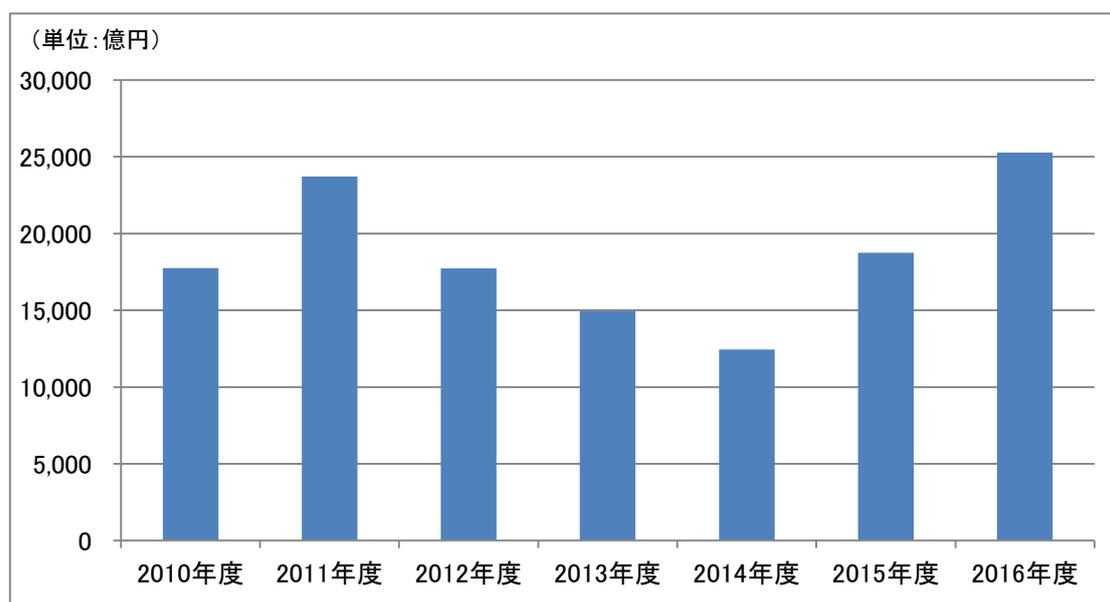


(1) 住宅金融支援機構RMB S債の発行の仕組みについて

(はじめに)

住宅ローン担保証券である住宅金融支援機構債RMB S (Residential Mortgage Backed Security) の新規発行額の推移を見ると、近年は年間 1.5 兆円～2 兆円程度を標準に推移しており、2016 年度は、低金利の住宅ローンが終わらないうちに住宅取得を前倒ししようという購入者側のビヘイビアーも反映した持家系住宅の着工戸数の増加や、敷地価格や労務・建設資材価格の上昇を反映したマンション販売価額の上昇により、前年度よりも約 35%増の 2 兆 5,300 億円に達した(図表 1)(発行残高は約 12 兆円)。また、最近の銀行、ノンバンク等を含めたRMB S発行市場における住宅金融支援機構RMB Sのウエイトは約 8 割程度と大きな割合を占めている。今回はこの住宅支援機構RMB S債の発行の仕組みは複雑であり、普段あまり目にする事ができず、理解を得るのが比較的難しい分野であることから、この機会に、住宅支援機構のホームページに掲載されている商品内容説明書に即して、そのアウトラインを確認しておくことにしたい。

(図表 1) 住宅金融支援機構債 (RMB S) 発行額の年度別の推移 (2010 年度～2016 年度)



(注) 住宅金融支援機構ホームページ資料により土地総合研究所作成。

(住宅金融支援機構債RMB Sの発行スキームの枠組み)

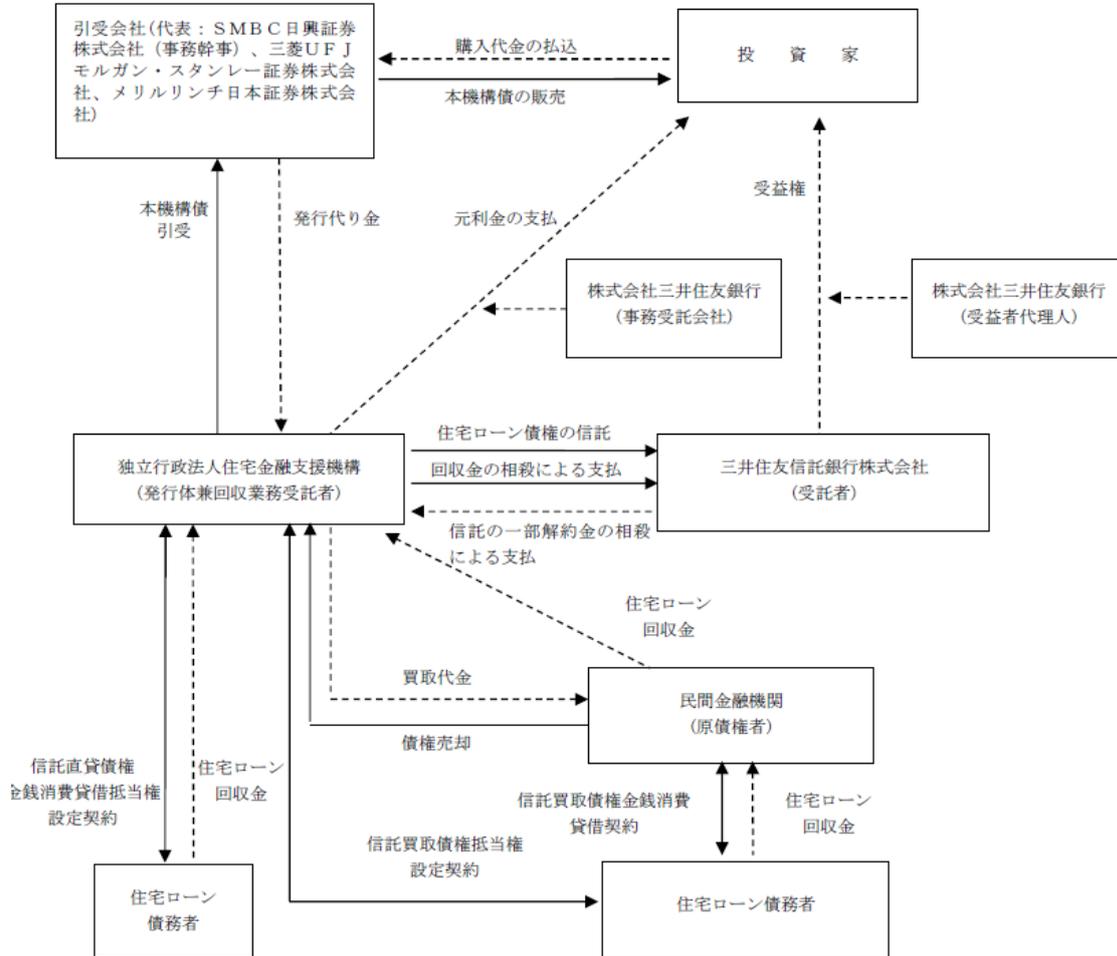
住宅金融支援機構のホームページには、「住宅金融支援機構債券の概要」として以下の通り機構債の基本的な仕組みが図示されている。まずその骨子を説明しよう(図表 2)。

(図表 2) 平成 29 年 10 月の貸付債権担保第 126 回住宅金融支援機構債券

(2) 本機構債の基本的仕組み等

仕組みの概要

(受益権行使事由発生前)



(注) 住宅金融支援機構ホームページに掲載された貸付債権担保第 126 回住宅金融支援機構債券の商品内容説明書 (平成 29 年 10 月) による。

- ①貸付債権担保第 126 回住宅金融支援機構債券 (以下「本機構債」という。) の発行については、本機構債に係る債務の担保に供するため、貸付債権の信託を行う。
- ②機構は国内市場で本機構債を発行し、引受会社が本機構債の全額を共同して募集の取り扱いを行い、応募額がその総額に達しない場合は、その残額を連帯して引き受ける。なお、本機構債の発行に際し、S&P および R&I から共に最高位 (AAA) の格付を取得済みである。
- ③機構は、本機構債に係る債務の担保に供するための貸付債権の信託について、受託者及び受益者代理人とのあいだで本機構債に係る信託契約を締結し、この信託契約に基づき、本機構債の債権者の集合を受益者とする他益信託として住宅ローン債権が信託される。
- ④機構は、上記③に従い、信託する住宅ローン債権の一部の取得に関し、原債権者との間で住宅ローン債権売買基本契約を締結し、係る住宅ローン債権売買基本契約及び同契約に基づき機構と原債権

- 者との間で成立する個別債権売買契約に基づき、原債権者から機構へ住宅ローン債権が譲渡される。
- ⑤本機構債は、各償還期日に本機構債要領により計算される元金および利息が機構により月次で支払われる。
 - ⑥受益権行使事由発生以降においては、本機構債は消滅し、受益者確定手続を経て、信託財産のみを引き当てとした受益権に係る収益の配当がなされるとともに、元本が投資額に満つるまで償還される。
 - ⑦本機構債については、本機構債に係る債務の担保に供するため、貸付債権を信託する信託契約が設定され、信託契約は不特定の受益者に対する他益信託として設定去れており、信託契約における当初の受益者は本機構債の債権者の集合とされている。受益権行使事由が発生し、受益権行使通知がなされた場合には、本機構債の債権者は受益者代理人に事務受託会社から受領した届出書を届け出る等信託契約に定められる受益者確定手続を経ることにより、受益者として確定される。確定した受益者は、信託契約に基づき受益権に係る元本償還及び収益配当を受けることができる。その一方、受益権行使事由が発生した場合には、本機構債要綱の規定により、機構債消滅日において、本機構債は消滅するものとされる。

(補足)

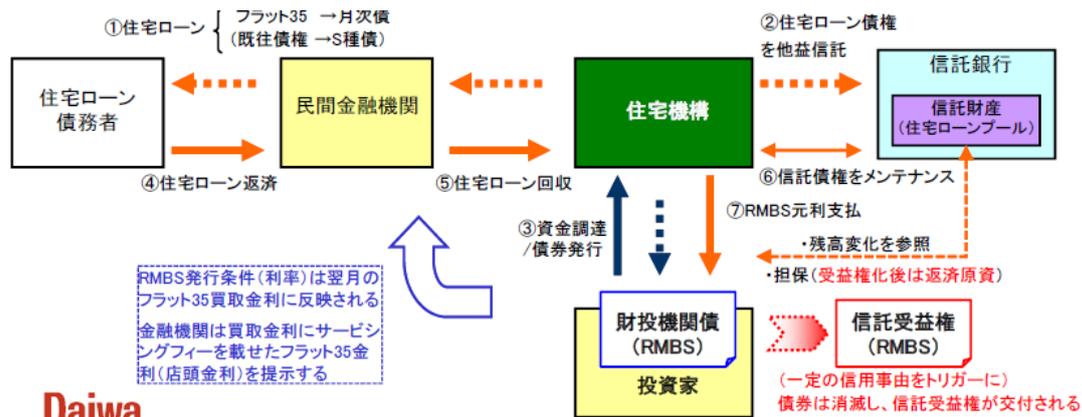
以上のように、住宅金融支援機構は、民間金融機関から買い取ったフラット 35 の住宅ローン債権を信託銀行に信託設定（他益信託）し、それを担保として住宅金融支援機構自身が財投機関債を発行し、住宅ローン債権を買い取るための資金を債券市場から調達し、住宅金融支援機構が元利支払いを投資家に行い財投機関債を償還する。その際、上記の仕組みの中では触れていない住宅金融支援機構債の特徴をいくつか補足しておこう。

第一は、投資家への元本償還は信託財産の元本減少に応じて毎月パススルー方式で行われ、信託財産の元本減少分には住宅ローン債務者の任意繰り上げ償還分の他、担保適性を欠く状態になった債権を機構が信託財産から一部解約する解約分を含んでいることである（利息は毎月の元本残高に応じて固定利率で行われる）。こうした償還前倒支払があるために、RMB S の投資年限は環境により変化するリスクがあり、その分、日本国債等、信用力が高いうえに元本償還時期が確定的な債券に比べ、相対的に利回りが高くなっていると考えられる。逆に、広く全国の銀行から住宅ローン債権を買い取ることは機構 RMB S 債の地域分散効果の発揮を通じて、リスクの低減・高格付に寄与していると考えられる。

第二は、住宅金融支援機構が買い取った住宅ローン債権は信託銀行に信託設定されるが、住宅支援機構債 RMB S では、その際超過担保を設けて債権の回収不足に対応する信用補完措置が設けられていることである。

第三に、4 か月以上の延滞などのデフォルト債権等があれば、住宅金融支援機構が信託債権を解約し、これを引き取るので、投資家はデフォルトリスクから隔離され、担保プールの健全性が維持され、超過担保率も保たれる。また、投資家の担保権に影響の及ぶかねない信用事由（受益権行使事由）に抵触する事態が発生すると債権は消滅し、投資家に信託受益権が交付され、受益権化したのちは、住宅ローンプールからの回収金を原資とする利益配分で元利返済される仕組みが信託契約として定められていることである。

(図表 2) 資産担保型財投機関債の元金支払いのイメージ



(注) 大和証券株式会社金融調査部松下浩司氏の証券アナリスト協会「証券化商品市場の概況と今後の展望」講演資料(2017.10.31)による。

(住宅金融支援機構団体信用生命保険について)

なお、蛇足であるが、フラット 35 の機構団体信用生命保険(以下「機構団信」という。)料の支払い方式が 2017 年 10 月からリニューアルされた。これまでの機構団信は毎年 1 回保険料(住宅ローンの向こう 1 年の平均残高×毎年の料率)を支払う仕組みであったが、2017 年 10 月 1 日以降のフラット 35 の新規契約分については、月々の返済の中に保険料(最新の住宅ローン残高×加入時の料率)が組み込まれる方式となる。従来より、民間の住宅ローン生命保険契約に係る団信では採用されていた方式であったが、住宅金融支援機構においては、各種の準備に手間取り、今日まで実施が持ち越されていたものである。このような機構団信に加入する場合は、当然のことながら加入しない場合に比べその分の金利が上乘せされることになる(2017 年 10 月の場合は 0.28%の上乘せ)。この利率は、金融情勢の変化に合わせて変わるようなものではなく、固定利率の色彩が強いものであり、金利への組み入れ型の団信制度により、どの程度フラット 35 の借入者の負担軽減になるかについて、住宅金融支援機構は、筆者の問い合わせに対し、独自にデータの公表していないが、ある民間の試算結果として、現在のローン金利水準約 1%の下で、借入総額 3,000 万円程度、返済期間 35 年と仮定すると返済総額は総額で約 30 万円程度少なくなるという紹介もされており、多少なりとも、フラット 35 の利用者の負担軽減にも資することになる。

(2) メガバンクによる REIT 貸付債権の証券化について

いくつかのメガバンクが今年の夏以降、自ら有する REIT 向け貸付債権中、貸し倒れリスク分を対象に、損害担保契約を介して企業向け証券化商品(CLO=Collateralized Loan Obligation)を組成し販売している事例が見られている。専門家の間では、これは、一定の事由の発生時に生じるべき損失額の補填を受ける仕組みをとる CDS (Credit Default swap) を用いないが、オリジネーターが対象債権の保険を買い、CDS のセラーとなるピークルが CDS プレミアムを原資とする証券化発行をするのと同様の経済効果を持つと考えられており、この証券化は、発行者にとっては、REIT 融資への貸出余力を生むとともに、貸し倒れリスクの一部転嫁になる一方、購入者側にとっても、のちに述べる資産構成上のリスクウェイトを低減するとともに、低金利下で相応のリターンを期待できるため、機関投資家や金融機関が販売に応じるニーズを示し、組成が実現したと考えられる。

一例をあげると、三菱 UF J 銀行は 5 月に REIT 向け貸付債権中、貸し倒れリスク相当額 500 億円を信託し、信託受益権をシニア、メザニン、劣後にトランチし、シニア 415 億円を AAA 格で、メザニ

ン 25 億円を AA-格で、劣後 60 億円を A+格での受益権の格付を取得した。これを国債利回りがゼロ近辺で低迷する地方銀行や信用金庫が購入に踏み切り、元利配当を得ている状況である（スキームについては下記（参考）を参照）。

購入側の地方銀行、信用金庫等がもし自ら REIT に融資をすれば、自己資本規制上 100% のリスクウェイトを課されるが、この CLO への投資であれば、証券化商品の格付に応じ、AAA から AA- であれば 20%、A+ から A- なら 50% のリスクウェイトで保有できるメリットがあるため、購入側は REIT への直接貸出に比べて自己資本規制のハードルを低めることができる反面、貸し倒れ分のリスクが増えることは否定できないであろう。

しかし、貸し倒れリスクの分散を目的に発行される今回の証券化商品は、低金利時代に一定の利回りを得られる投資機会を提供するものであるとともに、三菱 UFJ 銀行等のメガバンクにとって融資余力の確保などの財務改善につながるメリットがあるとされる。

政府は現在 16 兆円の REIT の市場規模を 20 年に 30 兆円まで増やす目標を掲げているが、大手行に頼った現在の REIT の資金調達構造だけでは限界があることから、REIT 市場へ地銀や年金など新たな投資家の登場を望んでおり、ブルームバーグの 9 月 27 日のニュース記事等も、一定のリスクを持つ CLO を投資の対象に組み入れた証券化商品の円滑な消化を歓迎する旨の関係者の発言取材を報道している。

（参考）スキームの概要は以下のとおりである

- （1）委託者は受託者に金銭を信託し、当該信託の受益権（格付対象）を投資家に譲渡する。
- （2）受託者は預金先金融機関に定期預金口座を開設し信託金を預け入れる。
- （3）受託者は貸付人が保有する複数の日本企業向けローン債権に関する損害担保契約を貸付人と締結する。
- （4）受託者は定期預金口座上に、損害担保契約に基づく填補債務履行請求権野担保として、貸付人を質権者とする根質率を設定する。
- （5）期中、受託者は損害担保契約に基づき、貸付人兼質権者から受領する損害保険手数料をもって格付対象の配当を支払う。
- （6）期中、填補債務履行事由が発生した場合、受託者は仮払金として当該ローン債務者の填補対象元本額に相当する金銭を貸付人兼質権者に支払う。その後、貸付人兼質権者は、当該ローン債務者の填補対象元本額に関わるローン債権からの元本の回収金を受託者に支払い、受領した金銭はウオーターフォールに従い格付対象の元本に充当される。
- （7）信託終了日に受託者は満期を迎える定期預金の払戻金をもって格付対象を償還する。ただし、填補債務履行事由が発生し、損失金額（元本回収金）の累計金額が各格付対象に設定されている信用補完金額を超過している場合には、当該超過分だけ減額された金額の元本金額にて償還する。

（注）（株）格付投資情報センター「NEWS RELEASE」（2017 年 5 月 31 日）による。

（荒井 俊行）