

「フラット 35 取扱実績に応じた MBS 配分プログラム」の可能性

小島 俊郎

■ 要 約 ■

1. 2016年2月29日、住宅金融支援機構は「フラット35取扱実績に応じたMBS配分プログラム」を実施すると発表した。
2. 同プログラムの概要は、金融機関の住宅金融機関に対するフラット35の買取実績に応じて毎月のMBS（Mortgage Backed Securities）発行額の10%程度を上限に優先的に購入することが出来るというものである。
3. 同プログラムの導入の目的は、フラット35へ積極的に取り組んでいる金融機関にMBSの優先配分というインセンティブを与えることによって、フラット35の安定的なオリジネーションを確保するためとしている。これを契機に金融機関が住宅ローンの代替として取得するようになれば、MBSの役割は今以上に大きくなるだろう。
4. 将来的には、CMO（Collateralized Mortgage Obligation）を計画する証券会社に優先枠を設定することに期待したい。CMOの組成が容易になれば、多様な投資家のニーズに合った商品が提供可能となるだろう。

I. はじめに

2016年2月29日、住宅金融支援機構（以下、住宅機構）は「フラット35取扱実績に応じたMBS配分プログラム」（以下、配分プログラム）を2016年4月から実施すると発表した¹。債券市場での運用利回りが低下する中、格付けが高くかつクーポンの高い債券を購入したいという地域金融機関からの声に応じ、毎月のMBS（Mortgage Backed Securities）発行額の一部をフラット35の取扱実績に応じて優先的に配分するという我が国の債券市場で初めての試みである。本稿では、プログラムの内容を概観した上で、将来の可能性について考察したい。

II. 配分プログラム導入の背景

米国では、ファニーメイ（Fannie Mae）やフレディマック（Freddie Mac）がモーゲージ

¹ <http://www.jhf.go.jp/files/300305401.pdf>

をオリジネーターから買い取る場合に二つの方式がある。一つは、キャッシュプログラムと呼ばれ、モーゲージの代金をキャッシュで支払うもので、買い取った後はファニーメイ等がポートフォリオ事業で運用することが一般的である。もう一つは、スワッププログラムと呼ばれるもので、オリジネーターから買い取ったモーゲージをキャッシュではなく、MBSに変換して交換するものである。ファニーメイの2015年末のバランスシートで見るとポートフォリオ事業の残高は4,127億ドルに対してスワッププログラムの保証残高は2.8兆ドルと約7倍となっており、2004年以降は不正会計等の問題²によりポートフォリオ事業に制限がかかっているため、現在では、ほとんどの取引がスワッププログラムで行われている模様である。住宅機構が独立行政法人になり証券化プログラムを開始した頃、一部の金融機関がこのスワッププログラムと同様の制度の導入を提案してきたことがある。住宅機構で導入を検討したものの、ほとんどの金融機関でスワッププログラムを希望しなかったため、導入を見送った経緯がある。

従来、地域金融機関の多くはマチュリティが長い住宅機構のMBSの購入を見送ってきた。しかし日本銀行の追加緩和等を背景に債券市場での運用利回りの低下が進む中、従来の運用方法では実績が上がらなくなった地域金融機関が、AAAの格付けでありながら10年国債利回りに比べて40~50bpのスプレッドがある住宅機構のMBSを購入するという動きが近年広まっていた。しかし、購入規模が小さい金融機関には希望しても証券会社から希望通りの額が配分されず、より多くの購入を求める不満の声があったようだ。

加えて、緊急経済対策などによりフラット35の金利引き下げが行われるなどフラット35に対する需要が高まっており、顧客獲得のために最近では積極的にフラット35を取り扱う金融機関が増加している。しかし、フラット35の取り組みだけでは手数料しか収益が上がらず、ポートフォリオの増加に繋がらないため、米国のスワッププログラムのような制度の導入を希望する地域金融機関が現れるようになってきたようだ。

こうした声を受け、住宅機構ではフラット35の安定的なオリジネーションを実行するため、今回の配分プログラムを導入することにしたという。折しも、日本銀行がマイナス金利を導入した直後での実施ではあるものの、住宅機構の担当者によると昨年頃から検討してきたものであり、たまたま実施が今回のタイミングとなったが、特にマイナス金利を意図した導入では無いとのことであった。

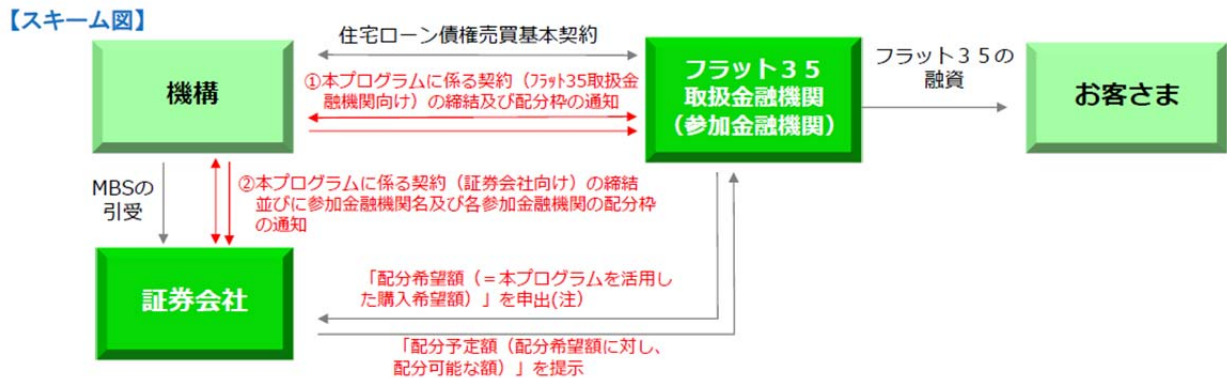
Ⅲ. 配分プログラムの概要

1. 配分プログラムを受けるための要件

配分プログラムは、金融機関の住宅機構に対するフラット35の買取実績（オリジネーション）に応じて毎月のMBS発行額の10%程度を上限に優先的に購入することが出来ると

² 詳しくは、関雄太「ファニーメイの会計不正問題とGSE改革の展望」『資本市場クォーターリー』2005年春号参照。

図表 1 配分プログラムのスキーム



(出所) 住宅金融支援機構『「フラット 35 取扱実績に応じた MBS 配分プログラム』の実施について（平成 28 年 2 月）』

いうものである（図表 1）。

配分プログラムを希望する金融機関（以下、参加金融機関）は、事前に住宅機構と配分プログラムに関する契約を締結する。この契約には、①各月の MBS 発行額の 10%程度を上限に配分プログラムを実施すること、②配分プログラムに係る配分は原則事務主幹事会社より通知すること、③配分枠（配分希望上限金額）の通知方法、④証券会社から参加金融機関への配分予定額の提示方法、⑤配分結果等を事務主幹事会社が住宅機構に報告することの同意、などが盛り込まれている。

配分枠については、フラット 35 の 6 ヶ月毎の買取実績額に応じて決められており、例えば半年間の買取実績額が 12 億円以上 30 億円未満の場合の配分枠は月 2 億円であり、最高では買取実績額が 120 億円以上の場合の月 20 億円³となっている（図表 2）。また、半年間の買取実績が 12 億円未満の金融機関は、このプログラムを利用することが出来ない。買取

図表 2 買取実績別配分枠

買取実績算定期間における住宅機構が参加金融機関から買い取ったフラット35の元本額の合計金額	配分枠/月
120億円以上	20億円
90億円以上120億円未満	15億円
60億円以上90億円未満	10億円
30億円以上60億円未満	5億円
12億円以上30億円未満	2億円
12億円未満	0億円

(出所) 住宅金融支援機構『「フラット 35 取扱実績に応じた MBS 配分プログラム』の実施について（平成 28 年 2 月）』より
野村資本市場研究所作成

³ 各月の配分枠の未利用枠を翌月以降に繰り越すことは出来ない。

実績の算定期間は、前年9月から2月までの実績を基に4月から、3月から8月までの実績を基に10月から、それぞれ6ヵ月の間配分枠を利用することが出来る。配分枠を確保するには最低でも半年で12億円、月平均2億円の買取実績が求められており、住宅ローン1件当たりの融資額を平均で2,500万円とすると月8件程度のオリジネーションが必要となるが、積極的な取り組みをしている地方銀行にとってはそれほど大きなハードルとはなっていないと思われる。

2. 配分枠の利用方法

参加金融機関が配分枠を利用する場合⁴には、MBSのクーポン等の発行条件が決定される2営業日前までを原則として事務主幹事会社に配分希望額を申し出ることとなっている。その上で事務主幹事会社は配分希望額を集計し、住宅機構から別途通知される配分プログラムの枠内で配分予定額を参加金融機関に提示し、MBSの条件決定後にその額を受け渡すこととなる。配分希望額の合計が各月のMBS発行額の10%以内であれば、配分予定額は希望額と同額になるが、10%を超える場合には原則として希望額による比例配分となる。従来、住宅機構では前月に買い取った住宅ローンを担保に翌月MBSとして発行しており、買い取る住宅ローンの量によって発行額が大きく変動していたが、最近は買い取った住宅ローンが多い時は、その一部を翌々月以降にずらすことによって発行額の増減を平準化する調整を行っている。そのため、毎月のMBSの発行額は1,500億円±500億円程度に収まっており、配分枠としては月平均で150億円程度が使用されることになる。

参加金融機関は優先的に配分を受けることが出来る代わりに、指値を行うことは出来ず、成り行き注文として取り扱われる。配分枠を超えて購入を希望する場合や指値を希望する場合には、一般の投資家に対して行われる従来通りのマーケティングに参加することになる。

特定の投資家に対して配分枠を与えることについては、①配分枠が全体の10%程度に限られていること、②配分枠を利用する時には指値ができず、配分枠以外の部分のマーケティングで発行条件が決められること、③これまでも証券会社等の裁量で配分等について調整が行われていたこと、などから特に問題にはならないと考えられる。

IV. 配分プログラムの可能性

1. 配分プログラムを受け取るための要件

住宅機構は、配分プログラムの導入の目的をフラット35へ積極的に取り組んでいる金融機関にMBSの優先配分というインセンティブを与えることによって、フラット35の安定的なオリジネーションを確保するためとしている。2016年2月の発行実績でみると住宅機構のMBSは10年国債利回りプラス54bpで発行されており、マイナス金利環境下で地域

⁴ 各月に配分枠を利用するかは金融機関の任意である。

金融機関等にかなり人気を集めたようである。米国のスワッププログラムは、買い取ったモーゲージと同額の MBS との交換だが、配分プログラムは発行額の 10% を上限としている点が異なるが、フラット 35 の買取実績が上がれば、配分額が増えるという点で、MBS での運用を希望する金融機関にとっては大きなインセンティブとなり得よう。

米国では、金融機関がモーゲージをそのままポートフォリオで所有するのではなく、MBS に変換してから所有することが一般的である。MBS であれば有価証券であるため流動性が高く ALM (Asset Liability Management) が容易になることが要因の一つとみられる。今回の配分プログラムは我が国の金融機関にとって、米国的な住宅ローンのポートフォリオマネジメントへの移行を促す可能性があると考えられる。例えば、住宅ローンの残高を増やしたい金融機関が MBS を購入することは、住宅ローンの残高を増加させることと同じ効果が有るからである。地域金融機関は、一般的に地域リスクを抱えている。地震によって営業区域内で多くの債務者が被災し信用リスクが高まることなどが典型的な例といえる。住宅機構の MBS は、全国のローン債権によって構成されていることから、こうした地域リスクを軽減できる効果が有る。また、フラット 35 ではローン審査が慎重になされており、米国で起きたサブプライムローンの様な問題は起こることは無いと考えられる。従って、特にマイナス金利の環境下においては、住宅機構の MBS は自行住宅ローンの代替としての役割を高める可能性があるだろう。

2. CMO の組成に向けて

今回の配分枠はフラット 35 の取扱金融機関に限定されたものであるが、将来的には CMO (Collateralized Mortgage Obligation) を計画している証券会社等へ範囲が広がることが期待される。CMO とは、MBS を償還期間の長い債券と短い債券、繰上償還の影響を受ける債券と受けない債券など性質の異なる債券に分解して発行される再証券化商品であり、米国では、MBS 市場の拡大に大きな役割を果たしたといわれている。特に、償還期間を長短で分解して発行することができれば、長期運用が必要な生命保険や短期運用が望ましい銀行等に対する運用ニーズに応じた商品の提供が可能となる。一部の生命保険会社等では、CMO の発行を希望しているところもあるようで、私募ではあるが、昨年 CMO が組成され提供されたと聞いている。現在のところ、CMO を組成する場合、セカンダリー市場で MBS を集める必要があるものの、配分枠が証券会社に与えられれば一定量の MBS を調達することが可能となり、CMO を組成することが容易となるだろう。CMO のマーケットが誕生すれば、これまで無かった商品の組成も可能となり、多様な投資家のニーズに応えられる。配分プログラムの契約期間は 2019 年 3 月末日までとなっているが、それ以降も必要な改善を図りつつ継続される見通しであり、CMO の発行等も視野に入れた改善がなされることを期待したい。