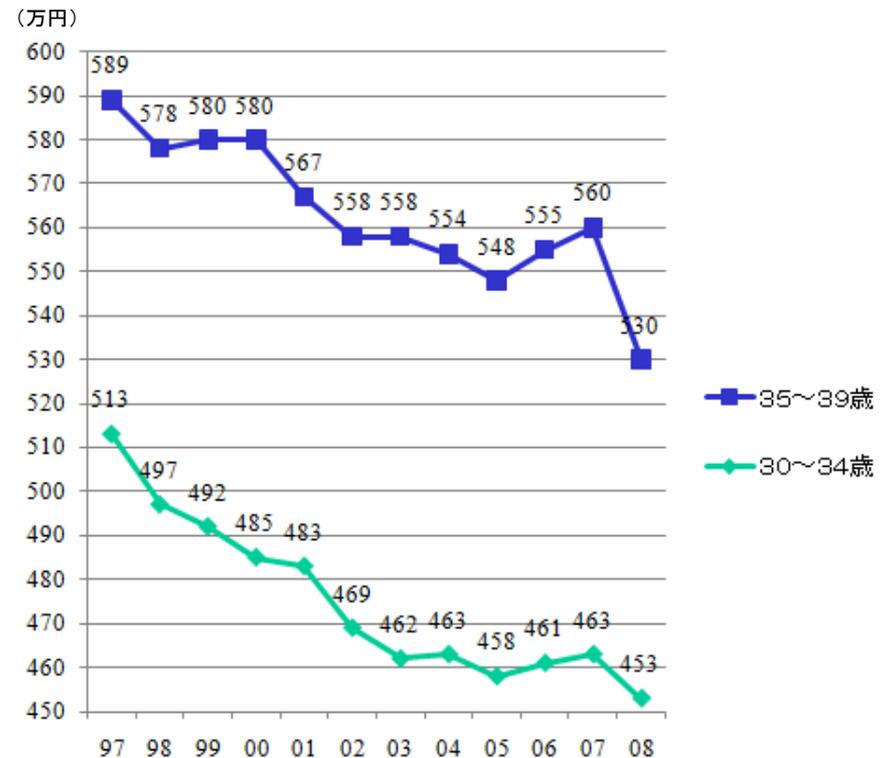
年齢	性別	平均年収(万円)		減少額(万円) ※1	減少率(%) ※2
		1997年	2008年		
25～29歳	男	413.0	377.8	35.2	8.5
	女	311.1	294.4	16.7	5.4
30～34歳	男	513.2	453.3	59.9	11.7
	女	306.8	300.7	6.1	2.0
35～39歳	男	589.1	529.6	59.5	10.1
	女	291.2	289.9	1.3	0.4
40～44歳	男	644.7	617.2	27.5	4.3
	女	286.0	287.6	+16	+0.6
45～49歳	男	694.5	663.4	31.1	4.5
	女	275.3	289.7	+14.4	+5.2
50～54歳	男	736.6	669.8	66.8	9.1
	女	283.1	276.1	7.0	2.5
55～59歳	男	702.1	630.4	71.7	10.2
	女	273.4	256.3	17.1	6.3

※1 減少額 (2008年の年収) - (1997年の平均年収)

※2 減少率 $\{ (2008年の平均年収) - (1997年の平均年収) \} / (1997年の平均年収)$

資料) 国税庁 『民間給与実態統計調査』

● 30歳代男性の平均年収の推移



資料) 国税庁 『民間給与実態統計調査』

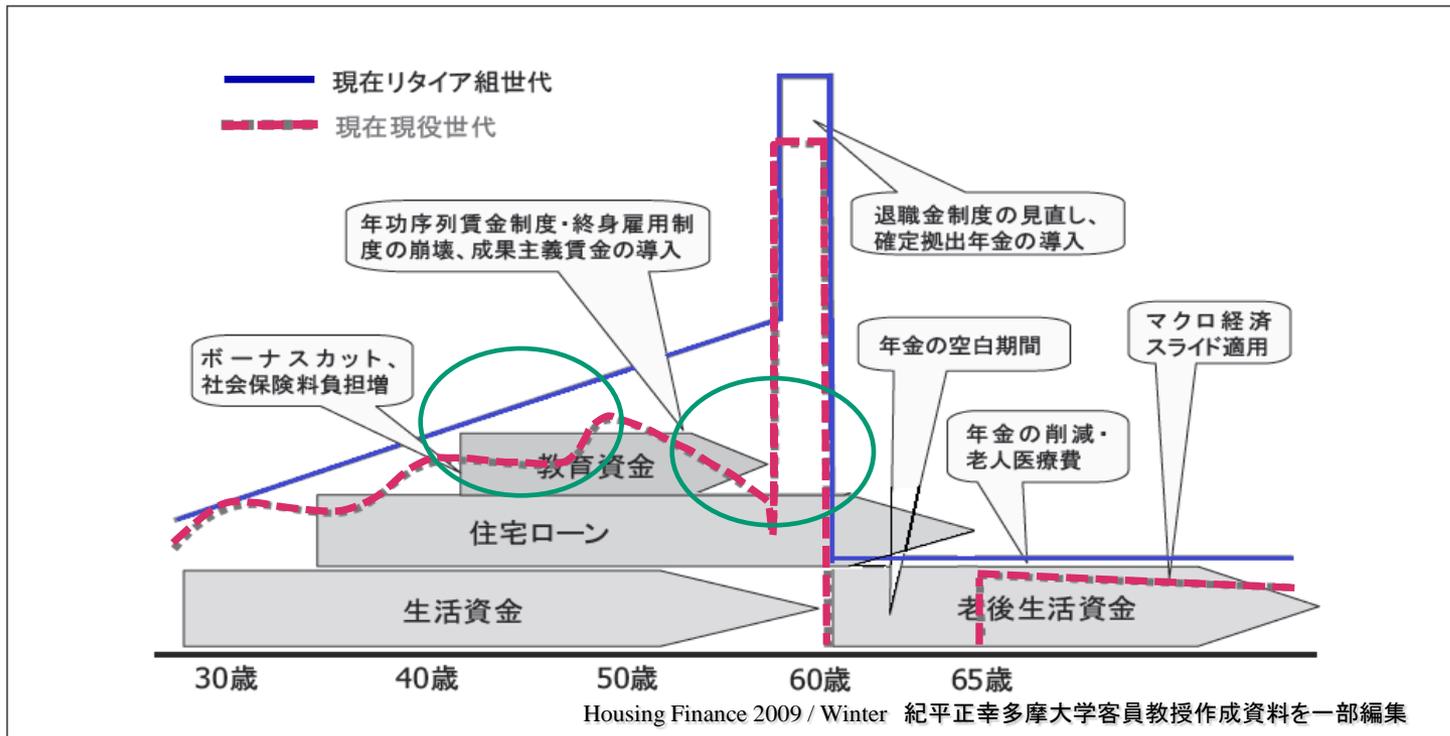
30歳代サラリーマンは、金利変動リスクに対して必ずしも十分な余力が家計に無いにも関わらず、目先の返済額に誘導されやすい状況になっている。

◆ 金利上昇リスクはライフイベントに大きく影響する

30代を中心とする住宅ローン利用者は、生涯収入の伸びが鈍化する中で長期返済の住宅ローンを組まざるを得ない。

金利上昇リスクは、単に住宅ローン返済額の増大のみならず、
(1) 子供の教育費 **(2) 老後生活資金** 等のライフイベントに
大きく影響し、家計収支悪化から、家計破綻を招くリスクが高まる。

サラリーマンの生涯収入の変化



計画的なライフプランを立てる上で、長期固定金利のローンは欠かせない。

◆ 直近の住宅ローン利用者の金利タイプ別利用割合

ハウスメーカーのローン窓口担当から、提携金融機関の本店窓口にて照会した結果、以下の回答・コメントが得られた。 ヒアリング実施日：2010年3月4～8日

■ メガバンクA

- ・変動金利 70% (80%に近づきつつあり、一部地域は90%以上に)
 - ・当初10年固定 10% (最近減少傾向)
 - ・全期間固定 10% (返済期間10年、15年程度の人が当初一定期間優遇の固定金利特約を使って全期間固定する。返済期間の長い人はいない。)
 - ・その他 10%
- * 金利ミックスを利用する人はあまりいない。

■ メガバンクB

- ・変動金利 70%～80%
 - ・当初10年固定 10%
 - ・その他 10%から20%
- * フラット35 S1%金利引き下げは、マンションを中心に増加傾向にある。

■ 信託銀行CおよびD

- ・変動金利 90%以上
 - ・長期固定 10%弱 (20年以上の当初固定金利)
- * 短期固定はほとんどいない。10年固定も数%。変動金利は採算厳しいが、集客のためには必要。

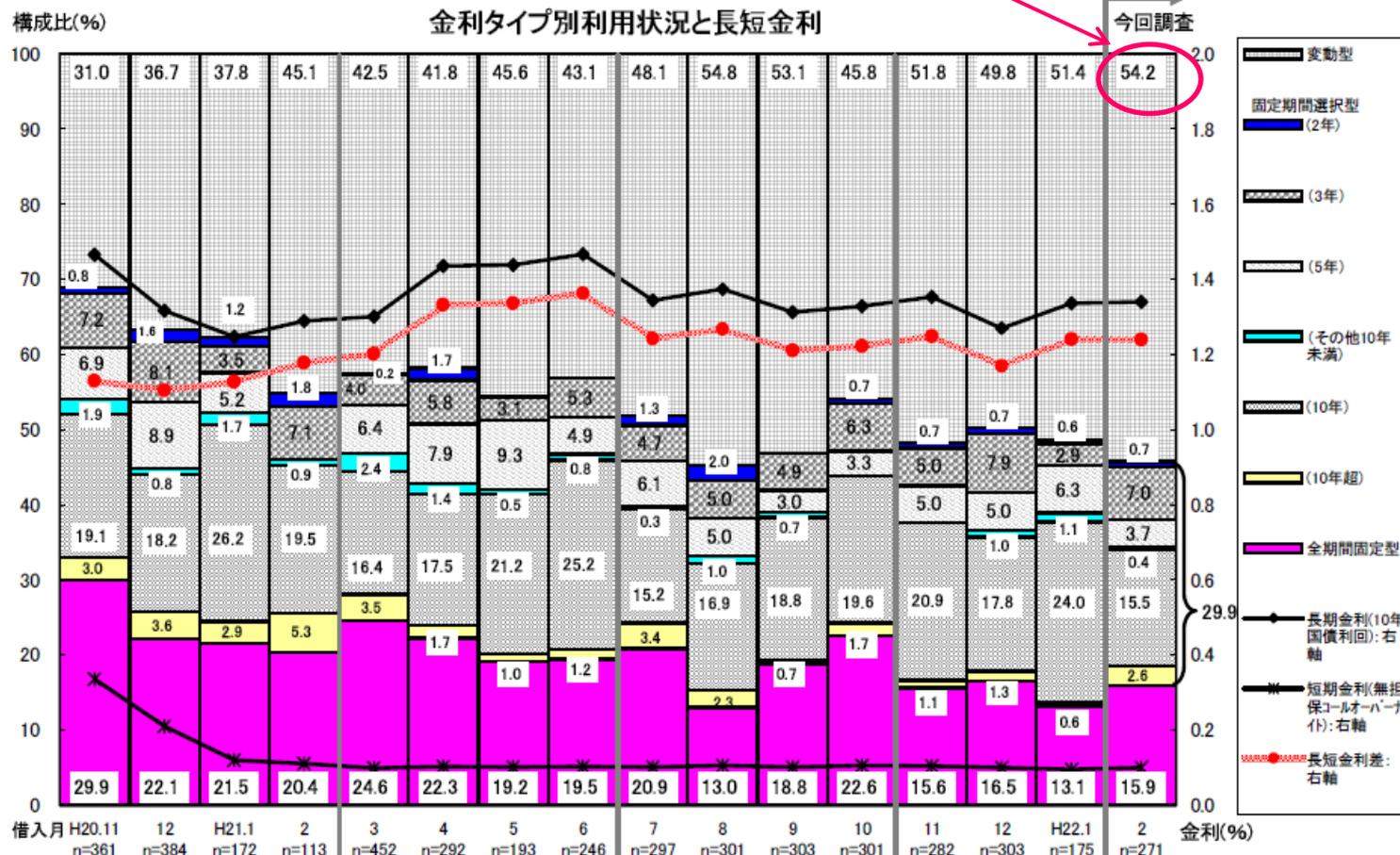
各種公表資料の先行指標である提携金融機関への『直接ヒアリング』では、変動金利型住宅ローンが急増している!!
大手金融機関では、80%に達しており、将来の金利変動リスクが懸念される!

◆ 住宅金融支援機構直近データでも変動金利が増加

住宅ローンの金利タイプ（借入月別構成比の推移）



- 「変動型」の平成22年2月の利用割合は、54.2%に増加。
- 「固定期間選択型」は、29.9%に減少。うち固定期間(10年)の利用割合は、15.5%に減少。
- 「全期間固定型」は、15.9%に増加。



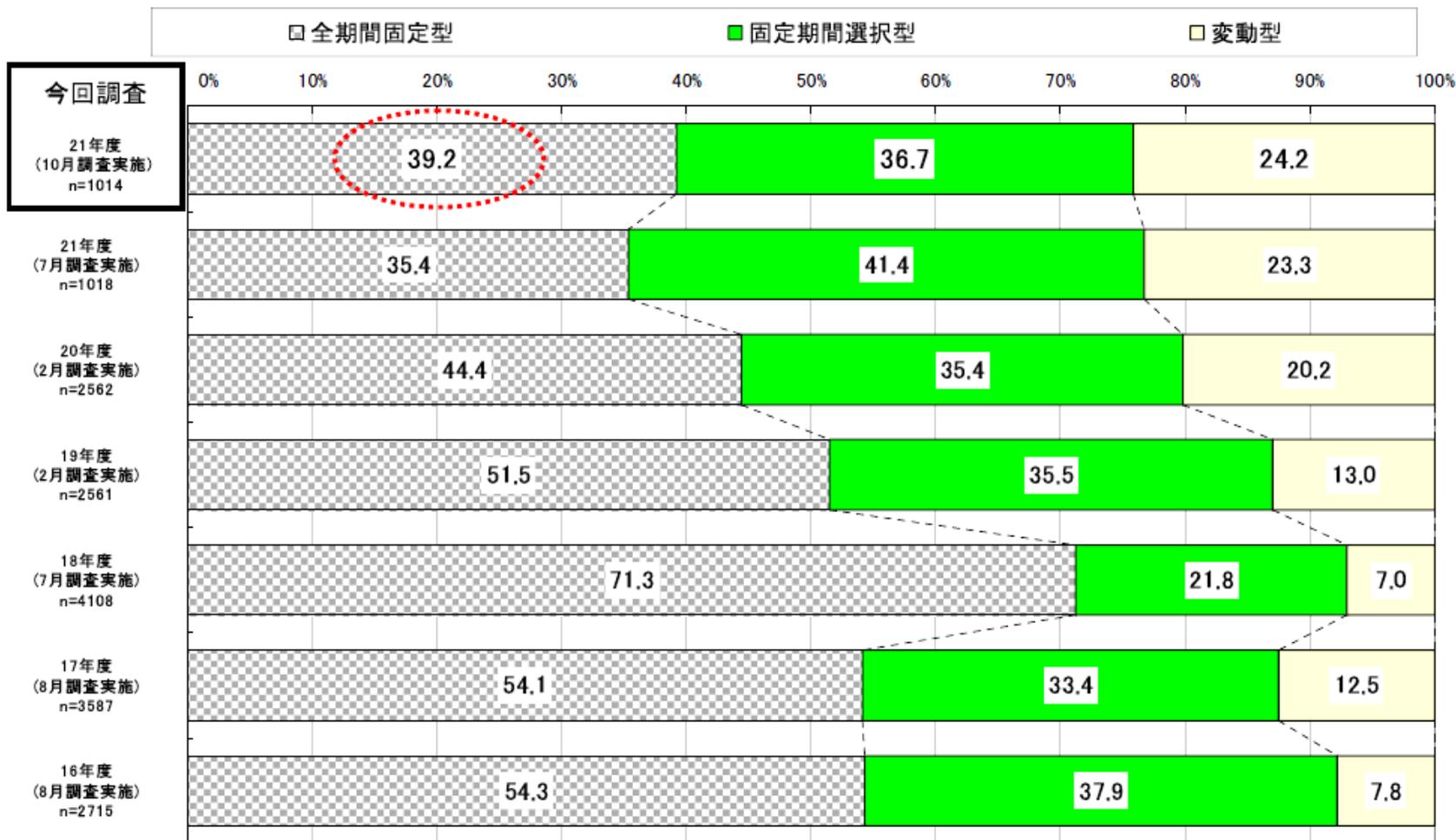
『民間住宅ローン利用者の実態調査』より、『金利タイプ別利用状況』平成22年3月11日 住宅金融支援機構発表
 *平成22年2月に民間住宅ローンを借入された方に対するインターネットによるアンケート調査

支援機構によるインターネット調査でも、変動金利は54%と上昇傾向に！

◆ 住宅ローン利用予定者の約半数は固定金利を希望

住宅ローン利用予定者の40～50%は、長期固定ローンを希望されている。
 しかし、実態は54%（大手金融機関では8割）の方が変動金利を利用。（P7～8参照）

希望する住宅ローンの金利タイプ＜住宅ローン利用予定者＞



資料)平成21年度『民間住宅ローン利用者の実態調査』【民間住宅ローン利用予定者編】(第2回)
 (平成21年12月2日 住宅金融支援機構)からの抜粋
 * 今後5年以内に住宅を取得し、住宅ローンを利用予定の方に対するアンケート調査

◆ お客様が変動金利ローンを選択というのは誤り！

変動金利選択の理由は、返済額が低いからにすぎない。
実際には、将来にわたって安全・安心なローンを期待されている。

⇒銀行窓口等での、金利変動リスクに関する説明は必ずしも十分ではない。

数多くのローン申込み関係書類と合わせて、説明が実施されているため、形式的かつ楽観的な見通しが示されることがある。最終的な判断はお客様ですという対応。

(金融商品取引法の対象外のため、説明内容が担当者や金融機関で異なる傾向がある。)

●ローン利用者の金銭消費貸借契約に同行した営業担当者が銀行窓口でよく耳にする言葉

日銀の緩和政策もあり、短期プライムレートはこの数年低い水準で安定しています。
景気の先行きから、金利がすぐに上昇するとも言えないのでは。
最終的には、あくまでもお客様のご判断ですが…。

●営業担当者も返済額が高くなる長期固定金利は、金利差、毎月返済額があまりに乖離すると勧めることが困難になる。 **低コスト**での長期固定ローン供給の仕組みが必要。

長期固定金利と変動金利の借入時金利差が**1.3%以上**または毎月返済額で**1万円以上**の差がつくと、リスクがあっても変動金利を選択されやすくなる。

* 2500万円借入れ、35年返済での**当初返済額の比較**

変動金利 1.075% 月々 71,448円

【フラット35】s全期間固定当初10年 2.608% 月々 90,827円 変動金利との差額 19,379円/月

(1%金利引き下げ後) 当初10年 1.908% 月々 81,640円 同上 **10,192円/月**

緊急経済対策で、長期固定金利が選ばれるレベルになった。

* 平成21年12月『明日の安心と成長のための緊急経済対策』

* 比較のため【フラット35】sの金利は、団信特約料分を含めて表示している。

◆ 営業現場での学習と、顧客への説明

住宅ローンの金利タイプと特徴

◆ 長期固定金利

イメージ図



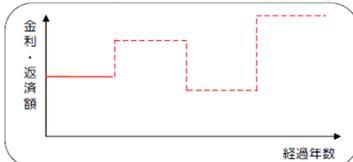
例：長期固定金利型

- メリット
- 借入時に返済終了までの返済額が確定
 - 借入れ後に市場が上昇しても将来にわたり借入れ時の金利による返済額が継続

- デメリット
- 将来金利が低下した場合も借入れ時の返済額が継続

◆ 短期固定(変動)金利

イメージ図



例：固定金利期間選択型、変動金利型

- メリット
- 長期固定金利型に比べ、低利の商品が多い
 - 将来、金利が低下した場合は返済額が減少

- デメリット
- 借入時には、特約期間終了後の毎月の返済額が確定しない
 - 将来、金利が上昇した場合は返済額が増大

『なるべく短期で返したい』『近く受け取る退職金で一括返済したい』といった返済計画をご希望のお客様 → 短期固定(変動)金利型『長期の借入れ希望』『出産、進学等、将来いろいろなイベント(出費)に備え、ローン返済額を確定させたい』といったお客様 → 長期固定金利型
長短ミックス型の商品を利用し、短期固定(変動)金利型の低金利メリットを受けつつ、金利変動リスクを軽減する方法もあります(この場合、諸費用が割高になることがあります。)

⇒ お客様ご自身に適した住宅ローンを選択することが大切です。



● 住団連では、金利タイプ別の各ローンの特徴やリスク、過去の金利推移等について、解説ツールを作成し、住宅メーカー各社にて使用している。

● 営業担当は『住宅ローンアドバイザー』の資格取得等により基本的な知識、関連法令等を学習している。

金利変動リスク ~金利変動に伴う返済額の変化~

固定金利期間選択型や変動金利型の住宅ローンは、金利環境によって返済額が大きく変化します。

例：固定金利期間選択型(10年)を利用した場合
[前提条件]
・ 固定金利期間選択型(10年)、元利均等返済(ボーナス払いなし)、借入期間35年で2,500万円を借入れ。
・ 固定金利期間選択型(10年)は年4.05%(店頭表示金利)で、当初10年間は店頭表示金利から1.85%引き下げた金利を適用。
・ 当初期間終了後は店頭表示金利から年0.4%引き下げた借入金利を適用。

[毎月の返済額]

金利環境	当初10年間	11年目以降		
		店頭表示金利上昇 (1.5%上昇)	店頭表示金利変化なし (上昇・下降なし)	店頭表示金利下降 (1.5%下降)
金利	2.20% (引下げ幅1.85%)	5.15% (当初4.05%+1.5%-0.4%)	3.65% (当初4.05%-0.4%)	2.15% (当初4.05%-1.5%-0.4%)
返済額	85,404円	116,857円	100,184円	84,919円
当初10年間との差		+31,453円	+14,780円	▲485円

返済額がアップ

返済額がダウン

(注) 上表は仮定の金利であり、住宅金融支援機構が将来の金利を予測するものではありません。



住宅ローンで気をつけておきたい3つのポイント

1 返済開始後の生活費

住宅取得は一生に一度の大きな買い物といわれています。取得に当たって住宅ローンを組む場合は、返済開始後の生活に支障のないよう注意する必要があります。源泉徴収票(給与所得の方)や確定申告書などを参考に手取り額を算出し、毎月の生活に支障のない金額で住宅ローンを組むよう心がけてください。

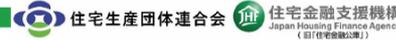
2 住宅ローンを組むときに必要な保険の加入

住宅ローンを利用する場合、返済開始後の万一の事態に備えるため、保険への加入を検討する必要があります。中でも団体信用生命保険と火災保険は、ローン利用時の必須要件になっているのがほとんどです。この他にも、地震保険や家財保険などの保険がありますので、お客様のライフスタイルに合わせてご検討されることをお勧めします。

3 金利変動に対する認識

固定金利期間選択型や変動金利の住宅ローンでは、特約期間終了後(変動金利の場合は一般的には5年ごと)に返済額の見直しが行われます。その際、世の中の金利が上がると、一般に住宅ローンの金利も上がり、返済額が増大し、場合によっては家計に大きく影響することがあります。逆に、世の中の金利が下がると、通常は住宅ローンの金利も下がって返済額は減少します。

住宅ローンの利用は、こうした金利変動に対するリスクをよく理解した上で、お客様ご自身のライフサイクルに照らし合わせて選ぶことが大切です。



◆ 長期固定ローン供給支援の必要性(安定供給と低コスト化)

● 長期固定ローンの継続的・安定的大量供給の確保

* 民間金融機関による長期固定ローンの安定供給には限界

都銀、生保の一部、ネット銀行、信託銀行等を中心に限られた金融機関で長期固定ローンの取り扱いが現在存在する。

これらの金融機関でも、『ALM(Asset Liability Management: 資産負債管理)上の制約等から、長期固定ローンばかり貸し出すとリスクが高まるため、安定的かつ大量の長期固定ローン供給を行うことは困難と考えられる。

* 金融環境によって、品揃えから消えることも

民間金融機関の店頭に、常時長期固定金利ローンの品揃えがあるわけではなく、金融環境に関わらず、安定した提供を希望する消費者ニーズに応じきれない。

● 長期固定ローンを低コストで供給するための仕組みの整備

* 証券化市場の整備

民間金融機関が長期固定金利を安定かつ低コストで供給するためには、証券化市場の発達が欠かせない。

* 大数の法則を活用した低コスト化の追求

証券化支援事業に特化する以上、RMBS発行コストの低減をさらに目指して欲しい。

* 民間の専門家を交えた組織による低コスト化の追求

機構MBSを財投機関債のスプレッド等と比較して差がついてしまっている。

◆ 住宅金融の政策誘導機能は住宅の質の向上に寄与

住宅金融支援機構の【フラット35】S（優良住宅取得支援制度）では、建物が一定の性能基準を満たす場合、金利引下げの対象となっており政策誘導機能を有する。

現在は、一定の性能を有する性能基準を満たした場合に、通常0.3%の金利引下げのところ、平成21年12月に策定された『明日の安心と成長のための緊急経済対策』により、当初10年間1%金利引下げを実施中。

【フラット35】S



- ◆省エネルギー性（省エネ対策等級4）
- ◆耐震性（耐震等級構造躯体の倒壊等防止）2、または3または免震建築物
- ◆バリアフリー性（高齢者等配慮対策等級3、4または5）
- ◆耐久性・可変性（劣化対策等級3、かつ維持管理対策等級2または3）

【フラット35】S（20年金利引下げタイプ）

長期優良住宅をはじめ、上記4基準をさらに上回る場合に、当初10年間金利1%引下げに加えて、11年目以降20年目まで、0.3%金利引下げ

政策誘導機能を通じて、優良な住宅を市場に供給
（ストックとしての住宅資産価値の向上）

◆ 住宅取得機会の公平性確保と多様な商品の提供

● 融資選別で住宅取得機会損失がないローン(セーフティネット)の確保

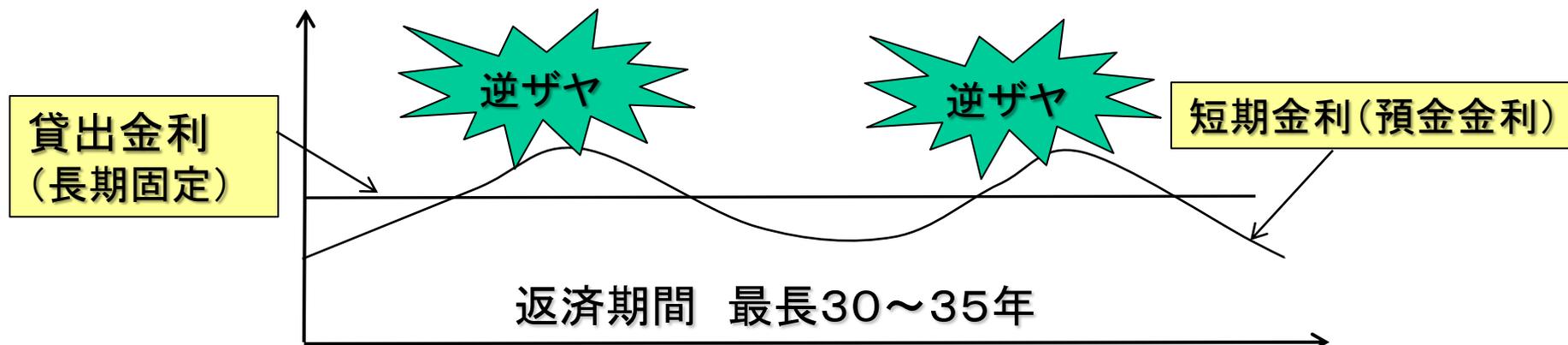
* 民間では供給困難な住宅ローンの整備

- ・職業 (自営業、派遣社員、勤務先企業評点の低い先他)
- ・転職暦 (転職1~3年未満)
- ・病歴 (病歴ありで団体信用生命保険加入困難者)
- ・土地属性(借地、保留地等)

* 審査基準が、個別的でなく予め明確化されているローンが必要

● 民間金融機関では安定供給が困難な長期固定金利の安定供給

- * 民間では長期固定金利(期間20年以上の固定金利)は、証券化を除き、スワップ等の手法でも、10~20年固定金利程度までのリスクヘッジが限度。



◆ 住宅金融のあるべき方向性(まとめ)

■ 住宅金融の基本的な考え方は、

住宅のアフォーダビリティ(取得容易性)の向上と考えられます。

住宅取得を望む消費者は、家計において『計画的かつ健全な資金計画』に基づいて住宅を取得することを希望されています。



* 長期固定ローンは、安全・安心なローンとして将来のライフプランに沿った計画的でリスクの少ない資金計画が可能です。

* そのため、金利動向で多少上下するとはいえ、ローン利用予定者の5割前後の人が長期固定ローンの利用を希望しています。

* しかし、実際にはローン利用者の5割を超える方が、金利変動のリスクを負い、将来不安を抱えながらも、当初返済額が大幅に少ないために変動金利ローンを利用されている実態があります。

低コストの長期固定ローンを、継続的・安定的かつ大量に供給できる仕組みが必要と考えます。

長期固定ローンの現状に関する 考察と普及促進に向けた課題

有限会社オイコス 代表取締役
大森広司

profile

- 住宅系シンクタンクとして情報誌、web媒体などにコンテンツを提供
(主な提供先)

- ・『スーモ新築マンション』『スーモマガジン』『月刊ハウジング』など住宅情報誌
- ・All About「マンション入門」
<http://allabout.co.jp/house/mansionbeginner/>
- ・日経トレンディネット「マンショントレンド最前線」「住宅マネープラン」
<http://trendy.nikkeibp.co.jp/lc/life/>

- 住宅ジャーナリストとして情報を発信(1980年代後半より業務開始)
(HP)

- ・住まい研究塾sumaken.jp

- (主な著書)

- ・『はじめてのマイホーム 買うときマニュアル』(日本実業出版社)
- ・『新築マンション 買うなら今だ!』(すばる舎)など

変動金利が圧倒的に多い理由

●金利が低い

- ・不動産会社との提携ローンは0.875%または0.975%のケースが多い(全期間1.6%または1.5%引き下げ)。(図表1)
- ・10年固定やフラット35とは毎月返済額が2万円以上低い(3000万円を35年返済で借りた場合)。(図表2)
- ・利用者側に金利上昇リスクへの不安が薄らいでいる。

●不動産会社が勧める

- ・広告に提示される「支払い例」はほとんどが変動金利。頭金ゼロ・ボーナス返済併用も少なくない。
- ・フラット35も含めて選べるケースも少なくないが、取り扱うローンのほぼ100%が変動金利という大手仲介会社もある。

●金融機関が勧める

- ・手数料ビジネスのフラット35よりも収益につながるプロパーローンを勧める。
- ・自社HPにフラット35を載せていない金融機関もある。

■ 図表1. 主な住宅ローンの金利

(2010年4月1日現在)

金融機関名	変動金利		10年固定		全期間固定		特徴など
	店頭	適用	店頭	適用	35年固定	フラット35	
三菱東京UFJ銀行	2.475%	1.275%	4.25%	2.55%	---	3.13%	フラット35は保証型
三井住友銀行	2.475%	1.475%	4.25%	2.60%	3.29%	3.23%	HPIにフラット35の記載なし
みずほ銀行	2.475%	1.275%	4.20%	2.60%	2.95%	2.81%	フラット35には比較的積極的？
横浜銀行	2.475%	1.475%	3.85%	2.85%	3.58%	2.94%	
福岡銀行	3.075%	1.325%	3.75%	2.10%	3.75%	2.94%	10年固定に力を入れている
新生銀行	1.700%	1.200%	3.05%	2.15%	2.98%	---	
ソニー銀行	2.276%	1.376%	3.140%	2.240%	2.942%	---	ネット銀行では人気が高い
提携ローン(一例)	2.475%	0.975%	---	---	---	---	

※三井住友銀行のフラット35金利は2010年3月適用分

■ 図表2. 金利による返済額の違い

(3000万円を35年元利均等返済で借りた場合)

種別	年利	毎月返済額
変動金利(提携ローン)	0.975%	8万4337円
10年固定(みずほ銀行)	2.60%	10万8863円
フラット35(同)	2.81%	11万2298円
フラット35S(同)	1.81%	9万6479円

変動金利のリスク

●金利上昇による負担増

- 緩やかな金利上昇でも返済負担の増加は大きい。
(図表3)
- 元金残高が減らない。
(返済額5年固定ルール。125%ルール)
- 未払利息発生の恐れ。
(今後の金利急上昇は考えにくい?)

●リスク回避の手段

- 繰り上げ返済による返済額引き下げ。(図表4)
- 固定金利との併用による負担アップ抑制。(図表5)
- 固定金利の利用。

■ 図表3.金利上昇による住宅ローン返済額と元金残高の推移
(3000万円を35年返済で借り入れたケース)

	変動型(金利上昇)		フラット35S(-1.0%)	
	金利	毎月返済額	金利	毎月返済額
1年目	1.275%	8万8585円	1.85%	9万7085円
2年目	1.475%	8万8585円	1.85%	9万7085円
3年目	1.675%	8万8585円	1.85%	9万7085円
4年目	1.875%	8万8585円	1.85%	9万7085円
5年目	2.075%	8万8585円	1.85%	9万7085円
6年目	2.275%	10万3768円	1.85%	9万7085円
7年目	2.475%	10万3768円	1.85%	9万7085円
8年目	2.675%	10万3768円	1.85%	9万7085円
9年目	2.875%	10万3768円	1.85%	9万7085円
10年目	3.075%	10万3768円	1.85%	9万7085円
返済額合計	1154万1174円		1165万0200円	
10年後残高	2424万3547円		2330万4710円	
返済効率*	1.00		1.35	
11年目	3.50%	12万1369円	2.85%	10万8704円

※変動型の金利は店頭金利-1.2%、金利上昇シナリオは毎年0.2%上昇と仮定。

11年目の金利は仮定

※金利はいずれも2009年12月の最頻値に基づいて計算

* 返済効率 = 元金残高の減少額 / 支払利息の合計

■図表4.繰上返済で金利上昇による負担増を抑える

●変動金利で6年目に金利が2%アップしたケース

借入額	返済期間	当初5年間		6年目以降	
		金利	毎月返済額	金利	毎月返済額
3000万円	35年	1.475%	9万1488円	3.475%	11万9082円



●6年目に300万円繰り上げ返済すると(返済額軽減型)

借入額	返済期間	当初5年間		6年目以降	
		金利	毎月返済額	金利	毎月返済額
3000万円	35年	1.475%	9万1488円	3.475%	10万5652円

■図表5.ミックス返済で金利上昇のリスクを抑える

(1500万円を35年固定、1500万円を変動金利で借りたケース)

ローンの種類	借入額	返済期間	当初5年間		6年目以降	
			金利	毎月返済額	金利	毎月返済額
35年固定	1500万円	35年	2.95%	5万7310円	2.95%	5万7310円
変動金利	1500万円	35年	1.475%	4万5744円	3.475%	5万7180円
計	3000万円	---	---	10万3054円	---	11万4490円

※金利はみずほ銀行の2010年4月適用分

フラット35利用の問題点

- 金利が高い
- 不動産会社が勧めない
 - ・金利が高く借入額が減るので予算が下がる。
 - ・手続きが煩雑なため敬遠される。(とくに仲介会社にとって)
- 金融機関が勧めない
 - ・返済能力の高い顧客にはプロパーローンを勧める傾向が強い。(図表6)
- 金融円滑化法による利用増の可能性
 - ・返済条件変更への対応を回避するため、リスクのある顧客にフラット35を勧めるケースが増える？

■ 図表6.業態別買取申請件数

(単位: 件)

業態	平成15年度	平成16年度	平成17年度	平成18年度	平成19年度	平成20年度	平成21年度 (2月末現)	合計
都市銀行	97	5,622	18,645	16,922	15,276	13,077	23,439	93,078
地方銀行	184	2,304	8,780	6,988	4,637	3,222	4,858	30,973
信託銀行	0	0	2,138	869	570	149	86	3,812
第二地銀	61	1,372	3,073	2,392	1,708	1,093	1,378	11,077
信用金庫	61	843	2,491	2,159	2,274	1,342	1,652	10,822
信用組合	0	0	275	309	394	286	397	1,661
労働金庫	0	0	1,766	1,895	1,355	608	423	6,047
信農連	0	107	0	0	57	35	28	227
モーゲージバンク等	402	6,925	22,405	27,875	26,724	21,960	37,661	143,952
合計	805	17,173	59,573	59,409	52,995	41,772	69,922	301,649

課題克服のためになにをすべきか

- 不動産会社および消費者への営業・PRの強化
 - ・フラット35登録マンション、フラット35S中古タイプの認知度アップ。
- 不動産会社への販促手数料支払い
- 手続きの簡素化
 - ・「適合証明申請→審査」ではなく届出制にするなど。
- フラット35Sのさらなる拡充(図表7)
 - ・エコポイント制度との連動。
 - ・長期優良住宅の金利1%引き下げ期間を20年に延長など。
- フラット35の金利を多様化
 - ・財形住宅融資と同様に5年固定タイプを導入するなど。

■図表7.新築・中古別、建て方別

年度	実行								
	新築					中古			
	戸建て		共同建て等			戸建て		共同建て等	
	件数	割合	件数	割合	件数	割合	件数	割合	
17	44,926	23,480	52.3%	18,797	41.8%	1,214	2.7%	1,435	3.2%
18	43,567	25,078	57.6%	16,051	36.8%	1,091	2.5%	1,347	3.1%
19	42,213	22,280	52.8%	16,611	39.4%	1,427	3.4%	1,895	4.5%
20	38,561	21,173	54.9%	12,189	31.6%	2,132	5.5%	3,067	8.0%
21(2月末)	43,580	20,753	47.6%	10,949	25.1%	6,608	15.2%	5,270	12.1%
合計	212,847	112,764	53.0%	74,597	35.0%	12,472	5.9%	13,014	6.1%

※フラット35買取型及び保証型の合算値

(単位:件、%)

年度	うちフラット35S									
	新築					中古				
	戸建て		共同建て等			戸建て		共同建て等		
	件数	割合	件数	割合	件数	割合	件数	割合	件数	割合
17	8,254	18.4%	6,473	78.4%	1,761	21.3%	13	0.2%	7	0.1%
18	12,895	29.6%	10,651	82.6%	2,212	17.2%	18	0.1%	14	0.1%
19	17,711	42.0%	11,585	65.4%	6,048	34.1%	36	0.2%	42	0.2%
20	14,634	38.0%	9,732	66.5%	4,504	30.8%	136	0.9%	262	1.8%
21(2月末)	17,669	40.5%	9,293	52.6%	4,329	24.5%	1,644	9.3%	2,403	13.6%
合計	71,163	33.4%	47,734	67.1%	18,854	26.5%	1,847	2.6%	2,728	3.8%

※フラット35買取型及び保証型の合算値

○全日本不動産協会愛知県本部山口敬一氏へのヒアリング概要

- ・公的な金融機関として住宅金融支援機構は必要。現在は民間金融機関の融資が出にくい情勢にあり、投資の呼び水として政策金融機関が先鞭を切って融資をすることが重要。
- ・支援機構のフラット35の審査は型にはまっており、役所的。応用が利くようなものにするべき。また、審査(フラット・まちづくり融資)に時間がかかりすぎる点も問題。もっと迅速な対応を求める。
- ・機構職員の姿勢は極めて機械的(マニュアル的)。職員が民間のマインドを持つようにすることが大事。幹部職員も、これからの組織をどうしていくか、危機感をもって考えていく必要がある。
- ・政府系機関なのだから、自営業者なども含めて、広く国民が利用しやすい制度とするべき(現在の支援機構の制度はサラリーマン向けとなっている印象)。
※自営業者や日雇い労働者について、フラットの審査が通りにくく、断られることが多いとのこと。
- ・長期固定ローンについては、ローンを利用する際に選択肢として存在することに意義がある。
- ・家を建てることは国民の夢につながる。社会を安定化させるためにも国民の持ち家取得を推進するべき。
- ・住宅不動産事業者に対する民間金融機関の融資姿勢は依然として厳しい。機構のまちづくり融資についても、資金実行までは民間融資でつながらなければならない。金融庁に申し入れをするべき。
- ・バブル以前の高度成長期のように、広く国民に必要な資金が行き渡るよう、政治的な主導によって金融行政の転換を図るべき。

住宅金融のあり方について

岩本 康志

東京大学大学院経済学研究科

2010年4月21日

健全な民間市場育成のための 明確な「出口戦略」が必要である

出口(ゴール)の姿

- 住宅金融分野では公的金融機関は必要ない。
- 長期固定ローンの提供は民間で可能。
- 住宅ローン債権証券化に政府介入は必要ない。
- 政府介入は、きわめて限定的なものに(災害対応, 弱者対応等)。

出口戦略

- 住宅金融支援機構は、民営化に至る道筋を描く。
- 旧住宅金融公庫債権の証券化を進めて、市場の厚みを増すことが、最大の証券化「支援」業務。
- 証券化は最終的に民間に委ねる方向とし、機構の証券化支援業務は縮小するか、早期に民営化する。

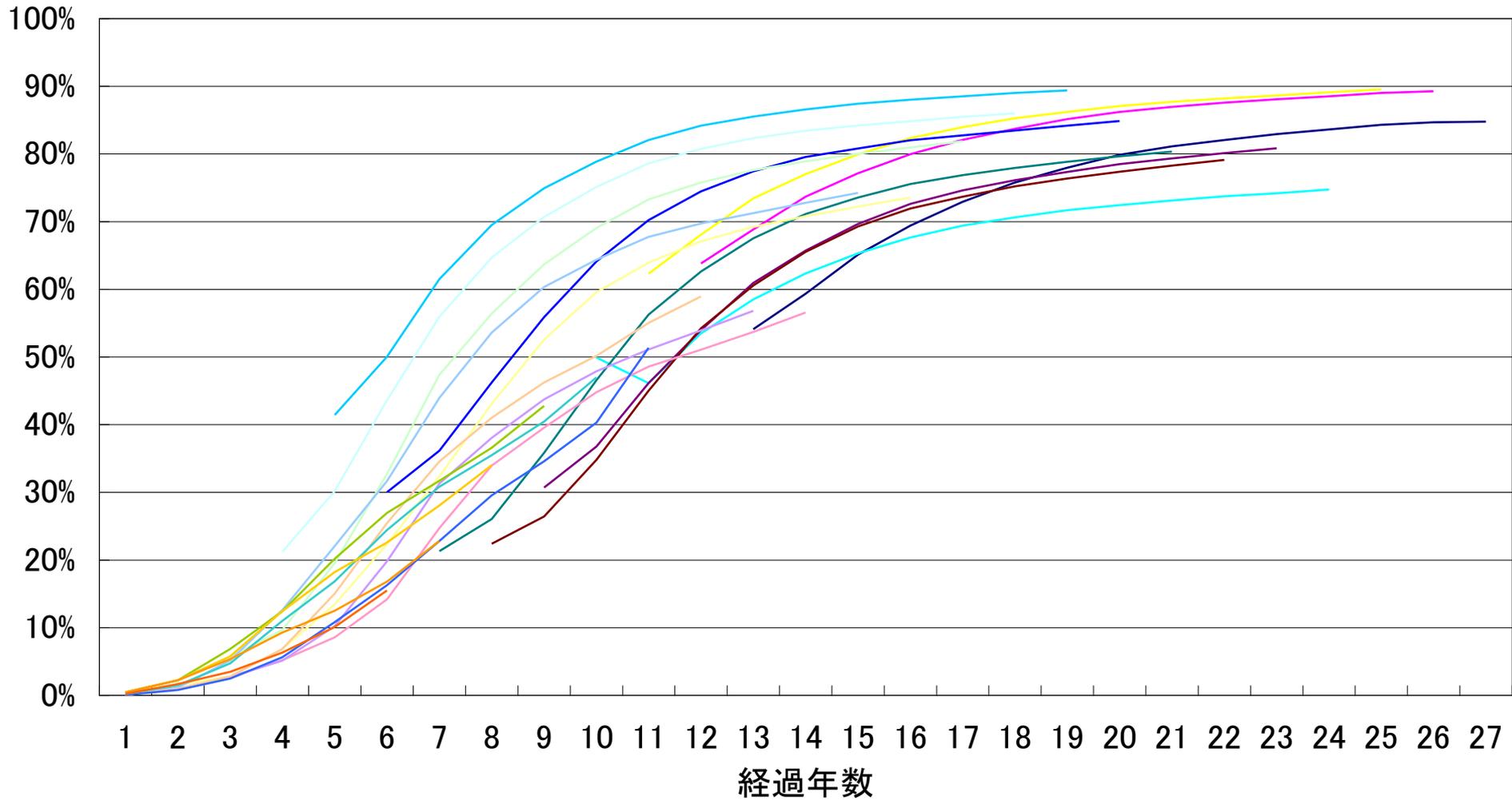
金融活動への政府介入の6つの根拠

- 妥当な根拠
 - **情報の非対称性** 理論的には低利融資が望ましい可能性があることが指摘されている
 - **リスク分散** 大規模なリスクは民間が保証できない
- もはや妥当でない根拠
 - **対抗力** 民間金融機関と競争して、効率性を高める
 - **期間変換** 民間では供給できない長期資金を供給する
 - **外部性** 社会的に価値のあるプロジェクトを促進する
 - **情報生産** 公的金融機関が民間ではできない情報を生産する

住宅金融分野での判断基準

- 政府介入の根拠を各分野に当てはめ、妥当性を検証していく。
- 1. 市場における情報の偏在の問題はどれだけ深刻か
 - 住宅金融 あまり深刻ではない
 - 中小企業金融 不確定
- 2. 「長期・固定・低利」はすでに役割を終えたのではないか
 - 「長期・固定」金利の資金は民間で供給可能になってきている。
 - 「低利」融資が必要な理由はほとんど説明できていない。
 - 外部性(プロジェクトが収益性以外の社会的便益をもつ)による説明は濫用されている。外部性が虚構であれば、資源配分に好ましくない攪乱が生じる
 - 貸出市場の逆選択による説明が存在するが、現実妥当性があるかどうかは定かではない
- 3. 市場のニーズがあることは、介入を正当化する根拠にならない
 - 金利が低ければ借りる(価格が安ければ買う), は当たり前。
 - とりにくいリスクをとってくれればありがたい, は当たり前。

累積任意繰上償還率



(注)住宅金融支援機構より提供されたデータにより, 筆者推計。

(前頁の図への注)

累積任意繰上償還率の推計

- 住宅金融支援機構から提供されたデータをもとに、旧公庫債権について、経過年数までに任意繰上償還された件数の割合を推計した。
- 提供されたデータでは、1996年5月時点で、以降の返済履歴が整っているものから抽出され、1996年以降の任意繰上償還率が1983年より償還開始年別に集計されている。
- しかし、1996年より前の繰上償還の状況は不明である。
- 1996年より前に償還が開始された債権については、当初の個人債権貸出件数(年度)とデータ母数の比から、1996年での累積繰上償還償還比率を推計した。年度と暦年のずれや概念のずれから推計に誤差が生じる。このことが、累積任意繰上償還率のばらつきにつながっていると考えられる。

住宅金融市場の課題を どう解決していくか

- 長期資金需要と情報生産主体である銀行(短期の資金供給)との期間のミスマッチの問題は、民間での住宅ローン債権の証券化で解決するのが望ましい。
- ただし、証券化での情報偏在問題に対応するための規制が必要。その際、政府機関が規制対象となる構図は好ましくない。
- オリジネータと格付け会社のモラルハザードを排除するためのインセンティブ設計が重要である(課題を多く残しているが)。
- 市場が未成熟である課題への働きかけは、政策として考えられる。
 - 地震保険, 耐震住宅, ノンリコースローン等

機構MBSの投資家層

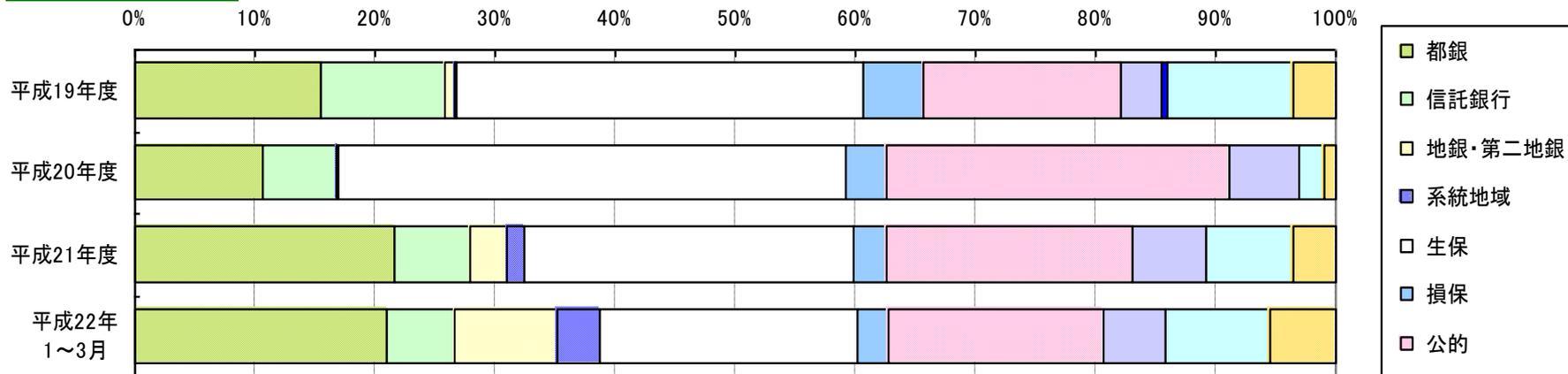
● 月次債

- ・主に負債の年限が長期の投資家が中心
- ・平成19年度以降、平均年限は10年前後から若干短縮
- ・最近時は、地方投資家が10%弱のシェア

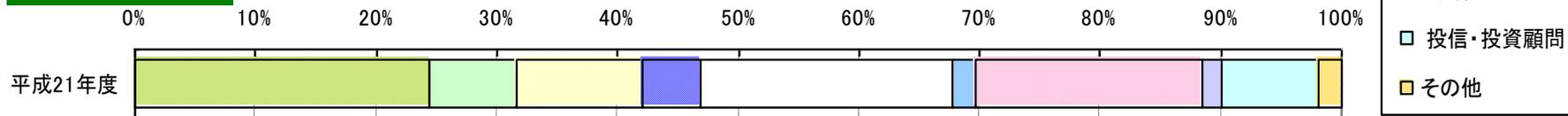
● S種債

- ・主に負債年限が比較的短い投資家が中心
- ・平成21年度以降、平均年限は5-7年程度に短縮

月次債の投資家層



S種債の投資家層



(出所)住宅金融支援機構より提供。

(参考)他分野の政府介入のあり方

【公的金融機関として活動】

- 中小企業
- 開発金融
 - ODAは国の役割
- 教育(日本学生支援機構から日本政策金融公庫へ統合)
 - 資本市場が不完全で、補助が必要と考える意見が多い

【見直し】

- 農業
 - 農業への多大な補助をおこなっている農業政策とともに見直しが必要
- 沖縄(沖縄振興開発金融公庫)
 - 各分野の見直しに応じて、対応

【完全民営化】

- 日本開発銀行, 商工組合中央金庫
 - 完全民営化を維持
- 輸出入金融(旧日本輸出入銀行)
 - 民間に委ねる

【廃止】

- 医療・福祉(福祉医療機構の融資事業)
 - 政府介入の必要性は薄い

中小企業金融

- 低利の融資が必要な理由は薄い
 - 理論的な可能性(逆選択)はあるが、現実に成立しているかどうか確定していない
- 低利融資が必要でも、民間金融機関への利子補給で対応できる
- 信用保証は、民間金融機関の利益相反に注意する必要がある。積極的に拡大する必要はない
- 債権の証券化は検討課題ではあるが、直ちには進まない
 - 住宅金融に比較して困難がある。担保となる企業設備が住宅に比べて、流動性が低い(情報の非対称性、利益相反の問題がより深刻)

組織形態の改革の方針

- 意義の薄くなった機関は民営化する
 - 廃止より民営化が望ましい
 - 廃止されても受け皿法人が設立されるのがこれまでの常
 - 政府系金融機関に蓄積された資源を失うことは損失であり、民営化で再利用することが望ましい
- 意義の薄くなった業務は廃止し、規模の縮小を図る
 - 人員の減少が必要な場合は、民営化機関で吸収する
 - 大幅な縮小が必要な場合は、いったん民営化して小さな公的機関を作り直す

組織形態について

- 住宅金融支援機構は、(かりに民営化しないとしても)株式会社形態が望ましい。
- 特殊法人改革での先行改革で、住宅金融公庫は独立行政法人化されたが、政策金融改革で、他の公的金融機関は特殊会社化された。日本政策金融公庫は、民営化を前提としない株式会社となった。
- 民間と類似機能を果たす組織は、公平な競争の観点から、株式会社化が望ましい。
- 独立行政法人は、市場で財を供給しない法人(一般政府部門に含まれるもの)が本来の対象で、公的金融機関にはそぐわない。
 - 本来は、市場で財を供給する法人(公的企業に含まれるもの)を特殊会社または新しいカテゴリーとしての公企業法人と整理するのが適当であった。特殊会社は課税法人、独立行政法人と公企業法人は非課税法人とする。

参考文献

- 岩本康志・齊藤誠・前多康男・渡辺努, 『金融機能と規制の経済学』, 東洋経済新報社, 2001年10月, 第5章
- 岩本康志, 「日本の財政投融资」, 『経済研究』, 第52巻第1号, 2001年1月, 2-15頁
- 岩本康志, 「公的部門の改革 金融「中小」以外民営化早く」, 『日本経済新聞(経済教室)』, 2003年9月11日
- 岩本康志, 「公的金融機関の企業統治と組織形態」, 『政策金融改革のあり方』(金融調査研究会報告書[35]), 金融調査研究会, 2005年7月, 67-79頁

米住宅公社2社の事例研究

新生証券

債券調査部 シニアアナリスト、部長

松本 康宏

2010年4月23日

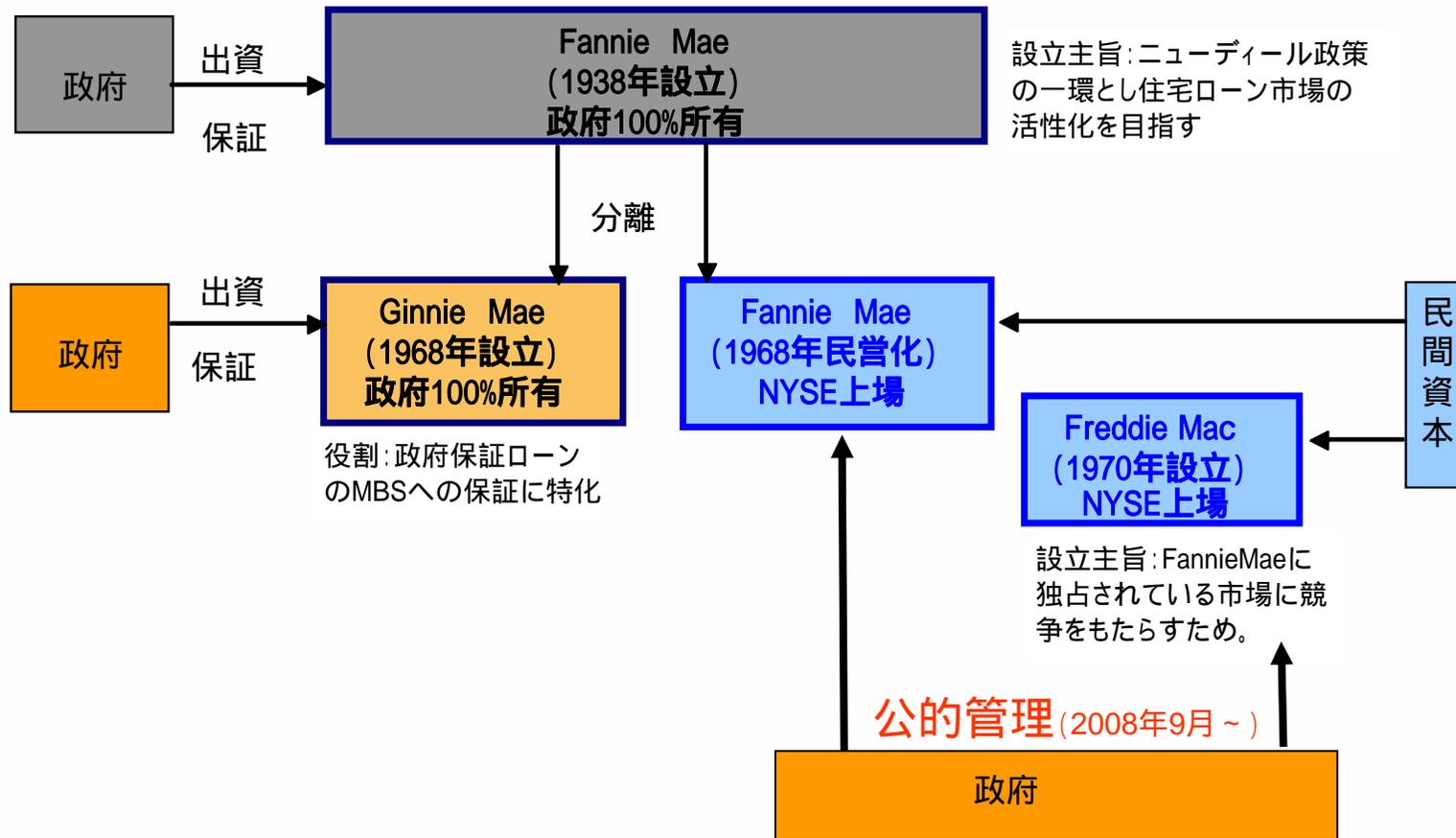
目次

米国における住宅金融公社2社の沿革	3
住宅ローンビジネス規模	4
累積赤字の状況	6
公的資本注入の状況	7
資産規模の推移	9
“実質破綻”の問題の本質	10
米住宅公社2社の教訓	12

参考文献

“米住宅バブル崩壊：救済に1兆ドルが必要化もしれない - ファニーメイとフレディマック”、週刊エコノミスト2008年8月19日号、pp33-35、松本康宏
“驚愕のバランスシート：FRBとECBが民間リスクを一手に背負う”、週刊エコノミスト2010年1月19日号、pp33-34、松本康宏

米国における公的な住宅金融機関の沿革



(出所: 新生証券)

米2公社が関与する住宅ローンビジネス残高は5.5兆ドル

米住宅金融公社2社が関与する住宅ローンビジネス(オフバランス含む、MBS及び保証)の残高は約500兆円(2009年9月末現在)に達する。これは、同国GDPの約4割に相当する規模であり、両社が同国経済に与える潜在的な大きさを表わしている。

2社の破綻は、同国MBS市場の破綻をも意味する

米住宅金融公社2社の住宅ローンビジネスの残高

	ファニーメイ		フレディマック		2社単純合計	
	億ドル	兆円	億ドル	兆円	億ドル	兆円
+ 所有する住宅ローンポートフォリオ	7,927	71.3	7,842	70.6	15,768	141.9
+ 自社MBS及び保証の残高	28,207	253.9	na	na	na	na
- 所有する自社MBS	3,706	33.4	na	na	na	na
= 住宅ローンビジネスの残高	32,728	294.6	22,427	201.8	55,155	496.4

注: 1ドル = 90円で換算 出所: 各社公表資料より新生証券作成

米国住宅2公社の財務状況

(単位:百万*)

資料:米住宅公社2社の“実質破綻直前”の財務内容

決算期	ファニーメイ 08/3/31	フレディマック 08/3/31	民間2社合計	ジーニーメイ 07/9/30
リスク総額(オフバランス含む)	4,004,311	3,543,301	7,547,612	427,566
有利子負債+発行MBS	2,961,298	2,196,996	5,158,294	427,566
デリバティブ契約残高(注1)	1,043,013	1,346,305	2,389,318	-
バランスシート(オンバランス)				
総資産	843,227	802,992	1,646,219	13,710
米国債等	20,484	17,232	37,716	13,168
モーゲージ関連資産(注2)	741,250	687,584	1,428,834	19
有利子負債	760,340	759,789	1,520,109	
短期負債	215,916	290,540	506,456	該当せず
長期負債	544,424	469,229	1,013,653	
政府資金	-	-	-	12,621
株主資本	38,836	16,024	54,860	-
OFHEO自己資本規制				
コアキャピタル	42,676	38,320	80,996	該当せず
必要キャピタル	37,602	32,324	69,926	
余剰キャピタル	5,074	5,996	11,070	
モーゲージ関連ポートフォリオ(オフバランス含む)				
ポートフォリオ合計	2,927,663	2,149,689	5,077,352	427,566
貸出金等	410,935	88,334	499,269	-
モーゲージ担保証券	2,516,728	2,061,355	4,578,083	427,566
自社保有分	315,770	624,128	939,898	-
投資家保有分(オフバランス)	2,200,958	1,437,227	3,638,185	427,566
サブプライム関連等残高(ローン+MBS)(注3)				
Alt-A	344,582	99,580	444,162	
サブプライム	51,198	186,092	237,290	
商業不動産担保証券	25,617	64,616	90,233	
合計	421,397	350,288	771,685	該当せず
ポートフォリオ構成比	14.4%	16.3%	15.2%	
ポートフォリオ構成比(自社保有分のみ)	58.0%	49.2%	53.6%	
不良債権の状況				
不良債権額	10,934	22,749	33,683	
対ポートフォリオ比率	0.4%	1.1%	0.7%	
引当金額	5,195	3,872	9,067	
決算期	07/12/31	07/12/31		07/9/30
収益基盤(通期ベース)				
営業収益	3,170	3,293	6,463	750
信託管理-保証手数料	5,659	2,635	8,294	267
利息収支	4,581	3,099	7,680	483
その他	-7,070	-2,441	-9,511	-
クレジット費用	5,012	4,842	9,854	-
純利益	-2,050	-3,094	-5,144	738

出所:

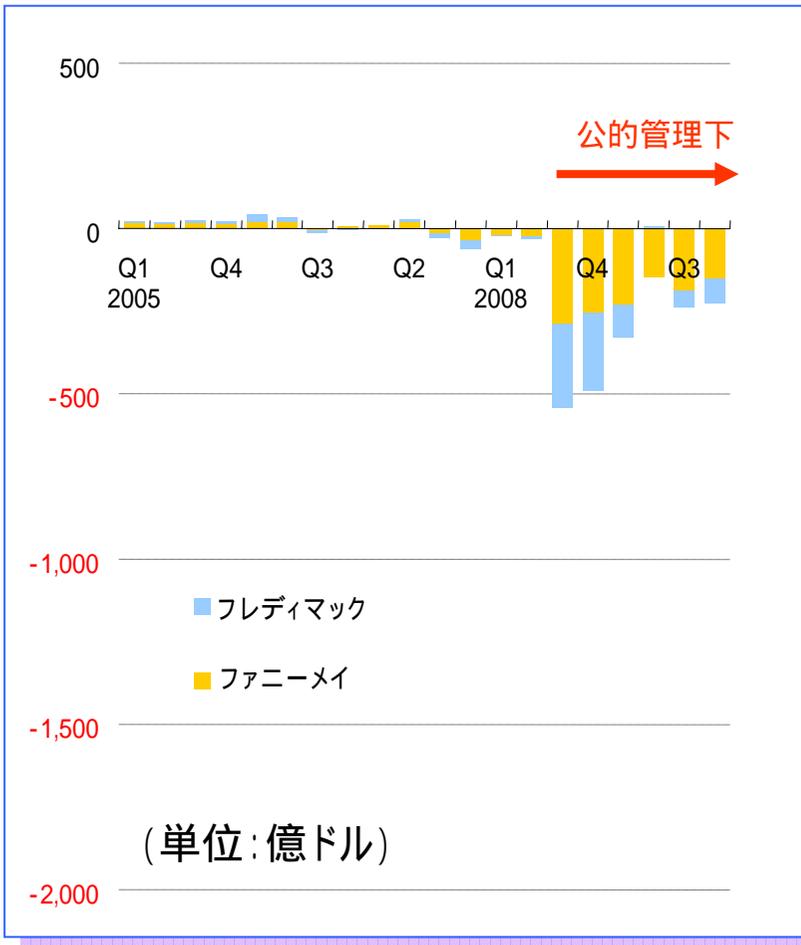
“米住宅バブル崩壊:救済に1兆ドルが必要化もしれない - ファニーメイとフレディマック”、週刊エコノミスト2008年8月19日号、pp33-35、松本康宏

(注1)みなし元本ベース (注2)モーゲージ関連資産には住宅ローンと同担保証券を含む (注3)ファニーメイはオフバランス分(証券化して投資家に売却した分)を含む。ただし、商業不動産担保証券はオンバランス分(自社保有分)のみ、フレディマックは売買勘定と投資勘定を含むオンバランス分のみ

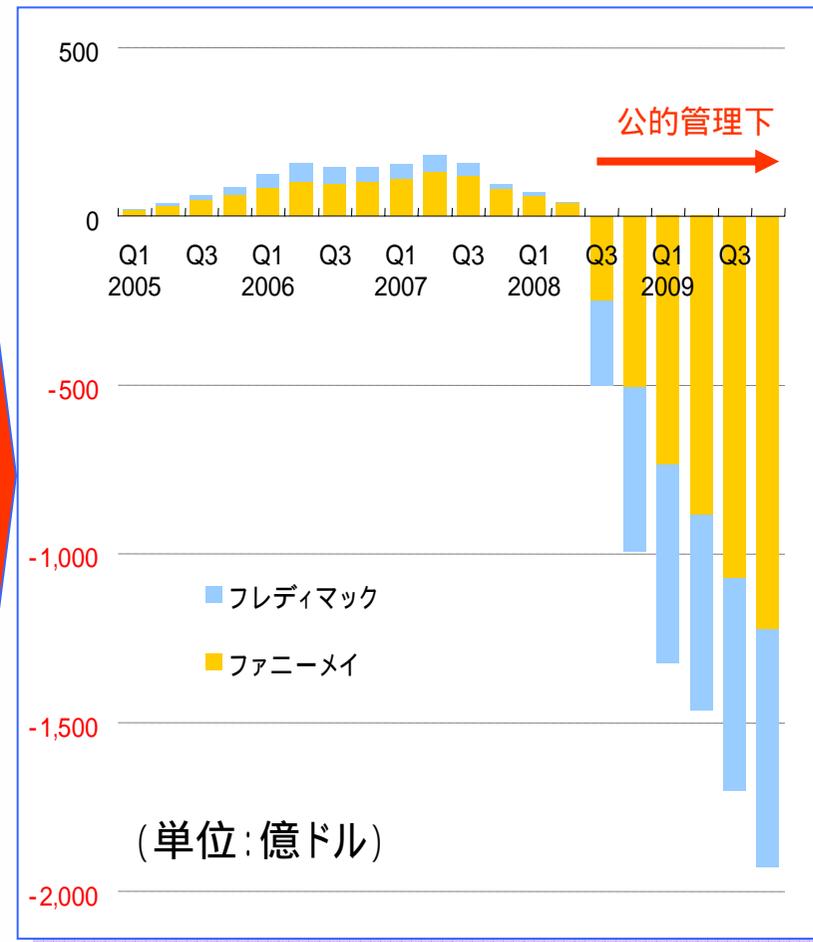
(出所)各社決算資料より新生証券が集計作成

不良債権処理で累積赤字約2000億ドル(過去5年間)

四半期ごとの純損益の推移



2005年からの累積額

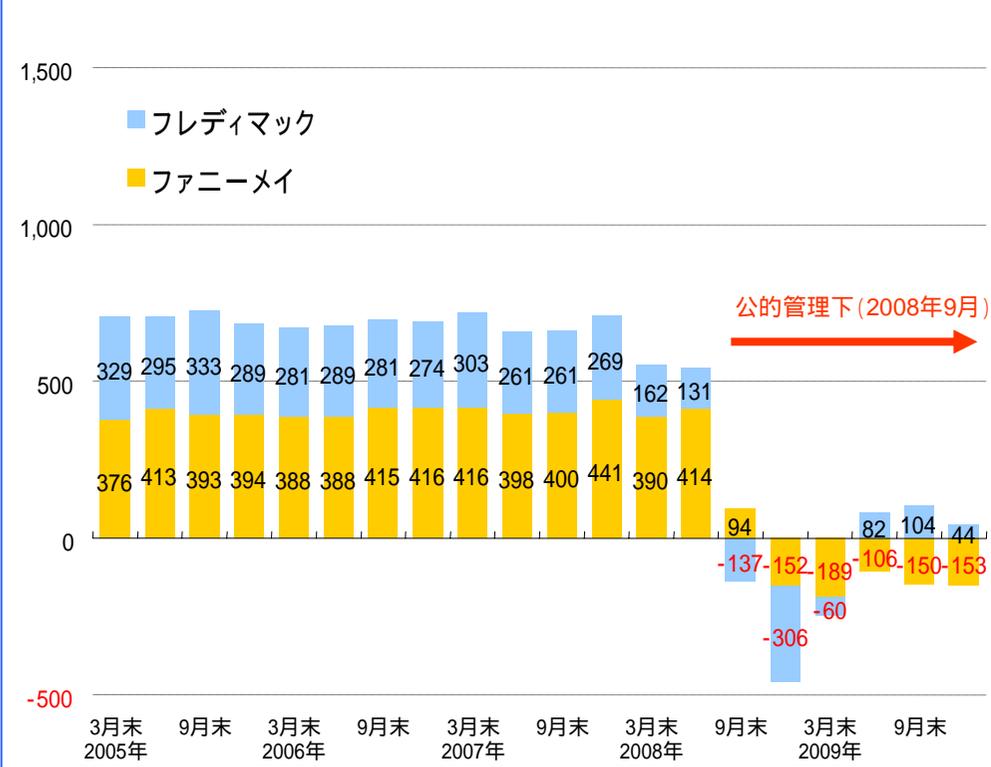


出所: 各社決算資料より新生証券作成

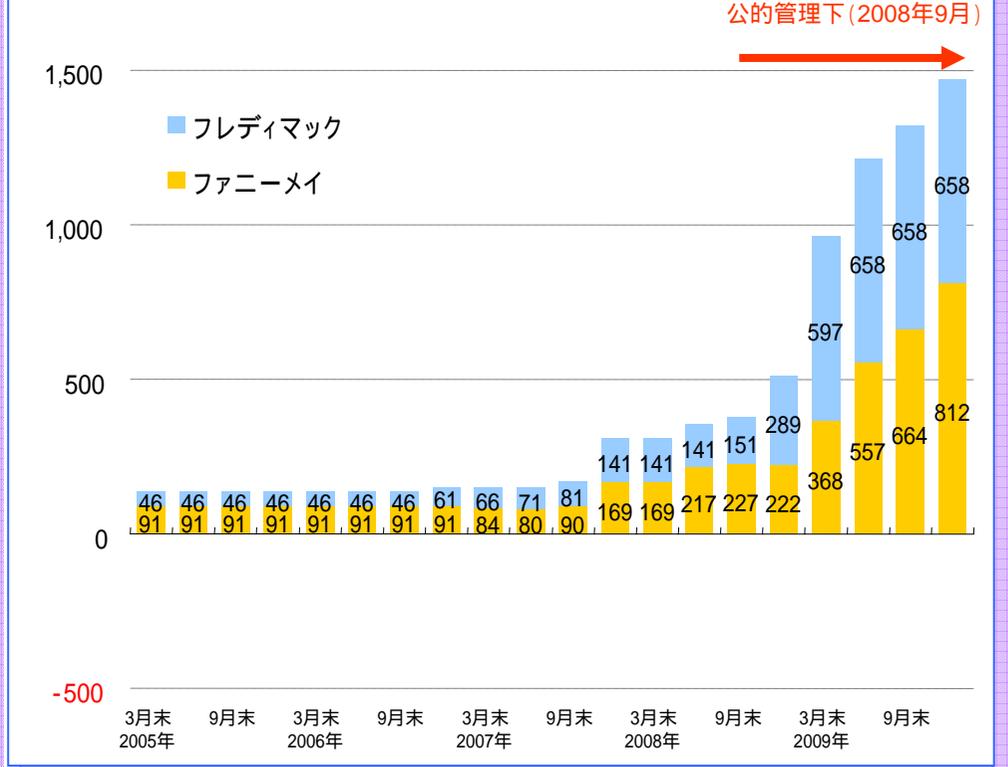
増大する公的資本注入

公的管理下(2008年9月)以降、巨額赤字の穴埋めのために、公的資金による約1100億ドル(約10兆円)の優先株による増資が実施

米住宅公社2社の自己資本の残高推移(単位:億ドル)



米住宅公社2社の優先株の残高推移(単位:億ドル)



出所: 各社決算資料より新生証券作成

FRB

(単位:億ドル)

	金融不安 以前	ヘア破綻 直後	リーマン破綻 直後	年初	現在
	2007年	2008年		2009年	
	7月26日	3月19日	9月17日	1月7日	12月16日
金保有	402	416	1,291	521	589
信用供与残高 (米国債を除く)	8,499	8,730	9,782	21,224	22,180
従来の運用					
米国債	7,907	6,605	4,798	4,757	7,766
レボ取引	188	620	980	600	0
プライマリークレジット	0	1	334	837	192
金融危機対応による施策					
プライマリーディーラー向け 期日物融資制度(TAF)	0	288	598	343	0
MBS(住宅ローン担保証券)	0	800	1,500	3,840	858
政府系機関債	—	—	—	—	9,012
AIG向け直接融資	—	—	—	193	1,577
AIG関連資産買い取り	0	0	—	391	199
ヘア関連資産買い取り	0	0	—	467	382
AMLF	0	—	294	271	266
CPFF	0	0	0	211	0
TASLF	0	0	0	3,344	140
他中央銀行向け通貨スワップ	—	—	—	—	468
その他	—	—	—	—	145
総資産	404	416	1,279	5,970	1,175
	9,017	9,250	10,302	21,745	22,770

(注)TAF(Term Auction Facility), AMLF(Asset-Backed Commercial Paper Money Market Funding Liquidity Facility),CPFF
(Commercial Paper Funding Facility), TASLF(Term Asset-Backed Securities Loan Facility)

(出所)FRB資料より新生証券作成

出所:

“驚愕のバランスシート:FRBとECBが民間リスクを一手に背負う”、
週刊エコノミスト2010年1月19日号、pp33-34、松本康宏

} 1兆589億ドル

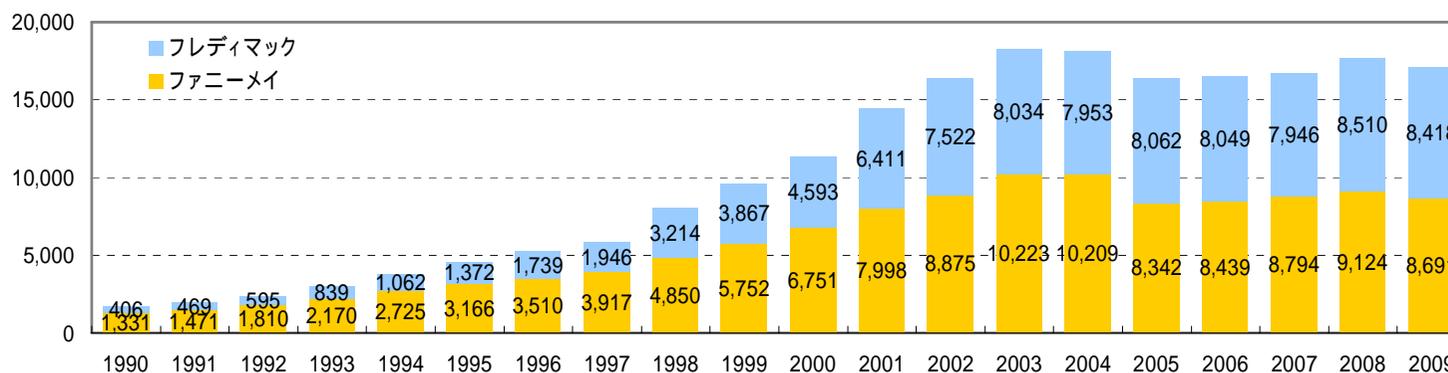
公社2社(民間)の総資産規模は国有企業の100倍超

保証のみに特化しているジニーメイ(政府100%所有)のバランスシートは極めて小さい。それに対して、公社2社(民間)の総資産(合算ベース)はジニーメイの100倍超と巨額

	ファニーメイ		フレディマック		2社単純合算 (A)		ジニーメイ (B)		A/B (倍)
	億ドル	兆円換算	億ドル	兆円換算	億ドル	兆円換算	億ドル	兆円換算	
総資産	8,903	80.1	8,666	78.0	17,569	158.1	157	1.4	112倍
負債	9,052	81.5	8,562	77.1	17,614	158.5	16	0.1	1075倍
純資産(債務超過)	(150)	(1.3)	104	0.9	(46)	(0.4)	140	1.3	na

注: データは2009年9月末現在、1ドル = 90円で換算 出所: 各社決算資料より新生証券作成

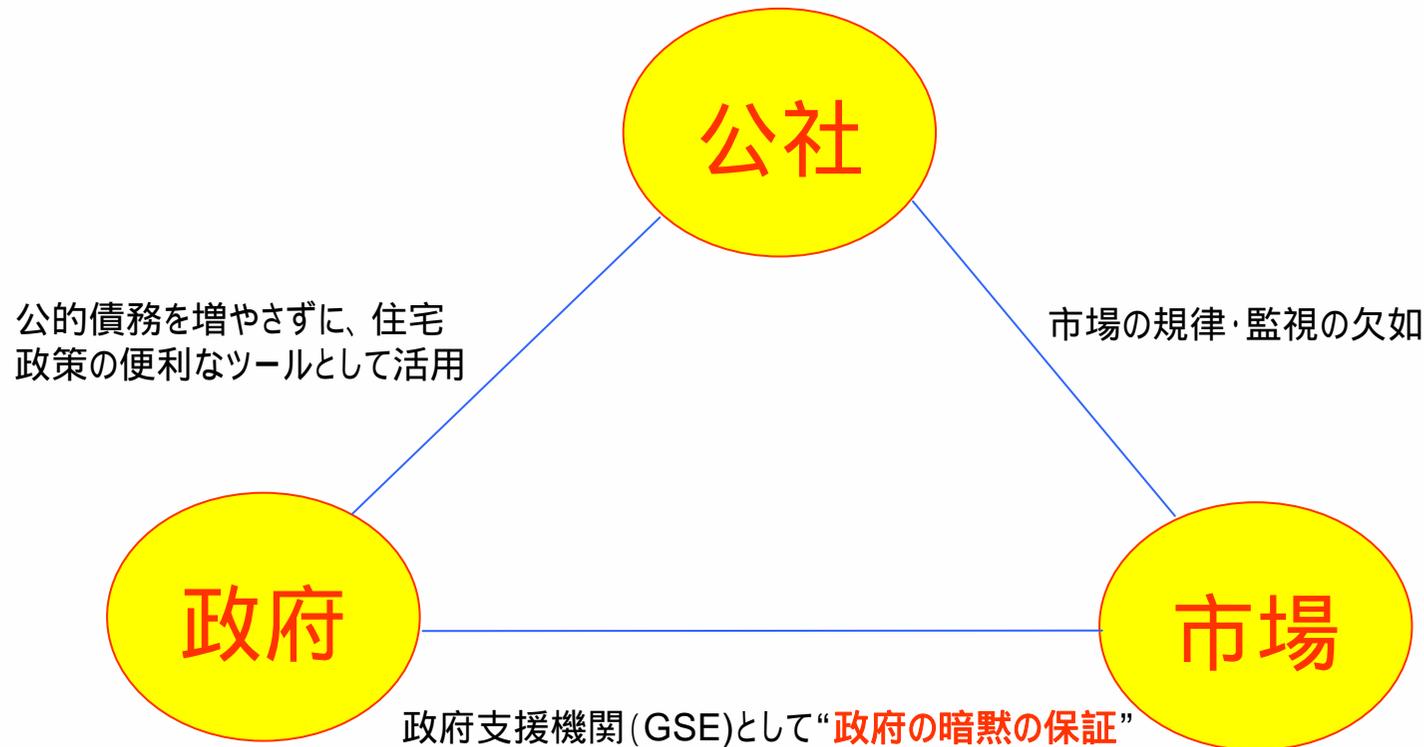
米住宅公社2社の総資産の推移(単位: 億ドル)



注: 各年12月末現在、出所: 各社決算資料

米住宅金融公社の“実質破綻”の問題の本質

公的機関の民営化がもたらした3者間(公社・市場・政府)のもたれあいによりモラルハザードが誘発される



米住宅金融公社におけるモラルハザードを誘発した要因

民間企業としてのガバナンスが機能し難い“半官半民”としての経営実態

政府支援機関*としての高い信用力

* Government sponsored entity (GSE)

政府による“暗黙の保証”を背景に、市場の規律・監視が働きにくい

民間資本による運営

政府の直接的な管理が及びにくい

安易な拡大路線が認容されやすい

政府にとっては、公的債務を増やさずに住宅政策を推進することが可能

民間金融機関としての拡大主義、収益機会の追求

米住宅公社2社の“実質破綻”からの教訓

- ファニーメイ、フレディマックの2社は民間資本による上場企業として運営される一方で、政府の住宅政策の重要な政策実行機関として実質的に機能してきた。
- 政府は、両社による民間債務への“フリーライド”により、公的債務の負担を実質的に軽減してきたことは、政府所有のジニーメイとの規模の比較からも明らかである。
- 市場も、ファニーメイ等2社に対しては、政府支援機関(GSE)として“政府による暗黙の保証”を前提として、市場規律がほとんど機能していなかったと思われる。
- 民間企業の組織形態を採りつつ、政府の住宅政策における政策実行機関としての役割を担う“半官半民”での企業運営により、公社、政府、市場の3者間におけるモラルハザードを誘発する構造が、公社2社の実質破綻の要因の一つになっていると思われる。



政府の住宅政策における政策実行機関は、政府の管理下による機関に留まっておくべきである。

当社の概要

商号等	新生証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第95号
本店所在地	〒100-0011 東京都千代田区内幸町 2-1-8
加入協会	日本証券業協会、社団法人金融先物取引業協会
対象事業者となっている認定投資者保護団体	なし
資本金	87.5億円 新生銀行100%出資
主な事業	金融商品取引業
設立年月	平成12年12月
連絡先	代表03-6408-4800

このレポートに含まれる情報は、新生証券株式会社(以下、弊社)が信頼できると考える情報源より取得されたものですが、弊社はその正確さについて意見を表明し、または保証するものではありません。情報は不完全または省略されたものであることがあります。このレポートは、目論見書ではありませんし、このレポートで取り扱われている有価証券の価値についての判断の基準を示す目的で作成されたものではありません。また、このレポートは、有価証券の購入、売却その他の取引を推奨し、または勧誘するものではありません。このレポートに含まれる予想及び意見は、レポート作成時における弊社の判断に基づくものであり、予告なしに変更されることがあります。弊社またはその関連会社は、このレポートで取り扱われている有価証券またはその派生証券を自己勘定で保有し、または自己勘定で取引することがあります。弊社の役職員、従業員はこのレポートに取り上げられている発行者の役職員として勤務し、あるいは勤務する可能性があり、またアドバイス等を行うことがあります。弊社は、このレポートで取り上げた発行者に対して、過去12ヶ月以内に有価証券の引受その他の投資銀行サービス(アドバイザー、シンジケーションのマネジャー、アンダーライティング等)を行った可能性があります。弊社は、法律で許容される範囲において、このレポートの発表前に、そこに含まれる情報に基づいて取引を行うことがあります。弊社はこのレポートの内容に依拠して読者が取った行動の結果に対し責任を負うものではありません。このレポートは限られた読者のために提供されたものであり、弊社の書面による了解なしに複製することはできません。

○ホームロンドクター(株)代表取締役淡河範明氏へのヒアリング概要

※当社はモーゲージバンカーの代理店業務や一般消費者へのコンサルティング業務を行っている

- ・ALMの観点から、民間金融機関単独では、20年超の長期固定金利商品の取り扱いが難しい。
また、経営判断で商品が廃止されうるため、消費者への安定的な商品提供に懸念がある。
- ・現在の100%以上の融資はオーバーローンである。これは証券化に向かないばかりか、消費者の健全な資金計画作成と資産形成の妨げになっていて、金利変動リスクよりも大きな問題だ。
また、融資審査は入り口のみで、将来の金利上昇や収入減少に対し脆弱である。破綻する前の対策で、延滞の発生を抑えられる可能性もあり、貸付後の管理体制強化が必要と考える。
- ・民間金融機関の変動金利(金利引き下げキャンペーン)は採算性を度外視しているように見える。
これらは、各金融機関の健全な競争を阻害しているだけでなく、消費者が長期固定ローンとの比較において、判断を誤らせる原因になっている。
- ・フラット35S(当初10年間金利1%引き下げ)は民間金融機関との対比で非常に競争力がある。
しかし、今後は中古住宅の取り扱い条件緩和、返済期間延長の標準化、約定返済に余裕を持たせる制度など新たな商品性の付与を行わない限り、金利優遇のみの付加価値では、持続的な制度となり得ないリスクを有している。
- ・今後、長期固定ローンの価値をきちんと理解させ普及をしていくには、住宅ローンに係る説明ルールをより具体化し、住宅ローンアドバイザーなど、各種資格制度の充実を図り、業界団体による自主ルールに頼らない消費者保護のスキームを公的に創ることが不可欠である。

証券化支援を行う機関の株式会社化と MBS市場への影響について

2010年4月

宮坂 知宏

クレディ・スイス証券株式会社

証券化商品調査部

+81 3 4550 7171

tomohiro.miyasaka@credit-suisse.com

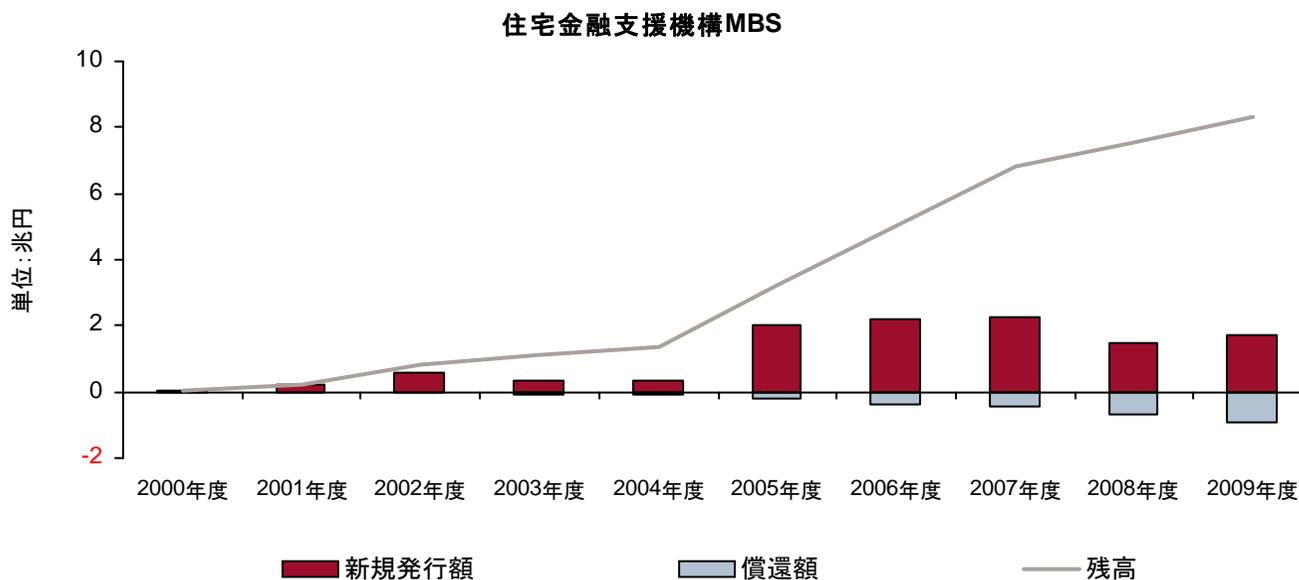
アナリスト・サーティフィケーションおよび重要な開示情報は巻末のディスクロージャー・アペンディックスに掲載しております。その他の重要な開示情報につきましては
<http://firesearchdisclosure.credit-suisse.com> をご参照願います。

本資料の前提条件

- 住宅金融支援機構（以下「機構」という）の組織形態が、独立行政法人から株式会社に変更される。
- 機構の株式会社化は、受益権行使事由に該当するため、既に発行されている機構MBSは消滅し、投資家は新たに信託受益権を取得することになる。
- 機構は株式会社となった後も引き続き、証券化支援事業を行い、従来とは異なる新たな仕組みのMBSを発行する。

機構MBSの市場規模

- 償還額を遥かに上回る新規発行額が続き、残高が増加している。
- このような市場の拡大期には、投資家の投資残高も増加一辺倒となり、需給のバランスが崩れる場合がある。（2006年夏や2008年秋以降）
- 需給のバランスを崩さないような市場の育成が重要。



(出所)Credit Suisse

機構MBS市場の制度インフラ

- 下記の複数の制度インフラが一体となって市場の評価を得、11兆円以上の発行を消化してきた。一つでも前提が崩れると、一体のバランスが崩れる。

- ①政府100%出資の独立行政法人がMBSの発行体であり、長期延滞等した信託債権を健全な債権へ差し替え、または投資家に期限前償還するなどのサポートがある。
- ②独立行政法人には会社更生法の適用がない。
- ③10社以上の証券会社が、MBSの引受実績を持ち、かつ流通市場で値付けしている。(投資家は機構MBSを流通市場で売買しており、流通市場の高い流動性を維持する必要あり)
- ④MBSは公募で発行され、売買参考統計値(JSDP)やブルームバーグ公社債基準価格(BBYF)など、一般に公正妥当と言われる債券価格が付され、それは毎日更新される。(債券を時価評価する銀行、投信会社などにとって、公正妥当な時価は投資の大前提)
- ⑤NOMURA-BPIなどのわが国の代表的な債券インデックスの組入対象である。(インデックス運用を行う投信会社、アセットマネジメントなどに、MBSへ投資するインセンティブを与えている)
- ⑥第1回債から一貫して統一した商品性が維持されており、既発債対比での新発債の投資評価、既発債と新発債の入れ替え等の投資行動を可能としてきた。

(出所)Credit Suisse

①政府100%出資の独立行政法人がMBSの発行体

- 政府100%出資の独立行政法人がMBSの発行体であり、わが国の住宅政策と密接に関わっている。また、機構MBSは超過担保で信用補完されているのに加えて、長期延滞等した信託債権を機構が健全な債権に差し替え、または投資家に期限前償還している。
⇒信託受益権が行使されるまでは、信託債権に長期延滞等が発生しても、超過担保は温存されている。現行の発行形態が、投資家に安心感を与えている一つの要因
- 新たな仕組みとしてSPCや信託がMBSの発行体となると、機構MBSは超過担保のみが投資家の信用補完となる（真正売買の論点から、機構による債権の差し替えや期限前償還が制限されるため）。
⇒現行の発行形態に比べて、投資家の信用補完が少なくなり、債券スプレッドが拡大する可能性あり。

②独立行政法人には会社更生法の適用がない

- 独立行政法人には、会社更生法の適用がない。万が一、住宅金融支援機構に民事再生法が適用されても、担保目的で住宅ローンが信託されている機構MBSは、別除権として、再生手続によらないで権利行使が可能（民事再生法 第53条第1項、第2項）
⇒現行の発行形態が投資家に安心感を与えているもう一つの要因
- 住宅金融支援機構が株式会社化すると、会社更生法が適用される。会社更生法のもとでは、担保目的で住宅ローンが信託されている機構MBSは、更生担保権として、更生計画の定めるところによらなければ、弁済を受けることができない（会社更生法 第2条第12項、第47条第1項）。その結果、機構MBSの元利払いが期日通りになされず、元本の満額の償還が行われな可能性が高くなる。
⇒従来と異なる新たな仕組みでMBSを発行する必要があり、制度インフラを新たに構築する必要がある。

③10社以上の証券会社による値付け

- Bloombergの画面上で10社以上の証券会社が値付けしている。
- 流動性のない債券は償還まで持ち切り前提の投資となり、新発債の消化能力は落ちる。また、流動性が下がると、一般に債券スプレッドは拡大する。

Backpage Corp **JUKI**

17:21 機構第35回債 PAGE 1 / 15

住宅金融公庫 各社気配

情報提供社	GHLC MBS Price		Indication				時間
CONTRIBUTORS	BID	ASK	SPREAD	PSJ	AVG LIFE	PCS	TIME
1) クレディスイス	99.900	100.300	-	9.60	8.522	CSHL	4/14
2) 大和証券 CM	100.060	100.410	48.3 -	7.56	9.614	DAIM	4/14
3) ゴールドマン	100.350	100.430	66.1 - 67.1	8.92	8.857	GMBS	17:03
4) JP モルガン	100.343	100.643	55.5 - 51.8	6.92	10.030	JPMO	17:14
5) メリルリンチ	100.432	100.632	59.7 - 59.7	7.54	9.644	MLJM	10:06
6) みずほ証券	100.193	100.577	- 62.0	7.96	9.102	MZSR	4/14
7) モルガン	100.232	100.655	53.3 - 48.3	7.70	9.524	MSGH	15:45
8) シティグループ	100.152	100.607	- 35.7	5.64	10.887	NSHL	4/13
9) 野村證券	100.023	100.518	49.1 - 43.4	6.89	10.028	NMGH	4/14
10) 三菱UFJ証券	100.326	100.626	53.2 - 49.5	7.67	9.573	MITM	17:06
11) ドイツ証券	100.097	100.423	61.9 - 57.9	8.25	9.203	DSLZ	16:49
12) UBS 証券	100.163	100.563	59.7 - 59.7	9.01	8.820	UMBS	17:11
13) 新生証券	100.111	100.526	43.0 - 37.0	8.02	9.294	SHIS	9:02
14) 日興コデリアル	100.161	100.491	67.2 - 63.2	7.11	9.906	NCSI	4/14
15) バークレイズ	100.823	101.275	51.5 - 46.1	8.15	9.300	BCTK	16:46

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2010 Bloomberg Finance L.P.
SN 728401 6389-761-3 15-Apr-2010 17:21:11

(出所)the BLOOMBERG PROFESSIONAL™ service

④JSDPやBBYFなどの債券価格

- 売買参考統計値（JSDP）：証券化商品は、機構MBSのみが対象。
- ブルームバーグ公社債基準価格（BBYF）：シティグループ証券、みずほ証券、三菱UFJ証券、大和証券CMの4社の内、2社以上からブルームバーグ社に価格が提供されている債券が対象。証券化商品に関しては、公募債のみ。
- 債券標準価格（JS Price）：私募の証券化商品であっても、裏付資産のパフォーマンスがブルームバーグのABSJ等で開示され、予想キャッシュフローが推定可能なものについては、価格が付与されている。
- 個社から個別に提供される時価：多くの私募の証券化商品
- JSDP、BBYF、JS-Price が公正妥当な時価と一般に言われており、機構MBSにはこれらの時価が付されている。

⑤ 機構MBSは債券インデックスの組入対象

- 投信会社、アセットマネジメントなどは、インデックス(※)をベンチマークとした運用を行っている。
- 債券インデックスへの組入れは、投信会社やアセットマネジメントなどに、機構MBSへ投資するインセンティブを与えている。
- 私募で発行された社債や信託受益権は、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、債券インデックスに組み込まれなくなると、投信会社やアセットマネジメントが機構MBSを購入しなくなる分だけ需要が減り、債券スプレッドが拡大する可能性がある。

※市場全体の投資収益を表象する擬似ポートフォリオのこと。

顧客から預かった資産を運用する投信会社、アセットマネジメントなどは、客観的な指標であるインデックスと比べて、自社の運用利回りを計測することが非常に多い。

⑥第1回債から一貫して統一した商品性

- 既発債と新発債の商品性が同じため、単純に両者のスプレッドを比較した投資評価が可能
- 具体的には、次のような投資行動を取ることができる。
 - ①新発債のスプレッドが既発債を上回っていれば、既発債を売って、新発債に乗り換えることで、ポートフォリオの利回り向上が可能。
 - ②残存年限の短くなった既発債を売って、残存年限の長い新発債を購入することが可能。
 - ③新発債が超過需要で、新発債で十分な投資ができない場合には、既発債も追加で購入することが可能。
- 既発債の時価は、上記①～③のような実際の売買を反映した客観的な価格となる。
- 既発債と新発債の間に裁定機能がある（上記①）ので、新発債の条件決定が既発債から大きく乖離せず、新発債の価格も客観性が保たれる。

⑥第1回債から一貫して統一した商品性（続き）

- 途中で商品性を変えると、既発債市場と新発債市場が分断される。
- 既発債市場と新発債市場が分断されると、裁定機能が失われ、新発債の条件決定の客観性を保つのが難しくなる。
- 既発債市場と新発債市場が分断されると、それぞれの市場が独立して、市場規模が小さくなる。市場規模が小さくなると流動性が低下し、債券スプレッドが拡大する恐れがある。
- 途中で商品性を変えると、市場拡大期にある機構MBSの需給バランスを保つために、新発債市場を新たに育成する必要がある（すなわち、新発債市場の制度インフラを新たに整備する必要がある）。
- 一般に投資家は、予見しにくいリスクを内包する債券への投資を嫌う。前述のようにMBS市場に大きな影響を与える機構の株式会社化は、「予見することが難しいリスク」が顕在化したと解釈される可能性が高い。この場合、MBS市場に対する投資家の信頼が揺らぎ、センチメント悪化によって債券スプレッドが大きく拡大する恐れがある。

機構MBSのスプレッド拡大が国民生活に与える影響

- MBS金利に一定の利鞘を上乗せした「提示金利」を、機構がフラット35の取扱金融機関に提示する。
- 金融機関は、提示金利にサービサー料を上乗せした金利を、フラット35のローン金利とする。
- MBSのスプレッド拡大は、フラット35のローン金利上昇につながる。

Disclosure Appendix

アナリスト・サーティフィケーション

私、宮坂 知宏は、(1)本資料に示されている見解が、すべての当該企業および証券に対する私の個人的見解を正確に反映し、(2)私の報酬が本資料に示されている推奨または見解に、直接的にも間接的にも何ら関連しておらず、また今後も関連しないことを認めます。

重要なディスクロージャー

Credit Suisseは公平かつ独立性があり公正で誤解を招く恐れのない投資資料のみを公表することを方針としています。詳細については次のリンクから“Credit Suisse’s Policies for Managing Conflicts of Interest in connection with Investment Research”をご参照ください：http://www.credit-suisse.com/research-and-analytics/disclaimer/managing_conflicts_disclaimer.html

Credit Suisseは公表する資料について、そこに示された見解や意見に実質的な影響を与えうる当該企業、セクターあるいはマーケットの動向に照らして適正な内容のものとするを方針としています。

本資料の作成を担当したアナリストは、Credit Suisseの総収益をはじめとする様々な要因に基づく報酬を受け取っています。この総収益にはCredit Suisseの投資銀行業務および債券部門業務によって得た収益が含まれています。

Credit Suisseは本資料で言及されている企業の証券または派生商品を自己勘定で売買する可能性があります。

Credit Suisseはいつかの時点で、本資料で言及された証券を大量保有している/していた可能性があります。

Credit Suisseは本資料発行日現在、言及された対象企業の債券のマーケット・メークを行っている可能性があります。

本資料で推奨された証券に関する重要な開示情報につきましては、<http://researchdisclosure.credit-suisse.com> をご参照いただくか、+1-212-538-7625 までご連絡願います。

過去12ヶ月間に債券調査部が提示したレティティブ・バリュエーション・トレード・アイデアおよび Emerging Markets Sovereign Strategy Group によるファンダメンタルな推奨の記録につきましては、次のリンクをご参照ください：http://research-and-analytics.csfb.com/docpopup.asp?ctbdocid=330703_1_en また、Locusのウェブサイトへのアクセス権をお持ちのお客様は次のリンクをご参照ください：<http://www.credit-suisse.com/locus>

Technical Analysis による推奨の記録につきましては、次のリンクをご参照ください：<http://www.credit-suisse.com/techanalysis>

Credit Suisseは税に関するいかなるアドバイスも提供いたしません。本資料で言及された米国連邦税に関する記述は、納税者による罰則回避の目的での使用を意図して書かれたものではなく、そうした使用は認められません。

エマージング・マーケット債に関する推奨の定義

買い：“買い”推奨の表記は、対象銘柄がリスク・フリー・レートを上回るリターンをもたらすとCredit Suisseが予想していることを示しています。

売り：“売り”推奨の表記は、対象銘柄がリスク・フリー・レートを下回るリターンをもたらすとCredit Suisseが予想していることを示しています。

社債に関する推奨の定義

買い：“買い”推奨の表記は、Credit Suisseがリサーチ対象としている社債の投資パフォーマンスが同一業種内で最上位レベルになるとCredit Suisseが予想していることを示しています。

アウトパフォーム：Credit Suisseがリサーチ対象としている社債の投資パフォーマンスが同一業種内平均値を上回るとCredit Suisseが予想していることを示しています。この分類に属する社債は、信用プロファイルが安定的であるかもしくは改善方向にある、社債が過小評価されている、業種平均に比べクレジット評価は悪いものの投資リターンにおいて業種平均を上回る可能性がある、などのケースがCredit Suisseにより想定されていることを意味します。このような社債は、市場環境がボラティルになると価格変動リスクが高まる可能性があります。

マーケット・レベル：Credit Suisseがリサーチ対象としている社債の投資パフォーマンスが同一業種内の平均レベルになるとCredit Suisseが予想していることを示しています。

アンダーパフォーム：Credit Suisseがリサーチ対象としている社債の投資パフォーマンスが同一業種内平均値を下回るとCredit Suisseが予想していることを示しています。この分類に属する社債は、信用プロファイルが悪化傾向にある、信用力は安定的だが社債が過大評価されていて業種平均値に比べ割高である、などのケースがCredit Suisseにより想定されていることを意味します。

売り：“売り”推奨の表記は、Credit Suisseがリサーチ対象としている社債の投資パフォーマンスが同一業種内で最下位レベルになるとCredit Suisseが予想していることを示しています。

リストリクテッド：特定の状況下においては、Credit Suisse指針および/または適用法令、諸規則により、投資銀行業務遂行中およびその他の特定の状況下において投資評価を含む一部のコメントが排除されます。

ノート・レイトッド：Credit Suisse Global Credit Research またはGlobal Leveraged Finance Researchは、リサーチ対象としている社債の発行体をカバーしているが、現時点では当該銘柄の投資に関する意見は提供していないことを示しています。

ノート・カバード：Credit Suisse Global Credit Research とGlobal Leveraged Finance Researchのいずれも、リサーチ対象としている社債の発行体をカバーしておらず、同発行体とそれに関連したいかなる証券の投資に関する意見も提供しないことを示しています。Credit Suisseがカバーしていない証券または企業に関してリサーチから提供するいかなるコミュニケーションも、公表情報に基づいた常識的かつ重要事項に属さない類推 (reasonable, non-material deduction) です。

社債に関するリスク・カテゴリーの定義

リスク・カテゴリーは、ハイイールド債 (投資適格外) と考えられる社債の投資リスクに関する分類で、3つのリスク・カテゴリーから成っています。「平均的」なハイイールド債は「平均的」、リスクがそれを上回る場合には「投機的」、それを下回る場合には「保守的」と表記します。

Credit Suisseクレジット評価の定義

Credit Suisseでは投資適格クラスおよびクロスオーバーの発行体に対し、クレジット評価を行っています。クレジット評価は当該企業の信用力に関する当社の評価に基づくもので、証券の購入や売却を推奨するものではありません。クレジット評価の等級 (AAA格、AA格、A格、BBB格、BB格、B格) は、期日通りに金融債務を履行する発行体の能力に関するCredit Suisseの評価によって決められます。各カテゴリーは、信用力に基づき上位、中位、下位の等級にさらに細分化され、上位が最も信用力の高いサブカテゴリーとなっています。AAA格上位、AAA格中位、AAA格下位—債務者の金融債務を履行する能力は際立って高いとの評価を表します；AA格上位、AA格中位、AA格下位—債務者の金融債務を履行する能力はかなり高いとの評価を表します；A格上位、A格中位、A格下位—債務者の金融債務を履行する能力は高いとの評価を表します；BBB格上位、BBB格中位、BBB格下位—債務者の金融債務を履行する能力は適切であるが、経済/事業/財務状況の悪化によって債務履行能力が低下する可能性が高いとの評価を表します。BB格上位、BB格中位、BB格下位—債務には投機的な要素があり、大きな信用リスクにさらされているとの評価を表します。B格上位、B格中位、B格下位—債務者の金融債務を履行する能力は極めて低く、経済/事業/財務状況の悪化によって著しく影響を受けやすいとの評価を表します。CCC格上位、CCC格中位、CCC格下位—債務者の金融債務を履行する能力は極めて低く、良好な経済/事業/財務状況に依存するとの評価を表します。Credit Suisseのクレジット評価は、必ずしも格付け会社の格付けと相関するものではありません。

仕組み証券、デリバティブ、オプションに関するディスクレマ

仕組み証券、デリバティブ、オプション (OTCのデリバティブおよびオプションを含む) は複雑な金融商品であり、すべての投資家に適した取引ではありません。また高いリスクを伴うことがあり、そのリスクを理解し、想定することのできる投資家のみに適した金融商品であると考えられます。ご要望に応じて、すべての主張、比較、推奨、統計に関し、その裏付けとなる資料ならびにその他のテクニカル・データをご提供いたします。取引に関する情報はすべて暫定的なものであり、正式な取引確認を意図したものではありません。

OTCデリバティブ取引は流動性のさほど高くはない投資であり、取引を検討されているお客様には、事前にその潜在的なリスクとリターンを十分に理解し、お客様の目的、経験、財政および業務面のリソースやその他の関連する状況に照らして、それが適切か否かを自主的に判断なさることをお勧めします。またお客様が判断をなさるうえで必要と思われるならば、税、会計、法令、その他のアドバイザーとも相談なさることをお勧めします。OTCデリバティブ取引に関しては、Credit Suisse Securities (USA) LLC (“CSS LLC”) の媒介・代理により、Credit Suisse Capital LLC (“Capital LLC”) がお客様との独立当事者間取引の唯一の契約当事者となります。CSS LLCはSEC登録のプロモーター/ディーラーであり、NASD、NYSE、SIPCのメンバーです。Capital LLCはSEC規則に記載されている“OTCデリバティブ・ディーラー”であり、SECの規制下にある一方、SIPCまたは他の自主規制機関への加盟を義務付けられてはいません。OTCオプションやその他の投資戦略に関する議論では、その結果とリスクは引用されている仮説的な例にのみ基づいており、実際の結果とリスクは特定の状況次第で変わるものと考えられます。投資家の皆様は、本資料で言及されている金融商品や投資戦略と同様に、OTCオプションまたはオプション関連商品がお客様のニーズに適したものであるか否かを慎重に考慮なさることをお勧めします。Credit Suisseは税または会計のアドバイスを行っておらず、(特別に書面での契約がない限り) 財務アドバイザーまたは信託受託者としての業務を行うこともありません。多くのオプション取引では租税の影響を考慮することが重要であるため、オプション取引を検討されている投資家の皆様は、その取引の結果に租税が及ぼす影響について、タックス・アドバイザーに相談されることをお勧めします。

次のリンクからOptions Clearing Corporationの開示書類をご確認ください：<http://www.cboe.com/LearnCenter/pdf/characteristicsandrisk.pdf>

スプレッドやストラドルなど複数のオプション売買を組み込んだオプション戦略では、取引コストが高くなる場合があります。手数料および取引コストは投資家の実際運用益を左右する一要素となる可能性がありますので、その点を考慮されることをお勧めします。

Disclosure Appendix cont'd

本資料に表記されているCredit SuisseまたはCSは、Credit Suisse AGの投資銀行部門の傘下で営業する全ての子会社および関連会社を含みます。当社の組織概要に関する詳細な情報は以下のリンクをご参照ください：https://www.credit-suisse.com/who_we_are/en/。

本資料は、その配布、発行、提供あるいは使用が法や規制に反している、あるいは、Credit Suisse AG またはその関連会社(以下「CS」と総称)がそれぞれの地域で定められた登録や免許を必要とする、いかなる都市町村、州、国またはその他行政区域の国民や居住者である個人や組織への配布、またはそれら個人や組織による使用を意図したものではありません。この資料に掲載されている資料の著作権は特別な記載がない限りすべてCSに帰属します。また、事前にCSの許可を審面を得ることなく、この資料に記載ないし掲載した資料、内容、複製に手を加えたり、第三者に送信、複製および配布することは、その方法の如何にかかわらず、一切禁止されており、当資料で使用されているすべての商標、サービス・マークおよびロゴは、CSまたはその関連会社の商標やサービス・マーク、もしくは登録商標や登録サービス・マークです。

本資料に掲載されている情報、ツール、資料は情報提供のために作成されたものであり、証券やその他金融商品の売買や引き受けを勧誘する目的で使用されたり、あるいはそうした取引の勧誘とみなされるべきものでありません。CSはこの資料で取り上げた証券が特定の投資家向けであることを保証するための措置は何ら行っていない可能性があります。CSはこの資料を受け取ったというだけの理由でその受取人を顧客として取り扱うことはありません。この資料に含まれる、あるいは、言及されている投資やサービスがお客様に適切であるとは限りません。これらの投資や投資サービスに疑問がある場合は個別に投資アドバイザーに相談してください。この資料は投資、法律、会計または税のアドバイスを含んでおらず、いかなる投資や戦略もお客様の個別の状況に妥当あるいは適切であるという表現はしていません。また、特定個人による推奨も含まれません。CSは投資の税的影響に関するアドバイスは致しません。別途、税のアドバイザーに相談されるようお勧めいたします。とりわけ課税ベースとレベルが変わる場合がありますのでご注意ください。

この資料に掲載された情報や意見は、CSが信頼できると判断した情報源から入手しておりますが、その正確性または完全性を保証するものではありません。また本資料中に掲載した資料を使用した場合に生じた損失につきましては、CSに適用される法令のもとで免責が該当しない場合を除いては、一切の責任を負いかねます。また、この資料は個々の判断の代りとしてみなされるべきものではありません。CSはこの資料中の情報と一致しなかったり、異なる結論を示す他の資料を発行している、または将来発行する場合もあります。これらの資料は作成したアナリストの異なる想定、意見、分析手法を反映したもので、CSはこの資料の受取人にそのような他の資料があることについて間違いなく通知する義務はありません。

CSは、法で認められた範囲内において、当資料で言及された証券の発行体による資金調達取引への参加しない投資を行うだけでなく、その発行体に対するサービスを提供したり、あるいは、取引を勧誘することがあるほか、それら証券やオプション、またはそれに関連する投資のポジションや騰高または他の重大な利益を保有し、取引に応じることがあります。また、CSは本資料の中で言及されている証券のマーケット・メークを行うときがあります。CSは、法で認められた範囲内において、この資料に掲載された情報や意見、またはそれが依拠する調査や分析を資料発行の段階で使用したり、それらに基づいて行動することがあります。CSは、この資料で言及されている一部ないしすべての組織の証券公募について、過去三年間に幹事もしくは共同幹事を引き受けた場合があり、また現在、プライマリー・マーケット・メークを行っている場合もあります。また、当該または関連する投資に対して重要なアドバイスや投資サービスを、現在提供しているまたは過去十二ヶ月に提供した場合があります。なお、ご要望に応じて、秘密保持義務の条件のもとですが、追加の情報も提供できます。この資料で言及されている投資は、完全な単独組織によってオファーされる場合もあれば、CS単独またはCS関連会社によってオファーされることもあり、またCSが当該投資の唯一のマーケット・メーカーである場合もあります。

過去の実績は将来のパフォーマンスを示唆または保証するものとしてみなされるべきではなく、また将来のパフォーマンスに関する表現または保証は、明示的、暗示的にかかわらず、一切行われておりません。この資料に記載された情報、意見および予想は、CSがこの資料を公表した時点の判断を反映しており、通知なしに変更される場合もまたあります。

当資料で言及された証券または金融商品の価格、価値および収益は上下いずれの方向にも変動する可能性があります。証券や金融商品の価値は、そうした証券または金融商品の価格および収益に好影響もしくは悪影響を及ぼし得るような為替相場変動の影響を受ける場合もあります。価格が通貨変動に影響される米国預託証券(ADR)などの証券に対する投資家は、こうしたリスクを実際的に負うこととなります。

仕組証券は複雑な金融商品であるばかりか、一般に高いリスクを伴うため、そのリスクを理解して受け入れることが可能で、豊富な専門知識を有する投資家のみを対象として販売するものです。仕組証券の市場価値は(直物と先物の金利および為替相場を含むものの、これに限定されない)経済面、金融面、政治面における変化、満期までの残存期間、市場の状況およびボラティリティー、ならびに発行体または参照発行体(レファレンス・イシューア)の信用力などの要因によって影響を受ける可能性があります。仕組商品の購入を検討されている投資家は、これら商品について独自の調査および分析を行い、さらには購入に伴うリスクについて投資家サイドの専門家によるアドバイスを受けることをお勧めします。

この資料で取り扱われている投資の中にはボラティリティーの高いものもあります。高ボラティリティー商品への投資は価値が突然大幅に下落し、その投資を現金化する際に損失を生じる可能性があるばかりか、そうした損失が当初の投資額に匹敵する場合もあり得ます。実際、投資によっては潜在損失額が当初の投資額を上回ることもあり、そのような場合、損失をサポートするために追加的な資金の支払いを余儀なくされかねません。また、投資の直接利回りが変動し、その結果(投資を行うために支払われた)当初資本が直接利回りの一部として使用されることがあります。一部の投資の現金化は容易ではなく、またその投資の売却・現金化も難しいかもしれず、同様にその投資の価値、またはリスクについて信頼できる情報を入力することは難しいかもしれせん。

この資料にはウェブサイトのアドレスやハイパーリンクが設定されていることがあります。資料がCSのウェブサイトに言及している場合を除き、CSは当該サイトに関するレビューは行っておりませんので、その内容について責任は一切負いません。このようなアドレスやハイパーリンク(CS自身のウェブサイト)のアドレスやハイパーリンクを含む)はお客様の利便性のために情報目的で提供されているものであり、そのウェブサイトの内容はこの文書の一部を成すものではありません。この資料またはCSウェブサイトから当該ウェブサイトへアクセスまたはリンクを開くのはお客様ご自身のリスクで行っていたことにあります。

この資料はヨーロッパ(スイスは除く)において英国のOne Cabot Square, London E14 4QJにあるCredit Suisse Securities (Europe) Limitedが発行・配布し、同社は英国において英国金融サービス機構(FSA)の監督下にあります。ドイツにおいてはNiederlassung Frankfurt am MainにあるCredit Suisse Securities (Europe) Limitedが配布し、同社はドイツ連邦金融監督庁(BaFin)の監督下にあります。本資料は米国およびカナダにおいてはCredit Suisse Securities (USA) LLC、スイスではCredit Suisse AG、ブラジルではBanco de investimentos Credit Suisse S.A.、日本の場合にはクレディ・スイス証券株式会社が発行・配布しております。さらに、他のアジア太平洋地域では、Credit Suisse (Hong Kong) Limited、Credit Suisse Equities (Australia) Limited、Credit Suisse Securities (Thailand) Limited、Credit Suisse Securities (Malaysia) Sdn Bhd、Credit Suisse AG, Singapore Branchのいずれかがその該当管轄地域において正しく認可を取得して配布を担当し、その他の地域においては正式に認められた関連会社が配布を担当しております。Credit Suisse AG, Taipei Branchによって発行される台湾証券についてのリサーチは資格を有するシニア・ビジネス・パーソンが作成したものです。マレーシアの居住者に提供されるリサーチはCredit Suisse Securities (Malaysia) Sdn Bhdのリサーチ責任者による承認を受けており、その問い合わせ先は+603 2723 2020 となります。また、このリサーチはカナダのディスクロージャー要件に合致しない可能性もあります。

CSが証券取引を行うために必要な登録または免許の取得をしていない行政地域においては、証券取引はそうした地域に適用される証券法に基づいてのみ行われねばなりません。適用される証券法は地域によって異なり、登録または免許取得要件が免除される場合のみ取引が認められる場合もあります。証券取引を希望される米国外のお客様は、居住地域の法律で許可されている場合を除き、同地域で営業活動に従事しているCSを通じて取引を実行していただくかたはなりません。また、米国内のお客様は、米国のCredit Suisse Securities (USA) LLCの営業担当者を通じてのみ、取引を行うことが可能となっております。

この資料はCSが作成・発行したものであり、市場に精通した専門家および機関投資家であられるお客様への配布を目的としています。CSのお客様で市場の専門家または機関投資家ではない方がこの資料を受領した場合は、これに基づき投資判断を下す前、またはその内容について必要な説明を受けるさいに、別途お客様独自の金融アドバイザーによるアドバイスを受けください。この資料は英国以外のお客様の投資またはサービス、またはFSA管理下にはなく、また個人顧客に関するFSAの保護および/または英国の補償スキームを利用できないその他の事柄に関連する場合があります。また、この資料に関し、これに該当する可能性のある事柄についてさらに詳しい情報が必要な場合はご請求ください。

Copyright © 2010、CREDIT SUISSE GROUP AG および/またはその関連会社。不許複製。

債券は売却時の時価または市場価格により、投資元本割れが生じる可能性があります。また償還金額の変動により、投資元本割れが生じる可能性がある債券もありますのでご注意ください。

非上場債券(国債、地方債、政府保証債、社債)を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。

クレディ・スイス証券株式会社 <金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第66号>
日本証券業協会 会員、社団法人 金融先物取引業協会 会員、社団法人 日本証券投資顧問業協会 会員

既発債が受益権に転換された場合の影響

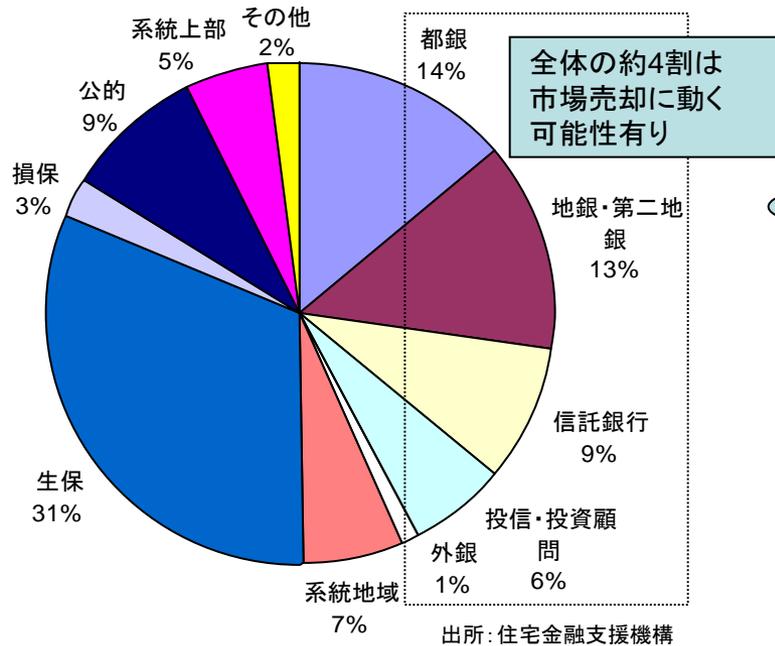
中山 憲一

三菱東京UFJ銀行

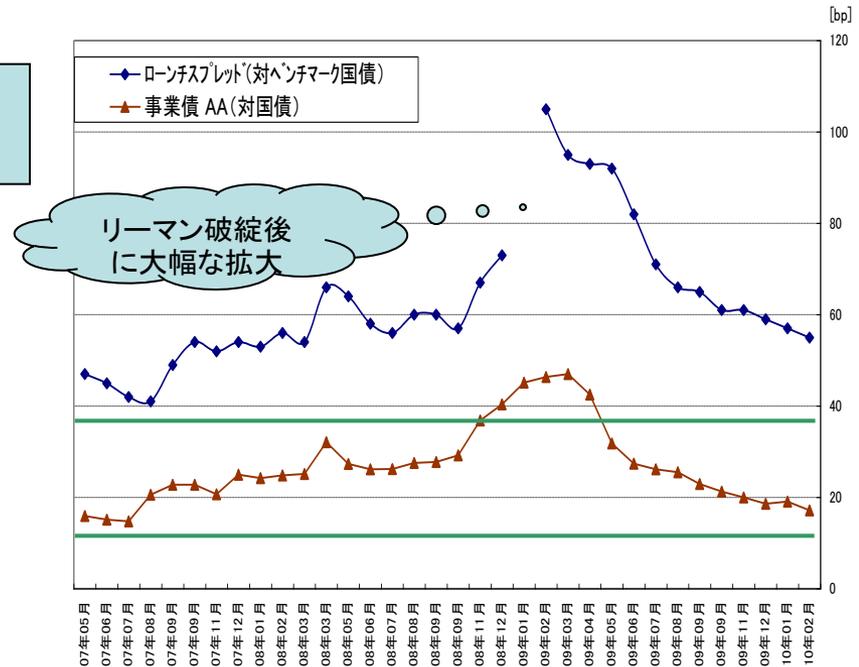
2010年4月23日

既発債が受益権に転換された場合の影響

【住機RMBS投資主体別保有比率】



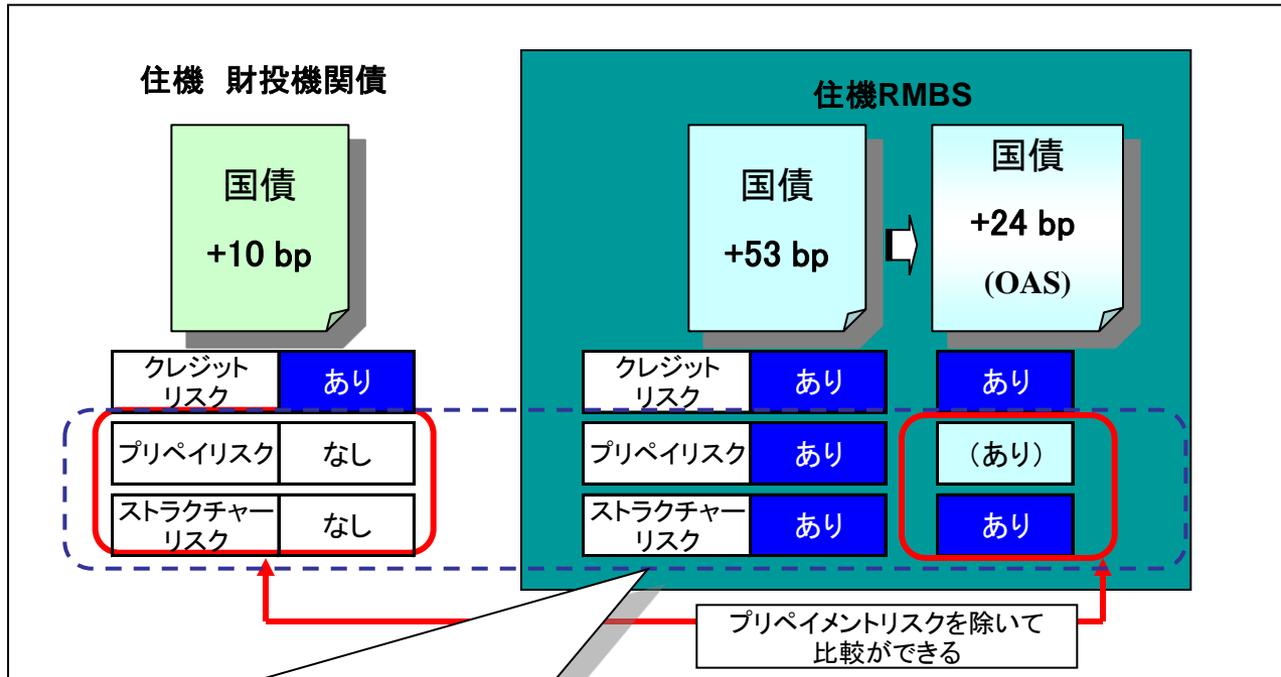
【対国債スプレッド推移】



- 銀行等では、評価損が大幅に拡大した場合、投資行動に制約が生じ易い。
 - ⇒ 体力が低下し、流通市場で処分売りが広がる。
 - ⇒ 流動性が低い為、売り圧力がかかると流通スプレッドは大幅に拡大する。
 - ⇒ 発行スプレッドの拡大を通じ、最終的には住宅金融機能の低下に繋がる。

RMBSのリスクプレミアムの考え方

【概念図】



受益権に転換されるリスクは「ストラクチャーリスク」の主な構成要素。
受益権転換プレミアム = 転換時の価格下落幅 × 受益権転換確率

株式会社のガバナンスと 政策金融機関のガバナンス

第5回長期固定ローン供給支援の
あり方に関する検討会

2010年5月21日

早稲田大学 広田真一

1

本日の報告内容

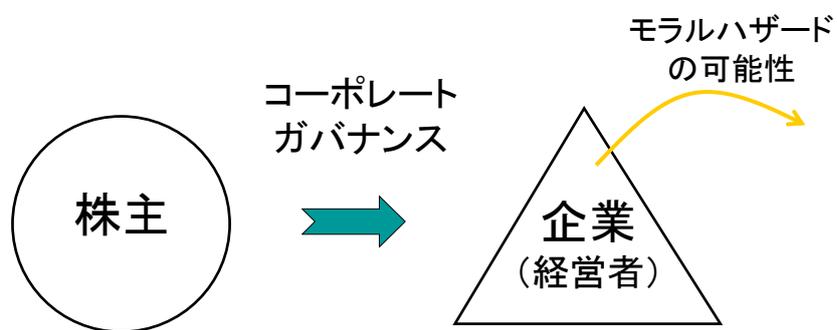
1. 株式会社のガバナンス
2. 政策金融機関のガバナンス
–特に日本政策金融公庫
3. 住宅金融支援機構のガバナンス

2

1. 株式会社のガバナンス

3

1-1. エージェンシー問題



いかにして、企業の経営を規律付けるか？

4

1-2. コーポレートガバナンスの手段

- 標準的な考え方
 - 投票権によるガバナンス
 - 経営者報酬（略）
 - 取締役会
 - 負債の規律
- ステークホルダー型企業のガバナンス

5

1-3. 投票権によるガバナンス

- 株主は株主総会での議決権をもつ。
投票によって会社の意思決定に関与できる
- Voice
重要事項の決議、取締役の選出
- Exit
いやなら売る → 株価下がる →
テークオーバー → 経営の効率化

6

1-4. 取締役会

- 株主が選出した取締役が企業の経営を監督する。
- 世界的に最もメジャーなガバナンスの手段
- 経営(執行)と監督の分離
- 独立(社外)取締役

7

1-5. 負債の規律

- 株式と違って、負債の場合には、「元利合計」を返済しなければならない。
 - 負債による規律付けの基本的な要因
- インセンティブ効果
 - 経営努力を怠ると、元利合計が払えなくなり倒産する(その場合、経営陣は退陣)。
 - 倒産まで行かなくとも、次の期から金利が上がる。それら避けるために経営努力する。
(Grossman and Hart, 1982)

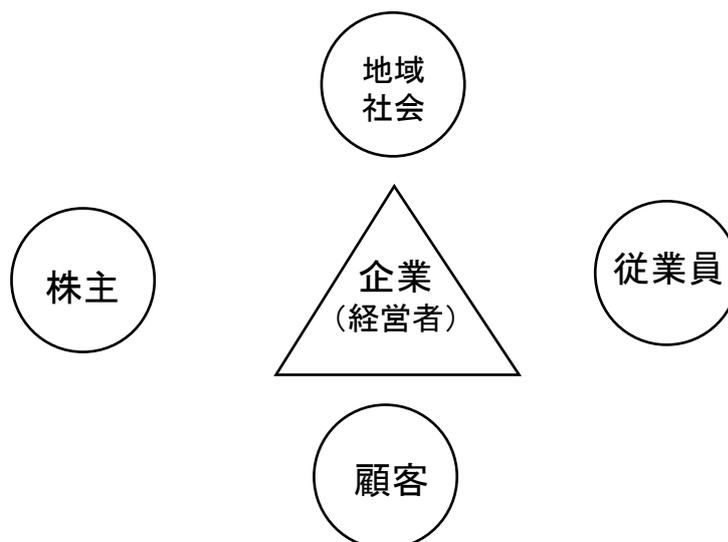
8

1-5. 負債の規律 (その限界)

- 「必ず元利合計を返済できる」企業は、負債のガバナンスは効かない。
 - ビジネスの性質、規制、補助金などで、いつも黒字になることが保障されている企業
 - 無限責任制の企業(元利合計が払えなくなったら株主が自分のお金で支払う)

9

1-6. ステークホルダー型企业



10

1-6. ステークホルダー型企业

- アメリカ vs. ヨーロッパ・日本
- 日米企業の経営理念(次のスライド)
- 現実の株式会社は、様々なステークホルダーに利益・満足を生み出す組織
- ガバナンスも各ステークホルダーの利益と満足度の点から行われる必要がある。
- 言うは易し、行うは難し

11

経営理念の調査結果

	株主	従業員	顧客	取引先	地域社会	サンプル数
日本 1986	13 %	45 %	55 %	13 %	13 %	119
1992	12 %	36 %	75 %	7 %	15 %	283
1998	16 %	44 %	83 %	8 %	15 %	402
2004	23 %	41 %	86 %	11 %	16 %	550
アメリカ 1998	57 %	47 %	84 %	13 %	27 %	528

12

1-6. ステークホルダー型企业

- 株主以外のステークホルダーの利益と満足の程度をどうやって測るか？
 - no accounting measure, no market value
- そこで、(数値化された)株主利益の指標を経営指標として経営者を評価する(Tirole 2000, Jensen 2001)。
- “On the folly of rewarding A, while hoping for B” (Kerr 1975)

13

1-6. ステークホルダー型企业

- 取締役会への期待(Blair (1995))
 - 取締役会を株主の代理人でなく、全てのステークホルダーの代理人と考える。
 - どのステークホルダーのために経営されているか？ その目標はどの程度達成されているか？を定量的・定性的に評価する。
 - そして、独立の社外取締役がコーディネーター、レフェリーの役割。
 - 現実の日本企業の取締役会に類似

14

日本の取締役会

2005年3月期、上場2580社

	内部者	関係会社	取引先	親会社	大株主	銀行	社外	計
人数 (人)	5.6	0.8	0.8	0.9	0.7	0.5	0.9	9.1
割合 (%)	58.8	9.8	8.9	11.1	8.0	6.6	11.7	

15

2. 政策金融機関のガバナンス (特に日本政策金融公庫)

16

2-1. 日本政策金融公庫

- 日本政策金融公庫法第1条

日本政策金融公庫の目的は、我が国及び国際経済社会の健全な発展並びに国民生活の向上に寄与することである。

17

2-1. 日本政策金融公庫

- 政策金融の的確な実施と効率的な事業運営の両立
- 明確な経営責任と透明性の確保のために株式会社の形態が選択された。
- しかし、100%政府保有の特殊会社(政策目的のため)
- 果たして株式会社のガバナンスは機能するのか?

18

2-2. 投票権によるガバナンス

- Voice
 - 大株主(100%所有)の政府は、適切な規律付けができるか？ → 「政府の失敗」
- Exit
 - 株式が流通していないので、テークオーバーは起こらない。

19

2-3. 負債の規律

- 「必ず元利合計を返済できる」企業は、負債のガバナンスは効かない。
 - 収支差補給金の問題
 - 無限責任制？(日本政策金融公庫法第4条)
- 負債調達＝財政投融资資金の借入、政府保証債
 - 金利メカニズムを通じたガバナンスも×

20

2-4. 取締役会

- 現行では経営と監督の分離？
 - 22人のうち20人が経営陣、社外取締役 2人
- 監督機関としての取締役会をもつべき
 - 例えば、3分の1のメンバーを監督専門の取締役とし、経営陣の業務の遂行の監督・評価に責任を持ってもらう。

21

2-5. 政策金融機関のガバナンス

- Dewatripont et al. (1999)
 - 「政府機関は究極のステークホルダー・ソサエティ」
 - 利益目的でなく、社会のために
 - 社会の利益を定量的に測るのは難しい。
- ガバナンスが極めて難しい

22

2-6. 政策金融機関のガバナンス

- 監督機関としての取締役会への期待
 - 取締役会を株主の代理人でなく、全てのステークホルダーの代理人と考える。
 - 政策金融の社会・経済的便益がそのコストをどれだけ上回っているか？ を定量的・定性的に評価する。
 - コスト面の定量化は政策コスト分析、あとは便益面の定量化も必要。
 - 取締役会にステークホルダーを。

23

3. 住宅金融支援機構のガバナンス

24

3-1. 投票権・負債によるガバナンス

- 投票権によるガバナンス
 - 株式会社化しても民営化しない限りは問題あり。
- 負債の規律
 - これは現状でも機能している可能性がある。
 - 組織の信用状態がMBSの調達金利にはね返るならば。
 - 政府からの補給金がないことが条件。

25

経営理念

「私たちは、自立的で、透明性・効率性の高い経営のもと、顧客価値の創造を目指して多様な金融サービスを提供することにより、住宅金融市場における安定的な資金供給を支援し、わが国住生活の向上に貢献します」。

26

3-2. Board によるガバナンス

- 現行の執行機関である理事会を監視するのは誰か。
 - 経営(執行)と監督の分離が必要。
- ステークホルダー型組織のガバナンス
 - どのステークホルダーのために経営されているか？
 - その目標はどの程度達成されているか、そのためのコストがどれだけかかっているのか？ を定量的+定性的に評価する。
 - Boardにステークホルダーを。

27

以上です。

28

「独立行政法人改革」に関わって

弁護士 独立行政法人国立がん研究センター理事長特任補佐 境田正樹

1. 官僚依存政治からの脱却

2009年夏の衆議院総選挙において、おそらく多くの国民が最も期待したことは、戦後約60年にわたって続いた「官僚依存政治」に終止符が打たれ、「政治主導による改革」、そして真の民主主義が実現されることであった。私自身も一国民として、新政権による改革に大きな期待を寄せていたが、たまたま縁があって、「独立行政法人ガバナンス検討チーム」の委員として、1つの「政治改革」に関わる機会を得た。本稿では、この半年間の取組みについて紹介をさせていただきたい。

2. 独立行政法人の抱える問題点

「独立行政法人ガバナンス検討チーム」は、仙谷由人行政刷新担当大臣（当時）のもと、内閣府、厚労省、文科省、財務省、総務省の副大臣や政務官、その他有識者委員によって構成された会議であり、その目的は、多くの天下り官僚を受け入れるなどその非効率な運営手法が問題視されてきた独立行政法人の問題点を検証するとともに、2010年4月1日に新たに独立行政法人に移行する国立がんセンター、国立循環器病センターなど、6つの国立高度専門医療センターの抱える具体的な課題を検討し、そのガバナンスの在り方を提言することであった。まず、2009年11月から12月にかけて検討した結果、従来の独立行政法人には、大別して以下の3つの問題があるとの結論に至った。1つ目は、すべての独法に共通適用される独立行政法人通則法の中に、ガバナンスに関する仕組みが十分備わっていないという問題である。会社の場合、代表者である代表取締役は、監査役のほか、取締役会や株主総会から監視・監督を受け、違法行為が認められた場合には、第三者や株主、会社自身に対して損害賠償責任を負うなど、チェック&バランスの法制度が整っているのに対し、通則法の中には、業務執行の全権を与えられた理事長に対するチェック&バランスの仕組みが殆ど存在しないのである。

2つ目は、理事長が責任ある自律的運営を実施したくてもできない、つまり、独法が主務官庁によるいわば「植民地支配」から脱却することができない、という問題である。通則法上は、理事長の任命権は主務大臣にあり、また理事の任命権は理事長にあるとされているものの、実際は、理事長及び理事の人選には独法の主務官庁（の担当部局）の意向が大きく働く。さらに、独法の事務部門（ヒト・モノ・カネ）を統括する運営局の最高責任者には、主務官庁からの出向者が着任しているケースが多く、また、その他の主要ポストの人選にも主務官庁の意向が大きく反映されるため、主務官庁の意向に沿わない運営は事実上できないのである。そもそも、「独法の事業体としての価値を高めること」が理事長に課せられた最大のミッションである（そのことが現在のそして将来の国民の利益に大きく

貢献することになるから)はずであるのに、いざ、理事長が、独法の事業体としての価値を高めるための諸施策(組織の活性化、良質化、職員のパフォーマンスの向上、社会貢献、戦略的投資等)を実行しようとするれば、植民地からの脱却を認めたくない主務官庁が大きな壁となってしまい、結果として責任ある自律的運営ができないというのが多くの独法の実態なのである。

3つ目の問題は、独法の財務の硬直性によるインセンティブ喪失の問題である。仮に、理事長が一定の収益の獲得を目標として掲げ、職員の努力や創意工夫、費用の節減、効率性の追求により当該目標値を達成したとしても、その収益分の用途は制限されているため、職員へのインセンティブにはならない。また、次年度の運営費交付金額算定の際に、前年度の収益増加分は削減する、つまり頑張っても翌年はその分交付金を減らされてしまうという運用が行われているため、経営者の経営努力に対するインセンティブが働かない仕組みになっているのである。

3. ガバナンス改革案の実行

以上の検証結果をもとに、検討チームは、独法通則法の改正に向けて以下の提案を行った。(1) 機関相互によるチェック&バランスの仕組みを導入するため、理事会を常設機関として設け、重要事項についての意思決定権限は理事会の議決を要とすること。(2) 理事の任命権を理事長に専属させないようにすること、(3) 監事の権限を強化すること、(4) これまで一部署に集中していたヒト・モノ・カネに関する権限を複数部署に分属させ、所管官庁からの独立性を確保するとともに、自律的かつ公正な運営を実現すること。(5) 内閣府内に「ガバナンス委員会」を新設し、①予算・決算管理に関する権限、②役員選考に関する権限、③不正を行った役員に対する責任追及に関する権限を付与すること。(6) 現行の独法会計基準が難解であることが、独法の実態をわかりにくくしているため、独法会計基準を廃止し、一般企業会計原則を採用すること。

その後、2010年4月に独法化される6つの高度専門医療センターにおいては、我々の上記6提案のうち(1)、(2)、(3)、(4)が取り入れられることとなり、私が、その具体的な改革作業チームのチームリーダーに任ぜられたのであるが、実際の作業は困難を伴った。なぜなら、上記(1)ないし(4)の改革は、つまるところ、役人(なかでも官僚、とりわけ医系技官と病院の事務を担当する職員を束ねる事務官僚)の「ポスト」や「権限」、「植民地への影響力」を実質的に奪うものであったからである。私は、この問題の解決には現場の生の声を聞くしかないと考え、以降、全国の6センターに何度も足を運び、現場の実情と問題点を把握するとともに、主務官庁の担当者の方々とも連日のように打合わせを重ね、意思疎通を図りながら問題の解決を図ることとした。その過程で分かったことは、少なくとも私が関わった霞が関の役人の方々には、概して誠実であり、団結心・忠誠心が強く、志も高いうえ、能力的にも優れた人物が多いということであった。また、官僚組織の中にこれまでに蓄積された情報やノウハウ、ネットワークの持つ価値は計り知れないほど高く、国民にとっては隠れた重要財産である。とすれば、個々の公務員や公務員制

度自体に内在する様々な問題点（事なかれ主義や無責任体質、公益よりも省益・権益・個人的利益を優先させる習性等）が内在するとはいえ、その存在のみをもって、官僚組織の持つ価値自体を一概に否定すべきでなく、その価値をできるだけ維持・向上させつつ、問題点を正確に把握し、それを除去・解決したうえで、組織を健康体に生まれ変わらせることが、真の政治改革であると思うに至った。反対に銘記すべきは、「政治改革」という名のもと、実質「政治改悪」が行われてしまうことのリスクである。国務大臣には、実は、人事権、各種許認可権など法令上、大きな権限が与えられているため、その権限を誤って行使してしまうと、国民に必要・有用な行政作用まで壊され、加えて予想し得ない副作用まで惹起してしまうリスクがあるからである。単に、国民受け・マスコミ受けするかどうか、または、マスコミや野党から非難されるのか否かといった基準で、現場の実情や問題点を正確に把握することもなく政治権限を行使することは危険でさえある。

4. 政治改革において求められるもの

今回の経験を踏まえ、政治改革の実現に必要と考える要素は、以下の二つである。1つ目は、改革者のリーガル・リテラシーである。そもそも公務員は無謬である（誤りはない）ことが前提とされ、かつ公務員の違法行為に対する不服申立手続や公務員個人に対する責任追及制度がほとんど機能していない結果、官僚組織内には半ば治外法権化している領域がある。この領域にフェアネスとジャスティスという楔（くさび）を打ち込み、法の支配を貫徹させるためには、改革者においてリーガル・リテラシーを備えていることが必須なのである。実際、今回のガバナンス検討チームの4名の弁護士は、独法改革の大きな原動力になった。

2つ目は、巨大組織を束ねる卓越したリーダーのマネジメント能力と人間力である。組織体の患部を治療し健康体に生まれ変わらせるという側面を見れば、政治改革は事業再生と共通する。しかしながら、政治改革の場合、放置すれば事業体が清算されるという切迫した事情にはないため、職員のモチベーションを上げることは難しく、また、既存の秩序・体制の変革を望まない関係者からは強い抵抗を受けることになる。加えて、改革の成果に対する客観的評価が難しく、また、改革には副作用を伴うことが多いため、メディアからの容赦ない糾弾を受けることもある。このような中で、職員の意識を変革し、高めつつ、現実に改革を実行し、成果を上げていくためには、強力なリーダーの存在が不可欠なのである。

今回の場合は、「新生ナショナルセンターは、既存の法律にとらわれる必要はない。新しいガバナンスのモデルケースにしよう。」「ナショナルセンターは、難治性の病気を抱える国民にとって最後の希望の光だ。だから、本当に国民に貢献するナショナルセンターに生まれ変われるよう皆で力を合わせよう。」という仙谷大臣のリーダーシップがなければ、改革はできなかったと思う。

引き続き、実のある政治改革が進むことを願いたい。そして、本稿が次に政治改革に関わる方々の一助になれば幸いである。