

#### 第4回 長期固定ローンの供給支援のあり方に関する検討会

平成22年4月23日

**【瀬口民間事業支援調整室長】** それでは定刻前ではございますが、委員の先生方、皆さんおそろいでございますので、ただいまから、第4回長期固定ローンの供給支援のあり方に関する検討会を開会いたします。

本日はお忙しい中、ご出席をいただきましてまことにありがとうございます。私、事務局を務めます国土交通省住宅局総務課の民間事業支援調整室長の瀬口でございます。よろしくお願いいたします。

本日、事務局側の人間が、住宅局長をはじめといたしまして、国会対応の関係で、おかれておる、あるいは欠席させていただくことになっておりまして、大変申しわけございません。

本日は、本検討会のテーマにつきまして、専門家の方々をお招きいたしまして、ご意見をいただくことにいたしておりますので、発表いただきます順番にご紹介を、まずさせていただきます。

東京大学大学院経済学研究科教授の岩本康志様でございます。

**【岩本氏】** おはようございます。よろしくお願いいたします。

**【瀬口民間事業支援調整室長】** 新生証券債券調査部シニアアナリスト、部長の松本康宏様でございます。

**【松本氏】** 松本です。よろしくお願いいたします。

**【瀬口民間事業支援調整室長】** それでは議事に入ります前に、資料の確認をさせていただきます。

お手元のクリップどめの議事次第の下のほうに、配布資料一覧という形で記載させていただいておりますが、本日は、資料1から資料7まで用意させていただいております。各資料の右肩に資料ナンバーを振らせていただいております。資料の欠落等ございましたら事務局までお申し出ください。

それでは、これからの議事運営につきましては、若杉座長にお願いしたいと存じます。よろしくお願いいたします。

**【若杉座長】** 皆さん、おはようございます。委員の皆様には、大変お忙しいところを

ご出席いただきまして、ありがとうございます。

それでは早速議事次第に従いまして、議事を進めさせていただきます。

本日は、会議の前半に、長期固定ローンの供給を支援する際の公的関与のあり方について、専門家の方からご意見を発表していただき、後半は、委員の方々からMBS市場育成の観点からのプレゼンをしていただく予定になっております。

なお、後半の議論におきましては、発表者の皆様にはご退席いただいた上で、委員のみで議論を行うことといたしますので、ご理解をお願いいたします。

それではまず本日は、2名の専門家の方にお越しいただいておりますので、順次発表をいただき、質疑応答を行いたいと考えております。

また、発表の最後に、公募に応募をいただいた、ホームローンドクター株式会社代表取締役である淡河範明氏の意見についても、事務局よりご報告いただきます。

それでは発表をお願いしたいと思います。よろしく申し上げます。

**【発表者】** 今日住宅金融への公的介入のあり方について、意見を述べさせていただきます。機会を与えていただきまして、ありがとうございます。

時間が限られておりますので、早速本題に入らせていただきます。お手元の資料を1枚おめくりいただきまして、2ページ目のところに、今日私がお話しする内容の要約が書かれております。この住宅金融の市場なんですけれども、私の考えと申しますのは、健全な民間市場の育成のためには、やはり公的な関与というものは徐々に撤退していく方向性が必要であって、そのためには、出口を見据えた明確な出口戦略が必要であるという立場でございます。

私が描きます、その出口の姿なんですけれども、これから詳しくご説明いたしますけれども、さまざまな分野で公的な介入が行われておりますけれども、住宅金融の分野に関しましては、私の判断としましては、公的金融機関というのは最終的には必要ではない、民間の金融機関で賄えるのではないかと考えております。この検討会の議題であります長期固定ローンの提供も、やはり公的機関は必要なく、民間で可能ではないかというのが私の立場でございます。

住宅ローン債権の証券化につきましても、やはり長期的な政府の介入は必要でないということを考えておまして、結果、政府介入の余地といいますのは、極めて限定的なものにする必要があるのではないかと。どのようなものが考えられるかといいますと、災害対応や弱者対応というものが、経済政策から社会政策の分野にわたって残るのではないかと考

えております。

そこに至るまでの道筋なんですけれども、これはもう明日にでも住宅金融支援機構を民営化しろという極端なことは申せませんので、やはり現状では、民間の機能は十分に整っていないというものがございまして。ですから、ある程度の期間はかかりますけれども、やはり現在の姿が恒久的に固定化されるような形で運営されるのはまずいであろうということで、出口に向かった道筋を描くことが、出口戦略として重要ではないかと考えております。

それで住宅金融支援機構、この組織自体なんですけれども、運営の判断からわかりますように、民営化に至る道筋を考えていく必要があるということでありまして。これは昔から、財投改革から政策金融改革が行われる過程につきましての私の持論でございまして、住宅金融公庫が独立法人化されたときに、証券化支援業務を始めるということに当たりまして、私はそのこと自体に反対の立場でございました。

住宅ローンの債権の証券化というのは必要なことでありますけれども、これは既に膨大な債権を抱えます旧公庫自体が証券化を進めるということで、市場の厚みを増して、証券化の業務が民間にも広まって定着することを進めていくことが、最大の証券化支援業務ではないかと思っております。新しい機構のほうは、現在の大規模な形でMBSを提供しているという姿、これがこのまま続くのはいかがなものかなと考えております。

証券化業務なんですけれども、現在ビッグなプレーヤーでありますけれども、最終的には民間にゆだねる方向と考えますと、機構の証券化支援業務というものは縮小するか、あるいは早期に民営化することが必要ではないかというのが私の考え方でございます。

それではこの結論に至った根拠なんですけれども、それは3ページのほうに書かれております。これは私が2001年に財政投融资について書いた論文の中で、金融活動に政府が介入する根拠というものを6つ列挙しまして、それが当てはまるかどうか、現状で妥当かどうかということを議論したものであります。結果、私の判断としましては、2つは妥当な根拠として現在も残っているだろうが、昔は妥当であったにしても、現状民間の金融活動が発達した状況のもとでは4つの理由はもはや成り立たず、そこを根拠にした公的な介入というものは、撤退する方向で考えたほうがいいのではないかと結論に達したわけでございます。

6つ順番に読み上げますと、まず1つは情報の非対称性でございます。これは相変わらず残る話でありまして、これを何か改善する余地があるということであれば、抵抗的介入

の必要性というものは残ることが言えます。

もう一つは、民間では大規模なリスクを負担することができませんので、そうした大きなリスクに関しては、公的な関与というものが考えられます。

妥当でない根拠というのは、1つは対抗力と呼ばれるものであります。これは郵便貯金に言われたことなんですけれども、民間金融機関と競争して効率性を高めるといふ話であります。民間同士がしっかり競争すればこういうことは成り立たないというのが、現在の大勢の意見だと思います。

次がここの検討会の本題にかかわるものでありまして、民間では供給できない長期資金を供給するという根拠でありますけれども、民間でも長期の資金運用の需要もありますし、またその資金運用の技術も増してきていますので、かなり長期の期間の資金が出せるようになってきていると。さらにこの住宅ローンなんですけれども、35年ローンということで今供給されていますけれども、実際35年かかって返しているというのはごく少数になっていて、途中で繰り上げ償還で返すものが大きいわけがありますので、必ずしもみんなが35年の長期資金を必要としているわけではなくて、むしろ期限前償還リスクのほうが大きいし、それにさまざまなリスクが存在するだろうということが考えられまして、この点に関して、住宅金融の分野において公的介入の一番大きな理由というものが、やはり今では妥当でなくなっているのではないかというのが私の考え方でございます。

あとは、社会的に価値のあるプロジェクトを促進する外部性という観点も、なかなか妥当するものが見当たりにくくなっている。

公的金融機関が民間ではできない情報を生産するという根拠も、薄弱だということと言えるということでもあります。

以上、6つの根拠をもとに住宅金融に当てはめた判断というものが、4ページのほうに書かれております。情報の偏在の問題なんですけれども、これは分野によって違うかと思えます。債権の証券化ということで、中小企業金融の分野でも議論はされているんですけれども、こちらのほうは深刻な問題でありますけれども、住宅金融に関しましては、この中小企業金融に比べれば、さほど深刻ではないと私はとらえております。

長期・固定・低利ということがよく言われますけれども、長期・固定の資金は先ほど申し上げたとおりでございます。

それでちょっと飛びますけれども、次の5ページのところに、その住宅ローン債権が、これは旧公庫債権なんですけれども、どれだけの比率で繰り上げ償還が行われているのか

ということを、ちょっとグラフにかいたものがございます。これはもともとは住宅金融支援機構さんのデータをいただいて、それをもとに私が加工してつくったものであります。横軸に、償還が始まってから何年経過したところにどれだけの割合が繰り上げ償還されて、償還が終わっているのかというものを書いたものであります。

あいにく1996年以前のデータがございませんので、それ以前から償還が開始されたものにつきましては、ちょっとデータの誤差がございまして、その段階でどれくらい返されているのかという累積の比率というものがわかりません。それを別途、別のところから推計しているがために、少し誤差があるというか、ばらつきが生じているということでもあります。

ただ傾向として言えるのは、約半数が10年程度で償還が終わっている。20年たちますと8割ぐらいが終わっているということございまして、20年ぐらいまで出せば、かなりの部分はもう住宅ローンとしては返し終わっているということが言えます。この横に見たところの散らばりというのが、どれだけ早く返るかということについて散らばっているというグラフであります。もう一度言いますと、この線というのは、各年の償還が始まったものを全部まとめて、その平均をあらわしているという形であります。という形のものを見ましても、これで例えば10年の資金なり20年の資金をある程度組み合わせて出せば、相当部分の住宅ローンというものは、資金が供給できると言えるのではないかと思います。

低利につきましては、補助金をつけて低利にする、あるいは暗黙の政府保証とか、どうやって低利にするかということなんですけれども、そうする根拠、市場金利を下げる根拠となりますと、何か外部性があるのかということなんですけれども、持ち家を普及させるということに関してそこまでの意義というものは、なかなか現状では認められないのではないかと思います。

あと、貸し出し市場の逆選択によるという理論的な説明というものもございすけれども、これも現実には統制はあまりあるとは考えられないと判断しております。

あと、住宅金融に限らず、この公的金融の分野で政府の介入が必要だということが言われる根拠として、ニーズがある、マーケットのほうで介入があることによって助かっているということが言われております。

財投の分野を見ますと、例えば公共事業ですと無駄な公共事業とかと言われるんですけども、金融で見ますと、犬を飼っていない家に犬小屋を建てる資金を融資するとか、そ

ここまで変なことをやっていないわけで、役立つこと、ニーズがあることをやっているんですけれども、ただそのニーズというものは、金利が低ければ公的なほうから借りる、価格が安ければ借りるというのは当たり前の話であって、あるいはさまざまな証券を組成する場合に関しても、とりにくいリスクのほうをとってくれば、それは民間から金融機関を見ればありがたいということ、これも当たり前の話であって、ニーズがあるから必要だということではなくて、そのニーズにかかわっているコスト、それに見合う正当な根拠があるかどうかということが大事な判断になると思います。そういった意味では、ここのニーズということではなくて、先ほど挙げた根拠のほうから考えていくべきではないかと思っております。

それでちょっと飛びまして、7ページのほうに行きます。この住宅金融市場の課題なんですけれども、そもそも証券化が必要というのは、長期の資金を借り手は必要としていますけれども、そのローンを出す情報生産主体の銀行は、もともと短期の資金を調達して活動しているわけで、期間のミスマッチの問題があるということですから、この解決策としては、銀行がこのミスマッチを抱えるのではなくて、証券化することによって、これを長期の資金供給者のもとへ移すことが適当であるということ。

そのこのところに民間がどこまでやって、公的な介入がどこまで必要かという判断になってくるわけなんですけれども、やはりその場合、証券化をする段階での情報の非対称性の問題というものが大きくなってきて、これに関して適切な規制がないと、さまざまなスキャンダラスな問題が起こってくるというのが考えられます。

その際、現存の住宅金融支援機構のような公的な機関がそのまま残っていると、規制対象としての公的機関があって、さらに規制当局があるということになって、その規制と機関の姿は非常に複雑になってくるということが言えるかと思えます。これが適切な規制をかけることに関して、かなり状況を難しくするということが言えるかと思っております。

なので、私は前から住宅金融公庫を民営化と言っていましたけど、その際にアメリカのほうで、フレディマックやらファニーメイという公的な機関があるではないかとかと言われていたんですけれども、結局あちらの機関のほうは大問題を起こしたので、今、意を強くして住宅金融支援機構についても民営化ということを相変わらず、私は申し上げているということでございます。

次は、証券を出す際に当たってのもともとのオリジネータと格付会社のモラルハザードというのは、規制、あるいは自立的なインセンティブを設計する上でも非常に重要であり

まして、この点にさまざまな課題を大きく残しているということは認めておりますので、今すぐに何もかも自由というわけにはいかないわけであります。

幸か不幸か市場も成熟していないので、現在の証券化の商品というところも、アメリカのようにさまざまな悪知恵を絞って、変な有毒資産があらわれるような状況にはなっていないとは思いますが、この未成熟な市場をできるだけ健全な形で育成することの公的な役割というのは、当然しばらく残ると思うんですけども、その先にあるのは、現状のままで公的な金融機関がビッグなプレーヤーであるという姿ではなくて、ビッグなプレーヤーはすべて民間に移っているという姿が望ましいのではないかと考えております。

では、公的な金融機関は何も必要ないかということとはそうではなくて、やはり現在市場で十分提供されていないようなニーズについては、何らかの働きかけというのは政策として考えられるかと思えます。これは単なる列挙でありますけれども、地震保険や耐震住宅、特にこれは弱者のほうに普及するということが大事だと考えておりますし、リスクという点でありますと、長期固定で30年で資金を供給しても、借り手のほうはいつリストラに遭うかわからないという時代ですし、さらに住宅価格も上がる一方という時代はもう過ぎました。住宅も土地も下がる可能性もあるということを考えると、やはりこのローン債権が最終的に担保とちゃらにならないという、現在のノンリコースローンが中心のマーケットが果たしていいのかということ、このあたりも考えていく必要があるのではないかと考えております。

次、8ページはちょっと説明が飛びましたけれども、現在の運用側の機関、長期の資金の運用のニーズとしていくところが大分買ってきているという姿。これはもとは住宅金融支援機構さんのデータの仕様をそのままいただいて、こちらのほうに載せておりますので、このミスマッチを解消する証券化の姿というのが、徐々に進んでいっているのではないかととらえております。

9ページは時間があったら触れようかと思いましたが、私のさまざまな最初に言いました根拠をいろんな分野で当てはめると、さまざまな分野でその答えがいろいろと違ってくるといのが、こちらのほうで示したものでございますが、ちょっと今日の話とは関係ございませんので先のほうに飛ばさせていただきます。11ページの組織形態についても一言お話をさせていただきたいと思えます。

民営化が望ましいのではないかと申し上げましたが、その根拠といたしましては、廃止という案もあるんですけども、ただ特殊法人改革をずっと眺めていましたとこ

ろ、特殊法人を廃止しても必ず受け皿法人ができて、後に存続してしまうというのが現状であります。そうすると、廃止よりも民営化のほうが、意義のなくなった機関をその後も有効活用するという点では望ましいということが言えます。何もかも解散してみんないなくなるというのは、せっかく今まで蓄積された資源もあるわけですから、それを有効活用するという視点がやはり必須だろうということです。

あと、意義の薄くなった業務はやめるということで、規模を縮小することを図るのは当然でありまして、人員の減少が必要な場合には、民営化された機関で吸収するか、あるいは大幅に縮小が必要な場合には一たん民営化しておいて、必要なものに関して小さな公的機関を別につくり直すということが考えられるのではないかと思います。

次に最後になりますけれども、ではこの住宅金融支援機構の組織形態なんですけれども、民営化ということであれば、これは株式会社化ということでございます。民営化というのは1つは極端な意見でありまして、そこまではいかない政治的な判断になるかもしれませんが、仮に民営化しないとしても、現状の独立行政法人の形態よりは、株式会社形態のほうが望ましいのではないかと考えております。

そもそも経緯をたどりますと、もともと特殊法人改革をしているところで、先行改革で住宅金融公庫は独立行政法人化という判断がされました。その後政策金融機関に関しましては、この特殊法人改革では先送りされて、後で議論されたのですけれども、結局、住宅金融公庫以外の公的金融機関に関しては特殊会社化されるという形になって、日本政策金融公庫というのは、これまで特殊会社というのはその先に民営化という姿があって、そこまでの中間プロセスのような扱いだったのですけれども、民営化を前提にしない株式会社というものがここで登場したということでございます。

株式会社の姿が望ましい根拠はいろいろとございますけれども、1つ簡単な根拠を挙げますと、民間で類似した機能を果たしているわけですが、そういった民間と類似した機能を果たす組織につきましては、やはり民間とのイコールフットィングが大事になってくるということから、いびつな別の形の組織形態ではなくて、組織形態もそろえることが望ましいということ。金融機関であるものを、わざわざ別の組織形態にするのが果たして望ましいかどうかということを考えてみると、それは株式会社化が自然ではないかと思います。

そもそも独立行政法人というのは、市場で財やサービスを供給しないような法人、これは国民経済計算上では一般政府部門に含まれるものですけれども、そういったものを本来の対象にした組織でありまして、公的金融機関というのは市場で提供される金融サービス



を供給している分野でありますので、独立行政法人とはそもそも理念的な形で合わない、若干無理をして独立行政法人の枠に当てはめているということが言えます。

ですから特殊会社化するか、あるいは新しいカテゴリーをつくるかするのが適当であったかと思います。新しいカテゴリーをつくるというのは、特殊会社は必ず株式会社になりますので、課税法人ということになるんですけれども、非課税にするのであれば、別の、独立行政法人とは違った公企業形態の非課税法人というものを用意する必要があるかと思えますけれども、イコールフットィングであるということであれば、この住宅金融支援機構に関しても、課税法人にして悪い根拠はないというのが私の考え方でございます。

以上、約20分なので、私の報告はこれで終わらせていただきます。ありがとうございました。

**【委員】** どうもありがとうございました。それでは委員の皆様、ご意見、ご質問等がありましたらお願いいたします。

**【委員】** どうもありがとうございました。論点満載で伺いたいことが非常に多いのですが、まず、3ページ目の期間変換というところで、ほかにもいろいろ関連するところが出てきたかと思うんですけれども、民間で今、長期の資金が供給できるというようなご認識だと思いますけれども、具体的にどういった主体がこれができるのかというところをお伺いしたいと思います。実は第2回、第3回の会合で、全銀協さん、それから地銀協さんから、そこはちょっと難しいというお話を伺ったばかりです。そうすると具体的な主体としてどの辺を想定されているかを教えてください。

**【委員】** どうぞ。

**【発表者】** 銀行は無理です。銀行はもともと短期で資金を調達していますので。銀行はそもそも審査の中心になりますから、まず銀行はその住宅ローン債権を発生させるのが通常の形態だと思うんですけれども、それは長期の資金を運用します機関投資家、生命保険会社、それからもう少し長期の資金を調達している金融機関が中心になってやると。最終的には、直接個人投資家なり大口投資家が長期で運用したいといった場合に、そういった資金を購入するということも考えられるんですけれども、銀行以外の長期の資金の運用をしたいといった投資家を念頭に考えているということです。

**【委員】** そうすると、銀行がローンを出して、ローンを個人投資家が買うということですか。

**【発表者】** ですからその段階で証券化を挟み込むわけです。

【委員】 証券化を前提としているということでしょうか。

【発表者】 そうです、もちろんです。

【委員】 ありがとうございます。

【委員】 ありがとうございます。

【委員】 詳しい説明ありがとうございました。2点ご質問があるのですけれども、まず1点目が、2ページ目の資料の中で、一番上で「住宅金融分野では公的金融機関は必要ない」とご明言されていらっしゃる。その一方で、民間銀行の貸出運営スタンスD Iが、日本銀行から公表されていますが、個人向け貸し出しの推移を見ますと、2008年12月に最も厳しい水準まで落ち込んでいまして、その後は若干回復しているのですが、過去5年の水準で見ると、まだ貸し出しを厳しくしているスタンスというデータが公表されています。

あともう一つ、前回、前々回でハウスメーカーさんにゲストスピーカーに来ていただいて、住宅ローンを供給されている現場の声を発言されていたのですが、民間の金融機関が最近融資基準を厳しくして、なかなか審査が通りづらいというようなご発言もありました。そういうものを補完する意味合いでの公的金融機関については、この必要の有無をどのようにお考えになっていらっしゃいますか。

【発表者】 景気循環のそういう悪いとき、信用補完をする必要性があるかどうかという論点だと思うのですが、これは例えば中小企業金融ですと、そこで行き詰まって、まさに事業を畳まなければいけないということはシリアスな問題だと思いますので、そういった分野では必要性はあると感じておりますが、住宅金融の場合は持ち家を持つか、あるいはとりあえず借家なり社宅に入っているかということになりますので、そういった意味のところまで信用補完をしなければいけないというか、コストがここに関してもし発生するということを考えれば、そこまでやらなくてもいいのではないかというのが私の考え方でございます。

【委員】 わかりました。あともう一つご質問ですけれども、次は12ページに飛びまして、4つコメントをおまとめになっているうちの上から3つ目ですけれども、「公正な競争の観点から、株式会社化が望ましい」と。具体例を1つないし2つぐらいで結構ですけれども、実際に今、株式会社たる銀行と独立行政法人たる住宅金融支援機構の間で公平でないような競争というのは、具体的にどういうものが挙げられますでしょうか。もうほんとうに1つか2つで結構なんです。

【発表者】 ここに関して言いますと、今競合というのはそれほど強くないと思っていますので、そういった面ではこれは一般論ではありまして、特にこれが具体的に今緊急というところまではいかないかと思えます。ただ一部業務はやはりダブっているような部分がありまして、MBSに関しても、これだけビッグな形で住宅金融支援機構さんがやっていますので、なかなか民間は入りづらいところはあるわけです。ただ、そのままでいいのかと考えますと、これは規模の経済もありますので、やはり大きな機関が幾つかあって、そこで証券化をするという姿は望ましい姿であって、それはすべては民間会社になるのがいいのではないかなと私は思っております。

そういった将来の状況を描いたときに、株式会社と違った組織である住宅金融支援機構さんがそのままの形でずっと残っているという形態が、果たして望ましいのかなと考えた場合に、やはりそれは先に、民営化が可能な形の株式会社にそろえておいたほうがいいのではないかなというのが考えでございます。

【委員】 ありがとうございます。

【委員】 ほかにいかがですか。はい、どうぞ。

【委員】 確認なんですけれども、1つは、先ほど民間で証券化を使って長期の資金の供給が可能とおっしゃったんですが、これも全銀協さん、地銀協さんのお話からすると、一部できる金融機関もあるんですけれども、できないところも多いというようなお話だったかと思っております。今先生がおっしゃったお話は、ある程度時間軸も含めた、将来的な姿というイメージでという理解でよろしいでしょうか。

【発表者】 今、供給できないものを無理やり全部民間にというのは、破綻するのは当然ですので、やはり長期的にはそういったものが出てくる。さらに理由は幾つかあるかと思うんです。出てきてしかるべき理由は幾つかあるわけなので、生保会社につきましては負債側のほうは、もともと長期固定の契約で資金を調達しているわけですから、その運用を短期でやっていることによって、今まで利ざやが稼げなくということで、大変な問題が起こってきたということに関しては、運用期間をマッチさせることは当然必要なわけなので、そういったニーズはもともと潜在的にあるはずですよ。

我々個人の側から見た場合に、長期固定で資産を運用したいというニーズは当然あるわけですから、それと住宅ローンをそもそも結びつけるということは必要ですし、さらにもう一つは、長期固定、35年ローンとか言っているんですけれども、35年ということは実はかなり幻想の世界と申しますか、ほんとうに35年で返すというのはごくごく少数で

あって、それをもっと早く、短期のところの住宅ローン中心であってもいいのではないかと。さらに住宅ローンのほうで問題になるリスクというのはその部分ではなくて、もっと期限前償還なり、個人の所得が途中で失われるとかいう問題のほうが大きいわけなので、長期固定のローンを出すということ自体が持ち家を促進するという政策があるにしても、その助けということに関しては、随分昔に比べれば重要性は下がってきているのかなと思っています。

長期といっても今の35年ではなくて、もう少し短い期間のものを中心に。それが民間のほうでちょうど出るような形に持っていくというのが、長い目で見た姿であると。そこに向けて段階的に調整していくということを考えたかどうかという立場でございます。

【委員】 ありがとうございます。あともう一点だけ。先ほどの〇〇さんの質問と関連しますけれども、今も完全民営化を前提としない株式会社形態の政策金融機関はあるかと思うんですけれども、そちらのほうが民営化、株式会社化して、今、公平な競争になっているかどうかというところのご認識をちょっと伺いたいのが1点と、あとは住宅金融支援機構の場合は直接融資も一部残っているとは思いますが、融資を直接国のお金で貸すというよりは、証券化を通じたインフラの提供の側面のほうが、証券化支援事業については強いのかなという気がしているんですが、その辺でのほかの政策金融機関との違いについてのご認識等がもしあれば、教えてください。

【発表者】 まず組織形態が株式会社化されることによって、財務書類自体がすべて株式会社の形態で提供されるということで、パフォーマンスの比較が民間金融機関と比べてできるようになっているということで、公的金融機関の活動を評価するに当たって、今までよりも民間との比較は、よりよくできるような情報がいろいろ提供されているのが1つです。

あと、ガバナンスの観点から、民間の金融機関のガバナンスというのはその株式会社の形態で行われていますので、それにのっとった、同じような形でガバナンスが働くということは言えるかと思います。また、日本公庫さんの場合は、私はああいう形でまとめるということ自体にはあまり賛成ではなかったのです。

というのは、さまざまな違った分野の業務と一緒に集まったというところで、これがうまく組織形態としてガバナンスできるかという別の問題がかかわってきますので、統合されたということと、それから株式会社化されたということと、両方が働いてこれからのパフォーマンスが出てきますので、株式会社化されたことのパフォーマンスの評価というの

を、ちょっと難しくしている面があろうかと思います。ですからいいこともあったし、そういう一緒にしたということは、ちょっとまずかったかなという形で見えています。

【委員】 ありがとうございます。最後にもうひとつ質問させてください。公企業法人という考え方があるんですが、これは私も非常に興味があるんですけども、例えば、今おっしゃった財務書類だとか、ガバナンスを株式会社に近いものにしたような公企業法人というのは、考え方としてはあり得るというようなお立場でしょうか。

【発表者】 そうですね。もともとこの独法も含めて、企業会計原則にのっとるということなわけですから、その他会計のほうでは同じほうにそろってきています。だからほぼ株式会社に近い形の形態をとればいいのかと思いますが、株式会社にしますとどうしても課税法人扱いに多分なってくるだろうと思う。だから特例法をつくるかという形だと思うんですけども、そのぐらいの違いだと思いますので、公企業法人というのをわざわざつくらなくてもいいという考え方もあるし、必要だという考え方もあると思いますので、オプションとして用意しているということです。

【委員】 ほかに。はい、どうぞ。

【委員】 今の組織形態の話でどうしてもイメージがつかめないのですが、2ページでは出口戦略として、証券化は最終的に民間にゆだね、機構の証券化支援業務は縮小しながら、役割を限定しながらも同時に民間、特に株式会社化すると。このときの株式会社のイメージ、つまり株式会社は配当を払い、組織の自律的な営みとして業務を広げようとする性向があると思うのですが、ここはどのように両立するとお考えですか。

【発表者】 民営化を目指してということであれば、最終的に民営化していくわけですから、そこに向かって民間機関としてしっかりやっていく業務をつくっていくということは、当然認めるということです。その先には、今やっているものをすべてやめるというのはなかなか難しいわけですから、今証券化支援業務を軸にした、民営化された民間企業が1つでき上がるという形だと思うんです。

ただ、それ1つだけではなくて、できればもう一つ、二つぐらいのそれに競合する民間会社も同時に存在するような形で、住宅金融に関しての証券化のマーケットなりができ上がる姿が望ましいかと思っていますので、その部分は同時に民間が育ってくることを期待しているということです。これは民間にやってもらわなきゃいけないことですから、政策で決めるわけにはいかないんで、確かに希望なんですけれども、出てこなかったら相変わらず残ると。そうすると独占民間企業を1つつくるといのは難しくなってくるので、

少し規制をかけながら、公的な関与のまま残さざるを得ないのかなとは思っております。

だから民間ができることは民間になんですけれども、民間ができなかったらこれはちょっと仕方がないので、しばらく持つておくと。ただそれでも民間がちゃんと出てきたら、そちらの分も民営化できるような形に、組織としては最初から民営化可能な組織にしておいたほうが良いという判断でございます。

もちろん民営化するまでは公的な関与が当然ありますから、肥大化とか、あるいは政府が介入したことによって、有利な条件を不当に行使するとかということの制約は課すことが必要です。もちろん業務を広げるということでもありますのは、証券が必要だということであれば、それを進めていくこと自体は別に悪いことはない、そういう判断であります。

【委員】 すいません、いいですか。

【委員】 どうぞ。

【委員】 2ページにあるような、まだ政府の介入を残す根拠が全部なくなれば、その株式会社は民間にゆだねることができて、公平な競争が実現されると思うのですが、今過渡的な状態にあって、まだ2つほど根拠が残っている。民間も育っていない。一方で最後のページにありますのは、仮に完全民営化という最終ゴールに至らなくても、株式会社化を進めるべきだというご主張ですけれども、具体的にはこれらの根拠がすべてなくなるのを待ったほうがいいのか、それとも1つ、2つ残っていても、その株式会社化を進めるべきにご主張なのか、お聞かせ願えますか。

【発表者】 組織形態は早くやっても別に問題はないと思います。先ほど組織拡大のインセンティブが働くんじゃないかと思っていたんですけれども、それは特殊法人でも独立行政法人でも同じといたしますか、組織の肥大化というのは公的な機関でも働く傾向があります。それを抑えるのが独立行政法人なら簡単で、特殊会社なら難しい、そういうことはないと思います。特殊会社に関しましても法的な関与はありますし、さまざまな監督ができるわけなので、その部分に関してはどちらでも抑えられると。

ただ、民間と比較可能な形の組織にしておくということは、別におくらせる必要は何もなくて、早目にやっておいて問題はないと思います。日本公庫さんも今、株式会社化されているわけですから、それにそろえても何の不都合もない。ここだけ特異な形の組織になっているということの根拠もあまりないのではないかと判断しています。

【委員】 ほかに。はい、どうぞ。

【委員】 7ページの2つ目のポイントで、証券化における情報偏在問題に対応するた

めには、規制というのもあり得るのではないかというご指摘なんですけれども、これはやはり証券化一般に関する一般論的なご認識と考えてよろしいでしょうか。例えば具体的な規制としては、その場合にはインサイダー規制とか、あるいは場合によってはファイアウォールとか、そんな形になるのかなと想像するんですけれども、そのあたりをお教えいただければと思います。

【発表者】 これは一般論で書いております。詳しく説明すると大変なので、もう一般論ということで。

【委員】 どうぞ。

【委員】 最終的に出口戦略を目指す上で、先生は民間が育ってくるといいのだがとおっしゃるんですが、私も同様の問題意識で、全銀協などの代表者になぜやられないのかを尋ねてみました。支援機構と同じ業務を法律上は自由にできるのに、何で民間はやらないんですかということなんです。聞いてみるとやっぱりやれませんというような回答が返ってきます。それで、民間を育てるための環境整備みたいなものについて、先生、何かご意見がございましたら教えていただければと存じます。

【発表者】 環境はあると判断してしまして、何で民間がやらないんだらうと。私の思いはむしろそちらのほうにあります。ですから、具体的に政府が何か阻害しているものがあまり見当たらないわけでありまして、それを育成するために、また手をかすということ自体も過剰な介入だと考えておりますので、育つまで待つと。それまではこちらの機関、機構は残るといふぐらいの政府の介入のあり方になるのではないかなと。

要するに、無理に撤退するのでもなくて、無理に育てていくというものないという形で、市場が育成されるのを待つということになるのではないかと考えております。

【委員】 ほかにいかがですか。

じゃ、1つだけ質問があるんですが、株式会社化ということなんですけれども、株式会社は法律的に言えば、営利目的の社団法人ということで、あとは有限責任とか、業務と執行の分離とかいうことが特徴になっているわけですが、そういうことを考えられて株式会社化と言っているのか、あるいは既にある民間が株式会社の形態が中心なので、それと合わせるために言っているということなんでしょうか。

今の日本の株式会社がほんとうに理想どおりというか、理念どおりに動いているかどうかということは、またガバナンスの問題なんかがあるわけなんですけれども、その辺はどういうふうか。

【発表者】 両方の意味があると思います。営利目的で悪いという理由は何もないと思います。これは効率化のインセンティブになるわけですから。それで、ちゃんとそのルールにのっとって効率化を図るということであれば、何も問題ないというのが私の持論であります。

【委員】 あとはガバナンスのことを先生も言われましたけれども、日本の株式会社のガバナンスがほんとうに健全に機能しているかどうかという議論もあるんですが、これは株式会社だからだめだというわけではなくて、日本全体の問題でもあるので、ちょっと株式会社のことを非難して言うことはできないと思うんです。その辺のガバナンスとかなんかについてのお考えがもしあれば、お聞きしたいんですが。

【発表者】 そうすると、企業のガバナンス一般論になってきますので、私が今ここで話したのは、現在ある箱のどれに当てはまるかということを考えていますので、いい箱を用意するところまでのアイデアは、今のところ残念ながらございません。

【委員】 わかりました。いかがでしょうか。予定していた時間になってしまったんですが、よろしいですか。

どうもありがとうございました。

続きまして、〇〇様より発表をお願いしたいと思います。よろしく申し上げます。

【発表者】 よろしく申し上げます。初めに私自身のご紹介なんですが、これまで米系の各付機関、国内外の証券会社に勤務して、クレジットアナリストとして、主に日本の民間企業、業界並びに財投機関債などを発行する政府系金融機関などについて分析し、レポートを執筆してきました。ただ最近では、海外の金融動向についても時折論文を、経済雑誌である『週刊エコノミスト』等に寄稿させていただいております。

今回取り上げますファニーメイ、フレディマックの米住宅金融公社2社については、両社が2008年9月に公的管理下に入る以前に、先ほど申し上げました『週刊エコノミスト』の2008年8月19日号に論文を書いております。また直近では、アメリカの中央銀行であるFRBの2社に対するかかわりについても論文を寄稿しております。主に今回の骨子としては、その2つの論文をもとに資料を追加して、プレゼンテーションをつくらせていただいております。

まず、日本の公的な住宅金融のあり方を考える上で、企業において、今申し上げました米国の政府支援機関の住宅金融機関による実質破綻の事例から、我々は多く学ぶことができるんじゃないかと。アメリカにおいては、1968年に今の前身であるファニーメイが



民営化して、40年後に破綻したということは、公的金融を民間企業というガバナンスで運営した結果破綻した。だから政府系金融機関、公的金融機関だから破綻したのではなくて、公的金融を民間会社化して民間のガバナンスを運営した結果、40年後に破綻したという言い方、公的機関を民間企業という器で運営したことの破綻事例だという理解が正しいんじゃないかなと思います。

それではまず、2ページのほうをちょっと見ていただきたいんですが、こちらは本日の進め方として目次を書いておりますけど、ファニーメイ、フレディマックの両社の沿革から、両社の住宅ローンの事業内容、財務状況、資産の推移などの財務分析を踏まえて、両社がどうして2008年9月に公的管理下に置かれるような状況になってしまったのか、その本質を探っていききたいということです。

また、現在日本国内においても住宅金融の公的金融のあり方について話がされておりますが、それに対しても、ある程度教訓を引き出すことができればいいんじゃないかというところで、私の本日の締めくくりとして、その教訓を引き出していききたいと思います。

まず3ページのほうを見てください。こちらは米国における公的な住宅金融機関の沿革について、簡単に触れております。現在ファニーメイ、フレディマックは実質破綻したといっても、まだニューヨーク証券取引所に上場している歴然とした民間企業です。

もともとファニーメイというのは、大恐慌後の1930年代のニューディール政策の一環として、住宅ローン市場の活性化を目指して、時の政府が政府完全保有の国営企業として当初設立されました。だから当時は政府から出資と保証を得て事業を運営してきたんですが、その後1968年に、現在の民間企業であるファニーメイと、政府100%保有のジニーメイの2つに分離されました。要は住宅ローンについては、民営化されるべき部分は現在のファニーメイに移して、本来的にほんとうに公的支援が必要な部分はジニーメイに移したということが言えるんじゃないかと思います。

ただ一方で、1970年に連邦住宅貸付抵当公社フレディマックが設立されているんですが、ファニーメイとフレディマックは基本的には業務内容が全く重なっておりまして、なぜ同じようなものを2つつくったのか。これは当時ファニーメイが市場をほぼ独占していたのを、そこに競争原理をもたらすということで、ライバルをつくったと考えております。

ただ、フレディマックとファニーメイがお互い切磋琢磨して、資産内容を健全化しつつ、健全な競争を図ってきたかという点、その40年後の2008年9月、両社が同じように

公的機関に置かれるような、実質破綻状態に置かれたということは、フレディマックの設立によって健全な競争がもたらされたというよりは、ファニーメイ、フレディマックの2社体制が、お互いに資産の増加ペースを速めて、損失を拡大させて、最終的に政府の負担を大きくさせてしまったんじゃないかなということが言えると思われま

次に、2社の事業内容を見てみたいんですが、4ページをごらんください。これはファニーメイとフレディマック2社による住宅ローンビジネスの残高の規模です。こちらはその住宅ローンビジネスがどのような構成になっているのかということ、数字を挙げて出しているんですが、これはまず両社が保有し、実際バランスシートに計上されている住宅ローン残高に、ファニーメイ、フレディマックが証券化して外部の投資家に売却した、既にオフバランスとなっているものとか、保証した債券を戻して、自分たちのファニーメイ債、フレディマック債を両社が自社で保有している場合がありますので、それを除いて実際の住宅ローンビジネスの残高として出した数字です。

それが5.5兆ドルあるということです。この5.5兆ドルはどれくらいの規模かといいますと、米国のGDPの約4割、日本のGDPとほぼ匹敵するような巨大な数字で、この数字だけを見ていただいても、両社のローンビジネスが破綻した場合のアメリカ経済に与える潜在的な大きさがあらわれているんじゃないかなと思います。また、両社がアメリカの住宅ローン担保証券市場の半分を担っているということからも、両社の破綻が同国のMBS市場の破綻をも意味していたと言えるんじゃないかなと思います。

次の5ページなんですが、これはちょうどフレディマックとファニーメイが2008年9月に公的管理下に入る直前、2008年3月末のデータなんですが、先ほど冒頭申し上げましたように、2008年8月19日号の『週刊エコノミスト』に私が寄稿した論文で使用したデータです。ここから見る限り、例えば当時の不良債権は、両社合わせて0.7%、1%にも満たないし、これだけ見ると、その後急速に破綻したというのがなかなか理解できないんですが、ただ、両社の当時のオンバランスの総資産が1.6兆ドルに対して、オフバランスの分も含めたモーゲージ関連のポートフォリオが、自社発行のMBSもここでは含めておりますが、オンバランスの3倍近い5兆ドルに達しているということです。

一方で、真ん中あたりにサブプライム関連等残高(ローン+MBS)と書いているんですが、例えば実際のサブプライムローンを証券化したもの、またサブプライムの生のローン、またはA1t-Aのローン、A1t-Aの証券化、プラス商業用不動産関連の担保証券というのも、2008年3月時点で両社が持っておりまして、これが約7,700億ドル

に達しております。

実際、2008年9月に両社が公的管理下に置かれて、その後どうなったかというのが、6ページを見ていただきたいんですが、こちらには2005年以降の両社の四半期ごとの純損益の推移を左のテーブルに、右側が2005年以降の最終損益の累積額をあらわしております。それで、サブプライムローン問題が米国で表面化するのが2007年夏以降なんですが、左側の四半期ごとの純損益を見ていただくとわかりますように、大体2007年の第2四半期までは両社とも利益を出しております、第3四半期以降、だから米国でのサブプライムローン問題が表面化して以降、不良債権処理コストの増加で、わずかではありませんが赤字に転じていったと。

2008年9月に公的管理下に移った途端、その期だけでも両社合わせた損失が500億ドル、日本円で約5兆円出ておりますので、公的管理下に移ってもともと潜在的なリスクが顕在化した。それと足元までの累積額ですと、約2,000億ドルの累積赤字になっております。だから公的管理下に移ったのは、まさに不良債権の処理が始まる、そのぎりぎりのタイミングで入ったと。もし公的管理下がおくれていたら、不良債権をこのように処理した場合、両社が債務超過に陥って、市場から完全に信用を失っていて、アメリカの経済、またはモーゲージバック証券市場に大混乱をもたらしたんじゃないかなと思います。

ということで、公的管理下に置かれた当初は、そこまでやる必要があったのかということが思われていたと思うんですが、今振り返ってみれば、絶妙のタイミングで公的管理下に置かれたということが言えるんじゃないかなと思います。

次に7ページを見てください。これは過去5年間の2社の自己資本の推移と優先株の残高の推移です。優先株の残高の推移を載せたのは、政府からの公的な資本注入というのは、この優先株の引き受けという形で行われておりますので、優先株の残高を見ることで、アメリカ政府の公的資本注入の度合いがわかるということであらわしております。当然ながら出資という形もしているんですが、近年の公的支援は主に優先株の引き受けで行われているということです。

それで2008年9月に両社が公的管理下に入って、左側の自己資本の状況というのは劇的に変わるんですが、2008年9月末はフレディマックが債務超過に陥って、フannieメイは辛うじて資産超過を保っているという状況に陥っています。その後、両社は債務超過を続け、辛うじてフレディマックは最近において資産超過という形なんですが、両社合わせると債務超過の状態が続いているということです。

ただ一方で、2008年9月期以降、アメリカ政府は両社に対して1,100億ドル、約10兆円の優先株の引き受けで増資を行っています。それにもかかわらず両社の自己資本は、実質債務超過の状況に陥っているということです。

次は8ページのほうを見ていただきたいんですが、今ほど増資の引き受けというのはアメリカの財務省が主に行っているんですが、一方で、アメリカの中央銀行であるFRBがファニーメイ、フレディマックに対してどのようなかわりを持っているのかという資料を、8ページに掲げております。

近年、世界的な金融危機の中、アメリカのFRBが金融機関への流動性の供給ということで、資産の買い取りをしているということは皆さんご存じだと思うんですが、その中で資産の買い取り対象債権として、ファニーメイ、フレディマックなどの住宅公社が出している住宅ローン担保証券と、ファニーメイ、フレディマックを含むアメリカの政府支援機構(GSE)が発行している機関債も、FRBの買い取りの対象になっています。

それで2009年12月16日現在ですが、このMBSと政府系機関債の合わせたFRBの保有額は1兆589億ドルと円換算では、1兆円超になっております。FRBは毎週彼らのバランスシートの内容を発表しているんですが、足元でも大体この1兆ドルという数字はあまり大きく変わっておりませんので、この数字を使わせていただいております。これは表面的には、アメリカの金融機関に対する流動性の供給という形はとっているんですが、実は両社、ファニーメイ、フレディマックの借金の肩がわりをFRBがしたという言い方もできるんじゃないかなと思われます。

実際にFRBというのは、市場への流動性の供給とか、ファインチューニングをすることが中心なんですが、こうやって実質的にリスクのある債権を持ってしまうと、ファニーメイやフレディマックが将来破綻した場合は、FRBのバランスシートが大きく悪化してしまって、中央銀行の信頼に大きなマイナスの影響を与えてしまう可能性が出てくるんじゃないかなと思います。

ということで、FRBも間接的ではありますが、ファニーメイ、フレディマックに対して、その資産買い取りという形で支援している。だから財務省が増資で引き受けた約10兆円の増資だけではなくて、FRBの買い取りも含めると、やっぱりアメリカ政府は1兆ドル以上の資金を2社に投入しているということです。それが現状までのファニーメイ、フレディマックの財務内容と、政府の2社に対するかわりなんです。

ここで9ページです。そこに至るまでの背景として、過去20年、1990年から20

09年末までのファニーメイ、フレディマックの総資産の推移を書いているんですが、20年前の段階では2社合わせても、総資産規模は1,700億ドルなんですが、20年後はその10倍に膨れ上がってしまった。それで、現在ファニーメイ、フレディマック2社単純合算の総資産は1兆8,000億ドルに対して、100%政府保有のジニーメイは157億ドルですから、100分の1以下です。負債については、ジニーメイは保証業務が中心ですのでほとんど負債を持っていないのに対して、フレディマックは実際に負債の額は、ジニーメイの1,000倍という強烈な形になっております。

ファニーメイやフレディマックが完全に民間として事業をしているのに、なぜここまで公的支援する必要があったのかということです。実際にファニーメイ、フレディマックというのは政府支援機構という政府系金融機関という冠を持ちつつ、民間企業というガバナンスでもって運営されてきた。その結果、100%政府保有のジニーメイと、民間のガバナンスを持って運営してきた公的金融のファニーメイで、これだけ総資産の規模、負債の規模に開きが出てきたのかということ、10ページ以降の中で考察していきたいと思えます。

表だけ見ますと、政府系金融機関が、ただサブプライムローン問題の渦中で破綻してしまっただけというのとらえ方しかできないんですが、実際にこの2社のガバナンスのやり方を見ていけば、そこから重要な教訓が得られるんじゃないかと思えます。結局公的機関の民営化ということが、ここでは2社、公社、政府、市場の3者間でお互いもたれ合うような構造をつくってしまって、そこからモラルハザードが誘発されたんじゃないかなと私は思っております。

まず政府と公社の間から言えば、公社は基本的に100%上場している民間企業ですので、公的債務を増やさずに、住宅政府の便利なツールとして住宅取得という公的な政策を促進することができた。ここはやっぱり政府としては、ジニーメイではなくてファニーメイ、フレディマックを使って住宅ローンを増やしたいというモチベーションが出てきたんじゃないか。

また公社と市場においては、民間企業だから市場から管理されている、監視されている、モニターされているということは大きな間違いです。市場は公社がどういう形態であれ、その実態を評価する。だから市場の規律・監視というのは欠如していると言えらると思えます。その一つの例が、ファニーメイ、フレディマックが実際の公的管理下に置かれた、また2008年9月に近くなって、当時はやっぱり経営危機がささやかれていても、各付は

トリプルAを維持しておりましたので、これは民間企業ではあり得ない。ということは、民間企業という形式を整えているからと言って市場の規律・監視が機能するかというと、そうじゃないということです。

また、政府と市場の間でも、やっぱり市場は100%民間上場会社とはいっても、政府支援機関(GSE)として政府が暗黙の保証をしているんだという理解をしていますから、こういうところが市場のモニター、規律・監視というのが欠如してしまった。だからこういう構造でお互いもたれ合ったということが、今回の2社の実質破綻の本質じゃないかなと私はとらえております。

11ページがそのまとめの部分なんですが、要は民間企業としてのガバナンスが機能しない、半官半民、公的金融を民間企業の衣を着させて運営していることで、モラルハザードを誘発してしまったということです。先ほど言いました、政府支援機関としての高い信用力をエンジョイして、市場から低コストで資金を調達してきた。

また民間資本による運営ということで、政府は政府支援機構として確かに管理していますし、住宅政策の観点から管理をしているんですが、やっぱり民間資本である、上場企業であるということで、政府による直接的なジニーメイに対するような管理が及びにくかったのではないかと。近年20年間、急速な拡大をしておりますので、民間企業だから収益を追求するのは当然であるということと、やっぱり安易なこの拡大路線が認容されやすかったのではないかと。だから官民としてのマイナス部分、民間企業としてのマイナス部分がお互い相乗効果をもたらして、大きな損害をこうむらせたのではないかと思います。

12ページです。そこから我々は、どういう教訓を得ることができるのかということなんですが、ファニーメイ、フレディマックの2社というのは、民間資本による上場企業として運営される一方で、政府の住宅政策という重要な政策実行機関として実質的に機能してきたということです。

結局は先ほど申し上げたモラルハザードによって、政府は両社による民間債務、公的債務を増やさずに住宅政策を推し進める、フリーライドしてきた、ただ乗りしてきたということで、公的債務の負担を実質的に軽減してきたということ。政府所有のジニーメイとの資産規模の大きな違いから、それも明らかじゃないかと思います。

一方で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があるということを前提にして安易に資金を提供してきた。だから市場規

律はほとんど機能していない状況にあったと思われます。

これが民間企業の組織形態をとりつつ、政府の住宅政策における政策実行機関としての役割を行うようなものを、半官半民という企業形態によって行ってしまうと、やっぱり公社、政府、市場の3者の間にモラルハザードを誘発する構造を起しやすくなる。それが2社の実質破綻の大きな要因になっているのではないかと思います。

その結論としては、やっぱり政府の住宅政策における政策実行機関、公的金融が必要であるならば、それは民間のガバナンスに期待するのではなくて、政府の管理下による機関にとどめて管理しておくべきではないか。それはアメリカのジニーメイのケースがまさにそのとおりです。だから公的金融が必要であるというならば、それは民間のガバナンスを使ってよくなるという保証は何もないというのが、アメリカのケーススタディーから我々は見ることができんじゃないかなと思います。

以上です。

**【委員】** どうもありがとうございました。それでは委員の皆さん、またご意見やご質問をお願いいたします。はい、どうぞ。

**【委員】** 詳しいご説明ありがとうございました。1つだけご質問ですけれども、12ページの一番最後で、「政府の管理下による機関に留まっておくべきである」というご意見ですが、今現在、まだ政府の管理下に置かれているわけですが、今後は従来のような半官半民としての経営形態はまずいというご意見だと思います。より具体的に、政府の管理下でどのような形態が好ましいとお考えでしょうか。

**【発表者】** それはやっぱりアメリカのケース、ジニーメイがまさに100%政府所有の政府系金融機関としてとどまっていますから、そういう形態。だから株式会社化しても、やっぱり上場しないとほとんど意味がないですし、株式会社が上場したからといって、アメリカのケースで民間のガバナンスを100%注入しても、このような形態があるんだったら、公的金融が必要であるならば、それは100%政府所有の金融機関として運営すべき。

だからそれは、野放図に中途半端な民営化をしてしまった、100%民間企業にして上場企業にしたとしても、政府系金融機関としての役割を担い、政府系企業と呼ばれてしまったら、市場は暗黙の政府保証があると見てしまうわけです。そこで政府が、違う、支援しないとはっきり言わない限りは企業をそう見ます。ということは、民間企業、または上場企業にしてしまっただけで、政府系政策金融機関としての役割を担わせてしまったら、政府は、

いや、あれは我々は面倒見ないとはっきり言わない限りは、市場はそう見てしまうんです。

すると全く矛盾してしまうわけです。あれは公的な金融機関を民間のガバナンスで行っているという政府の説明は矛盾してしまうわけです。すると公的金融って何ですか、政府が何の面倒も見ない、責任をとらない。それは全く何の意味もないわけです。だからこういう中途半端な半官半民という形をつくってしまったら、市場というのは実際、株式会社であるか、上場企業であるかという形式を問うているのではなくて、政府が実質としてその機関にどういう対応するのかというのを見ているわけです。

だからそれがアメリカのケースで見られた。で、アメリカの場合は100%民間企業として運営している政府系金融機関と、100%政府所有としてのジニーメイ、両方存在している。ジニーメイはほとんど傷ついていないということを見れば、結論はおのずと知れる。だから我々はいまだジニーメイという形で国内の公的金融を持っているんだったら、そのままがいいんじゃないか。ただ、その規模をどうするかという話はしても、今後規模は縮小していけばいい話ですから。だから公的金融が必要であるならば、100%政府所有でとどめておくべきというのが私の骨子です。

【委員】 ありがとうございます。

【委員】 ほかにいかがですか。はい、どうぞ。

【委員】 どうもありがとうございました。2つあるんですけども、私も十七、八年前に、初めて米国のMBSのトレーディングをやったときに、政府による暗黙の政府保証があるんだというのを教わって、それを所与としてトレーディングをやっていましたけれども、仮に政府による暗黙の政府保証がないですと米国政府が明言していたとした場合に、ファニーメイ、フレディマック、あるいは米国の住宅金融市場の姿というのは、どの程度今と違うものになっていたと思われませんか。

【発表者】 ファニーメイ、フレディマックは米国の住宅ローン担保証券市場の5割のシェアを持っているということは、おそらくこういうシェアを持ち得ていないですし、その大部分が、例えばジニーメイがファニーメイのオフバランスの10分の1しかないということは、ファニーメイやフレディマックは、今の姿の10分の1だって全くおかしくなわけです。ということは、米国のMBS市場の発達を大きく後退させたんじゃないかと思います。だから今の半分ぐらいの規模であってもおかしくない。

ということは、米国の持ち家政策を今のような状況に持ってこられなかった可能性があります。だから民間企業でどうであれ、政府もGSEとして暗黙の政府保証を認めていま



したし、破綻したということはあっても2社の貢献度はあったと思います。だからこれはやっぱり2社がなければ、現状のアメリカのモーゲージバック証券市場はなかったし、アメリカの持ち家政策は現在のような状況にはなかったと思います。

【委員】 ありがとうございます。あともう一つなんですけれども、ファニーメイ、フレディマックの業務として、日本の住宅金融支援機構に近い証券化のインフラの提供と住宅ローンの信用リスクの部分の負担をしている業務が1つ。これはほとんどバランスシートを使わないと思うんですけれども、もう一つはバランスシートを使ったポートフォリオ投資の業務があったと思います。今回破綻した原因についてはどちらというご認識か、教えてください。

【発表者】 だからおそらく2社が破綻してマーケットの人がすごく驚いたのは、2社はもともとプライムローンしか扱っていなかったというイメージでしたので、それが破綻するわけじゃないじゃないかと。ただ、ふたをあけてみたら、実際、政府が2007年夏以降、サブプライムローン問題が出て、このサブプライムローンが提供されなくなったりして、やっぱり2社にある程度肩がわりさせてしまったということです。だから2008年3月当方で、サブプライムローン関連であるとか、オートローンであるとか、職業不動産関連のものを7,700億ドル、彼らは持っていましたから。実際、2008年9月以降に急に不良債権処理コストが増えたのは、ここから出てきたんだと思います。

だから従来の業務に完全に特化していれば、これほど悲惨な状況にはなっていなかった。だからプライムの住宅ローンを政府系金融機関としてやっていた破綻したのではなくて、サブプライムローンであったり、そういうものを政府の意向で持たされた結果、それが破裂して破綻した。だから2社のビジネスモデルというのは全く破綻しているわけではなくて、政府の2007年夏以降のサブプライムローン等に対する施策が反映してしまったということです。だから政府が結果としては、責任を持って管理下に置いたと言えると思います。

【委員】 ありがとうございます。

【委員】 どうぞ。

【委員】 今の説明で、政府に持たされたということをおっしゃいましたが、そういうときに普通でしたら民間の株主は、そんなもの持つなという話になるけれども、それがなかったということが問題なのではないでしょうか。そうだとすると、ごく最近の現象としてこの問題をとらえたらいいのでしょうか。私自身はむしろこれは規模が大き過ぎて、トゥー・ビ

ッグ、トゥー・フェールで、助けざるを得なかったという印象を持ちます。民間でも結局AIGなどは救済されているわけですので、そうすると規模が問題で、規模を抑えればこういう問題は解決するというようなことは考えられないでしょうか。

**【発表者】** 実際2007年夏以降、サブプライムローンで不良債権となるものを持たされた。ただ、これはやっぱり当時、実際、2007年夏の時点で単に不良債権として問題になっていますけど、例えばA1t-Aまでどうなんだ、商業不動産はどうだと、その時点ではまだそれは将来的に不良債権化になると、皆さん思っていないわけですよ。だからアメリカ政府もある程度持たせた。それは理解できます。

だからその後、そういう不良債権を持たすべきじゃないと言えますけど、その当時はほんとうに不良債権になるかわからないわけです。だから今の時点だから、過去のことを間違っている、正しいと言えますけど、その時点ではやっぱりA1t-Aを持たせること、商業不動産担保証券を持たせることは、考えとしては間違っていない。ただ流動性が欠落しているから。だからサブプライムローンについても、それはその後、ある程度内容が劣化しているのがわかっていれば、それに対して補完していればいいわけですから、その時点でサブプライムローンは危険だと言っても、それはあくまでも懸念であって。

だからその時点で悪いものを、それでは、民間企業だから反対する、それはクエスチョンマークですし、政府系金融機関という役割も担っているのであれば、完全にこれは民間企業としてのガバナンスがきいているわけではないということです。だからそれはお互いもたれ合っていますから、そうすると結局、政府系金融機関としての看板を返上する、GSEとしての信用力を返上する。そうすると今度は調達コストが上がる、証券界も大変だとなっちゃいますから、お互いその段階ではもたれ合って、協力関係にウインな関係にあったと思います。だから完全にノーと言えなかったのは、民間企業としての判断であってもノーと言えなかったんじゃないかなと思います。

**【委員】** よろしいですか。じゃ、まだいろいろご質問なんかありそうですね、時間が限られていますので、以上とさせていただきたいと思います。どうもありがとうございました。

続きまして、ホームローンドクター株式会社代表取締役である淡河範明さんに、ヒアリングを事務局が行っていただきました。その報告をお願いしたいと思います。

**【事務局】** それでは事務局よりご説明いたします。

ホームローンドクター、淡河範明氏のヒアリング結果ですけれども、淡河氏はモーゲー

ジバンクの代理店業務、一般消費者へのコンサルティング業務を行っているということで、そういう立場からのご意見でございます。

要点としまして5点ございまして、1つは、民間ベースで消費者にとって安定的な形でローンがなかなか提供されていないのが問題だということで、長期固定はやっぱり民間では対応が難しいとか、さまざまな商品があっても経営判断でメニューがころころ変わるといようなこと。

2つ目は、過剰な融資と審査が甘いということで、銀行間の過当競争でオーバーローンになっているというような問題。それから審査が入り口だけにとどまっているというようなことでございます。

3つ目ですが、民間の変動金利の問題でございます。採算を度外視した安過ぎる金利が問題であるとおっしゃってまして、こういうことは金融機関の発展にもつながらないし、あるいは長期固定ローンとの比較という意味でも、数字の上で誤らせる原因だということで問題だとおっしゃっています。

4つ目は、フラット35Sのことをおっしゃっています。当初10年1%金利引き下げ、これは非常に競争力が大きいという感想をお持ちですが、持続的制度にしていくのであれば、金利だけ安いというだけではなかなか続いていかないということで、ここに書いていますようないろんな工夫をしないとたないのではないかというお話でございます。

最後に5番目といたしまして、長期固定ローンは非常に価値があるとお考えでございます。これはだれでも簡単に住宅ローンにかかるリスクコントロールができる商品で、非常に便利だということで、こういうよさをもっと一般の人にわかってもらう必要があると。そのために何が必要かということで、資格制度の充実等が必要というご主張をお持ちでして、業界団体による自主ルールに頼らないような消費者保護のスキームを考えるべきではないかというお話でございました。

以上でございます。

**【委員】** どうもありがとうございました。では、今のヒアリングの結果について、ご意見、ご質問等ございますか。よろしいですか。

では、そういうことで、これ以上、ご意見、ご質問等がないようでしたら、議事を先に進めさせていただきます。

会議の冒頭でもお伝えしましたように、発表者のお二人には、今日お忙しい中プレゼンしていただいて、ありがとうございました。これで退席していただければと思います。あ

りがとうございました。

(発表者退席)

【委員】 それではこれより、委員のみで会合を進めたいと思います。

本日は、住宅金融支援機構の業務と組織のあり方をめぐる論点のうち、MBS市場と住宅金融支援機構の組織形態のかかわりについてご議論いただきたいと思います。

まず初めに、事務局より背景を簡単にご説明いただいた後、〇〇委員及び〇〇委員にプレゼンをお願いしたいと思います。

それでは事務局、お願いいたします。

【事務局】 それではお手元の資料4をごらんいただければと思います。この後の〇〇委員、それから〇〇委員のプレゼンの背景を、簡単にご説明させていただきます。

資料のほうは第1回のこの検討会でもご説明させていただきましたが、住宅金融支援機構のMBSの発行は、非常に特殊な仕組みをとってございます。通常であれば左のように、社債方式、あるいは信託受益権方式という発行体本体、または担保となる債権、いずれかを信用力とする発行方式をとっているのに対しまして、住宅金融支援機構は、ジョイントサポート方式と呼んでございますけれども、通常時は発行体、いざというときは担保となっている債権の信用力を活用するという、特殊な方式をとってございます。

この方式は、独立行政法人という形態で、会社更生法の適用が除外されることにより可能となっておりますので、仮に特別法などで特殊な規定なしに、通常の子会社法に住宅金融支援機構が移行した場合には、この発行方式はとれなくなります。まず、その際のMBS発行にどのような影響を与えるかという観点から、〇〇委員にプレゼンをいただきたいと思っております。

それからもう一つの問題が、こういう会社更生法の適用になると使えない仕組みであるということがございます。仮に住宅金融支援機構が会社更生法の適用のある組織にその後の法改正などで移行した場合には、この右側の絵にありますように、社債が受益権化ということがあらかじめ仕組まれてございます。このため、例えば今日、突然株式会社化されたということになりますと、社債が受益権化いたします。それによって今の市場にいろいろと混乱が起こるといような点、問題がございます。この点につきまして〇〇委員からプレゼンをいただくということがございます。

以上でございます。

【委員】 ありがとうございます。

それでは〇〇委員、早速お願いいたします。

【委員】 はい。お手元の資料5を用いてご説明をさせていただきたいと思います。

まず、1ページ目をおあげください。本資料の前提条件を3つ述べさせていただきます。まず一番上ですけれども、住宅金融支援機構の組織形態が、独立行政法人から株式会社に変更された場合を想定しております。

2つ目は、事務局からご説明がありましたとおり、現在の機構MBSの商品性といたしまして、機構の株式会社化は受益権行使事由に該当いたしますので、既に発行されている機構MBSが消滅して、投資家は信託受益権を取得することになるということです。

3つ目として、機構は株式会社となった後も引き続き証券化支援業務を行い、従来とは異なる新たな仕組みのMBSを発行するという、これらの前提条件のもとにご説明をさせていただきたいと思います。

次の2ページ目ですが、まず現状認識ということでグラフをおつけいたしました。棒グラフの赤が、各年度におけます機構MBSの新規発行額です。下のほうに伸びているグレーの棒グラフは、各年度におけます償還額です。ご覧頂きますように、償還額を上回る新規発行が毎年続いておりますので、その差し引きを累計しましたグレーの残高は、上昇を続けているということでございます。

コメントの2つ目をごらんいただきますと、このように機構MBSは足元で市場の拡大を続けております。投資家の投資残高も増加一辺倒となりまして、場合によって需給のバランスが崩れる場合があります。具体的には2006年の夏とか2008年の秋以降、需給のバランスが実際に崩れました。

より詳しくご説明いたしますと、投資家の方々の運用ポートフォリオというのは無限ではございません。有限で、一定の規模に限られています。かつ分散投資というのが基本になっている中で、機構MBSについては、この1銘柄の投資ウエートが年々増加し続けることで、需給のバランスが崩れる場合が時としてあるということです。3つ目でございますが、このような需給のバランスを崩さないような市場の育成が非常に重要で、この10年来、そのような市場の育成が続けられてきたということでございます。

では実際にどんな育成が行われて、現在どんな制度インフラがあるのかということをお3ページにまとめました。これは私の個人的なまとめでございますので、違う制度インフラもあるのではないかというご意見もあろうかと思いますが、大きなものとしてはこの四角の中の①から⑥までが、この拡大し続けるマーケットを支えているのではないかなと考え

ています。

まず①ですけれども、政府100%出資の独立行政法人が発行体であるということと、長期延滞した信託債権を差しかえたり、期限前償還するなどのサポートがあるということで、先ほど事務局から資料4でご説明がございましたが、資料4の右側の上の通常時のサポートがあるということでございます。

②といたしまして、独立行政法人には会社更生法の適用がない。

③でございますが、10社以上の証券会社がこの機構MBSの引き受け実績を持っておりまして、かつ流通市場で値づけをしているということでございます。

④といたしまして、債券に対する価格というのが市場で何種類もあるので、そのうちの一般に公正妥当と多くの市場参加者が認めている売買参考統計値、あるいはブルームバーグ公社債基準価格などが機構のMBSには付されていて、適正な評価が可能であるということでございます。

⑤につきましては、我が国の代表的な債券インデックスに組み込まれていると。

⑥第1回債から約10年来、一貫して統一した商品性が維持されておりまして、既発債対比で新発債の投資評価、既発債と新発債の入れかえなどの投資行動が可能になってきたということでございます。

次のページから、前提条件のように株式会社化されて、新しい仕組みでMBSが発行されますと、これらの市場インフラにどういう影響を与えるかということについて、ご意見を述べさせていただきたいと思っております。

まず4ページですけれども、①から⑥までであるうちの①でございます。政府100%出資の独立行政法人がMBSの発行体であるということにつきまして、2段落まとめておりますが、上段が現在の機構MBSに対する評価です。超過担保で信用補完されているのに加えて、通常時においては長期延滞をした信託債権を機構が差しかえたり、期限前償還をしているということです。

これに対する市場の評価がその下の矢印でございますが、超過担保もあり、かつその延滞債権は、通常時であれば機構が差しかえ、あるいは期限前償還してくれるという、いわば二重のサポートが投資家に安心感を与えているのではないかなと思っております。

下段が、新たな仕組みとしてSPCや信託がMBSの発行体となる。イメージといたしましては、資料4の左側の下イメージでございます。この場合には超過担保のみが投資家の信用補完となるということで、その次の括弧内はちょっとテクニカルな論点ですけれ

ども、このような事情で差しかえや期限前償還が制約されるということです。そうしますと、今のいわば二重のサポートから1つだけ、超過担保だけのサポートとなるということで、場合によっては債券スプレッドが拡大する要因にもなり得るということです。

次の5ページですが、こちらもやはり上段は、現在の機構MBSに対する評価でございます。まして、独立行政法人には会社更生法の適用はございません。万が一、民事再生法が適用されても、信託債権というのは担保目的で信託されておりますので、別除権として、再生手続によらないで権利行使が可能ということが法律で担保されておまして、これが現在投資家に安心感を与えている、もう一つの要因であろうと考えています。

下段が新たに株式会社化にされた場合ですが、この場合は会社更生法が適用されるということで、担保目的で信託されている機構MBSは、おそらく更生担保権として評価されて、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ということで、元利払いが期日どおりになされず、元本の満額の償還が行われない可能性が高くなるということです。これが株式会社化された後の新発債については従来と異なる仕組みにする必要があるという、最も大きな理由であろうかと思えます。

次、6ページをごらんいただきますと、制度インフラ③の10社以上の証券会社による値づけでございます。ここに添付いたしました画面はブルームバーグの画面でございます。証券会社や投資家の皆様のデスクにあって、日々こういうものをごらんになっていると思うんですけども、機構のMBSにつきましては、10社以上の証券会社がこのようにBIDプライス、ASKプライスを出しておまして、これは日々更新されております。このようにMBS市場に対して流動性をつけているということでございます。

このような、ここまで10社以上の証券会社が毎日値づけをしている商品というのは、一般社債も含めてそんなにはないのではないかと思います。これが新しい仕組みになって、まだ小さいマーケットから発行されることになるであろう、株式会社化した後のMBSにも、果たしてこういう制度が担保されるのかということは、やってみなければわかりませんが、こういう流動性がないと、一般に債券スプレッドは拡大いたします。流動性プレミアムが乗ってくるということです。

7ページ目ですが、さまざまな債券価格がございまして、上から順にご説明いたします。一番上は売買参考統計値で、証券化商品に関しては機構MBSのみが、このプライスが付されております。

2つ目、ブルームバーグ公社債基準価格、略してBBYFと呼んでおりますが、証券化

商品に関しては公募債のみ付されておまして、もちろん機構MBSもこの価格がついております。

3つ目でございますが、債券標準価格（J S - P r i c e）と呼んでおりますが、機構のMBSももちろんこのプライスがついております。

4つ目でございますが、多くの私募の証券化商品に付されている価格で、個々の証券会社から個別に提供される時価ということでございます。

一番下のコメントでございますが、このJSDP、BBYF、J S - P r i c eが、一般に公正妥当な価格と言われておまして、機構MBSにはこれらの時価が付されています。それ以外の証券化商品には、なかなかこういう時価がついていないのが現状でございます。新たな制度のもとで、株式会社になった後の機構MBSにこういう価格がついてくれればいいんですけども、もしつかないと公正妥当な評価が難しいということになってくると思います。

8ページ目でございますが、制度インフラの⑤でございます。インデックスの組み入れ対象になっております。一番上から簡単にご説明いたしますと、投資会社とかアセットマネジメントさんは、インデックスをベンチマークとした運用をしておまして、インデックスに組み入れられた債券については、投資するインセンティブが与えられております。

上から3つ目ですが、私募で発行された社債とか信託受益権は、主要な債券インデックスに組み込まれておりませんので、4つ目のコメントでございますが、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、少なくとも投信会社やアセットマネジメント会社が購入するインセンティブがなくなるということです。それが需給のバランスを崩して、債券スプレッドが拡大する可能性があるかなと考えています。

9ページでございますが、制度インフラの⑥、第1回債から一貫して統一した商品性ということでございます。上から簡単にご説明いたしますと、既発債と新発債の商品性が同じなので、単純に両者のスプレッドを比較した投資評価が可能ということで、その下の①から③までの投資行動を具体的に例示いたしました。

まず①ですけれども、機構MBSの新発債のスプレッドが既発債を上回っておりますと、新発債のほうが割安で投資妙味があるということです。既発債を売って新発債に乗りかえることで、ポートフォリオの利回り向上が可能になります。②といたしましては、MBSを買ってしばらく投資をしておりますと、だんだん残存年限が短くなってまいります。こういうものを売って残存年限の長い新発債を買うという投資行動もしばしば見られます。



③ですけれども、新発債は超過需要で、投資予算に対して十分な投資ができなかった場合には、既発債も追加で購入するというような投資行動も実際に見られております。

このように、①から③までのような投資行動がありますと、コメントの上から3つ目ですが、既発債につきましては実際にセカンダリー市場で流通されておりますので、実際に売買を反映した客観的な価格となるということでございます。

一番最後でございますが、この①でご説明いたしましたように、既発債と新発債の間に常時裁定が働きますので、新発債が適正に客観的に値づけされるということが担保されていると思います。

次、10ページで引き続き制度インフラ⑥の続きでございますが、今度機構が株式会社化したしまして、MBSの商品性が変わりますとどういうことになるかということですが、上から簡単にご説明いたしますが、まず商品性が変わりますので単純な比較ができなくなるということで、既発債市場と新発債市場が分断されます。

その下ですが、分断されますと裁定機能が失われますので、新発債の条件決定の客観性、妥当性を保つのが難しくなるのではないかなということでございます。

上から3つ目ですが、市場が分断されますので、それぞれの市場が独立して市場規模が小さくなる。一般に市場規模が小さくなりますと流動性が低下いたしますので、債券スプレッドが拡大するおそれがあるということでございます。

その下、上から4つ目でございます。途中で商品性を変えますと、また新たに市場を拡大させていく必要がありますので、冒頭申し上げました市場インフラを、新たな商品性を持つ機構MBSについて、新規に整備していく必要があるのではないかなと思います。

一番最後ですけれども、一般に投資家の方々は、予見しにくいリスクを内包する債券への投資を嫌っております。債券というのは、約定クーポンを受け取り、満期に100円で元本の償還を受ける投資でございますが、株のように、ダウンサイドリスクもあるけれども大きなリターンがねらえる商品とは対称的な、安全な運用ということで債券に運用されておりますので、当初予見されないリスクが出てきたりとか、あるいは価格が下がるようなリスクというのを非常に嫌う傾向があるのではないかなと考えています。

MBS市場におそらく大きな影響を与えるのではないかなと考えています機構の株式会社化は、このような予見することが難しいリスクに該当すると、私としては考えておまして、MBS市場に対する投資家の信頼が揺らぎ、センチメント悪化で債券スプレッドが大きく拡大するおそれがあるのではないかなと考えています。特にここの部分が私として

が一番、ふだん市場に接していて懸念しているところではございます。

最後、11ページでございますが、これまで機構MBSのспレッドが拡大する可能性を幾つか言及いたしました。これが実際に国民生活に何らかの影響を与えるのかどうかということですが、まず今の証券化支援業務の制度といたしまして、MBS金利に一定の利ざやを上乗せした提示金利を、機構がフラット35の取り扱い金融機関に提示しております。金融機関は、この提示金利にサービサー料を上乗せした金利を、実際のローン金利としているという制度です。

したがってMBSのспレッド拡大は、このMBS金利自体を引き上げることとなりますので、ひいてはフラット35のローン金利上昇にもつながるのではないかなと考えております。

私が今日お持ちした資料の説明は以上でございます。

【委員】 どうもありがとうございます。それでは最初、意見とかご質問を予定していたんですが、ちょっと時間が迫ってきましたので、最初に〇〇委員のお話を伺ってから、後でまとめて議論したいと思っております。よろしいでしょうか。

【委員】 私からは資料6を使いまして、今の〇〇委員のプレゼンを受けまして、既発の住宅金融支援機構、RMB Sが、受益権に轉換された場合の市場に対する影響に絞って、考えるところを述べてまいりたいと存じます。

まず、資料を1枚おあげいただきまして、2ページです。左の上からごらんいただきたいのですが、実際に受益権に転ずる事象が起きたときの市場のメカニズムを、このページであらわしてみました。まず左上でそういう事象が起きると、先ほど〇〇委員からご説明があったMBS特有の特徴という、すべての前提が崩れますので、投資家は流通市場において本債券を購入する動機を失ってまいります。

需要が減退して、それが②番ですけれども、流通市場における値づけ業者、証券会社が、流動性が低下することを見込みまして、つまり買い手が見つけにくくなることを見込んで、より大きな仲介コスト、売買価格差という形でこれを乗せて値づけをします。

④番をごらんいただくと、投資家はこのような転売時のコストの拡大を織り込んで、より高い利回りを要求してまいります。つまり債券の本源的な償還可能性とかにはかわりのない要因、市場における流通性、市場関係者はこれを商品の流動性と呼びますけれども、これによって⑤番に至るわけですが、価格は大きく下落して流通спレッドが拡大します。

さらには⑥番をごらんいただきたいのですが、投資家の中でも会計上、その他有価証券

として本MBSを保有している投資家は、評価損に非常に敏感です。時価による評価損は財務諸表上の重要な開示事項の一つになっておりまして、中でも銀行等は評価損を自己資本から差し引く規定がございまして、経営体力を棄損いたしますので、損の生じた債券を売却する性向が強いと言えます。

資料の3ページ目をごらんいただきたいのですが、左側のパイチャートでごらんいただきますように、既発債の4割を保有している投資家層は会計財務諸表上以外の理由もあって、満期までの保有を前提としていないと考えられています。ですから評価損が顕在化してきますと売却を急ぐ可能性があると言えます。

2ページに戻っていただきまして、実際にその評価損を避け、市場での処分売りが増えてまいりますと、⑤番に戻りまして、さらなる流通スプレッドの拡大を招いてまいります。それが債券価格の下落を誘発して、さらにまた投資家の体力低下を及ぼす悪循環が発生してくると想定されます。

次にページの右側、⑨をごらんいただきたいのですが、流通スプレッドの拡大は発行市場への伝播も招きます。流通利回りこそが発行条件の最大の決定要素であり、潜在投資家は流通利回りを見ながら新発の利回り条件を吟味してまいります。流通利回りの上昇を受けて発行利回りが上昇すると、フラット35の金利も上昇しますでしょうし、ひいては⑩番に至って、超長期固定金利の住宅ローン借入れ意欲の減退も招いてくると考えられます。

最後に、仮に受益権転換のようなトリガーを引いた場合の発行体の信用について述べてまいります。一般的な投資家は、早期償還あるいは信託受益権への転換等のトリガー条項が実際に引かれるような事態は、大地震並みの確率でしか発生しないと考えていると言えます。本機構MBSの投資家の受益権行使事由に関する認識も同様であると考えていいと思われま

す。資料の4ページをごらんいただきながら、そのまさかの場合を市場がどの程度想定しているかを、今考えてみたいと思います。RMB Sは10年基準国債利回りに対する上乘セスプレッドを目安に取引されています。このケースではページの真ん中、国債+0.53%+53bpで取引されています。ここからMBS特有のプリペイメントリスクを差し引いた上乘セスプレッド、オプション・アジャスティッド・スプレッド、OASと呼びますが、これが24bpと計算されます。

機構特有の信用スプレッドは一方で、財投機関債利回りにあらわれています。現在左の

ほうに見えますように、国債+10bpですから、24と10の差、14bpがMBSという商品に起因するストラクチャーリスクと考えられます。このリスクの主な部分を受益権に転換されるリスクが構成しておると考えられまして、これを仮に10bpと考えて、ページ下にあるように分解して考えてみます。

受益権に転換されるというニュースが出たときの価格下落幅を、米国債、サブプライム証券の事例などから類推して、仮に2割、100円に対して20円と置きますと、現在10bpのスプレッド差というのは受益権に転換される確率は5%しか想定していないと考えられます。確率5%の前提で織り込んでいる2割の価格下落が、実際に発行残高10兆円弱の既発MBSに生じた場合、投資家に与える評価損は合計で2兆円になります。2兆円もの損害を与えて、一たび投資家の信頼を裏切った発行体が仮に形態を変えた発行の債券を計画しても、これは市場に受け入れられないと考えられます。

万が一、機構が既発のMBSの受益権行使事由のトリガーを引いた後、別形態の証券発行を企てたとしても、その種での評価は非常に困難になると想像されます。少なくとも私が所属する機関でそのような投資稟議が承認されることは、非常に想像しにくいということを示し添えます。

仮定の話が続けますと、本邦におけるMBS市場の発展についての悪影響も考慮しておく必要があると考えられます。本邦において最大級の発行残高を誇る機構のMBSがトリガー条項を引いた場合、市場全体が発展途上にある本邦のMBSに対する信認が低下することは、免れないと考えられます。MBS自体を投資対象から外す投資家が増えてくることも考えなくてはなりません。

以上をまとめますと、機構はMBSの受益権行使事由に抵触するような事態を生じさせることは、既発債の投資家に大きな損害を与える上に、機構自体の資金調達を断つばかりか、民間を含むMBS市場の発展を大きく阻害することになると思われ、そのことについては強く警鐘を鳴らしたいと思っております。

以上で私からの説明を終わります。

**【委員】** どうもありがとうございました。

今の2つのプレゼンをめぐって、いろいろご意見やご質問をいただきたいと思いますが、いかがでしょうか。どうぞ。

**【委員】** どうもありがとうございました。お二方のご意見とも、私も同じ市場関係者としては一致するところが非常に多かったので、お二方のプレゼンに、若干私の意見をつ

け加えさせていただければと思います。

まず、〇〇さんのプレゼンですけれども、3ページ目のほうに、「複数の制度インフラが一体となって」ということでありますけれども、私も今の証券化の仕組みは、我が国の制度上のさまざまな制約の中でかなりうまく仕組みられた、非常にすばらしい仕組みだと思っておりまして、逆に言うとその条件が1つでも崩れてくるとバランスが崩れるというのはここに書いてあるとおりでと思っています。

その中で、2点目の「独立行政法人には会社更生法の適用がない」というところがありまして、これはそのとおりでありますけれども、もう一つ、独立行政法人のメリットとして私が申し上げたいのは、金融商品取引法上の開示義務が免除されている点です。開示規制が免除されているのがメリットという、何か悪いことをやりそうなイメージも持たれるかもしれませんが、これはそういうことではありません。ABS、RMB Sなど、いわゆる証券化商品というのは、民間のものはほとんど私募で発行されていますけれども、なぜかという、これは公に情報をあまり出したくないオリジネーターが多いというのが1点。もう一つの最も大きな理由は、裏付債権のデータを投資家さんのニーズに合わせて、制度上の制約なく自由に出せるというメリットがあることです。

証券化商品の投資家さんはプロの投資家さんが多いので、裏付債権に対するさまざまな開示の要求、あるいは分析結果に関する開示の要求、そのバックデータの開示というものを、非常に強く求めてこられます。これに対する柔軟な対応、投資家さんにご満足いただけるような対応をするためには、いわゆる届出制度で効力発生まで中15日とかいったような、今の公募債券の発行制度を前提にすると、まず回らないというところがあります。ちなみに米国のファニーメイ、フレディマックも民間企業ですけれども、米国の証券法上の開示規制は免除されていまして、これはMBS市場が成長した非常に大きい要因になっています。これが1点です。

それからあともう一つは、お二人のご意見に共通のキーワードとしては、標準化ということが非常に大きなポイントになると思います。何で多くの投資家さんが国債を、毎月あれだけの額発行されるものを買っているかという、信用力が高く商品性が単純なこともありますが、標準化されているということが非常に大きいと思います。住宅金融支援機構の証券化支援業務は、まず全国の金融機関を対象に住宅ローンを集めるという、大量供給の素地があるというのが1つと、あとは〇〇さんがおっしゃっていましたが、統一的なインフラの仕組みをずっと継続的に提供していくことで、標準化された商品性が市

場に供給できるというところが特徴としてあります。

標準化されているので、先ほどご紹介があったように、我々のような多くの証券会社が値付け業務に参入できますし、標準化されているがゆえに、一たんコストをかけて構築したトレーディングや投資分析のシステムが長く使えるという安心感があります。これが民間のMBSの場合だと、毎回違った仕組みで出てくる、あるいは金融機関によって違った仕組みで証券化されるということで、標準化がされていないということがありまして、多くの証券業者、あるいは市場参加者が参加するには、その点がどうしても障害になってしまう。だからと言って、そこを横で話し合っというわけにはなかなか民間ではいかないので、その標準化されたインフラを提供するということで、住宅金融支援機構の証券化支援業務は非常に意義が大きいと思っております。

以上です。

【委員】 ありがとうございます。ほかにいかがですか。どうぞ。

【委員】 三人の先生方に教えていただきたいんですけども、例えば最後の〇〇さんが、開示ルールの免除について説明されました。そうすると民間の人が証券化できないのはそういうところにあるのではないかと思えます。逆に民間の立場からすると、この証券化業務について、官業ゆえの利点が与えられているために起こっているというようなことはあるのでしょうか。官業ゆえの有利さが民間にも認められたとしても、やっぱり民間では難しいとお考えなのかというのを教えていただけますか。

【委員】 まず民間で開示免除が認められたらどうかというお話については、やはり住宅金融支援機構と同様の業務は難しいと思います。というのは、今民間のMBSについては、私募の例えば適格機関投資家限定の私募債というような形で、いわゆる開示の規制の適用の範囲外となる形で出されております。

それはなぜかという、先ほど言ったように、開示の規制がかかると情報が出しづらいという意味でそうしているわけですが、そのときに民間でネックになるのは、もう一つの標準化された商品性の提供と、それを大量に継続的に提供するということで、やはりそれが非常に難しくなってくる。そういう意味で、開示の面よりも標準化の面で問題があるかなと思います。逆に開示の面はもう既に免除されるようなやり方でやられていると理解しています。

【委員】 ほかの委員、いかがですか。お願いします。

【委員】 委員の皆様、ご説明ありがとうございました。一点だけでございます。すぐ

に民営化とか株式会社化されるといろいろ混乱が起り得るということは、大分理解できたんですけど、例えば逆に言えば、10年とか20年かけて事態を進めていくというやり方であれば、またイメージは変わってくるという理解でよろしいでしょうか。

【委員】 どうぞ。

【委員】 その点については非常に難しく、的を突いたご回答にはなっていないかもしれないんですけども、私の職業柄、ふだん投資家の方々と接する機会があるんですが、やはりこの民営化とか株式会社化の議論というのは非常に気にされていて、去年までありました住宅金融のあり方に係る検討会、あと、本検討会でもそうですけれども、やはり国交省さんのホームページを頻繁にごらんになられて、議論の行く末を非常にウオッチしていらっしゃいますね。もちろん私にもお問い合わせが多うございます。

やはり株式会社化されると受益権行使事由になるので、非常に大きな影響があるというのが最大の懸念なんですけれども、もしその懸念よりも株式会社にしたほうがガバナンスの観点から好ましいんだという意見が強ければ、マーケット全体の意見としてそれを肯定していくほうに流れていくと思うんですけども、少なくとも私がふだん接している限りは、今の独立行政法人の形態で、ここが問題であるとか、あそこが問題であるという、具体的な指摘を聞いたことがないんです。

投資家の方々はおそらく、今問題も起きていないものをいじられて、スプレッドの拡大とか価格の下落に結びつくのは嫌だと。これは債券投資であって、大きなリターンもないかわりにリスクもない投資としてやっているのだから、安定した運用を望むんだと、多分そういうようなスタンスなんではないかなと思います。ですので、長期的に形態を変えていくときには、その利便性がほんとうに議論されていく必要はあるんじゃないかなと思います。

【委員】 よろしいですか。ほかにいかがですか。どうぞ。

【委員】 先ほどのお答えからすると、結局、支援機構は民間業務を補完するような形になっていると、今のところ評価されていると思いました。そうすると、現在のスキームというのは非常にいいなと私は思うんですけども、潜在的にかかっているコストというもの、国民負担になっているような部分というのは何か考えられるのでしょうか。やや抽象的で申しわけないんですけど。

【委員】 私が思うのは、国民負担の可能性というのは、1番はもちろん住宅ローンの信用リスクの部分です。超過担保の部分で投資家に対しては信用補完を提供していますが、

住宅ローンの信用リスクについては住宅金融支援機構さんのほうで最終的にとられる形になっています。当然それに対するコストチャージもしていらっしゃいますが、そのバランスが仮に崩れているとしたら、将来的に国民負担が発生する可能性はあるかと思います。

なお、住宅金融公庫時代には、期限前返済リスク、あるいは長期固定のリスクというALMリスクのところで損失が出たことがありましたけれども、現在はそのリスクの大半を投資家が負担している状況です。したがって、国民負担の可能性があるとすれば、基本的にはその信用リスクの部分です。

あとは足元で経済政策による金利優遇措置等が入っていますので、それに対するコスト負担というところは今後も出てくる可能性があります。ただ、その辺は政策としてどういう制度を国民が選ぶのかという議論で、我々がどうこう言う話ではないとは思っておりますが、コストとしてはやはりそこが一番大きいのかなと思います。

【委員】 ありがとうございます。

【委員】 ほかに。では、ちょっと私から。先ほどスピーカーの〇〇さんは、住宅政策があるとしたら、それは国がむしろやったほうがいいんだというお話でしたけれども、今の機構の話は住宅政策の話なんですか、それとももう既にこういう金融機関がスタートしているので、これを動かさないほうがいいと、そういう話なんですか。どなたでもいいんですけれども。

【委員】 すいません、これはほんとうに私の個人的な意見ですが、根本的にはやはり住宅政策、あるいは住宅金融政策をこの国自体がどうしていきたいかということが根本にはあるんだろうなと思います。

【委員】 そうですよ。それがはっきりしないと。

【委員】 それがまずはあって、それをもとに公的にコミットして長期固定ローンの供給支援をやっていくことが必要だと思います。なおかつマーケットから資金を調達しようということであれば、投資家にきちんと受け入れられる、要するに、お金を出してくれる投資家さんの状況なり、事情も踏まえた形できちんと制度を設計しないと、ややもすると投資家さんがいなくなってしまうと、一たんいなくなったものは、私は簡単に戻ってきていただけないと思っていますので、その部分はちゃんと認識した上で、さまざまな施策を打っていくべきだろうなと思っています。

【委員】 ほかによろしいですか。

じゃ、事務局のほうで、一度住宅政策についてどうなっているのかということ、ちょ



つと整理していただくことは可能ですか。過去とか現在の住宅政策がどうかということで。

【事務局】 整理させていただきます。

【委員】 そういうことでよろしいですか。

じゃ、今日も長時間にわたって熱心な議論をしていただいて、どうもありがとうございました。今日の検討会は以上としたいと思いますけれども、事務局から連絡事項があるそうです。お聞き下さい。

【事務局】 最後に、次回以降のこの検討会の議論の内容でございます。この検討会もスケジュールですと、あと5回、6回と、2回ということでございます。第5回でございますが、最終的にこの長期固定ローンの供給支援という分野におきまして、公的関与をどうあるべきかというような議論、先ほどの〇〇委員の質問とも関連しますが、当面どうすべきかという話と、今日のプレゼンにもありましたけれども、長期的に見てどうすべきか、MBS市場がある程度成熟した段階でどうすべきか、おそらくこの2段階のご議論があるんじゃないかと思えます。それが1つ目の論点でございます。

それから2つ目が、そういったことを議論した上で、今日もご議論いただきました組織形態としてどう考えるのか、現在の独立行政法人の枠組みはどう考えるのか、あるいは株式会社のような形態のものがいいのかというようなご議論。この2つが今後の大きな論点ではないかと、次回ご議論いただきたいと考えてございます。

その2つ目の関連で、今日の組織形態にかかわる部分で、MBS市場のかかわりという面につきまして、今日、市場関係の委員の方々からいろいろ情報提供をいただいたところでございますけれども、次回は、組織形態を考える上でもう一つの大きな側面でございますがガバナンスの観点から、外部の専門家の方をお呼びしてお話を伺いたいということで、現在調整させていただいているという段階でございます。

また次回、先ほどの住宅政策以外の点でも事務局のほうで整理したほうがいいポイントなどございましたら、また各委員のほうからお申しつけいただければと思います。

以上でございます。

【委員】 どうもありがとうございました。

以上で終わりたいと思います。

— 了 —