

## 序

### (1) 懇談会設置の趣旨

本懇談会は、住宅政策の観点から、市場機能を積極的に活用した今後の「住宅金融」のあり方を検討するため、平成 13 年 10 月に国土交通省住宅局に設置。

### (2) 検討経過

以来 7 回にわたり本懇談会を開催したほか、本懇談会以外の場においても、意見交換を重ね、また、事務局においては、機会を設けて有識者、関係の業界の方々の意見を承るとともに、年明け早々には米国において現地調査を実施。

### (3) 報告書の位置づけ

- ・ 本報告書は、このようなこれまでの議論の成果をとりまとめたもの。

この間、政府においては、特殊法人等整理合理化計画（平成 13 年 12 月 19 日閣議決定）において、住宅金融公庫については、「5 年以内の廃止と証券化支援業務の先行実施」等を決定し、現在、その実現に向けて取組みに着手。

本懇談会は、住宅金融を考えるに当たり我が国で初めて、消費者、住宅産業界はもとより、金融証券、関係行政機関等の関係各界から幅広く委員としての参加を得たものであり、本報告書の内容には、今後の政府の取り組みにおける多くの重要な示唆を含むものと確信。

政府の制度設計において本懇談会での議論の成果が適切に反映されることを望む次第。

- ・ なお、広く金融行政全般に係わる部分もあるが、あくまで住宅政策の観点からみた、本懇談会としての意見であることを申し添える。

### (4) 謝辞

議論の過程において、米国ファニーメイをはじめ有識者、関係業界の方々には、多忙な中、貴重な御意見を賜る機会を頂戴した。ここに改めて感謝申し上げる次第。

## 委員名簿

< 委員 > (敬称略、五十音順)

赤井 士郎 (社団法人住宅生産団体連合会政策委員長)  
安藝 哲郎 (社団法人不動産協会副理事長)  
上杉 純雄 (前株式会社富士銀行常務執行役員 ユーシーカード株式会社代表取締役社長)  
大垣 尚司 (アクサ生命保険株式会社専務執行役員)  
大久保千行 (株式会社横浜銀行執行役員)  
小関 広洋 (メリルリンチ日本証券株式会社調査部マネージングディレクター)  
小林 重敬 (横浜国立大学大学院教授)  
鈴木 美和 (日興ソロモン・スミス・バーニー証券株式会社債券本部ボンド・ポートフォリオ・アナリシス バイスプレジデント)  
竹原 敬二 (株式会社リクルート住宅ディビジョンカンパニー常務執行役員)  
富田 俊基 (株式会社野村総合研究所研究理事)  
八田 達夫 (東京大学教授)  
原 早苗 (埼玉大学経済学部非常勤講師 前消費科学連合会企画委員)  
吉野 直行 (慶應義塾大学経済学部教授)  
渡辺 房枝 (主婦連合会住宅部長)

(注) は座長

< 協力委員 >

蠟山 昌一 (高岡短期大学長)

< 関係行政機関等 >

金融庁総務企画局企画課長	有吉 章
法務省民事局参事官	小川 秀樹
財務省大臣官房政策金融課長	梅本 守
日本銀行金融市場局金融市場課長	大澤 真

< オブザーバー >

住宅金融公庫理事	井上 順
----------	------

## 1 住宅政策における住宅金融の位置づけ

- ・ 戦後の絶対的な住宅不足の時代から始まり、近年では、豊かさゆとりを実感できる国民生活を築く観点から、住生活の向上は政策上の大きな課題。
- ・ この際、持家取得・借家建設のいずれの場合においても、「住宅」の取得又は建設に要する資金は、一般国民の所得等に比して極めて高額であり、自己資金と住宅取得・建設に要する資金とのギャップを埋めるため、「金融」を利用せざるを得ないのが通常。
- ・ 住宅政策における各般の政策課題は、国民全体での解決が求められるものであり、多くの国民を対象とできる政策手法が適当。  
また、良質な住宅の整備は、耐震性の向上や地域の美観の向上など、一定の外部経済効果を持つ社会資産の形成という側面も保有しているが、基本的には個人財産の形成。
- ・ このような財の性格を有する住宅について、一定の政策誘導を行うに当たっては、市場原理を活用するという視点から、税制と並んで「金融」の活用は必須の政策手法。

## 2 住宅政策における住宅金融公庫融資の位置づけ

### (1) 公庫の設立経緯、目的

- ・ 住宅金融公庫（以下「公庫」という。）は、戦後の著しい住宅不足の中で、当時銀行等の民間金融機関が住宅に振り向けるだけの資金余力がない中で、民間金融機関が融資することを困難とする超長期・固定・低利の住宅資金を融資し、住宅建設を促進する観点から昭和 25 年に設立。

### (2) 公庫融資の仕組み

- ・ 公庫の貸付原資の大部分は、国からの長期・固定の借入金（財政投融資）に拠るとともに、消費者の住宅取得を容易にする観点から、国からの借入金利より低い利率で融資するために必要な金利差に相当する額等の補給金を別途一般会計から受けとる仕組み。
- ・ 公庫融資においては、借入者は、期限前償還を、一部償還の場合は事務コスト相当の手数料負担で、全額償還の場合は無料で実施。  
他方、国（財政投融資）と公庫の間については、補償金（約定どおりに元利払いを続けるとした場合の元利金の現在価値相当額と期限前償還額との差額）の全額支払いを前提とした期限前償還のルールが存在。
- ・ また、業務を効率的に執行するため、多くの業務を民間金融機関、地方公共団体等に委託。特に、受託金融機関との間では、債権管理その他の機能を有する総合オンラインシステムを構築し業務を実施。

### (3) 公庫融資の機能

現在の公庫融資には、次のような機能がある。

- ・ 超長期・固定・低利の融資の大量安定供給  
消費者の住宅の取得を容易にし、住宅の質的向上を誘導するため、一般的には最長 35 年におよぶ超長期（以下、本報告書においては、20 年～ 35 年程度の償還期間を念頭において「超長期」という。）の住宅資金を固定・低利の金利で安定的に供給。
- ・ 客観的基準による融資審査  
職業、勤務先等のみをもって返済能力を判断する際の指標とせず、返済負担率など客観的な審査のみにより国民各層に対し幅広く融資。
- ・ 住宅の質の誘導と物件審査による質の確認  
一定の住宅規模を有することなどを融資の条件とすることにより、住宅の質が一定の水準以上となるよう誘導するとともに、貸付金利や融資額などの融資条件に差をつけ、優遇することにより、住宅の耐久性向上、省エネルギー化、バリアフリー化などをきめ細かく誘導。  
これをチェックするため、公庫融資の対象とする住宅については、地方公共団体等に委託して、設計審査のほか、住宅建設における各段階において、現場審査（中間時、竣工時）を実施。公庫融資を利用する消費者は、公庫融資で求められている住宅の質が、このような現場審査で担保されていることを高く評価。
- ・ 災害時の対応やまちづくりなどを支援する政策機能  
災害時において緊急に大規模な融資を実施したり、まちづくりにおいて、例えば、密集住宅市街地の良好な更新に結びつくような建設基準による建替融資や密集市街地の再編など担保不足が懸念されるとともに、収益性も低いなど民間金融では難しい場合に対応。
- ・ 返済困難者対策  
返済困難者対策として、債務者ができるだけ住宅を手放すことがないように、住宅ローン返済相談所の設置など相談体制を強化するとともに、一定の場合には償還期間を延長するなど貸付条件の変更を実施。

#### (4) 公庫融資の実績

- ・ 平成 12 年度においては、個人向け住宅ローン新規貸出額は、8.8 兆円、全体の 34.4 % のシェア。同残高ベースでは、68 兆円、37.3 % のシェア。
- ・ 現在までに、約 1,800 万戸強の融資（平成 13 年 3 月末現在）これは、戦後建設された住宅の約 3 割超。
- ・ 公庫融資住宅は、持家も借家も公庫融資をうけない住宅に比較して床面積が大きく、居住水準の向上に貢献。
- ・ 公庫融資住宅（戸建持家）のうち、バリアフリー住宅基準、省エネルギー住宅基準に適合しているものはそれぞれ 6 割超と、質の誘導機能を発揮。

- ・ 阪神・淡路大震災における公庫融資住宅の被害状況は、82 %が「無被害」若しくは「軽微な被害」(公庫による震度7地域における築後20年以内の物件調査)。
- ・ 公庫融資は、超長期固定低利の融資で、返済負担率など客観的な審査のみによる融資であることから広く国民各層に利用されている。
- ・ このように住宅政策推進の上で大きな役割を担うとともに、上記公庫融資の機能に対して、住宅取得を望む消費者の強い支持が存在。

### 3 経済社会状況の変化と公庫融資の見直し

#### (1) 持家を中心とする居住水準の向上

- ・ 現状において住宅戸数は世帯数を上回り、戸当たり平均住宅面積は欧州諸国に比肩する水準まで改善。

#### (2) 経済対策による公庫融資の比重の増大

- ・ 最近では、不況下における住宅建設の下支えによる景気浮揚策の柱として積極的に活用され、累次の経済対策により融資条件が緩和されるとともに、融資戸数が追加された結果、融資額、融資シェアともに急速に拡大。

#### (3) 公庫における期限前償還の増加

- ・ 平成6年に民間住宅ローンの金利及び商品性が自由であることが明確化され、それ以降歴史的な超低金利の状況の下で、公庫においては過去の高金利時の貸付金の期限前償還が増加(平成7年度には9.9兆円)。

公庫においてこのような償還された高金利の原資を低金利の状況下で再運用する結果、公庫に対する補給金等の所要額が増大。財政に対し大きな負担となっているところ。

- ・ このため、これまで公庫においては、資金調達の多様化や公庫MBS(Mortgage Backed Securities 本報告書では「住宅ローン担保証券」の意味で使用)の発行による市場評価を通じたALM(Asset Liability Management 資産・負債総合管理)に努めてきたところであるが、期限前償還リスクのヘッジには限界。

#### (4) 民間金融機関の住宅ローンへの積極姿勢

- ・ 企業の資金調達は、かつての間接金融から、大企業を中心に、株式や社債等を発行して、自らの信用力により直接マーケットから調達する直接金融にシフト。

最近の不況の下で、企業の資金需要自体も減少し、民間金融機関に対する産業金融の需要は縮小。民間金融機関としても、優良な貸出先がなかなか見つからない状況。

- ・ このような状況下、民間金融機関においては、リスクが比較的小さく、収益が安定しているリテール部門（個人顧客向け業務）を重視。

その中心となる住宅ローンの分野については、スワップなどのリスクヘッジ手法の発達や銀行の社債の発行などALM手法の高度化の下、自己資本比率規制におけるリスクウェイトが低いことや最近の低金利の状況により公庫と競争可能な顧客に利便性の高い住宅ローンの提供ができるようになったことも手伝って、民間金融機関は、積極的な進出姿勢。

- ・ ただし、超長期固定金利の住宅ローンの供給を行うには、10年を超えるスワップ市場が未整備であるなどの課題を残しており、10年を超える固定金利ローンの供給は限定的。

#### (5) 財政投融资改革

- ・ 財政投融资については、市場の評価に晒されることを通じた財投機関の運営効率化と、対象事業を民業補完、償還確実性等の観点から不断に見直すとの趣旨により、平成13年4月に、郵貯等の全額預託を廃止し、原則として必要な資金のみを市場から直接調達する仕組みに転換。
- ・ 公庫においては、上記に加え、ALMの観点から、既に平成13年3月以降ABS（資産担保証券）型の財投機関債を発行して市場からの資金調達を実施。平成13年度には2,000億円発行。既発債についてはいずれも格付けはAAAの評価。平成14年度予算では6,000億円と大幅に拡大する予定。

#### (6) 特殊法人全般の改革と公庫融資改革

- ・ 特殊法人等については、行政改革大綱（平成12年12月1日閣議決定）において、「すべての特殊法人等の事業及び組織の全般について、内外の社会経済情勢の変化を踏まえた抜本の見直しを行う。」とされ、これを受けて平成13年12月に「特殊法人等整理合理化計画」（平成13年12月19日閣議決定）を策定。
- ・ その中で、公庫については、「5年以内の廃止。融資業務は、平成14年度以降段階的に縮小するとともに、利子補給を前提としないことを原則。民間住宅ローンの証券化支援業務は、公庫が先行して行い、これを行う新たな独立行政法人を設置。その際、融資業務については、民間金融機関が円滑に業務を行っているかどうかを勘案して最終決定。また、既往の債権については、新たな独立行政法人に引き継ぐ」旨決定。
- ・ これを受け、平成14年度予算において、今回の公庫改革の初年度として、融資率の上限の見直し（10割 年収に応じて8割又は5割）特別加算額の縮減（800万円/戸 400万円/戸等）融資戸数の削減（55万戸 50万戸）貸付金利の設定に当たって利子補給を前提としないことの原則化等を実施に移したところ。

- ・ また、今後公庫の直接融資が段階的に縮減されるのと併せて、10割填補の住宅融資保険の活用又は公庫と同順位の抵当権設定を通じて、民間住宅ローンの供給を促進する「協調融資制度」を実施することにより、公庫改革を実施する下であっても、十分な融資量を確保することとしている。

#### 4 今後の住宅政策において「住宅金融」に求められる視点

##### (1) 消費者の視点

住宅取得を望む消費者が住宅金融に求める視点は次のとおり。

##### (ア) 多様な住宅ローンの安定供給の確保

- ・ 現状の公庫融資は多くの機能を果たしているが、住宅の「アフォーダビリティ（取得容易性）」の向上が、住宅取得を望む消費者が「住宅金融」に求める機能の基本。

そこにおいては、

債務者の返済負担が一定の範囲内になるような金利水準が求められるとともに、

多様な消費者のニーズに対応して、償還期間について超長期までの償還期間の自由な設定が、金利について固定・変動等の多くの種類の中からの選択を可能とする

様々な住宅ローン商品が提供され、住宅を取得する消費者がこれらの商品から広く自由に選択できる環境を整備することが重要。

- ・ 最近では、民間により金利の種類、償還期間など多様な住宅ローン商品が提供され、公庫融資を含め金利動向等に応じた消費者の選択の幅が拡大。

現状では、民間金融機関は、手薄であった超長期固定融資の分野においても、公庫の融資条件と競う形で新しい住宅ローン商品を提供しつつあるところ。公庫融資金利は、長期固定の民間住宅ローンの金利の決定に大きな影響力。

引き続き、民間金融機関において、適正な競争による積極的商品開発を期待。

- ・ また、今後の住宅の取得については、ライフステージを基本としながら、経済情勢や金融情勢を踏まえて、居住スタイルを消費者が自由に選択。これに応えられるよう、必要な住宅ローンが安定的に供給されることが重要。

##### (イ) 超長期固定融資の安定確保

- ・ その中でも、後述するようにあらかじめ負担すべき額が確定して、住宅ローン利用者にとって安心感の高い超長期の償還期間及び固定金利の融資に対する需要は大きく、その安定供給の要請は極めて大きい。

##### (ウ) 合理的な基準による融資審査

- ・ 住宅の取得は国民各層の高いニーズに広く支えられており、単に職業や勤務先等のみをもって返済能力を判断する際の指標とされ住宅ローンの借入れを断

られないことがないよう、合理的な基準に基づく融資審査が行われ、国民各層が広く融資を受けられることが重要。

(I) 住宅の質の確認

- ・ 公庫融資において住宅の一定の質を確保するための基準を作成し、その基準への適合性をチェックするために現場審査等を行ってきたところ。

住宅取得を望む消費者においては、このような融資の際の現場審査やその他の代替措置により、引き続き住宅の質の確認ができることを期待。

(2) 金融界の視点

(ア) 民業補完の徹底

- ・ 度重なる景気対策の結果、公庫融資を含む公的融資のシェアが拡大し、現状は恰も「民が官を補完」しているとの批判もある状況。

公的機関の役割としては、住宅ローンの提供が民間により円滑に行われるよう支援を行うこと及び災害時の対応など民間で対応できないことを行うことが基本。

(イ) 必要最小限の公的関与

- ・ 住宅ローンの貸出しそのものは原則として民間金融機関で対応すべき。仮に、政策的に支援を行う必要があると判断される場合には、証券化支援や保証・保険による信用補完、利子補給や所得控除・税額控除などによる対応を検討すべき。

(3) 住宅政策上の要請

住宅政策において、解決に向けて取り組むべき当面の主要な政策課題は次のとおり。これらには、市場が既にあって外部経済等の観点から行政が市場に積極的に関与すべき政策課題と市場のインフラ整備自体を行政が牽引しなければならないことを内容とする政策課題があるが、いずれにしても、住宅金融が有効に機能するようにすることが施策の推進に当たり必要。

(ア) 住宅政策の観点から市場へ関与する必要がある場合

居住水準の向上

- ・ 我が国の住宅ストックは改善されつつあるが、特に昭和30年代から昭和40年代前半までに大量に建築された住宅（昭和45年以前に建築されたストック全体の1/4）が、広さの面で不十分であると同時に、間取りや設備の面で陳腐化しており、積極的な更新が求められる状況。
- ・ また、30代から40代の家族世帯形成期の居住水準が著しく低く（40代前半の誘導居住水準達成率は、37.1%。全体の平均は、46.5%）新規の住宅取得や住

替えのニーズが高い。さらに、第二次ベビーブーマー世代（昭和46～49年生まれ）の世帯形成に伴い、今後10～20年は、これらによる新規住宅需要が堅調に続くものと予想される。

- ・ 居住水準の向上のためには、このような堅調な住宅の新規取得、更新、住替えに対する十分かつ安定的な住宅金融の提供が不可欠。

#### 高齢化、環境、安全への対応

次のような高齢化、環境、安全への対応は喫緊の課題であり、「金融」の活用はインセンティブを与える政策誘導手法として必須。

- ・ 高齢者のいる世帯数は、2000年以降15年間で490万世帯増加し、全世帯の4割超に達することが見込まれるなど、高齢化は急速に進行。一方で、住宅のバリアフリー化率は、全住宅ストックの約3%にとどまっており、世帯の高齢化に対応したバリアフリー住宅の普及定着が必要。
- ・ また、住宅のエネルギー効率を高めることは、民生分野で省エネルギー対策の鍵を握っており、COP7（気候変動枠組条約第7回締約国会議）に基づく対外的なCO<sub>2</sub>排出削減目標（住宅・建築物で削減量全体の約1割）を達成する上で、住宅の省エネルギー化は喫緊の課題
- ・ さらに、国民の生命財産を守り、地震等に強い安全な住宅を確保する上で、住宅ストック全体の約半数を占める昭和56年以前に建築された旧耐震基準住宅の建替えや耐震改修は必要であり、持家住宅の耐久性を高める投資に対する積極的な支援は必要。

#### 都市居住の再生

- ・ 東京区部で直下型地震が発生した場合、建物の焼失面積は74.85 km<sup>2</sup>、焼失棟数が約32万棟発生するものと見込まれるなど、全国に存在する密集住宅市街地の整備解消を緊急に実施することをはじめ、都市居住を緊急に再生する上でも良好な住環境を備えた住宅の整備は緊急の課題である。このような事業の中には、資本の懐妊期間が長く、また、収益性が低いなど民間金融では対応しづらい場合があり、これらへの対応が必要。

#### (1) 市場のインフラ整備を行う必要がある場合

##### 住宅ストックの積極的な活用

- ・ 我が国の中古住宅流通量は、新築着工戸数の1割程度にとどまっており、米国の中古住宅流通が新規着工戸数の約3倍に上ると比べて、市場の厚みに欠けている。
- ・ また、住宅投資全体に占める増改築投資の割合は、1割程度にとどまり、住宅に対する定期的なメンテナンスやリフォームがなされないのが実状。
- ・ さらに、人生90年時代を目前にした超高齢社会の下では、高齢期に合わせた

自由な住替えや適正価格での持家の処分が必要。

- ・ これらに対応するためには、市場流通に値する良質な住宅ストックの形成とリフォームを通じた住宅の価値の維持と併せて、住宅が円滑に流通し得るような中古住宅市場の環境を整備することが課題。
- ・ このため、中古住宅の検査制度や住宅に対する適正な価格査定に関して技術開発や人材の育成を積極的に進めるとともに、これらを活用した円滑な住宅金融の提供が行われるようになることが不可欠。

#### (4) 行財政改革からの要請

納税者としての国民の視点も含め、行財政改革の観点から求められる要請は次のとおり。

##### (ア) 民業補完の観点

- ・ 民間金融機関の住宅ローンの提供能力の増大と収益拡大のニーズを踏まえ、  
「民間でできるものは民間に委ねる」との原則の下、公的融資は民業補完の趣旨を徹底する必要。

この観点から、公庫の融資業務については、段階的に縮小することが求められており、加えて、財政投融资改革の観点からも、財政投融资への依存度を軽減すべき。

##### (イ) 財政負担の観点

- ・ 公庫融資は、国からの利子補給等を前提にして、「低利」の融資を実現してきたが、住宅事情の変化等にかんがみ、これまでと同様に国から財政支援を付与し続けることは困難。できる限り市場機能を活用し、効率的な住宅金融システムを構築することにより財政負担の軽減を図るべき。

#### 5 今後の住宅政策における「住宅金融」の基本的考え方

- ・ 住宅政策の観点から、住宅金融は、住宅のアフォーダビリティの向上に資するとともに、これをインセンティブとして良質な住宅ストックの形成など必要な政策誘導を図ることを目的とするもの。

- ・ その上で、住宅金融の提供に当たって求められる基礎的な条件は次のとおり。

金融情勢等にかかわらず、常に消費者が求める資金が量的に安定して供給

合理的な基準による融資審査に基づく広く消費者に対する融資の提供

- ・ 社会経済情勢の変化の中で、今後の住宅金融においては、さらに次のような条件を充たすことが求められており、これら ~ の条件を充たす新たなシステムの構築が必要。

民間金融の現状を踏まえた民業補完の趣旨の徹底（「民間でできるものは民間に委ねる」との原則）に留意するとともに、

財政投融资への依存度を逡減しつつ、利子補給を前提としないことを原則とするなど国の財政負担の軽減を図る。

## 6 超長期固定融資の安定供給の重要性

### (1) 高い消費者ニーズ

- ・ 多様な住宅ローン商品の中でも、アンケート調査によれば、とりわけ、住宅取得を望む消費者のニーズが高いのは、「超長期固定」の住宅ローン。
- ・ これは公庫が設立以来一貫して提供してきた「住宅金融」の分野であり、現在では、民間金融機関における提供が手薄な分野。

### (2) 消費者ニーズの理由

- ・ この消費者のニーズの高さは、超長期にわたる住宅ローンの償還期間における金利変動リスクの回避（＝「計画的かつ健全な資金計画」の確保）に存在すると理解。
- ・ すなわち、超長期の償還期間の間には、市場金利の上昇下降など様々な局面に遭遇すると考えるのが自然。この間、住宅ローン金利が市場金利と同様に上昇したのでは、家計に思わぬ負担となるおそれ。

このため、住宅を取得する消費者は、多くの場合、超長期かつ「固定金利」の住宅ローンにより、このような家計における金利変動リスクを回避。これに、借換などによる期限前償還を活用することで、金利局面に応じて柔軟に金利負担に対応できる途を選択しているものと理解。

- ・ 既述のとおり、公庫融資においては、期限前償還自体は事務コスト相当の手数料負担又は無料で可能な仕組み。

結果として、超長期固定融資を選択肢の基本にしつつ、期限前償還の容易性をもって、住宅取得における負担の軽減に資しているのがこれまでのシステム。

- ・ 以上から、住宅取得を望む消費者に対して、民間による住宅金融を広範囲に展開していく場合においても、超長期固定の住宅ローンを消費者の選択における主軸として提供していくことが、住宅のアフォーダビリティの向上の観点から重要なもの。

## 7 自由市場下における超長期固定融資の提供のあり方

### (1) 超長期固定住宅ローン提供に伴うリスク

#### (ア) リスクの種類

- ・ 超長期固定金利の住宅ローンを提供していく際の融資機関のリスクとしては、主に次のリスクが挙げられる。

#### 信用リスク

住宅ローン債務者の失業等により元金や利息の支払が不能となるリスク及び担保価値の下落により担保物件の処分をしても十分な回収ができないリス

ク

#### 金利変動リスク

貸付原資と貸付との間で、期間や金利の種類等が異なるために、市場金利の変動によって逆ざやが生ずるリスク

#### 期限前償還リスク

家計に資金的余裕が生じた場合に加え、低利融資への借換や住替えによる一括返済など満期前における途中償還に伴い、期待していたキャッシュフローが得られないリスク、また、返済された資金を有利に運用できないリスク

#### 流動性リスク

長期にわたり資金が固定されるため、貸出原資を調達し続けることが困難になるリスク

### (1) リスクの現状

- ・ 上記のリスクの現状についてみれば、次のとおり。

#### 信用リスク

右肩上がりの経済が終焉し、雇用や収入は不安定。また、地価の下落等により担保価値が下がり、債権回収率が下落するなど信用リスクは日本経済の状況を反映して増大。

#### 金利変動リスク

金利が自由化され、一般的には、従来に比してリスクが増大しているといえるものの、最近では、歴史的な超低金利が持続しており、リスクは内在化。今後金利が上昇した場合には、内在化している金利変動リスクが一気に顕在化することが懸念される。

#### 期限前償還リスク

歴史的な超低金利の状況の下で、過去の高金利時の貸出について期限前償還が増加する可能性。

他方、新規貸出分については、低利借換による期限前償還は比較的少ないものと見込まれる。

#### 流動性リスク

金融の量的緩和、企業の資金需要の低迷・企業貸出の縮小の中で、一般的には信用度の高い金融機関は、資金的な余裕が大きく、流動性リスクは小さい。

### (2) 我が国における現状の住宅ローン提供システムの分析

#### (ア) 公庫のシステム

- ・ 公庫による直貸のシステムは、上記の信用リスクについては、通常の債務者のデフォルトリスクは、債務者が支払う保証料等によりカバーされる。

なお、信用リスクに起因する住宅ローンの返済困難者対策としての貸付条件の変更については、財政負担を伴う場合がある。

- ・ 信用リスクを除く、上記 ~ のリスクについては、国が負担することにより、最長 35 年の超長期固定の融資を実現する仕組み。
- ・ すなわち、公庫は、必要な資金を主として財政投融资から長期固定で借り入れることにより流動性リスクを回避するとともに、金利変動リスクについても負担を限定している。
- ・ 期限前償還リスクについては、公庫融資の場合、債務者は、比較的少額の手数料負担又は無料で期限前償還を自由に行うことができ、債務者の負担により期限前償還リスクを吸収する仕組みとなっていない。このため、公庫、最終的には国庫の負担。
- ・ 従来は、期限前償還リスクは強く意識されてこなかったが、最近における超低金利等の状況の下で、期限前償還が増加し、リスクが顕在化。このため、補給金所要額が増加。

#### (1) 民間金融機関のシステム

- ・ 民間金融機関による融資の場合には、上記 ~ のリスクを民間金融機関自らが負担するシステム。  
 の信用リスクについては、系列ないし子会社が債務保証するケースが多くみうけられるが、この場合も、実質的には親金融機関が負担。
- ・ 貸付原資を短期の預貯金としている際には、超長期固定融資を行う場合、金利変動リスクの克服は大きな課題。現状のヘッジ手段では限界があるため、10 年を超える固定金利商品の提供は限定的。
- ・ 過去、規制金利の下において、20 年固定といった超長期固定の住宅ローンを比較的高い金利で提供していたこともあったが、最近では、歴史的に低金利状況の下、変動金利を中心としつつ、10 年までの短期固定の金利期間選択型の貸出が増加している状況。

#### (3) 金融情勢等によらない安定的なシステム構築の必要性

##### (ア) 金融情勢等によるリスクの変化

- ・ 超低金利が持続している現在においては、上記のように財政投融资に拠る公庫のシステムは、新規の貸出に限れば、超長期固定住宅ローンの提供を順ざやで可能とし、期限前償還リスクも比較的小さいと考えられる。

他方、民間システムにおいても、固定金利型の住宅ローンが増加傾向にあり、10 年を超える固定金利住宅ローンの提供も限定的ながら拡大の兆し。

- ・ しかし、既述のリスクの大小は、広くは経済情勢一般、とりわけ金利変動リスクや期限前償還リスクについては、金融情勢や金利の局面によって大きく異なるもの。

超低利が持続している現状以外の金利局面では、足の短い預貯金を原資として超長期固定融資を行う民間融資機関の抱える金利変動リスクと期限前償還リ

スクの状況は、次のとおり。

- (i) 金利上昇局面においては、完全な金利ヘッジを行っていない限り、金利変動リスクが急速に高まる一方で、期限前償還リスクについては、期限前償還そのものが少なく、逆に、期限前償還があれば、上昇しつつある金利で償還金を再投資できるという、むしろメリットがある
  - (ii) 金利の高位安定期においては、金利変動リスクは小さい一方、将来の金利下降局面における期限前償還リスクが高まる
  - (iii) 金利下降局面においては、金利変動リスクは小さい一方、高金利時に融資した既存の住宅ローンが低利へ借換えられる期限前償還が増加し、期限前償還リスクが高まる
- ・ 国によるリスク負担から民間によるリスク負担を柱としつつ、いかなる金融情勢等の下においても、上記の変動するリスクに対処して、安定的に超長期固定の住宅ローンを提供できるシステムの構築が必要。

(1) 外国の事例

- ・ 米国の場合は、公的機関を通じた住宅ローンの証券化が進展しているので、政府機関または政府機関に準じた機関（GSE:Government Sponsored Enterprise/Entity）が信用リスクを補完することを前提に、期限前償還リスク・金利変動リスクを資本市場を活用して民間に引き受けさせるシステムを通じ、政府と民間が適切にリスクを分担し合うことにより、民間金融機関による 30 年の超長期固定住宅ローンの提供を実現。
- ・ ドイツでは、一部の民間金融機関（抵当銀行）において、住宅ローンに係る「抵当証券」を担保にした債券（ファンドブリーフ債）の発行による長期資金調達を行い、15 年までの固定金利期間を有する住宅ローンを実施。
- ・ 住宅ローンは、「均質」性を有するとともに、「大量」に存在するものであること、また、貸倒率が一般債権に比して低いことから、証券化に適しているところ。  
このような海外の例を参考にすれば、「証券化」の導入は超長期固定融資を実現する有力な手法。
- ・ なお、住宅ローン債務者の期限前償還を禁止する、期限前償還を行う際には、補償金の支払を求めるなど、期限前償還リスクに対処する方法も考えられる。  
しかし、期限前償還の理由は、転勤、住替えなどやむを得ない場合もあるとともに、低利の借換えによる場合でも、既述のとおり我が国においては、消費者は期限前償還を活用して負担軽減を図ってきたところ。  
住宅ローン債務者自身が望む場合はともかく、少なくとも、一律に期限前償還を禁止、あるいは実質的に禁止するようなことは現実的ではない。

## 8 「証券化」の効用

### (1) リスクの移転と市場全体でのリスクの負担

- ・ 既述のように、超長期固定融資を行う際には、金融情勢等によりそれぞれ大小はあるものの、融資機関にはリスクが伴うもの。

このため、民間金融機関が、いかなる金融情勢の下においても、安定的に「超長期固定」の融資を提供していくためには、

利ざやをかせぐために住宅ローンを保有することにより上記のような金利変動リスクをはじめとするリスクも負担し続けるのではなく、

住宅ローンを「売却」する途を開くことにより、民間金融機関が金利変動リスクをはじめとするリスクについて、リターン見合いでこれらのリスクをとることを望む投資家等に移転する途を開くことが必要。

- ・ 他方、住宅ローンの買取先を確保することが必要となるが、買取先には、住宅ローンからのキャッシュフロー（償還元利金）が帰属するとともに、上記リスクも帰属。民間金融機関に代わって、超長期の間、リスクを負担しきれぬ主体は多くはない。
- ・ 住宅ローンの「証券化」とは、多くの住宅ローンを一旦プールし、プールからのキャッシュフローを受け取る権利を化体させた証券を発行することで、多数の投資家が存在する資本市場における売買を可能とすることにより、その流動性を高め、

多数の住宅ローンをプーリングすることにより、信用リスクのコントロールを容易化する

プーリングした資産（住宅ローン）が証券化により小口化され、内外の多様なリスク許容主体による、市場全体でのリスク負担を促進し、

比較的短期間の保有を目的とする投資家であっても、超長期の住宅ローンへの投資に参加することが可能となる結果、多くの投資家が証券を、あたかも「バケツリレー」を行うごとく売買していくことで、市場全体として満期まで保有することを可能とするとともに

証券の売買によって、住宅ローンの売却資金が円滑に融資機関に流入することで、融資機関において資金を固定化させることなく、引き続き住宅ローンの提供を行うことを可能ならしめる

証券の形態を工夫することで多様なリスク許容主体のニーズに沿ったストラクチャーをもつ商品を提供することを容易にする

ことができる手法。

- ・ すなわち、従来の単一の金融機関によるリスク負担から市場全体でのリスク負担へ移行するものであり、極めて有効な手段と考えられる。

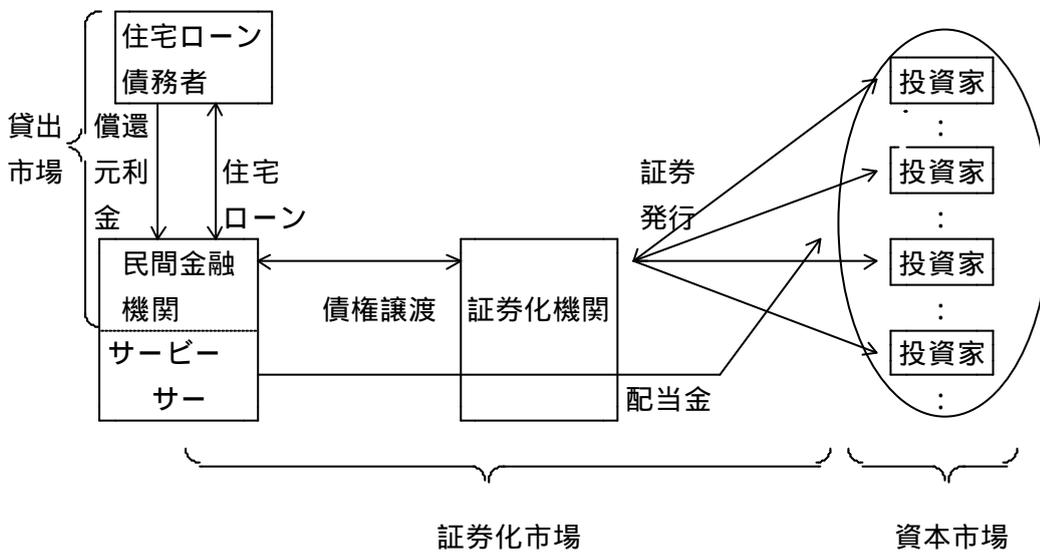
また、金融機関においては、貸出債権である住宅ローンを売却することにより、総資産を圧縮し、自己資本比率の改善を図る途を広げることともなるもの。

(2) 住宅金融のアンバンドリングと「低利」の実現

- ・ 「証券化」は、従来、住宅ローン債務者と金融機関の間のみで基本的に完結していた「住宅金融」の世界に、次のように新たなステージの形成を持ち込むもの。

貸出人が消費者に住宅ローンを貸し出す市場。 - 貸出市場 -  
 貸出から証券化機関への売却と「証券化」が行われる市場。 - 証券化市場 -  
 証券の売買の行われる市場。 - 資本市場 -

- ・ ここにおいては、従来、融資機関という一つの主体で担われてきた「住宅金融」に、それぞれのステージで、多くのプレーヤーが参加。



- ・ このような「住宅金融のアンバンドリング（機能分化）」の結果として、各機能やリスクが、専門性や規模の経済等の観点から、それぞれ最適な主体に分担して担われる効率的なシステムの形成が可能。リスクの分担については、既述のとおりであるが、さらに、このアンバンドリングにより、一連の住宅金融システムを水平的に分担して、政策的に必要な部分だけに公的関与を限定することも容易に。
- ・ さまざまな機能、リスクの分担等により、市場機能を活用した最も効率的なシステム形成の工夫の余地が生まれ、住宅ローン金利水準についても、市場機能の下で相対的な低位水準を形成することに貢献。
- ・ さらに、米国においては、証券化市場で、政府機関や政府機関に準じた機関（GSE）が信用リスクを補完しているが、その高い信用力を背景にして、国債の金利にスプレッドが乗る形での相対的に「低利」の証券発行を実施。

9 我が国における超長期固定住宅ローン提供の新たなシステムのあり方

< 基本的な姿 >

(1) 証券化の導入

- ・ 上記のように「証券化」は、市場機能を活用して  
リスク移転による超長期固定住宅ローンの提供を可能とし、  
融資機関のファンディング（資金調達）を容易にすることにより、量的な安定供給を確保し、  
住宅金融のアンバンドリングを通じて効率的システムの形成による相対的な「低利」を実現する

途を開くものであり、我が国においても、国の財政支援措置を軽減しつつ、民間でできる限り超長期固定の住宅ローンを安定的に供給することを実現するためには、証券化の導入を行うべき。

(2) 証券化システムにおける各市場のあり方

- ・ 長期的には、次のような各市場の形成を基礎に、証券化を活用した新たな住宅金融システムを構築することが基本

(ア) 貸出市場のあり方

- ・ 民間に委ねることを基本に、民間金融機関により超長期固定の住宅ローンを中心に多様な住宅ローンが提供される一方で、住宅取得を望む消費者が、この中から自由に選択できる適正な競争が確保された市場の形成

(イ) 証券化市場のあり方

- ・ 証券化の対象となる住宅ローンのバリエーションが広がるとともに、信託や S P C（Special Purpose Company 特別目的会社）の活用による C M O（Collateralized Mortgage Obligation モーゲージ債務担保証書）の発行など、投資家のニーズに応じた多様な証券の発行が活発に行われる市場の形成

(ウ) 資本市場のあり方

- ・ 国債並みに M B S が多くの投資家に認知され、二次市場も含めて民間主導による活発で、広がりや厚みのある競争的市場の形成

< 早急に取り組むべき課題 >

(1) 証券化を前提とした貸出市場の創設

- ・ 新たに債権売却を前提とした貸出市場の創設が必要であり、民間金融機関において新しい住宅ローン商品の開発や住宅ローンの仕様の統一など一体的取り組みが必要。
- ・ また、次にのべる証券化機関による住宅ローンの買取を前提にすれば、いたずらにリスクを民間金融機関に負担させることにはならないことから、買取を前提にした住宅ローン商品の提供については、広く国民各層に対する融資が民間金融機関において確保されるよう図るべき。

## (2) 証券化市場の形成

### (7) 公的機関により市場の形成を牽引

- ・ 我が国においては、住宅ローンの証券化は、民間において平成 11 年度から数件、公庫においては、平成 12 年度から開始したばかり。今後、証券化を進めるに当たって、証券化市場及び資本市場の両段階においては、いわばほぼゼロからのスタート。また、現状では国民の金融資産の保有形態は、預貯金中心であり、証券投資の裾野は限定されている。
- ・ このようにほぼゼロからのスタートであること、米国が 30 数年を要した市場の形成を短期間で行うこと、米国でも公的機関が主導していることを考慮し、当面は、次の理由から公的機関による証券化を推進することが適当。
  - (i) 証券化に当たっては、規模の経済が働くことから、当面単一の機関による証券化が経済的であること。
  - (ii) 民間の統一的な証券化機関が存在しない状況では、公的機関による証券化プログラムの開始が必要であること。
  - (iii) 金融情勢等にかかわらず、証券化を安定的、計画的に継続実施していく必要があること。
  - (iv) 国の信用力を背景にして市場原理の下で、相対的低利での効率的な証券発行を可能とすること。
  - (v) 信用リスクを保証・保険制度などの公的制度インフラをもって負担することにより、証券に係るリスクを分り易くし、投資家にとってのハードルを低くしてその市場参加を促す必要があること。
- ・ なお、民間による自主的な証券化の芽を摘むことがないよう、米国における融資限度額の上限の設定による民間の証券化との棲み分けなどの例を参考に、公的機関としての役割分担について検討すべき。

### (1) 当面買取型を先行

- ・ 公的関与の仕方としては、貸出市場の住宅ローンを買取り、これを公的機関自らの名で証券化する「買取型」の仕組みと、民間金融機関が独自に行う証券化を投資家に対する支払保証の形で支援する「保証型」が考えられる。米国のファニーメイ（Federal National Mortgage Association 連邦抵当金庫）、フレディマック（Federal Home Loan Mortgage Corporation 連邦住宅金融抵当公社）は前者を実施。
  - ・ ジニーメイ（Government National Mortgage Association 政府抵当金庫）は、FHA（Federal Housing Administration 連邦住宅局）のような公的な大規模保険システムによる信用リスクの負担を前提に、民間金融機関が独自に行う証券化について支払保証を行った上でジニーメイ債として流通させており、後者の仕組みを実施。
- ・ 我が国においては、将来的なことを含めて、民間金融機関のニーズ等を踏ま

えながら対応できるよう両スキームについて検討の対象とする必要がある。

しかしながら、資本市場の規模が小さい現段階では、均一の銘柄の証券を計画的、安定的、継続的に発行することにより、住宅ローンの証券化を進めていく必要があることから、買取型を先行させることが考えられる。

- ・ 住宅ローン売却した金融機関に対して、買取代金の代わりにMBSを交付する、いわゆる「スワッププログラム」の手法も検討に値。
- ・ また、金融機関にとっては債権流動化の選択肢を、投資家にとっては証券の供給先を増やすなどの観点から、保証型についても、早期導入の可能性を想定し、実務的な検討を進めることが必要。

#### (ウ) 公庫の活用

- ・ 公的機関としては、
  - (i) 買い取った住宅ローンについて信用リスクの分散という観点から、広く全国を相手にした買取を行うこと
  - (ii) 長期にわたり住宅ローンの提供に携わり、データの蓄積があることが望ましい。
- ・ 公庫は、このような要件に該当するとともに、
  - (i) 既に自ら貸し付けた住宅ローンについて、定期に長期的視点にたった証券化に携わっており、経験の少ない我が国の中で、知識、経験とデータの蓄積を有する公的存在であるとともに、そのMBSには高い信頼が寄せられていること
  - (ii) 受託金融機関との間で、債権管理その他の機能を有する総合オンラインシステムを既に構築しており、民間住宅ローンの証券化の推進においても、さらに使い勝手の改善を行いつつ、このインフラの活用を、民間金融機関との間で図ることが効率的であること

から、証券化機関として公庫の蓄積を活用していくことが、極めて効率的なシステム構築のあり方。

ただし、証券化機関には、健全な財務内容やリスク管理体制の確立などが求められるところであり、公庫において引き続きこの点に努めていくことが必要。

#### (I) 政府信用の与え方

- ・ 米国においては、財務省からの裁量的借入枠など政府とファニーメイ等との間の密接な関係から、ファニーメイ等の発行する証券の信用力を高く評価（市場ではAAA以上とみなされている）  
このため、ファニーメイ等は、資本市場から有利な金利で資金調達が可能（＝「暗黙の保証」）
- ・ 「証券化」はリスクを投資家に移転することが本質であるが、市場機能をフルに活用し、調達コストの低減を図ることにより、これを住宅ローン金利に反

映させる観点も重要。

我が国においても、調達コストの低減を図る観点から、政府信用の活用について、市場の評価や実効性を踏まえて検討すべき。

- ・ なお、リスクの単純化によりMBSの商品としての内容を分かり易くし、投資家層の拡大を図る観点から、少なくとも、投資家に対して期限前償還以外の元利金の支払保証を行うために必要なキャッシュフローを有する健全な財務基盤を確保できるようにすべき。健全な財務基盤の形成は、市場における調達コストの低減にも貢献。

#### (4) 多様な資金調達手段の具備

- ・ 公的機関が民間金融機関から住宅ローンを買取る際のファンディングは、MBSの資本市場における売却が中心となると考えられるが、MBSの売却以外にも他の必要な資金調達手段を有することは、安定したファンディングと住宅ローンの買取りのために必要。

これによる貸出市場と資本市場の安定は、証券化の趣旨に沿うものであり、このために必要な権能を備えるべき。

#### (3) 資本市場の形成

- ・ 証券化機関が市場のニーズを踏まえながら証券発行を行うことにより市場形成に努めるほか、公的な役割としては、制度的なインフラの整備を急ぐとともに、証券化制度の普及定着、民間の求めるデータの提供などを実施。

ただ、資本市場の形成を急ぐ観点から、当初においては、MBSの投資家に対する浸透を図るために積極的なPRを行うことは検討課題の一つ。

- ・ デリバティブなどのヘッジツール、リスクの分析ツール、インデックス等の道具立てについては、民間により積極的に創出、普及定着を図る。

#### < 留意すべきポイント >

##### (1) 新たな住宅金融システムにおける消費者の負担

- ・ 住宅を取得しようとする消費者は、これまで、「超長期固定」に加え、「低利」かつ、事務コスト相当の手数料負担等で期限前償還を自由に行うことができる仕組みの公庫直接融資を利用。

とりわけ、低利については、法律による金利の上限設定をはじめとして、利子補給等により住宅ローンの金利につき絶対的な低利水準を実現。

- ・ 「証券化」による新たな住宅金融システムは、  
金利水準は市場により決定され、市場金利の動向に伴って変動  
期限前償還のコストは、住宅ローンの金利に含まれて借入者が負担するもの。

一方、直接融資のシステムに比して多くのプレーヤーが参加し、それぞれ

のコストは住宅ローン金利の水準を押し上げる可能性がある。

- ・ しかし、

公庫直接融資のシステムに利子補給等の財政負担を伴ってきたこと、これまでと同様の財政負担を付与し続けることは困難であることは既述のとおりであり、

このような中で、「証券化」は、市場経済の下で常に相対的に有利な融資条件の提供をしようとする試み

であることを消費者は銘記する必要。
- ・ また、これに伴い住宅を取得しようとする消費者は、余裕をもった頭金の積立てや金利動向を踏まえた適切な住宅ローンの選択を行うとともに、返済困難に陥った場合への対応なども含めて、自らの判断で借入れにリスクを負うことが基本的に求められる。

この際、消費者が、適切な判断を行うことができるよう消費者教育と消費者への情報の開示が一層重要である。
- ・ なお、住宅ローンの金利が従来の絶対的低利から相対的低利に変わることで市場金利に応じて住宅ローン金利も上昇していくシステムに変わることから、金利水準にかかわらず一定の税制上の支援を行ってきた「住宅ローン減税」に代えて、住宅ローン金利の水準に応じた負担の軽減を求める声がある。

この点、米国においては、住宅ローン利子所得控除の実施により税制で対応しており、一つの手法として参考となるという意見があったが、この場合においても、課税所得に満たない低所得者の住宅取得への対応は今後の政策課題として残るとの指摘もあった。

## (2) 新たな融資機関の参入による競争の促進

- ・ 貸出市場における適正な競争の促進のためには、従来、住宅ローンを供給してきた金融機関の間の競争促進に加え、米国において伸張著しい住宅金融機関のモーゲージバンクやモーゲージブローカーなどの新たな形態の融資機関の参入が有効である。

ただし、その際、これらの新たな融資機関について情報の管理や財務内容に基準を設けるなど債務者保護の観点からの検討が必要であるとの意見もあった。
- ・ また、民間金融機関における、いわゆる「融資選別」の議論についても、これら新たな融資機関の参入により、貸出市場が活性化し、様々な観点から融資が実施されることにより、融資を受けられない人が少なくなるのではないかとの指摘もあった。
- ・ なお、競争機会の公平化を図るため、現在受託金融機関に限定されている公庫の総合オンラインシステムをこれらの融資機関にも開放すべきであるとの指摘もあった。

### (3) 住宅の質の確保・誘導への対応

- ・ 建築基準法に基づく完了検査を受けていない等、建築基準法令違反の物件に対しては、民間金融機関においても融資が行われないようにされることが望ましい姿。
- ・ さらに、消費者が一定の質を確保した住宅を安心して取得することができるようにするとともに、債権担保の観点からも、証券化を行おうとする住宅ローンの対象とする住宅については、証券化支援という公的な関与を行う上で、建築基準法に基づく最低限の基準を上回る一定水準の質の確保を求めていくことが必要であり、これを公的な検査により担保する仕組みの検討が必要。  
例えば、住宅ローンの買取基準に住宅の質に関する基準を設ける方向で検討すべき。
- ・ ただ、住宅ローンの金利は市場で決まるため、直接融資のように、住宅の質の水準に応じて金利水準で数段階にわたりインセンティブを設定するようなことは困難。
- ・ 他方、急速な高齢社会の到来に対応した住宅のバリアフリー化の普及定着、地球環境問題に対応した耐久性能や省エネルギー性能の強化、住宅の安全性確保のための耐震性の確保などの住宅政策上の課題への対応は極めて重要な問題であり、「金融」の世界に限るものではないが、有効なインセンティブ付与の可能性につき検討を行うべき。

### (4) セーフティネット等の補完措置

- ・ 住宅ローンの証券化のシステムは、一朝一夕にできあがるものではなく、移行過程において、住宅取得を望む消費者に対して必要な住宅金融サービスが、常に円滑に提供されていくよう措置しておくことが最も重要。
- ・ また、システムができあがったとしても、市場は万能ではなく、その歪みの是正や時として市場ではなしえない役割を公的部門が担うことが必要な場合も想定されるところ。
- ・ このため、民業補完の趣旨の徹底を常に図りつつ、住宅政策の観点から必要な住宅ローンの提供に支障をきたすことがないように、証券化のシステムへの移行過程、また、移行後における次のようなセーフティネットをはじめとする補完的な措置の必要性について、独立行政法人設置の時点で直接融資業務のあり方を最終決定する際に慎重に検討する必要。

#### 移行過程における量的補完への対応

- ・ 公庫直接融資に代替すべき民間金融機関による超長期固定の住宅ローンの提供、これを可能とする「証券化」がどの程度の量で、どのような時間軸で実施されていくのかについては、既述の条件整備と相互依存関係にたつとともに、最終的には資本市場の吸収力に拠るものであるが、次のよう

に市場の動向は予測し難いものがある。

- (i) 資本市場において消化できる証券の量は、プライシング次第で調整することは可能であると考えられるが、証券の消化だけを念頭に発行を行えば、いたずらに金利上昇を招くような事態も懸念。
  - (ii) 平均残存期間を考慮すれば、10年国債（平成14年度の市中発行予定額216,000億円）との実質的な市場の競合の可能性もあり、また、超長期債の発行市場は決して大きいものではなく（30年国債、20年国債の市中発行額はそれぞれ平成14年度予定6,000億円、42,000億円）、住宅ローンの証券発行の影響を十分考慮する必要。
  - (iii) 自主運用される年金資金等は、足の長い住宅ローンの証券にとって有力な投資家としての可能性を秘めた存在。
- ・ このため、移行過程を正確に見通すことは困難であるが、「証券化」の進展を図るとともに、必要な住宅ローンの供給に支障をきたすことがないよう、民間金融機関により超長期固定の住宅ローンが安定的に供給され、かつ、資本市場から証券化により潤沢かつ安定した資金調達が確保されるまでの移行過程においては、公庫直接融資の段階的縮減を図ることが必要である。
  - ・ なお、この際、次のような2つの意見があった。
    - 証券化を軌道にのせるため公庫融資を先行的・計画的に縮減していくべき。
    - 消費者に対する超長期固定の住宅金融の安定確保の観点から、公庫融資の縮減に対して、証券化による民間の超長期固定住宅ローンの代替的供給を見極めつつ、公庫融資の段階的縮減を行うべき

#### 融資選別への対応

- ・ 現在の民間金融機関の融資基準はさまざまであり、公庫の融資基準と異なり、勤続年数などをもって収入の安定性を判断する指標としている場合があることから、従来公庫から融資が受けられた者でも融資が受けられないおそれがある。
- ・ このため、今後、証券化支援制度を導入し、基本的に信用リスクを保証・保険などの公的制度インフラが負担する仕組みとするとともに、公庫の有する債務者のデフォルトデータの積極的な開示により、民間金融機関の融資審査における的確な基準の形成に資するよう努め、住宅取得を希望する消費者に対して広く融資が行われるよう制度の定着を目指していくべき。
- ・ 以上に努めても、なお、その時々を経済情勢や経営判断の中で、民間金融機関から融資を受けることが困難な人が出てくることは現実的には否定しきれない問題。このような場合に備えて、公的機関による対応の途を開

いておくことを検討すべき。

- ・ なお、信用リスクを保証・保険などの公的制度インフラにより負担する際には、貸し手の金融機関のモラルハザードや不良な住宅ローンのみを証券化する逆選択の発生の可能性を踏まえて、必要な防止措置を講ずる必要がある。

災害融資等緊急時の対応

- ・ 新システムができあがっても、災害時の緊急融資への対応や、あるいは金融システムの危機的状況により、民間金融機関の融資や証券化のシステムが滞るような場合に備えた公的機関による対応の途を検討すべき。

民間では困難な政策課題への対応

- ・ 防災上危険な密集住宅市街地の整備解消などにおいて、現状では民間金融では難しいが、政策的重要度の高い課題にきめ細かく対応する必要がある場合については、このような分野に民間金融による安定的な参入が見込まれるまでの間の公的機関による対応の途を検討すべき。

#### (5) 中古住宅市場の整備

- ・ 住宅ローンの証券化は、住宅ローンの償還元利金を裏付けにして債券を発行するものであり、住宅の不動産としての価値を直接的な裏付けとしているものではない。
- ・ しかし、債務者がデフォルトした場合、最終的には、担保資産である住宅の売却処分によってローンの回収を図ることとなるため、住宅の価値を維持することは、信用リスクを小さくし、債務者の保証料負担の軽減に資することも期待される。

したがって、このような観点から、住宅の品質確保の促進等に関する法律に基づく住宅性能表示制度による中古住宅の検査・性能評価、質・管理状況を考慮した価格査定システム等を導入して、良いものが高く売れる中古住宅市場を整備することは、効率的な証券化システムの構築を図る上で重要であり、一層の整備に努める必要。

#### (6) 証券化機関の監督および業務組織の見直し

- ・ 新たな証券化機関に対する監督の枠組みのあり方についても、米国では、HUD (Department of Housing and Urban Development 住宅都市開発省)において、住宅政策上のパフォーマンスの視点と財務基盤の健全性、安全性等の視点から監督を行う仕組みが設けられており、我が国においても検討が必要。
- ・ 当面公的機関により市場形成を牽引していく場合においても、行財政改革の趣旨や米国においてGSEが巨大化していることに対する批判があることなどを

踏まえて、資本市場の成長を見究めながら、業務や組織のあり方全般について定期的な見直しを行っていくべき。

## 10 「証券化」推進のために必要な条件整備

### (1) 求められる基礎的な条件

- ・ 市場機能の活用により、可能な限り、住宅の「アフォーダビリティ」を向上させる観点から、民間金融機関における「超長期固定」融資を可能ならしめるとともに、その上で、市場原理の下で相対的な「低利」を実現するために不可欠な条件は次のもの。

#### 証券の高い流動性の確保

- ・ 市場機能の活用により超長期固定融資を実現するための基本は、資本市場における投資家間の「バケツリレー」でのリスク分担。その基本は証券の高い流動性の確保。
- ・ 流動性の確保のためには、「信頼性」の高い「定型」の証券を大量に安定的に発行していくことが重要。

#### 低コストのシステムの形成

- ・ 「証券化」のシステムでは、住宅ローンの金利は資本市場における調達金利に各市場の間接コストを加えて決定。直接融資のシステムに比して多くのプレイヤーが参加しコストを押し上げる可能性があるが、リスクの明確化や補完等の工夫により、資本市場における調達コストの低減を図るとともに、各プレイヤーの競争を通じ間接コストの削減を図ることを可能とするものであり、このような観点からの条件整備が重要。

### (2) 具体的な条件整備

- ・ 具体的には、関係者が一体となって、次の条件整備に早急に着手することが必要。

#### (ア) 貸出市場

- ・ 証券化を前提とする新たな住宅ローンの商品の開発
- ・ 統一申込書、統一契約書、統一不動産鑑定書など住宅ローンの仕様の統一
- ・ 債務者のデフォルトデータなど証券の価格算出の前提となる住宅ローンの基礎データの開示・整備
- ・ 融資機関をはじめとするプレイヤーの間の適正な競争の確保
- ・ 提携融資について消費者に対して十分な事前説明を行うなど消費者の選択の自由の確保
- ・ 返済義務・責任の認識、将来計画の立て方、返済困難の際の対処等消費者教育（consumer education）の充実

#### (イ) 証券化市場

- ・ MBSへの投資を早急に拡大し、民間住宅ローンの証券化への移行を円滑化するため、当面現行公庫MBSの計画的、継続的な発行の拡大
- ・ ベンチマーク（指標）銘柄形成に資するよう、民間住宅ローンの証券化商品の計画的、継続的な発行の拡大

（注）なお、当面は低金利状況の下で、民間金融機関の証券化ニーズが必ずしも高くないため、将来の市場形成を図る観点から、民間金融機関と十分な協議が必要。

- ・ 投資家の負担するリスクを限定し投資家の理解と参加を促進する観点から、保証・保険などの公的制度インフラによる信用リスクの負担

#### （ウ）資本市場

- ・ 投資家の育成
  - 個人を含む投資家への普及促進
  - リスク分析を可能とするデータ開示と分析ツールの開発
- ・ 制度インフラの整備
  - 信託受益権の有価証券化
  - 社債等登録制度の登録停止期間の見直し
  - 証券の無券面化等の決済制度の整備
  - 時価データの整備、日銀貸出の適格担保の改善等

（注）社債等登録法については、証券の無券面化等を内容とする振替決済制度の創設に伴って廃止される方向で、現在関連法案が国会提出中。

- ・ 取引・市場慣行の確立
  - 取引方法の確立

#### （3）必要な検討の継続

- ・ 各市場の条件整備については、上記のほか、次のような課題が挙げられるところであり、現行公庫MBSや将来の民間住宅ローンの証券化に固有の問題ばかりではなく、金融証券界全体にわたる懸案事項も含まれ、金融行政の観点からの検討も必要。

関係省庁との意見交換も含め、引き続き関係者間で条件整備に向けて検討を行うべき。

- ・ 新たなビジネスとしてモーゲージブローカー、モーゲージバンカー、サービサー参入の可能性の検討
- ・ 大規模、低コストの信用補完システムの検討
- ・ 自己信託機能の可能性の検討
- ・ CMOなど投資家のニーズに応える商品設計の検討とその条件整備
- ・ 海外投資家の参入を容易とする仕組みの整備とPR活動
- ・ 海外での発行形態についての研究

- ・ 仲介業者の在庫ファンディング市場（レポ市場等）の創設
- ・ 市場取引、民間決済（為替決済等）等における担保利用の促進
- ・ 証券化システムについては、その普及定着や改善に向けて、関係者の意見調整や制度の提言、取引慣行も含めた市場インフラの整備などに不断の努力が求められるところ。米国のBMA（Bond Market Association 債券市場協会）やMBA（Mortgage Bankers Association 住宅銀行協会）のような民間市場参加者による自主的な組織の活動は、一つの参考にすべき。

## 11 新たな住宅金融システムによりもたらされるもの

民間の住宅ローンの証券化の効用は、民間金融機関による消費者に対する超長期固定の住宅ローンの安定供給のほか、次のような効用が期待される。

### (1) 市場機能を活用した本格的な住宅政策の展開

- ・ 住宅宅地政策における「市場重視」「ストック重視」の2つの視点の重要性については、住宅宅地審議会答申「21世紀の豊かな生活を支える住宅・宅地政策について」（平成12年6月）の中でも指摘され、既に行政においてこれらへの取り組みが行われているところ。
- ・ 今回の住宅金融の証券化システム導入は、超長期固定資金の供給の観点のほか、「市場重視」の一環として、自由な市場における証券の価格形成を通じて、資源の効率的配分や適正な所得分配等に資するとともに、中古住宅市場の整備による「ストック重視」の政策を一層推し進めるなど、これを契機として今後市場機能を活用した本格的な住宅政策の展開が期待される。

### (2) 様々な住宅ローンの証券化へのベンチマークの提供

- ・ 超長期の住宅ローン以外の住宅ローンの証券化に対するベンチマークを提供することにより、住宅ローンの証券化の対象資産の範囲が飛躍的に増大する。

### (3) 預貯金に偏った資産保有の変化

- ・ 米国においては、MBSは国債に比肩する規模に成長。  
我が国においても、比較的安全で、国債よりも高いリターンが得られるMBSの提供は、新しい魅力ある投資対象として、預貯金に偏った我が国の金融資産の保有形態に変化をもたらし、証券化市場の育成と活性化に資するものと期待。

特に、高齢社会を支える年金については、運用期間も長いことから、MBSへの潜在的な投資家として期待される。

- ・ また、高齢社会において、高齢者の投資の対象として、安全かつ比較的高いリターンが望まれるとともに、その元利金の月次払いの性格は、年2回利払いの国債に比較してユニークであり、普及を期待。

かつて、高齢者が「家作（人に貸して収入を得るために持っている家）」によ

り生活資金を得ていた状況に類似。

## むすび

以上、今後の「住宅金融」のあり方として、公庫融資に代えて、証券化を中心にした新たなシステムへの移行について、本懇談会としての考え方を述べた。

公庫設立以来50年以上が経過し、この間の住宅政策における公庫融資の位置づけを考えれば、今回の見直しは極めて大きな転換点となる。

それだけに、住宅取得を望む消費者に与える影響も大きいが、社会経済情勢や住宅事情の変化を踏まえれば、市場機能の効率性を活用した新たなシステムへの移行は、円滑かつ迅速に行われなければならない。

一方、米国とは歴史や経済的な背景が異なり、我が国への定着には関係者の不断の努力を要するものとする。本懇談会の検討は、ここで終わるが、今後、政府をはじめすべての関係者の最大限の努力を要望して、終わりの言葉としたい。

以 上