

## 証券化時代の住宅ローン・ビジネス

井上 武

### 要 約

1. 従来、住宅ローン供給の 3~4 割を占めてきた住宅金融公庫のシェアが新規貸出で 10%を切るまで急低下している。公庫は直接融資を減少させる一方で、2003 年 10 月より民間金融機関による住宅ローンの証券化の活用を支援する事業を展開している。当初低調だったこの事業は、商品性的見直しなどもあり、足元では急速に拡大してきている。
2. 現在、公庫の独立行政法人化を前に、今後の住宅政策の方向性について、活発な議論が展開されており、その一つとして、住宅ローンへの証券化の活用をより一層進めていくことが求められている。
3. 証券化の活用が進むことによって、長期固定の住宅ローンが安定的に供給される基盤が整うことが期待される一方で、住宅ローンを取り扱う金融機関にとっては、ビジネスの収益性の低下やこれまで顕在化していなかった新たなリスクに直面することも予想される。
4. 証券化の活用が進んでいる米国でも、収益性の低下や期限前償還リスクの増大による収益の変動といった問題を抱え、サービシング業務の大手への集中、柔軟性や効率性を確保するための販売チャネルの重層化などが生じている。
5. 米国同様の対応をわが国の金融機関がとる場合には、現在、十分に整備されていないサービシング業務の譲渡やサービシング権利の資産計上とリスク管理といったことが必要となる。
6. サービシング権利の価値の把握は、投資家や監督機関にとって、金融機関の収益性や事業リスクを把握する上でも参考となり、また、サービシング権利の管理に必要な期限前償還リスクの分析やヘッジの技術は、RMBS の投資にも役に立つものであり、市場の拡大にも寄与することが期待されるであろう。

### I. 住宅ローンの資金供給構造の変化

#### 1. 住宅金融公庫シェアの急低下

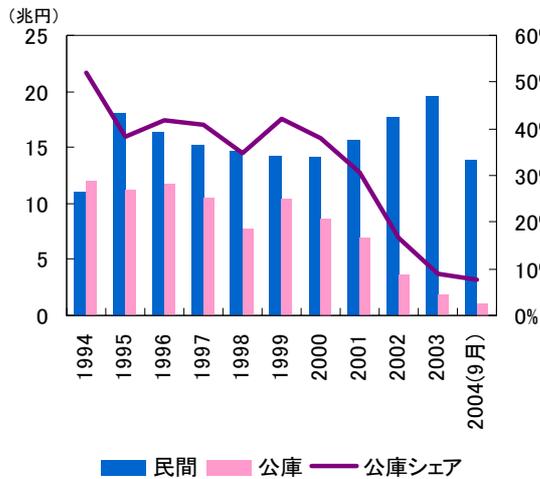
従来、住宅ローン供給の 3~4 割を占めてきた住宅金融公庫（以下、公庫）のシェアが急激に低下している。新規貸出に占めるシェアは昨年以降 10%を切っており、今や住宅ローンの 9 割以上が民間金融機関から提供されている状況にある。ローン残高に占めるシ

ェアも低下し、現在では約 3 割となっている（図表 1、2 参照）。

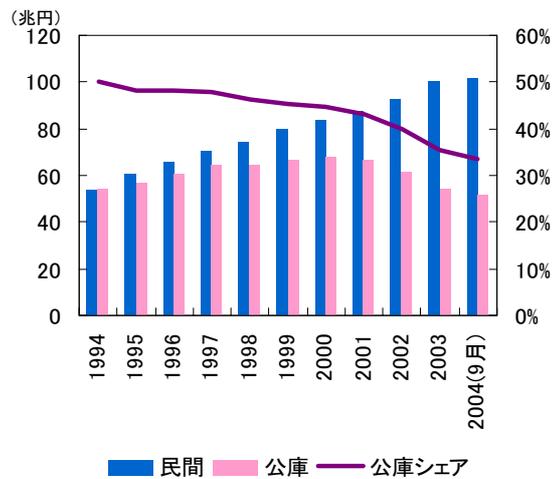
公庫のシェアの低下は、2001 年に閣議決定された「特殊法人等整理合理化計画」を反映したものである。計画では、公庫の直接融資を段階的に縮小し、5 年以内に公庫を廃止することが定められていた。

加えて、民間金融機関は、企業の資金需要の低迷と商業金融の収益性の低下からリテール業務を強化しており、住宅ローンはその中

図表1 住宅ローン新規貸出



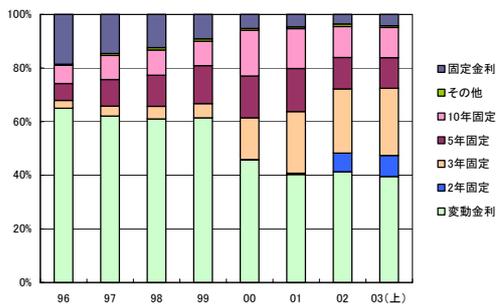
図表2 住宅ローン貸出残高



(注) 民間は日本銀行「金融経済統計月報」で利用されている分類のうち国内銀行、信用金庫、信金中央金庫の合計を利用。2004年は9月までの数値。

(出所) 日本銀行「金融経済統計月報」より野村資本市場研究所作成

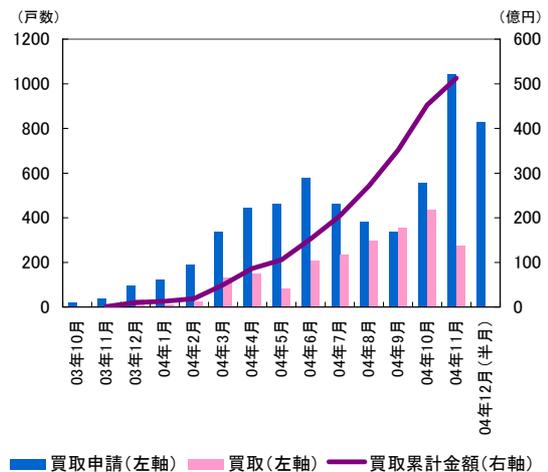
図表3 民間住宅ローン残高における金利タイプ別構成比



(注) 1999年度までと2000年度以降の数値は出所の違いにより連続しない。

(出所) 住宅金融公庫年報、国土交通省「平成15年度民間住宅ローンの実態に関する調査」より野村資本市場研究所作成

図表4 公庫の証券化支援事業の実績推移



(注) 買取申請から実際の買取までは数ヶ月かかるため両者の伸びにはタイムラグがある。

(出所) 国土交通省

核商品として、ラインナップの充実や各種キャンペーンの実施など積極的な取り組みを行ってきた。

いずれにしても、一昔前までは、公庫から借りることを第一の選択肢とした住宅ローンの借入れ行動は、ここ数年の間で一変した。

従来、変動金利中心であった、民間住宅ローンの構成にも変化が見られる。長期低金利

の継続という環境を捉え、一定期間金利を固定する短期固定金利型や長期固定金利型商品の取り扱いも増え、それらが残高に占める割合は半分以上に達している(図表3参照)。

こうした商品構成の変化は、金融機関の住宅ローン・ビジネスに付随するリスクにも変化をもたらしつつある。

## 2. 公庫の買取型住宅ローンの急転

### 1) 住宅金融公庫の証券化支援事業

公庫廃止の計画とともに公庫の融資シェアが低下する一方で、公庫による証券化支援事業という新しい取り組みもスタートしている。「特殊法人等整理合理化計画」では、公庫の廃止とともに、民間金融機関による長期固定の住宅ローンの供給をサポートするために新しく独立行政法人を設立することが計画されている。この独立行政法人の目的は、民間金融機関が住宅ローンの証券化を容易にするための制度的なインフラや保証などを提供することであり<sup>1</sup>、民間金融機関は証券化を活用することによって、住宅ローンに付随する金利リスク、期限前償還リスク、信用リスクや流動性リスクを軽減することが可能となり、長期固定の住宅ローンの提供が容易となるというものである。

独立行政法人の設立は 2006 年度中の予定であるが、既に、2003 年 10 月より、公庫によって先行的に証券化支援業務が開始されている。まず、民間金融機関から住宅ローンを買って証券化する買取型事業がスタートし、2004 年 10 月からは民間の証券化に対して保証を提供する事業が開始された。

証券化支援事業は、現在までのところ、累計の買取額がようやく 500 億円に達した状況であり、月間 2 兆円前後の新規貸出がある住宅ローン市場ではまだその存在は小さい。し

かし、2004 年 11 月の買取申請額が前月比 88%増の 1,044 件に達し、12 月も半月で既に 829 件となるなど、ここへきて急速に拡大してきている（図表 4 参照）。

### 2) 商品性の改善と金融機関への優遇策

最近の証券化支援事業の拡大は、後述する政策的な後押しを背景として、公庫による取り組みが積極化していることがあげられる。これまでも、公庫は、当初の期待と比べて低調だった買取型事業を拡大させるため、対象となるローン（以下、公庫買取型住宅ローン）の基準を段階的に緩和するなどの対応をとってきた。例えば、2004 年 4 月には大都市圏の住宅事情も勘案して、融資の対象となる住宅の規模に関する制限を緩和し、10 月には返済額に対する月収の比率を引き下げ<sup>2</sup>、実質的な融資上限の引き上げを実施した。また、同時に、新しく中古住宅も対象に加え、2005 年 1 月からは築後 10 年という中古住宅の要件の撤廃も実施した（図表 5 参照）。

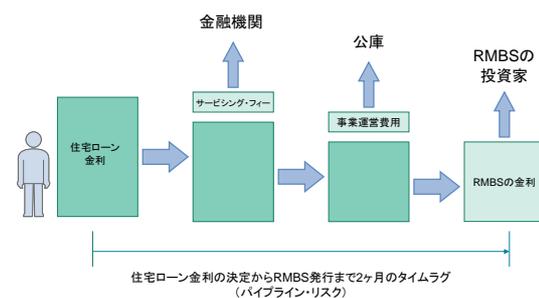
一方で、金融機関による公庫買取型住宅ローンの取り扱いが進まない理由には、公庫が証券化の過程で徴収する 0.9%という事業運営費用に対する不満が大きかったといわれる（図表 6 参照）。当初はこの問題に対して非常に硬直的であった公庫であるが、最近では柔軟な姿勢を見せている。まず、2004 年 4 月には、これまで民間に負担させていた住宅ローンの金利設定から証券化までの金利上昇

図表 5 公庫買取型住宅ローンの融資条件の緩和

2004年4月1日	・敷地面積の基準(100㎡以上)を撤廃 ・共同住宅の床面積下限の引き下げ(50㎡⇒30㎡) ・対象住宅の種類拡大
2004年10月1日	・中古住宅を対象に含める ・月収/返済額の基準の緩和(5倍以上⇒4倍以上)
2005年1月4日	・中古住宅の築後年数の要件(10年以内)の撤廃

(出所) 住宅金融公庫資料より野村資本市場研究所作成

図表 6 公庫買取型ローンの金利構成



(出所) 野村資本市場研究所

リスク（いわゆるパイプライン・リスク）を、この事業運営費用で吸収する、すなわち公庫が引き受けるように制度を変更した。一方で、これまで通り民間金融機関がパイプライン・リスクを負担する場合には、事業運営費用を0.8%に引き下げるという見直しも実施し、実質的な事業運営費の引き下げを行った。

さらに、制度の普及を促すために、一部の民間金融機関に対して、事業運営費用を0.2%から0.35%ディスカウントするキャンペーンも開始した。まず、11月からは、みずほ銀行や日本住宅ローン、八千代銀行など取り扱い実績の多い金融機関に対して事業運営費を引き下げる優遇策を実施し、12月からは、取り扱い実績に加えて、民間金融機関がサービシング・フィーを引き下げた場合も対象に含めた<sup>3</sup>。これにより、事業運営費用が引き上げられた機関の数は、公庫買取型住宅ローンを取り扱う機関の半数の95機関に達した。2005年1月にはさらに増加し、全体の3分の2が優遇措置を受けているものと思われる。対象金融機関では、公庫の優遇策を利用することによって、3%を下回る歴史的に見ても非常に低金利の長期固定の住宅ローンの提供が可能となっている。

住宅ローン市場では、一部の地域において、金利引き下げ競争や固定期間の長期化など、収益性やリスクを度外視した競争が激化している。また、景気回復を背景に消費者には将来的な金利の上昇の不安が広がりつつある。11月以降の公庫買取型住宅ローンの取扱高の急激な拡大は、こうした環境下で、公庫のキャンペーンを利用することにより、競争的な長期固定の住宅ローン金利を提示することが可能となり、民間金融機関が積極的に利用し始めたということであろう。

公庫買取型住宅ローンの取り扱い拡大の動きは、自ら長期固定金利の住宅ローン商品を開発し、提供してきた金融機関の間にも広がってきている。2004年12月からは新生銀行

の運営する証券化スキームを活用してきたソフトバンク系列のグッドローンが新たに取り扱いを開始し、自行ローンの取り扱いを優先させていた東京三菱銀行やUFJ銀行も2005年1月から公庫買取型住宅ローンの金利を大幅に引き下げ本格的な取り扱いを開始している。これらの機関は、ALM上の問題を回避するために、民間の証券化スキームや金利スワップなどを活用してきたが、コストやヘッジ手段のオペラビリティの問題から安定的な供給が難しいといった問題を抱えており、公庫買取型住宅ローンの金利水準の低下によって、自前の商品では競合が困難であると判断したものと思われる。

## II. 証券化市場の拡大を唱える住宅政策の改革

### 1. 公庫改革法案の2005年度国会提出へ向けた議論

11月以降、公庫が証券化支援事業への取り組みを積極化させている背景には、2005年の通常国会に対して公庫の廃止と独立行政法人の設立に関する法案が提出される前に、予算等の兼ね合いから政府や与党の間で住宅政策に関する議論が活発化していることがある。

自由民主党政務調査会の住宅土地調査会は、2004年9月30日に「住宅金融改革小委員会」、「中古住宅流通・住宅リフォーム推進委員会」、「公的賃貸住宅改革小委員会」の三つの委員会を設置し、11月にそれぞれの委員会が提言を行った<sup>4</sup>。また、2004年9月29日には、国土交通大臣から社会資本整備審議会に対して「新たな住宅政策に対応した制度的枠組みはいかにあるべきか」について諮問がなされ、住宅地分科会の下に基本制度部会が設置され12月6日には審議結果が中間とりまとめとして報告された<sup>5</sup>。これらの提言を受けて、同日、国土交通省住宅局は、

今後の住宅政策の改革に向けた取り組みの道筋を示す「住宅政策改革要綱～住宅政策の集中改革の道筋～」を公表、さらに、国土交通省と公庫の共同による「独立行政法人移行に向けた住宅金融公庫の業務改善・効率化に関する計画」が公表され、今後、独立行政法人設立までの約2年程度の間、住宅制度改革の方向性が示された。

これら一連の報告書の中の住宅ローンに関する部分では、現在の問題点として、住宅ローンの供給が民間中心となってきている一方で、その大部分が変動金利もしくは短期固定型の住宅ローンで占められていることが共通してあげられている。日本と同様に変動金利が中心で1990年前後に金利の上昇により、延滞や・差し押さえが急増し社会問題化した英国のケースなどを引き合いに出し、わが国でも、今後、将来的に金利が上昇する際に、債務者の負担増が社会問題化するのではないかといったことが懸念されている。変動金利、短期固定金利、固定金利など様々な金利タイプの商品が提供されることは、消費者の多様なニーズに応える上で望ましいものの、金融機関が、消費者に対して、金利リスクなどを十分に説明しているか、また、それを回避するための選択肢としての長期固定金利型の住宅ローンの情報を適切に提供できているか、という点について疑問を提示している。

## 2. 改革の方向性

改革の方向としては、長期固定金利の住宅ローンの安定的な供給を実現するために、現行の公庫の証券化支援事業の制度改善を行い、より一層証券化市場の活用を促すこと、すなわち「市場機能の活用」が共通の柱として述べられている。公庫買取型住宅ローンの対象となる中古住宅の築後年数の要件の緩和や事業運営費の引き下げなども提言内容に含まれており、その他にも融資限度額を現行の5,000万円から8,000万円への引き上げるこ

と(2005年度)や、公庫の既往債権の証券化およびRMBS(住宅貸付債権担保債券)発行額の拡大などの改革が予定されている<sup>6</sup>。この他、住宅ローンに関する適切な情報の提供を促進するための施策や、モーゲージ・バンカーやモーゲージ・ブローカーといった住宅ローンの供給主体の多様化などが改革として挙げられている。

また、自民党の提言では、借り換えローンについても公庫の買取型住宅ローンの対象とすることを今後の課題として検討すべきとしている。仮にこれが実現した場合、民間金融機関の既往債権から証券化を活用した公庫買取型住宅ローンへの借り換えが生じ、住宅ローンの証券化が急速に進展する可能性がある<sup>7</sup>。

いずれにしろ、住宅ローン市場においては、2006年度中に予定されている公庫の独立行政法人化のスケジュールに合わせて、今後、証券化市場の活用へ向けた改革により一層ドライブがかかっていくことが予想される。

## Ⅲ. 証券化の利用によるリスクの変化

### 1. 証券化を軸とした住宅ローン・ビジネスへ

住宅ローン市場の改革が目指すのは、消費者に対して多様な住宅ローンが提供され、そのうち長期固定金利の住宅ローンについては、大部分が証券化市場を活用して安定的に資金が供給されるという姿であり、住宅ローンの約6割<sup>8</sup>が証券化されている米国の住宅金融をモデルとしたものであるという。米国では、住宅ローンの証券化が進展していく中で、金融機関にとっての住宅ローン・ビジネスに関連するリスクに様々な変化がもたらされた。

以下では、今後、日本の住宅ローン市場が、米国と同様に証券化市場を最大限活用する形にシフトしていった場合に、金融機関にどのような変化がもたらされるかについて見てい

きたい。

## 2. 収益性の低下

一つ目は、証券化の対象となる住宅ローンは標準化されたものとなるため、提供する機関の間で商品の差別化が難しくなり、競争は専ら価格（金利）によるものが中心となり、収益性が極限まで低下していくことが考えられる。図表7は公庫買取型住宅ローンの金利の分布について見たグラフである。横軸に金利、縦軸に低い金利から数えた累積機関数を%で表示している。制度導入当初から徐々に右側に偏った分布、すなわち低い金利に集中した状況となってきたことがわかる。ちなみに、住宅ローン金利設定のベースとなるMBSの発行金利（表面利率）を見ると、この間、一時的に上昇する局面はあったが、ほとんど低下していない（図表8参照）。

また、先述したように、公庫は2004年11月より、取り扱い実績が多い機関やサービシング・フィーを引き下げた機関に対して、事業運営費を引き下げる優遇措置を実施しているが、これも収益低下に拍車をかけているものと思われる。競争的な金利を提供するために公庫の優遇措置を受けるためには、自ら受け取るサービシング・フィーを削らなければ

ならないからである。

## 3. 期限前償還リスクの顕在化

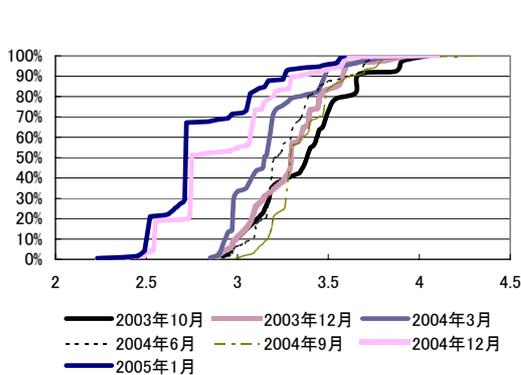
住宅ローンのリスクには、大きく、信用リスク、金利リスク（デュレーションのミスマッチ）、期限前償還リスクがある。このうち、期限前償還リスクについては、民間金融機関ではこれまで余り意識されてこなかったが、証券化の普及とともに住宅ローン・ビジネスに付随するリスクとしてより顕在化してくるものと思われる。

融資を行う機関にとって、住宅ローンが期限前に償還されると、住宅ローンの成約（オリジネーション）にかかった費用が回収できない、資金の再投資が必要となる、ALM管理のためのヘッジ取引が無駄となるなどの問題が生じる<sup>9</sup>。

民間金融機関の場合は、これまで変動金利が中心であったことから、金融機関の間での借り換えは余りなく、さらに、公庫の融資は新築や新規取得を対象としたものであるため、金融機関から公庫への借り換えもなかった。したがって、期限前償還リスクについて意識する必要性は低かった<sup>10</sup>。

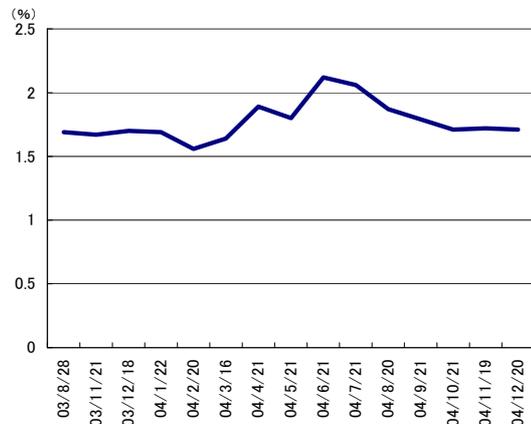
ところが、先述したように公庫は買取型住宅ローンの対象に中古住宅を含め、築後10

図表7 公庫買取型住宅ローンの各金融機関における融資金利の分布状況



(出所) 住宅金融公庫ホームページ等より野村資本市場研究所作成

図表8 公庫RMBSの表面利率の推移



(出所) 住宅金融公庫ホームページ等より野村資本市場研究所作成

年という従来の制限も撤廃した。条件の良い融資が受けやすくなることで、中古住宅の取引が活発化することも期待され、さらに取引の活発化により、中古住宅の価値が向上すれば、これまで売却によって十分に負債を返済できないため取引を断念していた人々も取引を再考する可能性がある。これにより、民間金融機関の借入を返済し、公庫買取型住宅ローンに乗り換えるという行動も今後は増えていくことが考えられる。

また、先述したように、金利上昇による住宅ローン債務者の返済負担増が社会問題化し、その対応として、仮に今後、借り換えについても公庫買取型住宅ローンの対象となるようなことになれば、金利環境の変化に応じて大きな借り換えの波が生じることとなる。この場合には、近年、業容を拡大させた金融機関にとって大きなリスクとなる。

一方、証券化を利用することにより、民間金融機関は期限前償還リスクを投資家に転嫁することができるが、サービシングを行う金融機関にとっては、全てを転嫁できるわけではないことにも注意が必要である。すなわち、サービシング手数料は月々の住宅ローンの返済額から支払われるため、期限前償還が増えれば将来に亘った収入総額は減少し、逆に期

限前償還が減少すれば収入総額は増加する。つまり、将来に亘ったサービシング収入総額が不確定であるというリスクは抱えたままとなるのである。

#### IV. 証券化の活用が進んだ米国の状況

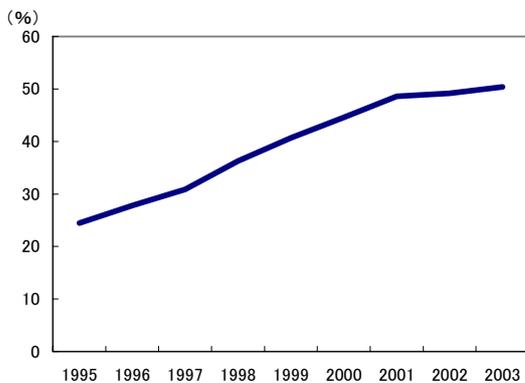
##### 1. サービシングの効率化

今後、予想される収益性の低下とリスクの増大（主に期限前償還リスク）に対して金融機関はどのように対処していけばいいのだろうか。同様の問題は、米国で現在の住宅金融が形成される過程においても生じたはずであり、米国の現状を見ることによって、今後の日本における住宅ローン・ビジネスの方向性について、何らかのヒントを得られるかもしれない。

収益性の低下については、競争上、価格（金利）を引き上げることは困難であるため、対応として考えられるのはコストの削減である。また、リスクの増大については、リスクを把握する体制を整備し、ヘッジなどによってリスク管理を強化するか、もしくはリスクを切り離す（売却する）ことが考えられる。

米国では、証券化制度の対象となる住宅ローンのサービシング業務については、大手機

図表 9 米国における大手 10 社のサービシング取扱高のシェア



(出所) Inside Mortgage Finance: July 25, 2003 (Originators) and August 1, 2003 (Servicers)

図表 10 販売業務、サービシング業務別に見た ROE (2002 年)

	(単位: %)			
	中小規模	大手	メガ	合計
販売	110	106	95	96
サービシング	-44	-6	15	14
全体	45	38	48	48

(注) Mortgage Bankers Association と STRATMOR Group がジョイントで行っているサーベイで、2002 年は中小 15 社、大手 15 社、メガ 13 社を対象に実施。

(出所) Mortgage Bankers Association of America

関への集約化が進んでいる。図表 9 は米国におけるサービサー上位 10 社のシェアを見たものであるが、2003 年末で 50% に達している。

サービシング業務は、毎月の返済金の回収や債務者・抵当物件の管理といった機械的な部分が多く、IT やネットワーク技術の活用による効率化が効く分野である。しかし、こうしたシステム投資にはそれなりの資金が必要であり、また、最近では技術サイクルの短期化による陳腐化も早くなっている。図表 10 は米国の住宅ローン提供機関に対する 2002 年のサーバイであるが、中小の機関では必要資本に対するリターンがマイナスとなっている状況が分かる。

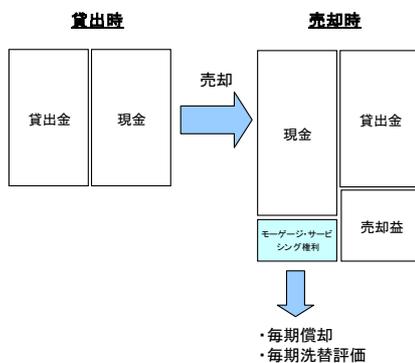
小規模な金融機関としては、サービシング業務を維持し手数料を得るよりも、大手にその権利（モーゲージ・サービシング権利）を売却し、自らは販売に特化することで、経営リソースを有効活用するという判断が働くのである。このようなことを背景として、米国では住宅ローン債権の売却と同時にサービシング権利を売却することも一般的に行われている。

また、米国ではサービシング権利が一般的に譲渡が可能のため、益出しなどによる会計

操作を防ぐため、サービシング権利の資産計上を行っている。具体的には、将来に亘って受け取るサービシング手数料が業務遂行に必要なコストを上回る場合、その部分をモーゲージ・サービシング権利（Mortgage Servicing Right）として公正価値で資産計上する会計処理が求められている（図表 11 参照）<sup>11</sup>。

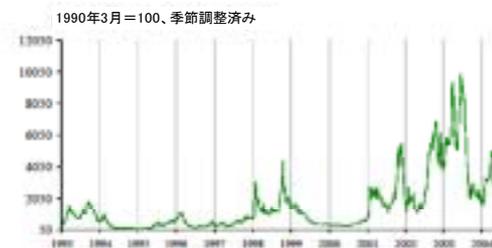
資産として計上された MSR は、サービシング業務の提供期間にわたって每期償却を行っていくこととなる。また、原則として低価法による毎期の洗い替えが必要であり、金利低下により期限前返済が増加した場合は、評価損を計上しなければならない<sup>12</sup>。MSR の残高は、大手銀行では自己資本の 2~3 割に達しており、カントリーワイドのように、銀行業をほとんど行っていないモーゲージ・バンクの場合には、MSR のバランスシートに与える影響はより高くなっている。また、毎期の償却や評価損の額は、住宅ローン専門のカントリーワイドでは純利益の 1~4 倍、その他でも 10~150% と業績を左右させる重要な項目となっている。特に近年、米国では、借り換え手続きや金利情報の取得が IT の活用などにより容易となり、金利変動に対する借り手の感応度が高まってきている。金利変動による借り換えの大きな波は、MSR の管理

図表 11 モーゲージ・サービシング権利の会計処理



（出所）野村資本市場研究所

図表 12 米国住宅ローンのリファイナンス・インデックスの推移



（出所）Mortgage Bankers Association of America  
“Weekly Mortgage Applications Survey”

をより難しいものにしていく（図表 12 参照）。

住宅ローン貸出業者は住宅ローンの先渡し売買契約や、そのほかにも国債、RMBS、派生商品といった金融商品を活用してリスク・ヘッジを行っているが、適切にヘッジを行うことが非常に難しくなっている。住宅ローン貸出業者の大手であるワシントン・ミュージアムは、2004 年第 2 四半期決算で大幅な損失を計上したが、その要因は MSR のヘッジの失敗であったといわれている。

ヘッジのためにデリバティブを活用している場合、金利上昇による MRS の評価益が計上できない一方で、時価評価の対象となるデリバティブの評価損を計上しなければならず、収益変動の大きな要因にもなる。ヘッジ会計が認められた場合には、ヘッジ対象と認定された MSR については評価益の計上が認められるが、そのためにはヘッジの有効性に関する膨大な資料を準備しなければならない<sup>13</sup>。大手機関では、ヘッジを管理する部門に数十人レベルの人員を配置しているという。

このような MSR の管理の複雑化もリソースが限られた中小の金融機関がサービシング権利を売却する理由の一つとなっている。また、リスク管理やヘッジ取引を外部の業者<sup>14</sup>にアウトソースするところもある。

## 2. 販売チャネルの重層化

### 1) 三つのチャネル

米国ではサービシング業務の大手への集中が進む一方で、営業チャネルについては複数のチャネルによる重層化が進んでいる。

米国では住宅ローンの営業チャネルは、①リテール、②ホールセール、③コレスポンデントの三つに大きく分けられる<sup>15</sup>。

リテールは自社で店舗と営業職員を抱えて住宅ローンの営業を行うチャネルである。米国では、銀行も含めて、一般的に、住宅ロー

ン専用の店舗を利用した住宅ローンの営業が行われている。銀行系の住宅ローン貸出業者の場合には、こうした店舗以外に銀行の支店に住宅ローン専門の社員を配置することによる営業も行っている（図表 13 参照）。住宅ローン専門店舗の 1 店舗あたりの人員は 10～30 名程度で、消費者や住宅販売業者、デベロッパーなどに対して、マーケティングから審査、条件決定、最終的な融資の実行までを行う。最近、わが国の金融機関が、積極的に展開しているローンセンターに似たものといえよう。

次に、ホールセールは、モーゲージ・ブローカーを対象とするチャネルである。モーゲージ・ブローカーとは、住宅ローンの見込み客を住宅ローンの貸し出し機関に紹介する仲介業者であり、米国の住宅ローン販売の末端を構成している一つである。モーゲージ・ブローカーの業務を行うには、ほとんどの州においてライセンスや財産的な基盤、業務経験が必要とされている。モーゲージ・ブローカーは全米に 4 万 4,000 社あり、従業員数は 36 万人にも達するといわれており、米国の住宅ローンのオリジネーションの 3 分の 2 を握っているとも言われている<sup>16</sup>。モーゲージ・ブローカーは借り手のニーズや財務状況を分析し、契約に必要な書類の準備などをサポートすることで、借り手から契約金額に応じて 1%から 2%の手数料を徴収している。

図表 13 住宅ローン貸出機関大手 3 社の店舗構成

	住宅ローン店舗	銀行店舗	消費者金融店舗
ウェルズ・ファーゴ	997 (その他に銀行内に938)	3,021	1,221
ワシントン・ミュージアム	471		1,776
カントリーワイド	620	36	424

(出所) 各社アニュアルレポート等より野村資本市場研究所作成

ホールセール・チャンネルでは、金融機関はブローカーに対してマーケットの状況に合わせて条件を提示し、ブローカーが持ち込む案件について審査を行う。そして、最終的に契約に至った場合には、契約に必要な書類や二次市場への売却に必要な書類などを準備し、融資を実行する。

コレスポンデント・チャンネルは、他の住宅ローン貸出業者が実行した住宅ローンを買取るチャンネルである。大手のモーゲージ・バンクが中小のモーゲージ・バンクや金融機関から住宅ローンを購入するというのが典型的なケースである。

## 2) 収益性、コストの違い

これら 3 つのチャンネルでは、商品の収益性やコスト、金利変動による影響などについてそれぞれ異なった性質がある (図表 14)。

一般的には、リテール・チャンネルの顧客は価格 (金利) 以外にも、金融機関との関係や交渉の柔軟性を重視するといわれ、他のチャンネルと比べてマージンが高くなっている。一

方、ホールセールやコレスポンデント・チャンネルでは、ブローカーや転売を考えている機関が複数の貸出機関の条件を比較し、ショッピングすることが可能なため相対的にマージンが低くなる。ただし、ブローカーは契約の手続きや条件交渉において貸出業者と一定の関係があるため、コレスポンデント・チャンネルと比べるとホールセール・チャンネルのほうが貸出業者の政策が反映しやすいといわれている。

一方で、それぞれのチャンネルを維持するために必要なコストは収入とは逆にリテール・チャンネルが一番高くなる。図表 15 は、営業職員一人当たりの住宅ローン成約高についてチャンネルごとに見たものである。リテールとブローカーの間で約 10 倍、コレスポンデントにおいては規模によって 20 から 70 倍もの違いがあることがわかる。こうした生産性の違いに加えて、リテール・チャンネルでは自前の店舗網を構築・維持する必要があり、また、営業職員の教育や福利厚生などの費用がかかる。

図表 16 はチャンネルごとに住宅ローンの組成からの利益率 (マージン) を見たものであるが、1998 年の借り換えブーム後の 1999 年、2000 年にリテールのマージンが大きく落ち込んでいるのがわかる。先述したように、住宅ローン・ビジネスは金利動向の影響を受ける非常にシクリカルなビジネスとなっており、住宅ローン市場の急拡大と共に大規模なリテール網を構築することによるリスクが大きくなってきているといえる。

図表 14 チャンネル別の特徴

	リテール	ホールセール	コレスポンデント	ダイレクト
コスト	変動費: 高い 営業職の歩合給与など 固定費: 高い 店舗、教育体制、福利厚生など	変動費: 高い ブローカーへの手数料など 固定費: 中程度	変動費: 低い 固定費: 低い	変動費: 低い 固定費: 低い
商品マージン	高い 顧客が価格だけでなくリレーションシップを重視	中程度 他の買い入れ機関との競合もあるが、ブローカーへのサービスで差別化も可能	低い 他の買い入れ機関との価格による競合	高い
営業担当者一人当たり生産性	低い	中程度	高い	
チャンネル全体の収益	固定費が高いため、市況の影響を受けやすい	借り換えの影響も受けるが固定費はリテールほどではない	借り換えの影響を受けるが固定費が低いため変動は小さい	ボリュームはまだ少ない
クロスセルの可能性	高い	中程度	低い	高い(受身)

(出所) 野村資本市場研究所

### 3) 柔軟な営業体制の確保と集中による効率化

図表 15 チャンネル別に見た一人当たりローン組成件数 (2002年)

	中小平均	大手平均	メガ平均
リテール・チャンネル	69	92	111
ホールセール・チャンネル	650	851	1,180
コレスポンデント・チャンネル	1,174	2,348	7,686
ダイレクト・チャンネル	114	189	359

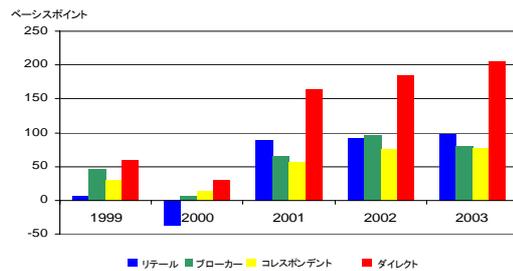
(出所) Mortgage Bankers Association of America

大手機関にとっては販売チャンネルの重層化を進め、金利変動に応じて伸縮自在な柔軟性をもったチャンネルを持つことは、住宅ローン・ビジネスからの収益を安定化させることにもつながる。特に、効率化のために大手に集中するサービシング権利 (MSR) の価値変動の影響を軽減する効果は大きい。既に保有している MSR は、一般的に金利が高くなり借り換えが少なくなる局面では評価益が生じ、逆に金利が低下し、借り換えが増加する局面では評価損が生じる。一方で、住宅ローンの販売が増加すれば、MSR の新規計上による収益は増加する。つまり、金利動向による影響が両方で逆相関となっており、ある程度相殺することが可能なのである (ナチュラル・ヘッジ)。

一方で、中小の機関にとっては、コレスポンデントとして住宅ローンを大手に売却することにより、大手機関が有しているローン流通市場へのアクセスや価格交渉能力、GSE とのリレーションシップなどを間接的に活用することが可能となる。すなわち、規模の経済の恩恵を受けることで、競争が激しくなっている住宅ローンの販売市場において、有利な価格設定 (低い金利の提示) やサービスの提供が可能となるのである。また、大手機関は規模の経済を追及するためサービシング権利に対しても魅力的な価格を提示している。

先述のように、サービシング業務を維持するには、事務システムの維持や MSR のヘッジに必要なインフラなどを整えることが必要となり、中小機関にとっては自前で抱えるよりも売却したほうが、収益性の面から見て効率が高くなる場合も多いのである。

図表 16 チャンネル別に見た販売段階でのマージン



(出所) Mortgage Bankers Association of America

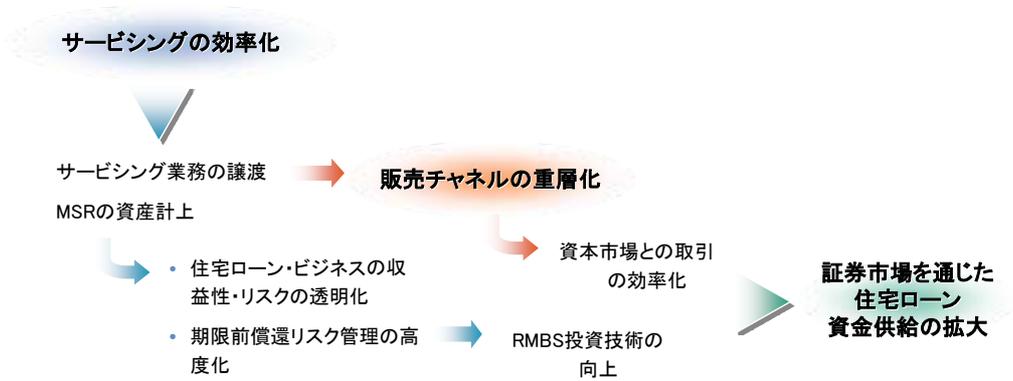
## IV. わが国の状況

このように、米国では、住宅ローン・ビジネスの収益性の低下やリスクの増大に対応するために、サービシング業務については、大手集中による効率化を進め、販売チャンネルについては柔軟性の確保と効率化を進めるために重層化を進めてきた。今後、わが国において、住宅ローン・ビジネスにおける証券化の活用が進んだ場合、米国同様に、サービシング業務の効率化や販売チャンネルの重層化といった対応が必要となることが考えられる。

ちなみに、現状では、わが国ではサービシング業務については、住宅ローンを組成した機関がそのまま保持するのが大部分である。公庫買取型住宅ローンでもサービシング権利を他に売却することは認められていない<sup>17</sup>。サービシング業務の効率化の道を開くためにも、サービシング権利の譲渡の仕組みを整備することが必要であろう。

サービシング権利の譲渡については、その

図表 17 証券市場を活用した住宅ローン資金の供給へ向けて



(出所) 野村資本市場研究所

価格評価の困難性が指摘される。また、わが国でも、米国と同様にサービシング権利を「回収サービス業務資産」として資産計上することが会計処理として認められている<sup>18</sup>が、サービシング資産の評価について確立したものが無いことや、会計上と税法上の取り扱いが異なっていることなどから計上されないケースが多いという。

しかし、最近では、手数料を支払うことにより住宅ローンの金利を軽減できる商品が提供されるなど、実質的にサービシング権利の現在価値を評価した上で、価格に反映させることも行われるようになってきている<sup>19</sup>。

サービシング権利の価値の把握は、投資家や監督機関にとって、金融機関の収益性や事業リスクを把握する上でも参考となる。また、MSRの管理に必要な期限前償還リスクの分析やヘッジなどは、RMBSの投資家にとっても必要不可欠なものであり、これらの技術革新が進み、様々な投資ツールが開発されることにより、投資家にとってRMBSへの投資のハードルが低下し、市場の拡大につながることも期待される。

販売チャネルについては、モーゲージ・ブローカーやモーゲージ・バンクなどの多様なチャネルの必要性がうたわれている。公庫が

取り扱い実績に応じて、手数料を引き下げることとも開始しているが、現行の制度では、他の機関から住宅ローンを購入することは認められていない。また、わが国では住宅ローンの証券化においてサービシングも含めて全てのローンを売却するケースは少ない<sup>20</sup>。

将来的に住宅ローンへの証券化の活用が拡大していく中で、わが国においても、中小機関が販売した住宅ローンを大手機関がサービシング業務も含めて買い取り、住宅ローン市場と証券市場の間の取引を効率的に媒介するという取引が増加していくことも考えられよう。

<sup>1</sup> この他独立行政法人は廃止される住宅金融公庫の既往債権の管理や災害復興などの政策的な融資業務も引き継ぐ。

<sup>2</sup> 月収÷返済額の基準を、5倍以上から4倍以上に緩和。

<sup>3</sup> 2004年12月3日付けのニッキンによれば、①金融機関がサービシング・フィーを0.4%以下に縮小した場合に運営管理費を0.25%引き下げ、②サービシング・フィーを0.3%以下に圧縮した場合だと0.35%引き下げ、③サービシング・フィーが0.5%以下でも100件以上の実績があれば0.25%、500件以上の場合は0.35%引き下げるという優遇措置。

<sup>4</sup> 『住宅金融界改革小委員会提言～新たな住宅金融システムへの移行に向けて～』（2004年11月19日）、『中古住宅流通・住宅リフォーム推進小委員

会提言～中古住宅・リフォーム市場の活性化に向けた6つの提言～』（2004年11月16日）、『公的賃貸住宅改革小委員会提言～公的賃貸住宅改革に向けた5つの提言～』（2004年11月16日）。

<sup>5</sup> 社会資本整備審議会住宅地分科会『新たな住宅政策に対応した制度的枠組みのあり方に関する中間とりまとめ』（2004年12月6日）。

<sup>6</sup> 2005年度予算（案）では住宅金融公庫による財投機関債（MBS）の発行予定額が2兆7,600億円、うち証券化支援事業による発行1兆5,000億円、既往債権の証券化1兆2,600億円が予定されている。既往債権の証券化については、第一義的な目的は、売却資金によって高利回りの財投借入れを繰上償還し補給金が必要な逆ザヤの額を縮小させること、さらには将来的な期限前償還リスクを市場に転嫁することであるが、RMBS市場を早期に拡大し、証券化支援事業を通じた安定的な住宅資金の供給を促す効果も期待されている。

<sup>7</sup> 影響が大きいことから、実現化へ向けたハードルは高いものと思われが、最近では、将来的な金利上昇による消費者への影響や民間金融機関による説明不足などの問題が取り沙汰されるようになってきており、今後どのように議論が展開するかは予想できない。

<sup>8</sup> 2004年9月末の住宅ローン7.8兆ドルのうち、政府後援機関保証によって証券化されている額は3.4兆ドル、民間のスキームによって証券化されている額は8,000ドル。なお、以上の数値にはマルチファミリー向けのモーゲージ（0.6兆ドル）は含んでいない。

<sup>9</sup> 公庫においては、90年代の低金利期にこの期限前償還のリスクが問題となった。金利低下により、民間金融機関への借り換えが生じ、融資残高の平均貸出金利が低下する一方で、高利回りの財投資金を返済できずに逆ザヤ体質に陥ってしまったという経験がある。

<sup>10</sup> そもそも、日本においては住宅取引の大部分が新築取引であり、住宅購入者の住み替えや売却を契機とする住宅ローンの借り換えニーズが余り高くないという事情もある。建築方法の違いによる耐用年数の差などの要因もあろうが、日本においては、新築と中古の全住宅取引量に占める中古の割合は12%で、米国（77%）や英国（89%）、フランス（71%）と比べて著しく小さいという。この点については、鶏卵の議論もあり、年数の経った古い住宅を取得するための融資が受けにくかったことが中古住宅の取引が活発化しなかった要因とも言われている。

<sup>11</sup> 財務会計基準書第140号（FAS140号）「金融資産の譲渡およびサービス業務ならびに負債の消滅に関する会計処理」（Accounting for Transfers and Servicing of Financial Assets and Extinguishments of Liabilities）

<sup>12</sup> 公正価値を計算する上での割引率も変わるため、金利の上昇は価値の減少、金利の低下は価値の増加にも寄与するが、期限前返済の増減による逆の影響のほうが大きい。

<sup>13</sup> 財務会計基準書第133号（FAS133号）「派生商

品およびヘッジ活動の会計処理」（Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities）。FASBは2004年8月4日に、MSRへの時価会計の適用を選択することを将来的に認める暫定的な決定を行っている。

<sup>14</sup> 有名な企業としてブラックロック・ソリューションズがある。この企業は、債券、特にMBSの運用に強い資産運用会社ブラックロックの子会社で、債券運用やMBSのリスク管理やトレーディングに関するコンサルティングやシステム提供、アウトソース事業を行っている。住宅ローン貸出業者大手や政府後援機関のフレディマックも同社のリスク管理システムを導入している。

<sup>15</sup> これら三つのチャンネルに加えて、最近ではインターネットを活用したダイレクト・チャンネルも普及してきている。2003年のオリジネーションのうち約10%がダイレクト・チャンネルによるものとされる。

<sup>16</sup> 全米モーゲージ協会（National Association of Mortgage Brokers）による2002年の数値。ちなみに、同協会の会員数は2004年5月時点で約2万4,000である。

<sup>17</sup> 延滞債権の管理や回収を行うスペシャル・サービシング業務についてのみ他に委託することが可能となっている。

<sup>18</sup> 企業会計基準委員会「金融商品に係る会計基準」、「金融商品に係る会計基準の設定に関する意見書」等。

<sup>19</sup> グッドローンや日本住宅ローンが提供するディスカウントポイント制度など。

<sup>20</sup> わが国でも複数の民間金融機関から住宅ローンを買取り証券化するスキームが投資銀行などにより提供されているが、劣後部分やサービシングを売却元の金融機関が保有するケースが多い。