

米国MBS市場の現状とわが国へのインプリケーション ～わが国における住宅ローン担保証券(MBS)市場の活性化に向けて～

二宮拓人・菅野浩之・植木修康・加藤毅

2002年8月

Market Review

現在わが国では、住宅ローン債権を担保とする資産担保証券(MBS)の本格的な市場創設が検討されている。既にMBS市場の成熟がみられる米国では、長い歴史を経て、住宅ローンの貸出、MBSの発行・流通の各面で、住宅ローンやMBSの特性に合わせた様々な工夫やインフラ整備がなされている。また、厚みのある流通市場が、発行市場の拡大を支えているとともに、市場競争原理の働く貸出市場を実現し、そうした連関の中で、住宅ローンの借り手・貸し手、投資家のそれぞれにメリットが及んでいる。わが国でも、流通市場での取引のし易さに配慮しながら、MBSの商品性・発行スキームの検討、決済・情報インフラの整備などを進め、MBS市場の活性化を図っていくことが期待される。

はじめに

現在わが国では、本格的なMBS(Mortgage-Backed Securities)市場の創設が検討されている。

MBSとは、資産担保証券の一種で、複数の住宅ローン債権を元金払いの担保にして発行される証券である。通常の場合、担保となっている住宅ローンの月次の元金返済資金が、証券の元金として、そのまま証券保有者に支払われる(パススルー)。こうしたMBSの仕組みは、元本が満期に一括して償還される国債などの一般的な債券と大きく異なっている。わが国におけるMBSの歴史は浅く、現状、発行残高は僅かで、流通市場もほとんど存在していない。

もっとも、最近では、MBS市場が発達している米国の例も踏まえ、わが国でも、先行き、MBS市場が拡大・発展していくことが望ましいとの声が広がってきている。資産担保証券には、担保資産が持つ様々なリスクを幅広い投資家に分散するとともに、そうした市場での取引を通じて適切な価格を発見するという「市場機能」の発揮が期待される。これに加えて、住宅ローン債権については、資産規模の大きさや安全性の面で、証券化対象資産として相応しいと考えられている。

おりしも政府は、住宅金融に関し、「民間住宅ローンの証券化支援業務については、住宅金融公庫が先行して行うとともに、同公庫廃止の際に、その業務を行うための独立行政法人を設置すること」などを決定し

た(「特殊法人等整理合理化計画」2001年12月閣議決定)。2002年4月には、国土交通省「市場機能を積極的に活用した住宅金融のあり方懇談会」が報告書¹を公表し、同公庫が行う証券化支援業務のあり方などについて提言を行っている。今後、MBS市場の整備に向けた具体的検討を進めていく上で、わが国に先行してMBS市場が拡大し、日々、活発な発行・流通が行われている米国の歴史や現状は、大いに参考になると考えられる。

以下では、米国でMBS市場が発達した背景やこれを支える取引・決済面でのインフラ等を紹介し、わが国へのインプリケーションを整理する。

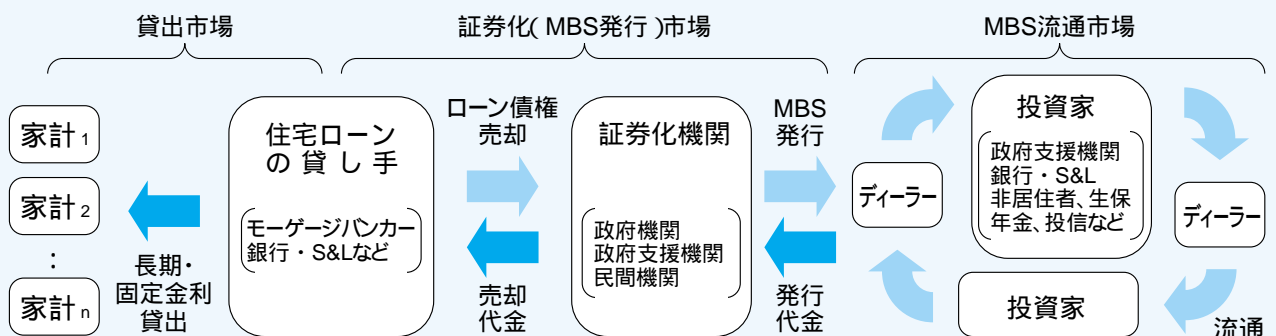
米国MBS市場の現状と発展の背景

現状の概観

【住宅金融市場の構造】

米国の住宅金融は、(1)住宅ローンの貸出市場、(2)住宅ローンの証券化・MBSの発行市場、(3)MBSの流通市場という3つの市場が相互に関連して機能している(Box1)。すなわち、住宅ローンの直接の貸し手は、モーゲージバンカー(後述)や銀行等であるが、住宅ローン債権の過半はMBSとして証券化され、これを様々な投資家が購入している。これを実質的にみれば、家計に対して、多様な投資家が間接的に住宅資金を供給しているということであり、こうした市場構造が住宅ローンの円滑・安定的な供給という点で果た

【Box1】米国における住宅金融市場の全体像



している役割は大きいと考えられる。

以下では、各市場毎に市場規模と主要な参加者の構成などについて概観する。

【住宅ローン貸出市場】

米国の住宅ローン残高（2001年末）は、5.7兆ドル（約755兆円）に上る。これは、GDPの6割に当たり、わが国（残高：185兆円、GDP対比4割）に比べてかなり巨額となっている。

貸し手の構成をみると、やや古い統計であるが、銀行が25%、貯蓄貸付組合（S&L：Savings and Loans）等が18%となっている一方、ノンバンク（非預金取扱金融機関）であるモーゲージバンカー等が56%と全体の過半を占めているのが特徴である（1997年）。モーゲージバンカーは、自ら貸し出した住宅ローンを資産として保有せず、証券化・売却することによって新たな貸出原資を調達することを前提に住宅ローン貸出を行っている。モーゲージバンカーの貸出シェアは、MBS市場の発達とほぼ平行に拡大してきている。

なお、住宅ローンの商品性としては、30年または15年の長期・固定金利型が大半を占めている。

【住宅ローン証券化・MBSの発行市場】

米国では、住宅ローン残高の6割に当たる3.3兆ドル（約437兆円）がMBSとして証券化され、米国国債（3.4兆ドル 約441兆円）と肩を並べる市場規模となっている（図表1）。

MBSの発行は、主として、エージェンシーと呼ばれる政府機関・政府支援機関²によって担われている。政府機関（住宅都市開発省の一部局）であるジニーメイ（GNMA：Government National Mortgage Association。政府抵当金庫）と、政府支援機関（GSE：Government Sponsored Enterprise）であるファニーメイ（FNMA：Federal National Mortgage Association。連邦抵当金庫）、フレディマック（FHLMC：Federal Home Loan Mortgage Corporation。連邦住宅貸付抵当公社）がそれである。

ジニーメイは、政府保証（借り手の債務不履行時の損失に対する保証）の付された住宅ローンを担保として民間機関が発行するMBSについて、遅延のない元金払いを保証する業務を行っている。一方、ファニーメイ、フレディマックは、借り手の信用力や住宅ローンの金額等の面で一定の規格を満たす住宅ローンを買入れ、それを担保に、自らが元金払いの保証を付したMBSを発行している。この買入れの対価は、多くの場合、現金ではなく、買入れた住宅ローンを担保に発行されたMBSそのもので支払われる（住宅

ローン債権とMBSの交換）。いずれも当初満期（最終償還期限）は30年または15年のMBSが多い³。

これらのエージェンシーが保証・発行したMBSは"Agency MBS"と呼ばれる。このうち、ジニーメイによる保証（政府保証）が付されたMBSは、デフォルト（債務不履行）・リスクが全くないほか、ファニーメイ、フレディマックによる保証（政府保証ではない）が付されたMBSも、デフォルト・リスクがほとんどないものと認識されており⁴、これらは、米国MBS市場の中核商品（MBS発行残高の8割）となっている⁵。

【MBSの流通市場】

このようにMBSは、エージェンシーを通じて継続的に大量発行されているが、その円滑な消化を支えているのは、厚みのある流通市場の存在である。1日当りの取引高は、米国国債（約3.0千億ドル 約36兆円）には及ばないものの、約1.1千億ドル（約14兆円）にも上る。また、証券市場の流動性指標の一つであるビッド・アスク・スプレッド（市場での売り値と買い値の乖離幅）が、国債並みに低水準の銘柄もみられる⁶など、日々、活発に取引が行われている様子がうかがわれる。

MBSは、ディーラー（仲介業者）を通じて市場で転々流通し、最終的に、政府支援機関⁷、銀行・S&L、非居住者、生命保険、年金基金、投資信託など、多様な投資家によって幅広く保有されている。

MBS、住宅ローン証券化のメリット

【投資対象としてのMBS】

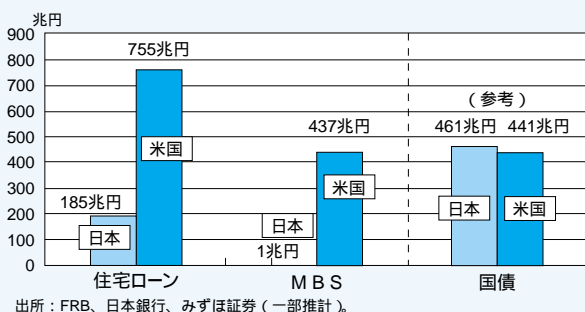
一般的に言って、MBSは、担保となっている住宅ローン自体のデフォルト率が歴史的にみて低いとされているだけでなく、更にこれに住宅が担保として付されているため、安全性が高い。その一方で、将来の金利低下や住宅の買い替えなどにより、担保である住宅ローンに繰り上げ返済が生じるリスク（繰り上げ返済リスク）もあって、通常、国債などに比べて利回りが高い。「繰り上げ返済リスク」を許容できる投資家にとって、MBSは、魅力の大きい金融商品とされる（Box2）。

とくに、Agency MBSの場合、MBS本来の安全性の高さに加えてエージェンシーの保証が付されているため、投資家は、証券のデフォルト・リスクを基本的に考慮することなく取引を行っている。また、担保となる住宅ローンの規格化を含め、商品性が標準化されているため、価格やリスクの評価が行い易いほか、継続的かつ大量に発行されている点（ベンチマーク債化）も、投資家にとって投資し易い要因と考えられている。

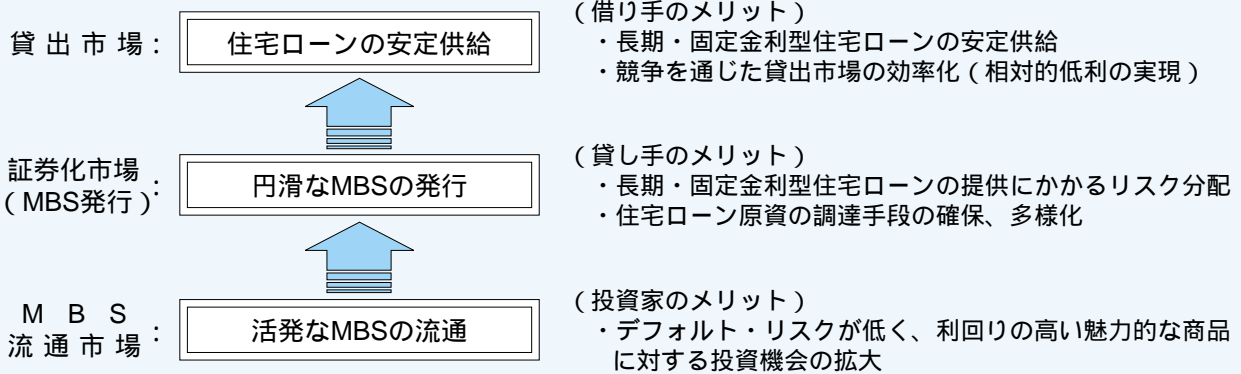
【住宅ローンの証券化（MBS）の意義】

住宅ローンの貸し手は、自ら貸し出した住宅ローンを証券化・売却することにより、第一に、売却資金を元手に更に（長期・固定金利型の）住宅ローンを貸し出すことができることとなる。この点は、預金という豊富な貸出原資を持たないモーゲージバンカー等が、米国の住宅ローン貸出市場において、銀行・S&Lを凌駕し、過半のシェアを占めることを可能とした一つの要因である。これを住宅ローンの借り手の立場からみれば、MBS市場の発達により、長期・固定金利型の住宅ローンの安定供給が確保されるとともに、貸出競争の活発化を通じて貸出市場が効率化（相対的な「低利」が実現）したとの指摘がある。

【図表1】日米のMBS等の残高比較(2001年末)



【Box2】住宅金融市場の連関と住宅ローン証券化・MBSのメリット



第二に、住宅ローンの貸し手にとっては、住宅ローンに特有の「繰り上げ返済リスク」を回避することも含め、資産・負債に関するリスク管理（ALM：Asset Liability Management）が容易となる。このことは、住宅ローンにかかる金利変動リスクなどを貸し手が投資家へ移転させるリスク分配ツールとして、MBSが機能していることを意味する。

さらに、貸出原資が豊富で、なおかつ、住宅ローンにかかるリスクを許容できる銀行やS&Lの場合でも、住宅ローンを、原債権としてではなく、証券として保有することで、売買がし易く（ALMが容易に）なる。また、Agency MBSとしてエージェンシーの保証を受けることで、デフォルト・リスクを削減でき、自己資本比率規制上のリスク・ウェイトも低くなる⁸といったメリットがある。

MBS市場の発展の契機

以上のとおり、米国MBS市場は、住宅ローンの貸出から発行・流通まで、それぞれが整備された厚みをもった市場となっている。その歴史的な発展過程をみれば、MBS市場の拡大にとって何が重要であるかが示唆される。

米国における住宅ローンの証券化手法の導入は、1960年代後半まで溯る。当時、預金金利が規制される中、市場金利の上昇に伴い、S&Lや銀行から預金が流出した。こうした住宅ローン貸出原資の減少という事態を受け、住宅資金を安定的に供給するためのツールとして、政府による一定の関与の下で、証券化の手法が取り入れられることとなり、1970年に最初のMBSが発行された。

その後、80年代に入り、MBS市場は急速に拡大した（図表2）が、そのきっかけの一つと言われているのが、80年代のS&L危機である。前述のMBSの一般的なメリットとも関連するが、当時の高金利局面で、短期調達（預金）と長期固定貸出（住宅ローン）との逆鞘が生じるなど、財務内容が悪化したS&Lが、その保有する住宅ローン債権の売却（エージェンシーによる買い取り）を進めたとされている。

同時に、MBS市場の拡大に伴って、そもそも証券化を前提に住宅ローン貸出を行うモーゲージバンカーの貸出シェアの拡大がみられたこと、それにより貸出市場における競争が一層活発化したことは前述のとおりである。

また、83年には、MBSから発生する元利金の支払い

（キャッシュフロー）を分解し、これを投資家のニーズに応じて組み合わせた商品であるCMO（Collateralized Mortgage Obligation）が初めて発行された。86年には、CMOに関して、REMIC（Real Estate Mortgage Investment Conduits）という税制上の特典が与えられ、その組成（発行）が円滑化された。民間の証券会社等は、エージェンシーが保証・発行する、規格化された仕組みのMBSを、言わばテイラーメイドでCMO化するビジネスを積極的に行い、これが、MBSの投資家層の多様化、拡大に大きく寄与したと言われている。

90年代以降も、MBS市場は、旺盛な住宅需要等を背景に拡大を続けている。また、近年においては、財政収支の好転から米国国債の発行が減少傾向にあった中で、これに代替し得る投資対象として、MBSへの注目が内外で高まってきている。

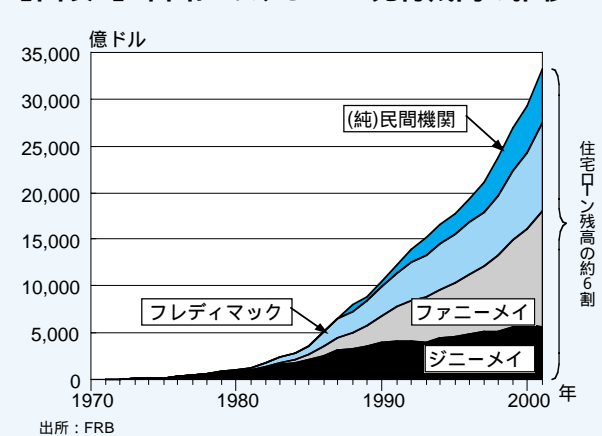
もっとも、その一方で、住宅金融（住宅ローン債権やMBSの保有高）における政府支援機関のウェイトが拡大している点について、リスク集中や民業圧迫の問題が指摘されていることも注目される。

活発な取引を支える市場慣行とインフラ

MBSの商品性

MBSは、前述のように、投資家にとって魅力の大きい金融商品である。一方、住宅ローンの元利金返済がそのまま証券保有者に支払われる（パススルー）という仕組みから、国債などの一般的な債券（元本の満期一括償還、利金の定額払い）と異なる特有の商品性を有し、これが取引や決済の面での扱いにくさを生んでいる。

【図表2】米国におけるMBS発行残高の推移



まず、証券の元本が、毎月の住宅ローンの元本返済に伴って段階的に減少し、額面（残存元本）に端数が生ずる。また、住宅ローンは、予定された元本の返済に加え、繰り上げ返済が行われるのが通常で、かつ、繰り上げ返済額もその時々金利環境や経済状況に応じて変動することから、証券に対する元利金の支払額（キャッシュフロー）も変動する。さらに、繰り上げ返済額の変動は、住宅ローンの借り手毎に異なり得るため、個別の証券から発生するキャッシュフローは、同一発行体から発行された同一満期・同一クーポンの証券であっても、完全に均一とはならない。このほか、米国のAgency MBSに固有の事情であるが、額面の小さい証券が多数（多銘柄）発行されている点も特徴である¹⁰。

既に述べたように、米国では、エージェンシーによる保証の付与によりデフォルト・リスクを極小化したり、MBSを規格化して継続発行することを通じて、その商品性をなるべく簡素化している。しかし、それでもなお複雑なMBSの商品性は、証券の円滑な流通を阻害しかねない要因と考えられる。米国では、こうした特殊で複雑な商品性をカバーするために、取引手法や決済慣行、インフラの面で様々な工夫（Box3）が施され、その結果、MBSについても、円滑・活発に取引を行うことが可能となっている。

情報インフラ

まず、MBSの活発な流通を支えるインフラとしては、個々の証券、とりわけ、その担保となっている住宅ローン債権に関する情報の収集・加工・公開のためのインフラが重要である。住宅ローンについては、繰り上げ返済も含め、月次で元金返済が発生する。それに伴って、例えば担保となっている住宅ローンの加重平均金利・期間、残存元本額など、各証券の属性も毎月変化する（前掲 MBSの商品性、）。これらの情報は、証券の価格評価（プライシング）に不可欠なものである。

この点、米国では、住宅ローン債権について、デフォルト・延滞率や繰り上げ返済の動向などに関するデータが比較的早くから蓄積されてきている。その上、そうした情報は、情報ベンダーなどを通じて広く公開さ

れ、個々の証券の価格分析や、価格評価モデルを構築する際の基礎データとして利用されており、MBSの価格評価手法の洗練に役立っている。

取引手法：TBA取引等の整備

【アウトライト（買い切り・売り切り）取引】

MBSは、個別の銘柄について、キャッシュフローが微妙に異なっていたり（前掲）、額面が小さく、かつ、端数がある（前掲、）など、取引を行う上でやや不便な面がある。このため、Agency MBSの取引に関し、TBA（To-Be-Announced）取引という独特の取引手法が整備されており、その利便性の高さから、市場で主流な取引手法として定着している（Box4）。

具体的にみると、TBA取引では、取引の約定時点において、受け渡す銘柄（プールと呼ばれる）を特定せず、MBSの発行体・当初満期・クーポン等の「受渡適格銘柄の条件」や、取引額面・価格・決済日のみが合意される。こうしたTBA取引によれば、約定時点では個別銘柄の属性や端数を気にすることなく、一口で、ある程度まとまった区切りのよい額面で取引を行うことができる。

【条件付売買（現先・レポ取引）】

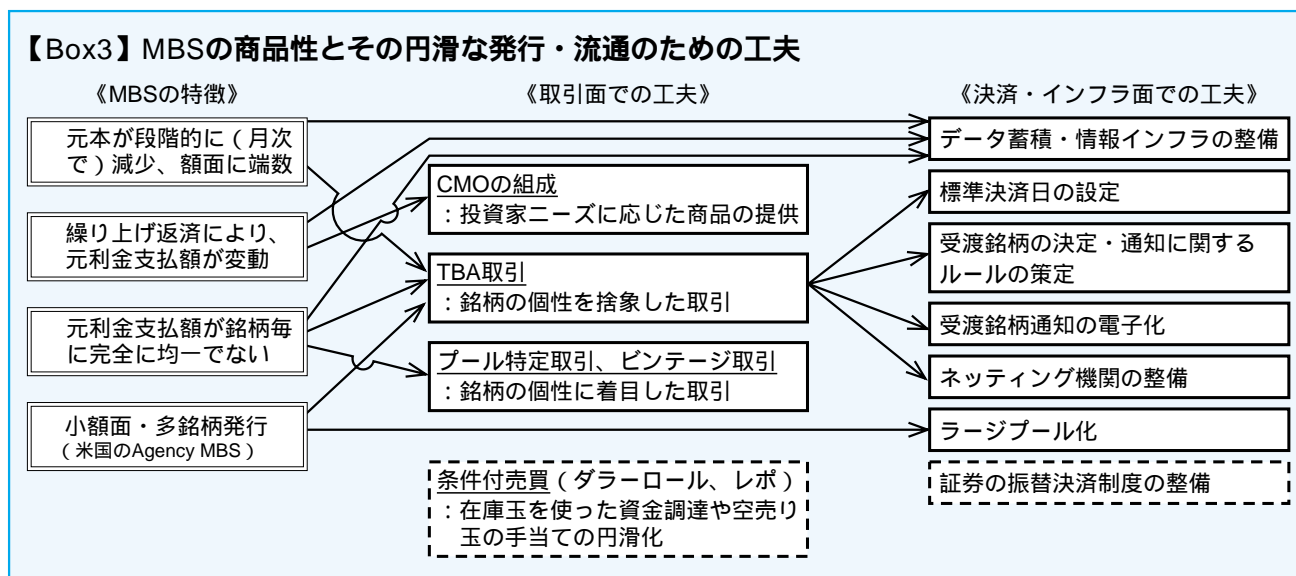
流通市場の活発化には、取引の仲介者たるディーラーの役割が重要な鍵となる。この点、ディーラーが在庫玉のファンディング（資金調達）や空売り玉の調達を容易に行える手段として、条件付売買（現先・レポ取引）市場の整備を図ることが不可欠である。

MBSに関しては、TBA取引の条件付売買の手法として、ダラーロールという取引手法が整備されており、活発に取引が行われている。

決済慣行・インフラ

【TBA取引の決済】

米国市場で主流の取引手法となっているTBA取引（ダラーロールを含む）は、約定時点において、受渡銘柄が特定されない。このため、後に反対売買が行われてネットティング（相殺）がなされる場合を除き、決済日まで具体的な受渡銘柄を決定の上、受渡銘柄を取引相手に通知し、Fedwire（連邦準備制度が運営す



る資金・証券決済システム¹⁾を通じて実際の受渡しを行う。TBA取引の決済は、約定時における簡便さとは裏腹に、国債等の一般の証券に比べて、事務負担が重くなる傾向がある。こうした証券の受渡しにかかる事務負担を極力軽減する観点から、決済慣行やインフラ面で様々な措置が講じられている（前掲Box4）。

例えば、決済慣行としては、1ヶ月毎に1営業日を標準決済日と定め、決済を集中してネットティングの効果を高めることにより受渡件数を極力削減している¹²⁾。また、証券の売り手が指定し得る受渡銘柄数のルールの設定や受渡額面と取引額面の一定の乖離の許容などにより、受渡銘柄の決定を少しでも容易にする工夫がなされている。これらの決済慣行を、民間の市場参加者が自主的に組成した団体であるTBMA（The Bond Market Association、債券市場協会）が取りまとめている¹³⁾ことも注目される。

このほか、エージェンシーは、多数の小額面MBSをまとめて譲り受け、その見合いに、譲り受けたMBSを担保とする大額面・単一の（新しい）MBSを発行する（ラージプール化する）サービスを提供している。ラージプール化は、証券の受渡しに際し、その事務負担（および、その後の証券の管理コスト）を抑えるために、市場参加者により活発に利用されている。

【決済インフラ】

以上のような決済慣行を支え、あるいは補完するた

めの決済インフラとして、Fedwireが証券の振替決済を行っているほか、TBA取引に関する清算機関であるMBSCC（Mortgage-Backed Securities Clearing Corporation）が、ネットティングや受渡銘柄の電子的通知サービス（EPN：Electronic Pool Notification）を提供している。

MBSCCにおけるネットティングの実施により、受渡しが発生する取引件数は、約定された件数のほぼ1割まで削減されている。

また、実際に証券の受渡しが必要となるケースにおいて、膨大な数に上る受渡銘柄の通知を電子的に行うためのシステムがEPNである。EPNの導入によって、電話やFAXによる通知の不確実性（不達や連絡ミス）の頻発が排除され、受渡銘柄の通知を常時（相手先が不在でも）確実に行うことが可能となっている。

わが国へのインプリケーション

これまでみてきたとおり、米国においては、30年を超える歴史の中で、住宅ローンの貸出市場、MBSの発行・流通市場が相互に関連しながら、拡大・発展してきた。すなわち、一定の規格に基づく住宅ローン債権を、エージェンシーの保証付MBSとして証券化する。そうして規格化され、継続的に発行されるMBSについて、流通市場では、その商品性を踏まえて、CMO化が行われたり、TBA取引という独特の取引手法によって活発に売買されている。また、円滑・活発

【Box4】MBSに固有の主な取引手法と決済慣行

1. 取引手法

【アウトライト（買い切り・売り切り）取引】

TBA取引では、当初、受渡適格銘柄の条件や取引額面・価格・決済日のみが約定され、決済日までに実際に受け渡す銘柄が特定される（反対売買が行われ、ネットティングがなされる場合を除く）。市場で取引量の多い一定の取引条件（受渡適格銘柄の条件と決済日の組み合わせ）に対して、固有の証券コード（CUSIP番号）が付され、それがあたかも一つの銘柄であるかのように取引される。仮想的・抽象的な商品を取引する点や、後述する決済方法が類似している点で、わが国の国債先物取引のイメージに近い。

TBA取引のほか、ボリュームは少ないものの、通常の国債等のアウトライト取引と同様、約定時に受け渡す銘柄（プール）を特定する取引（プール特定取引）や、銘柄は特定しないものの、TBA取引の受渡適格銘柄の条件として証券の発行年等を追加指定する取引（ビンテージ取引）などもある。これらは、市場で価値が高くなっている銘柄（例えば、幾度かの金利低下局面を経て、あり得べき繰り上げ返済が十分に進み、先行きの「繰り上げ返済リスク」がほとんどなくなっているもの）などを高値で売りたいといったニーズに応える手法である。

【条件付売買（現先・レポ取引）】：資金と証券を一定期間相互に融通する取引

ダラーロールは、TBA取引の一種で、現先取引のスタート時に受け渡される銘柄がスタート決済日の直前まで特定されないほか、エンド決済日に返却される銘柄も、スタート時に引き渡された銘柄と「実質的に同等」であること（受渡適格銘柄の条件等が同一であること）のみが要求される。ディーラーが、TBA取引（アウトライト）の空売り玉の調達を条件付売買で行う場合には、ダラーロールを用いる。これは、MBSが通常小さな額面で発行されることから、スタート時に受け渡された銘柄と同一の銘柄をエンド時に再調達することが困難であるため、実際、スタート時に引き渡したものと同一銘柄がエンド時に返却されることは稀である。

このほか、MBSの条件付売買の手法として、ダラーロールと異なり、エンド時に返却される銘柄をスタート時に受け渡された銘柄と同一とする取引（レポ取引）がある。アウトライト取引でのプール特定取引と同様、銘柄の個性に着目した手法である。

2. 決済慣行

【標準決済日の設定】

ほとんどのTBA取引は、MBSのカテゴリー別にTBMAが定める標準決済日（4つのカテゴリー毎に、1ヶ月に1営業日）に集中して行われる。これは、1ヶ月分の決済を1日に集中することによって、より多くのネットティングを行い、受渡件数を極力削減するためと考えられる。

【受渡銘柄の決定に関するルール】

TBA取引における具体的な受渡銘柄の決定（アロケーション）は、証券の売り手によって、通常、標準決済日の2営業日前の日（「48時間日」と呼ばれる）までに行われる。具体的には、約定した受渡適格銘柄の条件等と次のようなルールに従って、取引1件毎に、実際に受け渡す銘柄を決定していく。

a) 受渡銘柄の額面の合計と約定したTBA取引の額面の乖離は、百万ドル毎に上下0.01%まで

b) 取引額面の百万ドル毎に割り当てられる銘柄の数は、原則3銘柄まで（注）

こうしたルールは、MBSの額面に端数が生じるため、受け渡す銘柄の額面の合計をTBA取引の額面と完全に一致させることが実務上極めて煩瑣であることや、MBSは小額面・多銘柄で発行され、かつ、時間の経過に伴って元本が減少していくため、単一の銘柄だけでアロケーションを行うことが困難であることなどに配慮したものと考えられる。

（注）このようなルールの結果、TBA取引では、約定件数に比べ、証券の受渡件数が大幅に増大する。例えば、同じ1千万ドルの取引でも、国債1銘柄の決済であれば受渡件数は1件であるが、MBSのTBA取引では、最大で30件（百万ドル×10×3銘柄）の受渡しが発生することとなる。このような膨大な件数の受渡しを避けるため、TBA取引でも、あらかじめ受渡銘柄数を制限して取引が行われることもある。因みに、米国の大手ディーラーにおいては、標準決済日に、1日で数万件（ネットティング実施後）にも上る受渡しが発生している模様である。

【受渡銘柄の通知に関するルール】

証券の売り手が受渡銘柄を決定すると、その銘柄を、買い手に通知する必要がある。この通知は、48時間日のカットオフ・タイム（原則午後3時）までに行うこととされている。カットオフ・タイムに通知が間に合わない場合は「フェイル」となり、その取扱いが別途定められている。

TBA取引の例

- (1) 商品タイプ...ファニーメイ発行
30年満期固定金利型MBS
- (2) クーポン.....6%
- (3) 取引額面.....1,000万ドル
- (4) 取引価格.....101.3125(額面100ドル当り)
- (5) 決済日.....8月の標準決済日

な取引を可能とするため、決済慣行やインフラ面で様々な工夫が行われているほか、関連データや情報の蓄積が進められ、これが広く開示されることで、価格・市場の透明性が担保されている。他方、厚みのある流通市場は、MBSの円滑な消化を支えるとともに、それを通じて、相対的に低利な長期・固定金利型住宅ローンの安定供給を可能としている。

わが国においても、関係者の間で、米国の制度を参考に本格的なMBS市場を育成しようとの動きがみられている。わが国と米国では、住宅金融市場や住宅市場自体の構造が異なるため、単に米国の制度をそのまま移植するのではなく、わが国の実状にあった制度・仕組みを整備する必要があることは言うまでもない。しかし、米国のMBS市場の発展の歴史や現行の制度から、わが国でMBS市場の整備を進める上でのインプリケーションを考えてみることの意義は大きいと思われる。

ポイントの一つとなるのは、住宅ローンやMBSの商品性を十分に踏まえながら、貸出からMBSの発行、流通まで、トータルに制度設計を考えていくことである。

とくに、厚みのある流通市場が発行市場の拡大を支え、ひいては、多様な貸し手間で活発な競争が行われる貸出市場を実現するという視点は重要である。この点、まず、MBSの流通市場における取引のし易さに十分配慮しつつ、MBSの商品性・発行スキーム（証券化を前提とした住宅ローンの商品性や貸出手続の標準化を含む）や、それに適合した取引・決済慣行の整備¹⁴を図る必要がある。また、決済インフラ改善の観点からは、2002年6月に「社債等の振替に関する法律」が制定（2003年1月施行）されたことにより、MBSについても、民間の振替機関を通じて、完全にペーパー・レス化された振替決済を実現することが可能となった。目先、現行の社債等登録制度の見直し¹⁵を図っていくことに加え、こうした振替制度の早急な整備も期待される。

これらのほか、住宅ローン債権やMBSの価格評価に関する情報インフラの充実が、喫緊の課題である。また、投資家のニーズに応じたCMOの組成を低コストで機動的に行える制度的枠組みを拡充していくことも必要と考えられる。さらには、米国のMBSは、エージェンシーの保証等により、デフォルト・リスクがほぼ取り除かれている。わが国でも、公的当局の関与のあり方について、MBS市場の育成に向けた官民の適切な役割分担の観点も踏まえながら、検討する余地がある。

MBS市場の活性化は、長期・固定金利型をはじめとする住宅ローンの安定的な供給や多様な投資対象の提供など、住宅ローンの借り手・貸し手から投資家まで幅広い先にメリットが及ぶほか、市場機能の活用を通じ、わが国金融市場全体の機能・効率性の向上にも資する。日本銀行としては、今後とも、MBS市場の整備に向けた関係者の努力を支援していきたいと考えている。

³ 住宅ローンを証券化する場合、通常、当初満期や金利種別（固定/変動等）・金利水準がほぼ同じで、比較的均質な住宅ローンを担保として集め、これと同じ満期・金利種別を持った証券を発行する。前述のとおり、米国の住宅ローンは、30年または15年の長期・固定金利型が大半を占めるため、MBSについても、満期は30年または15年で固定金利型のものが多くなっている。

⁴ ただし、これらの政府支援機関による保証を「黙示的政府保証」と捉える向きがある点については、批判も多い。

⁵ このほか、民間機関も、金額が大き過ぎてエージェンシーの保証や買い取りの対象とならない住宅ローンや、借り手の信用力が比較的低い住宅ローンなどの証券化を独自に行っている。

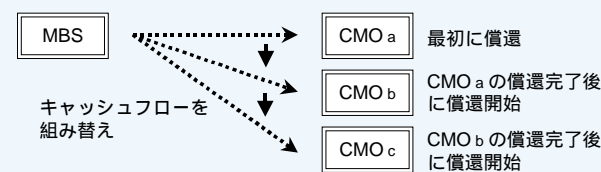
⁶ 日本証券経済研究所「図説アメリカの証券市場（2002年版）」参照。

⁷ 政府支援機関は、満期一括償還型無担保社債等（狭い意味でのエージェンシー債と呼ばれる）を発行して得た資金を原資として、自己のポートフォリオで大量のMBSを購入・保有しており、現状、最大のMBS投資家となっている。

⁸ 一般的な住宅ローン債権のリスク・ウェイトが50%であるのに対し、MBSのリスク・ウェイトは、政府機関の保証付で0%、政府支援機関の保証付で20%となっている。

⁹ MBS（や住宅ローン債権の集合）のキャッシュフローを組み替えて、例えば元本の償還に時間的な順序性を持たせるなど、別の異なる複数の銘柄として発行され、ニーズの異なる多様な投資家へ販売（マーケット・セグメンテーション）される証券である。

【CMOのイメージ】



¹⁰ Agency MBSの発行総額は、大半が百万～数千万ドル程度（約一億～数十億円程度）と言われる。なお、こうした小額面・多銘柄での証券発行スキームは、小規模な住宅ローンの貸し手にとって、貸し出した住宅ローンが大きなロットに集積されるのを待つ（集積の間の金利変動リスク等を負う）ことなく、比較的小さいロットで証券化することを可能にしている。

¹¹ ファニーメイ、フレディマックが発行するMBSの大宗は、従来からFedwireで取り扱われてきたほか、ジニーメイが保証するMBSの振替決済も、市場参加者等からの要請を背景に、2002年1～3月にFedwireへ移管された。

¹² もっとも、標準決済日まで未決済残高が累増していく点について、決済リスクの観点からの問題を指摘する向きもある。

¹³ TBMAでは、MBS等に関する決済慣行を取りまとめたマニュアルとして、「Uniform Practices for the Clearance and Settlement of Mortgage-Backed Securities and Other Related Securities」を頒布している。

¹⁴ 例えば、MBSの発行方法については、米国のように、小額面・多銘柄のMBSを発行するのであれば、取引の利便性の観点から、TBA取引のような手法を導入することが考えられる。その場合、TBA取引に関して発生する決済事務（受渡銘柄の決定・通知・受渡し）の負担を極力軽減するため、様々な決済慣行・インフラを整備する必要も併せて生じ得る。逆に、米国とは異なり、ある程度のローン集積期間を置き（その間の金利変動リスク等を別途管理し）ながら、大きな額面で少数の銘柄を発行する方法をとるのであれば、とくに新たな取引手法を導入したり、それを支える決済慣行・インフラなどを格別整備することなく、国債等と同様に取引を行い得るとも考えられる。

¹⁵ 現行の社債等登録法（施行令）では、償還日・利払日前の3週間は、移転登録が行えないこととされている。このため、毎月元利金の支払いがあるMBSについては、1ヶ月のうち3週間は移転登録ができないとの不都合が生じており、差し当たり、この点の早急な改善を望む声強い。なお、社債等登録法は、「社債等の振替に関する法律」の施行日から5年以内に廃止される予定となっている。

マーケット・レビューは、金融市場に関する理解を深めるための材料提供を目的として、日本銀行金融市場局が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。

内容に関するご質問および送付先の変更等に関しましては、日本銀行金融市場局清水（Email: tokiko.shimizu@boj.or.jp）までお知らせ下さい。なお、マーケット・レビューおよび金融市場局ワーキングペーパーシリーズは、<http://www.boj.or.jp>で入手できます。

¹ 国土交通省のウェブ・サイト（http://www.mlit.go.jp/jutakuken_tiku/house/dai7kai/top.htm）から入手可能。

² 政府支援機関は、政府の出資を受けない民間会社であり、厳密な意味ではエージェンシー（政府の一部局）ではない。ただ、取締役の一部が大統領によって任命されていることや政府の様々な優遇措置を受けていることなど、政府との間で特殊な関係が存在することから、エージェンシーと呼ばれている。