

リサーチ・メモ

住宅金融支援機構の債券型証券化商品、RMB S（住宅ローン担保証券、Residential Mortgage Backed Securities）の最近の市場動向について

2017年6月1日

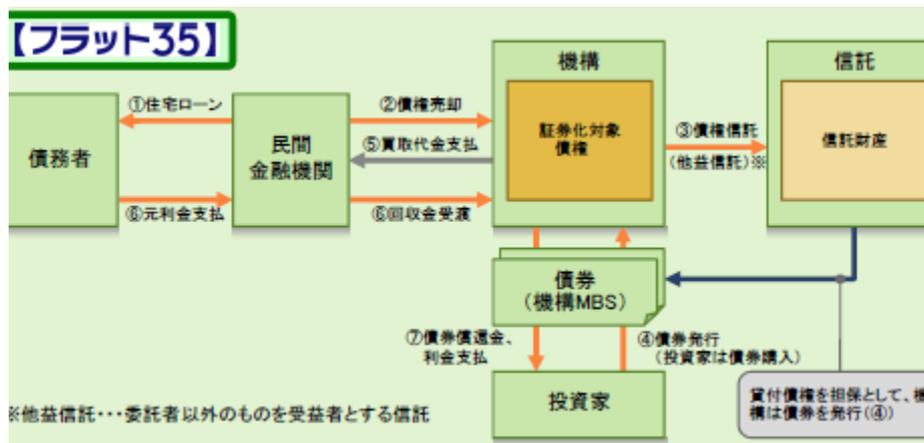
（はじめに）

住宅金融支援機構は2001年3月に旧住宅金融公庫時代に貸付権担保第一回住宅金融公庫債券を発行して以来、原則毎月毎に（但し2003年までは数か月に1度）、直近の2017年5月までに121回にわたり月次債と言われる住宅ローン債権を発行している（2005年7月～2009年12月までの間は、これに加え過去の直接融資貸付債権のみを対象にS種債と言われるローン債券も発行）。2003年10月からは買取型の証券化支援事業¹が、2004年10月からは保証型証券化支援事業²が開始されている。

（住宅金融支援機構RMB S（月次債）のスキーム（買取型））

住宅ローンの貸し手である民間金融機関が、住宅金融支援機構と提携して長期固定の住宅ローン（フラット35）を貸出したあと、住宅金融支援機構は数か月以内にこの住宅ローン債権を買い取り、機構のRMB Sの担保に供するため、委託者である機構MBSは、債権者の集合を受益者、信託銀行を受託者とする他益信託契約を締結し、この住宅ローン債権を信託財産の担保に、住宅支援機構がモーゲージ証券を発行する。発行されたモーゲージ証券は、元利金払いの保証などで信用力や格付を高めた上で投資家に販売される。機構RMB Sは最低購入金額が1億円であり、償還方法としては、裏付資産である住宅ローンのあらかじめ定められた元利金返済に加え、住宅ローン債務者の支払った繰り上げ返済金も支払ういわゆる月次パススルー（Pass-Through）方式が採られている。

（図表1）証券型支援事業（買取型）の概要



- （注）1. 住宅金融支援機構「貸付債権担保住宅金融支援機構債券（機構MBS）の概要」（2017.5）による。
2. 住宅ローン債務の返済に延滞が生じた場合は、3か月延滞までは、延滞がないものとして住宅金融支援機構が元金を支払い、4か月以上の延滞が生ずると、当該信託債権を解約するため、デフォルト債権の元本相当額に信託債権残高に対する機構RMB S残高の比率を乗じた額について繰り上げ償還を実施し、デフォルト債権の信用リスクを機構が負担する仕組みが採られている。

¹ 民間金融機関が販売した住宅ローンを買取り、その住宅ローン債券を担保にRMB Sを発行する業務。
² 民間金融機関が販売した住宅ローンに対して、住宅ローン債務者が返済不能になった場合に保険金を支払い、また、その住宅ローンを担保として発行されたRMB Sの元利払いを保証する業務。

（最近の住宅金融支援機構の月次債の発行状況）

最近時の 2017 年 5 月発行の第 121 回機構債（月次債）の表面利回りは、社債の発行条件等を勘案して、0.43%となり、新発 10 年国債の利回り 0.04%との差である「ローンチスプレッド」は 0.39%(39BPS)となった。国債対比の機構 RMBS 金利のスプレッドは、同レベルの格付を持つリスクの低い債券に比しても比較的高く、人気が高いとされている。住宅金融支援機構は 0.43%の金利コストで住宅ローン貸付債権買取資金を調達し、これを原資に、現在、民間金融機関が 1%程度（2017 年 5 月における、フラット 35 の取扱金融機関の融資率 9 割以下、貸付期間 21 年～35 年の最も多い適用金利は年 1.06%）の金利で貸し出しているフラット 35 を購入していることになる。

（図表 2）最近の住宅金融支援機構の月次債の発行状況（発行額：億円・年利率・ローンチスプレッド：%）

時期	発行額	年利率	ローンチスプレッド	時期	発行額	年利率	ローンチスプレッド
2015.5	1810	0.83	0.42	2016.6	2235	0.23	0.43
6	1387	0.90	0.41	7	2029	0.19	0.42
7	1399	0.88	0.45	8	2012	0.33	0.41
8	1107	0.84	0.48	9	2436	0.37	0.41
9	1100	0.89	0.50	10	2529	0.34	0.40
10	1799	0.86	0.54	11	1962	0.41	0.39
11	1592	0.86	0.55	12	1880	0.48	0.39
12	1595	0.85	0.54	2017.1	2019	0.46	0.38
2016.1	1993	0.79	0.56	2	1490	0.47	0.38
2	1717	0.54	0.54	3	1898	0.46	0.38
3	1390	0.48	0.48	4	2408	0.40	0.39
4	2487	0.34	0.46	5	1967	0.43	0.39
5	2303	0.36	0.44	6			

- （注）
1. 月次債の発行額は過去 3 か月に民間金融機関が締結した住宅ローン契約物件である。
 2. 概ね平均的には 10 年程度で元利金の償還が終わるケースが多い。
 3. ローンチスプレッドとは新規発行 RMBS の表面利回りと条件決定時の 10 年国債利回りの差を表わす。
 4. 日本証券業協会の調査によると、機構の RMBS の発行残高は 2016 年度末で 12 兆円程度であり、流通市場で売買される機構 RMBS は年間 3 兆円程度である（2016 年 5 月の住宅金融支援機構市場資金部長浪波哲史氏「住宅金融支援機構 M&A の現状と課題」による）。RMBS の残高 12 兆円は、債券市場における社債発行残高 60 兆円の約 2 割程度のシェアである。
 5. 2016 年の機構 RMBS の発行額は 2.5 兆円である。この 2016 年の RMBS の発行額、年 2.5 兆円は 2016 年の日本における公募社債発行額年 1 兆円の約 2 割程度のシェアである。
 6. 機構の RMBS は、投資家が住宅ローンの元利金の支払い利息及び期限前返済を含む元本償還分のキャッシュフローをそのまま受け取る「パススルー方式」が採用されている元本前償還。
 7. ローンチ・スプレッド (launch spread) とは、主に新規発行債券の表面利率と条件決定時の参照国債利回りの差のことを指す。債券発行時の投資判断に利用される。

（機構の RMBS の特徴）

1. 均質で分散効果が高い

RMBS は個人の比較的均質な住宅ローン債権数千件をプールして組成された商品であり、最近時の 2017 年 5 月の第 121 回の機構月次債には 8517 人の融資件数が入り込んでいる。

ローン債券者の居住地域は全国に分散しており、均質な住宅ローン債権を広く買い取ることで、

ポートフォリオ理論で言う分散投資効果が働くため、リスク分散度の高いローンプールが組成できる効果がある。

2. 債券発行額に超過担保を設定

第 121 回の機構月次債で見ると、融資の適格基準を満たす住宅ローン債券のみを機構RMB Sの裏付資産としていることに加え、発行額 1967 億円に対し、信用補完のため 20.1%の超過担保措置が取られている。超過担保とは、発行する機構RMB Sの額を上回る裏付け資産を信託することであり、これにより投資家への元金金の支払いの確実性を高め、RMB Sの信用力が補完されている。

この超過担保措置も寄与して、機構RMB Sは、発行時にAAA（最高位）（S&P：スタンダードアンドプアーズ、R&I：格付投資情報センター）の格付が得られている。

3. BIS規制による機構RMB Sのリスクウエイトは小さい

BIS 規制により、各資産には与信の種類ごとにリスクに応じた掛け目が決められている。これをリスクウエイトというが、バーゼルII（達成すべき自己資本比率の最低水準（8%以上）³）におけるリスクウエイトは株式が 100%、住宅ローンが 35%であるのに対し、資産担保型財投機関債である機構RMB Sのリスクウエイトは 10%と低くなっている。このため、住宅金融支援機構の自己資本をリスク資産で除して求めた自己資本比率は高い。

4. 多様な機構RMB Sの投資家層

現在幅広いセクターの機関投資家が機構RMB Sを購入しており、平成 27 年度における 1 起債当たりの参加投資家数は 70~90 社程度になっている。中央投資家と地方投資家の購入金額割合は概ね 6：4 程度、大口投資家は、都銀 25%、地銀・第 2 地銀、生保が各 20%、信金・信組・信連 10%であり、この他信託銀行、損保、投信等がある。機構RMB Sは個人投資家でも購入可能であるが、最低購入金額が 1 億円であり償還方法が月次パススルー方式であるという特殊性があるので、今後、個人投資家の参画により投資家の多様化を容易にするには、機構RMB Sを組み込んだ個人向け投資信託の組成等が検討されるべきであろう。

（荒井 俊行）

³ 現在、世界各国において 2013 年（平成 25 年）からバーゼル III が段階的に実施され、最終的には、2019 年（平成 31 年）初から完全に実施される予定。金融危機の再発を防ぎ、国際金融システムのリスク耐性を高める観点から、自己資本規制の更なる厳格化が目指される。