

世界の住宅金融の潮流 ～FSB（金融安定理事会）報告書等を踏まえ～

住宅金融支援機構 調査部 主席研究員（海外市場担当） 小林 正宏

1. はじめに

今般の世界金融危機の震源地となったアメリカでは、2010年ドッド・フランク・ウォール街改革及び消費者保護法（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010、以下「ドッド・フランク法」と表記）により、住宅ローン市場並びに証券化に対し、厳しい規制強化の動きが出ている¹。

一方、ドッド・フランク法はアメリカの国内法に過ぎないが、金融市場の緊密化から、危機の伝搬を未然に防止するためには、他国にも同様の規制を要請しようとする動きも活発化してきている²。

銀行の自己資本規制等について、バーゼルⅢの導入時期等を巡り欧米で駆け引きが進行中であるが、住宅ローンについても、国際的な審査基準の在り方について、金融安定理事会（Financial Stability Board：FSB）が2012年4月に「健全な居住用住宅融資審査慣行に係る諸原則（FSB Principles for Sound Residential Mortgage Underwriting Practices, April 2012）、以下『報告書』と表記」を公表している。

本稿では、FSBの報告書の主要な論点を紹介し、各地域の住宅金融市場の最近の動向について簡単に紹介したい。

2. FSBの報告書

FSBはFSF（Financial Stability Forum）を前身として国際的な金融の基準や規制の調和、金融の安定に資する政策実施等を目的として2009年4月に設立された。バーゼル銀行監督委員会を擁するBIS（Bank for International Settlements：国際決済銀行）もFSBの構成員であり、FSBの事務局はBISに設置されている。初代議長は、現在のECB（European Central Bank：欧州中央銀行）総裁のマリオ・ドラギ氏で、現在の議長はカナダ中銀総裁のマーク・カーニー氏である（氏は、イギリスのイングランド銀行総裁への転出が決まっている）。日本からは、財務省、日本銀行、金融庁（FSBの掲載順）がメンバーとして参加している。

そのFSBが住宅市場の健全性に着目したのは、ある意味当然と言える。同報告書では、ある国において住宅ローンの審査に杜撰な慣行があると、証券化を通じて世界に伝染するという問題意識を冒頭に掲げている。そのため、住宅金融市場が金融の安定に与えるリスクを限定し、債務者と投資家双方を守るために、FSBの多くのメンバーが融資基準の厳格化を導入したとしている。国際的に合意された諸原則は、融資審査の慣行を強化するのに資するのみならず、特に住宅市場がブームの時に融資基準が緩和

1 詳細は小林[2011]参照。

2 ガイトナー財務長官は、2010年9月22日の議会証言で、各国が同じ土俵で競える（Level Playing Field）よう、他国にも要請していくことを表明している。



Profile

小林 正宏 (こばやし まさひろ) 住宅金融支援機構 調査部 主席研究員 (海外市場担当)

1988年東京大学法学部卒業、住宅金融公庫入庫。海外経済協力基金 (OECE) マニラ事務所駐在員、国際協力銀行 (JBIC) 副参事役、ファミリー特別研修派遣等を経て、2011年4月より現職。著書に『通貨の品格 円高・円安を超えて』(中央公論新社、2012年)、『通貨で読み解く世界経済 ドル、ユーロ、人民元、そして円』(中央公論新社、2010年、共著) 等がある。ECBC Plenary Meeting、EMF Annual Conference、APUHF (Asia Pacific Union for Housing Finance) International Conference on Growth with Stability in Affordable Housing Markets、The World Bank 5th Global Housing Finance Conference等、国内外での講演歴多数。2011年4月より中央大学経済研究所客員研究員。2012年2月より、APUHF Advisory Board Member。日本不動産学会正会員。

されるのを監督機関がより効率的に監視・検知するのを可能にするとされる。

同報告書の出発点となったのは、2010年1月のJoint Forum³の報告書 (BIS[2010]) である。Joint Forumの報告書は金融危機の原因全般を俯瞰したものであるが、第3章で住宅ローンの融資に1章を割いて、融資の審査慣行と規制・監督体制の問題を指摘している。2010年9月20日に同年10月25日期限でのフィードバック (FSB[2010]) を求め、2011年3月にピア・レビュー報告書 (FSB[2011a]) が出された。これを踏まえ、2011年10月に市中協議書 (FSB[2011b]) が出来、業界団体等からの意見を踏まえて、今般の報告書がまとまったものである。

上記を踏まえ、融資審査の重要なポイントとして、FSBは以下の5点を挙げている。

- ① 収入やその他の財務情報の有効な証明 (effective verification of income and other financial information)
- ② 合理的な返済負担の範囲 (reasonable debt service coverage)
- ③ 適切な融資率 (appropriate loan-to-value ratios)
- ④ 有効な担保資産管理 (effective collateral management)
- ⑤ 融資保険の賢明な利用 (prudent use of mortgage insurance)

その中で、最も重要な要素は返済能力 = “ability to repay” とされる。サブプライム問題では、NINJAローンが問題となった。NINJAとは、No Income, No Job or Asset、すなわち、収入も職も資産もない債務者であっても、住宅価格が上昇する限り、債権保全は担保されるという発想の下、無節操な貸付が行われた。その反省から、債務者の返済能力を重視し、かつ、それを疎明する資料の添付を要求している。また、返済能力に加え、過去の返済性向 (historical “propensity to repay”) も審査するよう勧告している。返済能力の算定に際しては、税金や保険等、住宅ローン以外の借入も考慮し、年齢に応じては、退職後の返済能力も考慮するべきとしている。また、変動金利型住宅ローンの場合は将来の金利の上昇も織り込むべきとしている。

なお、返済能力を重視する融資審査は、ある意味、ノンリコース的な融資慣行に対するアンチテーゼとも言える。この点、住宅の資産価値を高める政策を推進しようとしている日本においては、若干、違和感があるかもしれない。これは、住宅ローンが「人」に貸すものなのか、「モノ」に貸すものなのかという哲学に係る論点でもある。

次の重要な要素は融資率 (Loan to Value Ratio : LTV) である。

「歴史的な視点から見ても、融資率の高いローンは

3 パーゼル銀行監督委員会 (Basel Committee on Banking Supervision : BCBS)、証券監督者国際機構 (International Organization of securities Commissions : IOSCO)、並びに保険監督者国際機構 (International Association of Insurance Supervisors : IAIS)から構成

一貫して当初の実質持分（＝頭金：筆者注）の比率の高いものよりパフォーマンスが悪い」としながらも、「個々の金融機関が独自に融資率の上限を適用することが一般的である傍ら、融資基準が十分健全で、競争的環境においても劣化する可能性が低いのであれば、監督当局が融資率の上限を設定する必要はない」としている。しかしながら、固有の状況に応じて、融資率上限を設定するインセンティブを付与することは検討してもよく、逆に、不動産市場のブーム時に金融機関が融資率基準を緩和しないように求めている。

(iv)の有効な担保資産管理とは、審査時点における鑑定評価等のことであり、LTV基準を設定するにしても、その前提となる担保資産の評価が水膨れしていたのでは話にならない。融資保険については紙面の都合上、本稿では割愛する。

一般論として、住宅ローンの融資審査は、固有の不動産市場の風土や文化的な差異、ないしは社会経済政策といった各市場を形作る要素を反映しており、報告書も各国の環境や金融機関の在り方を踏まえて適切に実施されるべきだと、地域特性を認めている。その上で、健全化を推進する方法として、立法、規制、監督指針あるいは業界慣行などが列挙されている。

3. FSB報告書への欧米の対応

FSB現議長のカーニー氏のお膝元であるカナダでは、政府系金融機関であるカナダ住宅金融公社（CMHC⁴：Canada Mortgage and Housing

Corporationが実施）の融資保険が、報告書を先取りする形で、金融危機が発生した2008年以降、融資率や返済負担率の基準を順次厳しくしている。同じ北米大陸でも、アメリカでは政府系のローンについて、住宅市場の回復を支援するために融資条件を緩和してきた⁵のと対照的である。

カーニー氏が移籍するイギリスでは、3年半の市中協議期間を経て、2012年10月に英国金融サービス機構（Financial Services Authority：FSA）が『住宅金融市場レビュー（Mortgage Market Review：MMR）と題する政策声明（Policy Statement）を出している。MMRの内容は、概ねFSBの報告書に沿った内容であり、イギリスの業界団体であるCML（Council of Mortgage Lenders：住宅金融機関協議会）は一定に評価している（IO⁶ローンの扱いについて、苦言を呈している程度）。MMRの主要項目は2014年4月26日以降、順次適用される。なお、FSAは2013年に金融行為監督機構（Financial Conduct Authority：FCA）に改組される。

また、ブリュッセルに本部のある欧州住宅金融連合（European Mortgage Federation：EMF）は各国の事情に応じた対応を認めたFSBに対しては満足したと見られる。欧州の住宅融資の98%を占める業界団体として、EMFは従来より、サブプライム問題はアメリカに特有の問題であり、欧州においては統一した規制ではなく各国業界団体の自主規制で対応すべきという立場で一貫してきた。EMFは2001年に「住宅ローンの自主的な行為規範（Voluntary European Code of Conduct on Home Loans）」を設定し、2009年には「住宅ローンの責任ある貸出の基

4 1946年に設立された100%政府出資の金融機関。2011年時点における融資保険の付保残高は5670億カナダドル（カナダの銀行の住宅ローン残高は8263億カナダドル）。

5 ファニーメイ、フレディマック、FHAの対象となる住宅ローンの限度額を一時的に引き上げたり、ファニーメイとフレディマックの借換融資に対するLTV上限を順次引上げ、最終的に撤廃する等の緩和措置を講じている。

6 Interest Onlyの略。当初数年間、元本は償還せずに、利息のみを支払う住宅ローン。アメリカ同様、イギリスでもIOローンは一定に利用されている。

準 (Responsible Lending Standards for Home Loans)]を公表している。単一市場(Single Market)の推進を図る欧州委員会 (European Commission) に対し、EMFは基本路線としてはこれを歓迎しつつも、各国の事情を考慮するよう、再三申し入れており、FSBの報告書はそれを認めているので、当然と言えば当然の反応と言える。ただし、次に述べるように、2012年10月2日に発表された「リーカネン報告書」に対しては、強烈な反論書 (EMF[2012]) を提出している。

なお、アメリカでは、ドッド・フランク法に基づく「適格住宅ローン (Qualified Mortgage)」について、2013年1月10日にCFPB (Consumer Financial Protection Bureau: 消費者金融保護庁) が定義を公表した (CFPB[2013])。

当該基準では、返済負担率 (Debt to Income Ratio: DTI) について43%という具体的数字が入ったが、融資率 (LTV) についての基準の導入は見送られた。変動金利型住宅ローンについては、当初5年間で最も高くなりうる金利で返済負担率を計算することとされた。また、一部の地域金融機関等については適用免除の規定が入った。当該基準は2014年1月10日から施行される。なお、ファニーメイ、フレディマックの両GSE (Government Sponsored Enterprises: 政府支援企業) やFHA (Federal Housing Administration: 連邦住宅庁) 等の政府系の住宅ローンについては、当該機関の審査基準を充足していれば適格住宅ローンに適合すると看做す除外規定 (Safe Harbor) が入った⁷。

4. リーカネン報告書

リーカネン報告書とは、フィンランド中銀総裁の Erkki Liikanen氏が議長となり、今後の欧州の銀行部門の構造改革について、ハイレベルの専門家がまとめた「Recommendations of the High-level Expert Group on Reforming the Structure of the EU Banking Sector」と題する報告書のことであり、その中で、住宅金融市場についても触れている。同報告書は、欧州連合 (EU: European Union) の行政執行機関である欧州委員会のバルニエ委員 (Michel Barnier: 域内市場・金融サービス担当) からの要請に基づき作成されたもので、今後、欧州委員会、欧州評議会 (European Council)、欧州議会 (European Parliament) の3機関の協議 (trilogue) を経て、欧州指令 (Directive) として取りまとめられる。欧州指令に基づき、各国政府は2年以内に国内法整備が求められる。

リーカネン報告書が世間の注目を浴びたのは、自己勘定取引 (Proprietary Trading Activities) の分離を提言したことである。これは、アメリカのドッド・フランク法の619条、いわゆるボルカー・ルールの欧州版である⁸。欧州の大手金融機関は資産規模が自国のGDP比で日米より格段に大きく、金融機関の経営危機がソブリン問題に転換し易い構図⁹にある (総資産の対GDP比は、欧州の資産規模上位10機関の全てで50%を超えるのに対し、日米の各上位5機関で50%を超えている機関は一つもない)。金融システムのリスク低減が喫緊の課題となっているが、リーカネン報告書では住宅ローンについても重

⁷ 当該措置は7年間、ないしはGSEが公的管理 (Conservatorship) を終了するまでのいずれか早い時期まで適用される。

⁸ イギリスでも、ヴィッカーズ委員会の報告書において、自己勘定取引のみならず、投資銀行部門の分離が議論されている (最終的な結論は出していない)。

⁹ 日本は逆に、金融機関の国債保有が多く、ソブリン危機が発生した場合は、銀行の経営危機に繋がり易いとIMF (International Monetary Fund: 国際通貨基金) は警告している (IMF[2012])。小林[2012a]では更に、ソブリン危機と中央銀行への信認の問題について論じている。

大な影響を及ぼしかねない勧告が3点含まれている。

第1は、住宅ローンの自己資本規制上の扱いである。バーゼルⅢの欧州版であるCRDIV（Capital Requirement Directives：資本要求指令）において、住宅ローンのリスク・ウェイトを引き上げるよう、リーカネン報告書は提案している。金融システムの不安定化の原因が過剰な貸出、特に不動産担保貸出にあったことに鑑み、バーゼルⅠからⅡにかけて、リスク・ウェイトを50%から35%に引き下げた流れを反転させようとするものである。

第2は、ベイル・イン（Bail-in）条項である。これは、過去の金融危機において、巨大な金融機関は納税者の負担において救済（Bail-out）されてきたことがモラルハザードを生んでおり、銀行の経営危機に際しては、債権者を含む関係者にも応分の負担を求めるとするものである。欧州の住宅ローン市場でこれが問題となりうるのは、欧州ではカバードボンドによる資金調達に一定の比率を占めており、カバードボンドもベイル・インの対象となれば、住宅ローンの資金調達コストが上昇し、利用者の負担が増えるという文脈においてである。もとより、カバードボンドは銀行破綻時にも担保資産が更正債権を構成しないことが信用力の源泉とみなされてきているので、ベイル・インの対象となることはありえない、というのが業界団体のECBC（European Covered Bond Council：欧州カバードボンド協議会）やEMFの立場である。

第3は、FSBの報告書では直接的な適用が回避されたLTVやDTIの基準導入をリーカネン報告書が蒸し返している点である。これは、マクロ・プルーデンス政策の観点から、欧州システミックリスク理事会（European Systemic Risk Board：ESRB）が

LTVやDTIの基準導入を提言しており、リーカネン報告書がこれを追認する形となっているが、EMFは「杓子定規だ（one size fits all）」と反発している。

今後は、業界団体からの意見陳述を経て、欧州としての規制の導入が具体化してくることになるが、現時点ではなお不透明感が残っている。

なお、欧州の銀行の中には、カバードボンドを組成しても、投資家に販売せずに保有し続け、中央銀行のレポの担保として活用するケースが多々ある。そのように保有するカバードボンドが自己勘定取引規制の対象となるのではないかとの懸念もECBCからは表明されている。

5. 証券化市場の変容

FSB報告書からは離れるが、住宅金融市場の変化という点では、資金調達サイドである証券化市場の変化についても触れておく必要がある。

サブプライム問題では、証券化により原債権の信用リスクが投資家に移転し、それが金融機関の流動性危機へと展開していった。また、オリジネーターがリスクを転嫁できることが、審査基準の劣化をもたらすモラルハザードを引き起こした。

このような観点から、組成販売型（Originate to Distribute：OTD）の証券化モデルに対する批判が根強く、ドッド・フランク法においても、証券化におけるリスク保持や消費者に対する説明責任の強化等が打ち出されている。その際の詳細な基準が未設定のため、民間の証券化商品（Private Label Securities：PLS）の市場が萎縮したままの状態が続いてきた。これは欧州も似たような状況である。

そうした中、ファニーメイとフレディマックのMBSの会計上の扱いが2010年から変更になった。

証券化と言えば、一般的には担保資産がSPV (Special Purpose Vehicle：特別目的ヴィークル) や信託にオフバランス化されているイメージが強く、倒産隔離が図られていることは重要な要素と考えられてきた。ファニーメイとフレディマックのMBSについても、従来は、オフバランスのMBS信託が発行体となっており、両社は信託に対して元利払い保証を行うという構造にあった。それが、FAS¹⁰166、167の適用により、オンバランスでパスルー債を発行する形式に転換した。取引の実体、あるいは経済利益やリスク属性には何ら変化はないが、形式上、オフバランスからオンバランスの証券化へ変更になったことの意義は大きい【図表1】。

すなわち、証券化の問題点として、モラルハザードの問題が指摘されてきたことに対し、ドッド・フランク法では5%のリスク保持という方向性が示されたが、オンバランスで債券を発行すれば、モラルハザードの問題は発生しない。また、原債権の不良

債権化に伴い信用リスクが伝染するリスクも遮断される。これはカバードボンドと実質的に同じである。

一方で、原債権のリスクのうち、信用リスクは発行体が負担しつつも、発行体としては金利変動リスク・繰上償還リスクは投資家に転嫁したい。そのニーズを満たす商品が、オンバランス型のパスルー債という商品性であり、世界最大の発行体であるファニーメイやフレディマックのMBSの発行形態が、キャッシュフロー特性とバランスシート上の扱いという観点では、機構MBS¹¹と並んだ(小林[2010b])。

なお、FRB(連邦準備制度理事会：Board of Governors of the Federal Reserve System)の資金循環勘定(Flow of Funds Accounts of the United States: Z1)では、2010年第1四半期にAgency MBSの残高が急減しているが、これは上記の会計基準の変更を反映しただけであり、MBS自体が消滅したわけではなく、MBSの市場規模を見るには連結された

図表1 証券化とカバードボンドの区分

		キャッシュフロー	
		満期一括償還	パスルー
バランスシート上の扱い	オンバランス	ファンドブリーフ(ドイツ) セデュラス・イポテカリアス(スペイン)	貸付債権担保住宅金融支援機構債券(日本) Særligt Dækkede Obligationer(デンマーク) ファニーメイMBS、フレディマックMBS(アメリカ)
	オフバランス	オブリガシオン・フォンシエール(フランス) Obbligazioni Bancarie Garantite(イタリア)	<div style="border: 1px dashed black; padding: 2px; display: inline-block;"> ファニーメイMBS、フレディマックMBS(アメリカ) </div> ジニーメイMBS(アメリカ) 民間MBS(アメリカ、日本他) ※サブプライムMBS(米)もここに含まれる

10 Financial Accounting Standard Board(金融会計基準理事会)の発する会計基準

11 貸付債権担保住宅金融支援機構債券

MBS信託の残高を足して見る必要がある【図表2】。

参考までに、欧州ではドイツのKfW (Kreditanstalt für Wiederaufbau：復興金融公庫) がPROVIDEというシンセティック（合成型）の証券化を2001年に開始し、2009年まで実施されていた。KfWがPROVIDEのプラットフォームで提供しているのは一種のリスク移転（Risk Transfer）の仲介業務（Intermediary）であり、KfWが債務者の信用リスクを引き受けるわけではない。オリジネーターとCDS（Credit Default Swap）を締結し、投資家には信用連動債（Credit Linked Note）を発行するが、ただちに市場のカウンターパーティーに信用リスクを移転するので、KfWはある意味、取引の中央決済機関（Central Counterparty）となっているようなものとも言える。

6. リコースの強化と返済困難者対策

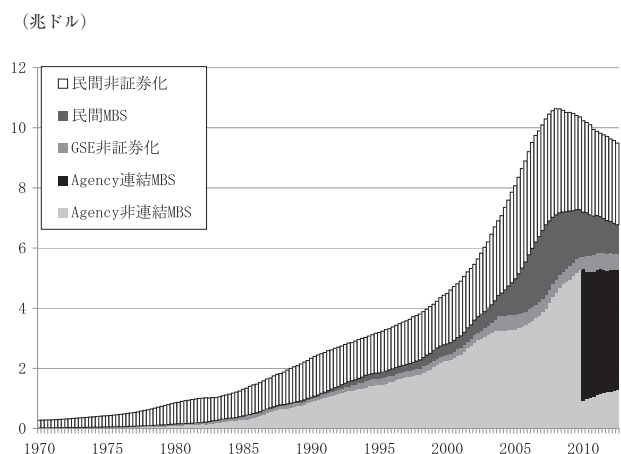
組成販売型（OTD）モデルで問題とされたもう一つの論点は、真の債権者が投資家に移転するため、債務者が返済困難に直面しても、サービサーは契約条項に従い粛々と抵当権を実行するしかなく、それが差押えの増加を招き、投げ売り物件の急増で住宅価格が下落するという問題であった。

このことは2つの論点を含んでいる。一つは、住宅価格が下落すると、アメリカでは一部の州で実質的に住宅ローンがノンリコース的な慣行に従い運用されていたため（小林・大類[2008]）、債務者の返済インセンティブが極端に低下し、早々に返済をあきらめてしまう「戦略的デフォルト（Strategic Default）」を選択するという問題である。ヨーロッパでは、アメリカのそのような実態を踏まえ、住宅ローンがリコースであるため安全だと主張してき

た。

ただし、アメリカでも全ての州で住宅ローンがノンリコースではなく、FHFA¹²（Federal Housing Finance Agency：連邦住宅金融庁）の監察官（Office of Inspector General）による調査（FHFA-OIG 2012）では、ファニーメイは38州とDC、フレディマックは17州とDCでリコースを実施しており、更に強化すべきと勧告している。リコースを実施するための2社による欠損判決（Deficiency Judgment）申請件数は2011年で35,231件とされる。一方で、民間ローンについて不適切な差押手続きで家を失った債務者に対する救済措置について、2013年1月7日にFRBとOCC（Office of the Comptroller of the Currency：通貨監督庁）が米銀大手10行と和解した内容の中に、欠損判決を求めない対価等として52億ドルを銀行が負担するという内容もあった。リコースすべき相手とそうでない相手を区別しているようにも解釈できる。ファニーメイとフレディマックに対しても、債務者の元本削減（Principal Write-down）に応じさせようとする政治的圧力は強いが、本稿執筆

図表2 米住宅ローン残高内訳



(資料) FRBより

時点では、FHFAはモラルハザードを理由に反対している。

なお、バーゼル銀行監督委員会は、同じ2013年1月7日、流動性カバレッジ比率（LCR：Liquidity Coverage Ratio）に関する改定版バーゼルIII規則文書を公表した中で、RMBSを適格資産として認める場合、担保資産がリコースであること¹³、LTVは融資時点で80%以下であることと明記している。

もう一つの論点は、返済困難者対策の重要性である。オバマ政権の差押抑止策の要諦は公的資金を投じた金利引き下げ等の返済条件変更策のHAMP（Home Affordability Modification Program）であり、ファニーメイ、フレディマックに対しては、借り換え条件の緩和策であるHARP（Home Affordability Refinance Program）を順次実施してきた。しかしながら、その進捗が芳しくない理由の一つに、債務者にきめ細かな相談を実施する要員が確保できない、ないしは従来のサービシングフィーの体系では、人的資源を割くことを想定してこなかった点が指摘されている。後者の点については、長期的に持続可能なサービシングフィー体系の構築について議論が進んでいるが、現時点では結論は出ていない。

また、ファニーメイとフレディマックが2010年1月に会計基準を変更したのも、返済困難者対策と関係がある。すなわち、従来は、債務者に対して条件変更を適用するためには、MBS信託から一旦債権を買い戻してバランスシートに抱え、自らの債権として条件変更を適用していた。この際、信託に置いたまま条件変更することは、信託に対する実質的なコントロールを有すると看做され、破綻時に否認権を行使されるリスクを生むことになる。しかし、信託

から買い戻す場合、SOP（Statement of Position）03-3という会計基準により、買戻し価格を時価評価しなくてはならず、そのことが財務を圧迫する懸念があった。しかし、大局的な観点から、柔軟な条件変更を広範に実施することは、両社の財務内容の悪化よりも優先すべき事項と両社の公的管理の管財人であるFHFAは判断し、MBS信託の大半を連結するに至ったものである。

このことは、日本において1998年に住宅金融公庫に導入された「新特例」と呼ばれる返済困難者対策のために、2001年3月から発行を開始した貸付資産担保住宅金融公庫債券（いわゆる公庫MBS）のストラクチャーにおいて、担保資産をオンバランスとするドイツのファンブリーフ債的な構成としたことと、発想は同じである。当時、「これは証券化と言えるのか」といった声も聞かれたが、今や、証券化の総本山であるファニーメイが公庫・機構MBSと類似のストラクチャーを後追いする形となったのは、まさしく日本が不良債権問題で苦しんだ経験が繰り返されているとも言える。

ちなみに、前号で特集記事（小林[2012b]）を書いたスペインでは、2012年11月15日の法律（Royal Decree Law 27/2012）により、一定の「か弱い」（Vulnerable）条件の債務者については2年間、住宅からの追い出し（Eviction）が禁止されることとなった。差押に抵抗した債務者が自殺したことがセンセーショナルに報道されたのが契機となったものである。「か弱い」の定義としては、経済要因と家族構成要因に分かれ、両方を満たす必要がある。このような執行猶予は、スペインの銀行の財務体質を劣化させるだけとの批判の声も金融業界からは上がっ

12 ファニーメイ、フレディマック等の監督機関として2008年7月に設立された連邦政府機関。2008年9月に、ファニーメイとフレディマックを公的管理下に置いた。

13 BCBSの巻末資料（BCBS [2013]）のパラグラフ54(a)にthe underlying mortgages are ‘full recourse’ loans (ie in the case of foreclosure the mortgage owner remains liable for any shortfall in sales proceeds from the property) and have a maximum loan-to-value ratio (LTV) of 80% on average at issuanceとある。

ているが、そのような批判に対し、スペイン政府は銀行の財務体質が劣化するのなら公的資金注入で対応する構えである。

7. アジアのダイナミズム

アジアの住宅金融市場は国により格差が大きい。貧困者向けのマイクロファイナンスが重要な位置を占めている国もあれば、日本でもまだ導入されていないカバードボンドが導入されている国もある（小林[2010a]）。ちなみに、日本のGDPは既に中国に抜かれているが、一人当たりGDPで見ても、シンガポールに抜かれている。

インドやタイではなお政府系金融機関が重要な位置を占めている。MBSの発行実績もあり、日本にだいぶ近づいているが、やはり民間金融機関との競合もあり、機構の事業改革に対する関心は根強い。

カバードボンドについては、日本では2012年7月の内閣府国家戦略室の「成長ファイナンス促進会議」で導入に向けた検討を進めることとされたが、韓国では、既に2009年にストラクチャード・カバードボンドが発行され、2010年には韓国住宅金融公社（KHFC：Korea Housing Finance Corporation）が設立準拠法改正という形での法定カバードボンドを発行した。一般の銀行も発行できるようにするより広範なカバードボンド法が現在、審議に付されようとしているところまで進んでいる（江川[2013]）。

2013年にはシンガポールでも、シンガポール開発銀行（SDB：Development Bank of Singapore）による発行が計画されており、インドでも国立住宅銀

行（NHB：National Housing Bank of India）が発行可能となるような法改正を検討している。一連の動きとしては、特殊金融機関によるカバードボンド発行の流れが先行しており、日本も日本政策投資銀行が先行すれば、同じ流れとなる¹⁴。その観点からは、韓国は一步先を行っている。

大陸欧州と違い、新規の立法や規制導入が実施・検討されている国では、破産法制との整合性、具体的にはカバードボンドの優先弁済権と預金保険等のその他債権者との権利調整が重要な課題となってきた¹⁵。その解決策の一つが、カバードボンドの発行額に限度枠を設定するアプローチであり、国により異なるが、預金額や資産規模の4%、8%、10%といった上限を設定するケースが多い（ECBC[2012]）。

8. 先進国の公的金融

アジアをはじめ新興国ではなお政府系金融機関が重要な位置を占めると書いたが、IMFの2007年のワーキングペーパー（IMF[2007]）によれば、先進国でも公的金融機関はかなり存在する（prevalent）とされる。分野は、住宅以外にも、中小企業金融（SME）や農業等、広範に渡っている。同ペーパーは執筆が2007年で、その後日本においては政府系金融機関の改革が行われたので若干古い情報となってしまったが、他の先進国の機関については、現在も概ね当時と変わっていない。

アメリカではファニーメイ、フレディマックという2社のGSEが有名だが、その他にも、住宅金融分野にはFHLB（Federal Home Loan Banks：連邦住

14 本場の欧州でも、ドイツ（プロイセンでなく、ドイツ帝国）のファンドブリーフ債の発行が認められたのは1899年だが、抵当銀行以外の一般の銀行に発行が解禁されたのは2005年であり、フランスのオブリガシオン・フォンシエールも、1852年のナポレオン3世の勅令により発行が認められたのはCFF（Crédit Foncier de France）のみであり、一般の銀行も対象となったのは1999年のことである。

15 Structural SubordinationないしAsset Encumbranceの問題と言われる。

宅貸付銀行) というGSEが存在し、また、連邦政府機関のジニーメイが保証するMBS残高も1兆ドルを遙かに超えている。

北米ではカナダにCMHCが存在することは既に述べたが、大陸欧州においても、政策金融の雄と言うべきドイツのKfWのみならず、オランダやスウェーデン、ロシア等でも、一定の規模を有する公的金融機関は存在する【図表3】。フランスのCFFのように民営化されたケースもあるが、公的金融が大きなシェアを持つ金融市場は後進的かと言われると、必ずしもそうとは言えない。

金融資本主義の総本山、アメリカにおいては、公的金融が新規の住宅ローンの9割を占めている。さ

すがにこれは行き過ぎだとして、米財務省・HUD (Department of Housing and Urban Development: 住宅都市開発省) は2011年2月11日、『アメリカの住宅金融市場改革に係る連邦議会への報告書 (Reforming America's Housing Finance Market A Report to Congress)』を発表、両GSEの段階的縮小・廃止 (ultimately wind down both institutions) の方向性を打ち出した。

FHFAは2012年2月21日に両社の公的管理を終了させるプラン(FHFA[2012a])を発表しており、同10月4日には、将来の証券化市場のインフラ整備に向けた白書(FHFA[2012b])も公表している。

方向性としては、住宅金融市場への連邦政府の関

図表3 主要先進国の公的住宅金融機関

国	アメリカ			カナダ	
	フエニーメイ	フレディマック	FHLB	ジニーメイ	CMHC
正式名称	Federal National Mortgage Association	Federal Home Loan Mortgage Corporation	Federal Home Loan Banks	Government National Mortgage Association	Canada Mortgage and Housing Corporation
設立	1938年	1970年	1932年	1968年	1946年
組織形態	GSE (公的管理下)	GSE (公的管理下)	GSE (Co-op【共同保有】)	政府機関	政府出資会社 (government-owned corporation)
主な業務	リファイナンスと証券化	リファイナンスと証券化	リファイナンス	証券化の信用補完	融資保険と証券化
リファイナンス	ポートフォリオ投資事業。ALM/リスク、信用リスクを負担。	ポートフォリオ投資事業。ALM/リスク、信用リスクを負担。	傘下の銀行への資金(Advance)供与。債務者の信用リスクは負担しない。	-	-
証券化	オンバランスでバスルー債を発行。信用リスクを負担。	オンバランスでバスルー債を発行。信用リスクを負担。	-	民間発行のMBSに連邦政府保証を付与。信用リスクはFHAが負担。	※2001年以降はCanada Mortgage Bondというカバードボンド類似の商品が主力に
MBSの発行	1981年	1971年	-	1970年	1986年
政府保証	暗黙	暗黙	暗黙	明示	明示
格付	本体はAA+ MBSは格付けなし	本体はAA+ MBSは格付けなし	AA+	AA+	AAA
職員数	約7,000人(2011年末)	4,921人(2011年末)	2,848名(2011年末)	60名程度	約2,000名
総資産	3兆2,263億ドル(2012年9月末)	2兆0,165億ドル(2012年9月末)	7,595億ドル(2012年6月末)	オフバランスのMBS残高: 1兆3,662億ドル(2012年12月末)	2,919億カナダドル(2011年末)

国	ドイツ	オランダ	スウェーデン	ロシア
組織名	KfW	NHG	SBAB	AHML
正式名称	Kreditanstalt für Wiederaufbau	National Mortgage Guarantee Fund	SBAB	Agency for Housing Mortgage Lending
設立	1948年	1993年	1985年	1997年
組織形態	政府出資会社 (連邦政府80%、州政府20%)	不明	政府出資会社	政府出資会社
主な業務	リファイナンスと証券化	融資保険	直接融資	リファイナンスと証券化と保証
リファイナンス	銀行へのツーステップローン。債務者の信用リスクは負担しない。	-	-	2010年に開始
証券化	PROVIDEというランセティックのプログラムを2001年に開始。信用リスクは負担しない。	-	※2006年からカバードボンドを発行	優先劣後構造で発行
MBSの発行	2001年	-	-	2007年
政府保証	明示	不明	不明	明示
格付	AAA	不明	A (カバードボンドはAAA)	BBB (ロシア政府と同格)
職員数	4,765名(2011年末)	不明	410名	約700名
総資産	4,948億ユーロ	1,264億ユーロ(2010会計年度)	2,330億クローネ(2011年末)	2,689億ルーブル(2011年末)

(資料) 各機関ホームページより作成

与を低減し、民間資本を呼び戻すという原則について、民主党政権が妥協していることから、GSEが現在の形で未来永劫存続し続けることはないというのがコンセンサスとなっている。ただし、両GSEの公的管理を終了した後の住宅金融市場の在り方については、長期固定金利ローンを安定的に供給し続けることが可能か、慎重な検討が必要との認識も、共通している。2012年11月の大統領選挙では現職のオバマ大統領が再選を果たしたが、連邦議会のねじれ現象は解消しておらず、2013年1月に二期目がスタートしても、すぐにGSE改革の具体化が進展すると見る向きは少ない。2012年10月26日にFHFAが公表した両GSEの追加公的資本注入額見込みでは、2015年までの所要額が最悪シナリオでも220億ドルと、前年の見込みから1,020億ドル下方修正された。納税者負担が少なくなったことで（そして足下の数四半期は好決算が続いていることから）、拙速な改革は必要ないという論調も散見される。また、CFPBが2013年1月の適格住宅ローンに関する基準を出した際に、GSEの審査基準のSafe Harbor条項を最大7年間と置いたことも、改革の時間軸について示唆を与える。

アメリカの住宅市場は回復基調にあるが、なお足取りは重い¹⁶。市場の下支えに、FRBの量的緩和第3弾（Quantitative Easing：QE3）が一定に貢献しているが、MBSの利回り低下ほどには住宅ローン金利は低下していない。ニューヨーク連邦準備銀行の報告書（Fuster et al. [2012]）は、住宅ローン審査基準の厳格化に加え、銀行の利益と計測不能なコスト

（originator profits and unmeasured costs: OPUC）が拡大していることを主たる要因として指摘している。

2012年11月、大統領選挙と同時に実施された上院議員選挙で、ハーバード大学教授で民主党から立候補したエリザベス・ウォーレン女史がマサチューセッツ州の選挙区から当選し、上院銀行委員会の委員に就任することがコンファームされたため、この問題についても議論が投げかけられる公算大である。今後、金融機関に対しては更に厳しい対応が想定される¹⁷。

いずれにせよ、世界の住宅金融市場は大きな転換期を迎えつつある。筆者は日本の住宅金融市場の在り方についてかくあるべきと論じる立場にはないが、海外の最新情勢については、常にキャッチアップしておく必要があるだろう。

※本稿の意見にわたる部分については執筆者個人の見解であって、住宅金融支援機構の見解ではありません。

<参考資料>

- ・ Andreas Fuster et al. [2012] “The Rising Gap Between Primary and Secondary Mortgage Rates” November 28, 2012, Federal Reserve Bank of New York
- ・ BIS[2010] “The Joint Forum Review of the Differentiated Nature and Scope of Financial Regulation” January 2010

16 2013年1月17日に米商務省が発表した2012年12月の新築住宅着工戸数は、季節調整済み年率換算値で95.4万戸（速報値）と、前月の改定値85.1万戸から12.1%増加し、2012年（暦年）の新築住宅着工戸数は78.0万戸（速報値）と、2011年の60.88万戸から28.1%増加した。しかし、1959年からの平均値147万戸の半分強の水準に過ぎない。
 17 同選挙区は、2010年まで民主党の故エドワード・ケネディ上院議員（故ケネディ大統領の実弟）が守ってきた議席だったが、氏の死亡に伴い実施された補選で共和党に奪取された（小林・中林[2010]）。今回、ウォーレン女史はその重要な議席を奪還した形となるのみならず、ドッド・フランク法で設立された消費者金融保護庁（Consumer Financial Protection Bureau：CFPB）の初代長官に確実視されながら、共和党と金融業界の強固な反対に遭い実現しなかったため、業界筋では一層の規制強化に傾くのではないかと警戒が根強い。

- ・ CFPB[2013] “Ability-to-Repay and Qualified Mortgage Standards under the Truth in Lending Act (Regulation Z)” January 10, 2013
- ・ ECBC[2012] “2012 ECBC European Covered Bond Fact Book”
- ・ EMF[2011] “Hypostat 2011”
- ・ EMF[2012] “EMF Response to the Consultation on the Recommendations of the High-level Expert Group on Reforming the Structure of the EU Banking Sector” November 9, 2012
- ・ Erkki Liikanen[2012] “Recommendations of the High-level Expert Group on Reforming the Structure of the EU Banking Sector” 2 October 2012
- ・ Fannie Mae[2010] “Impact of New Accounting Standards on Fannie Mae’s 2010 First Quarter Form 10-Q: Overview and FAQ” May 10, 2010
- ・ FHFA[2012a] “A Strategic Plan for Enterprise Conservatorships: The Next Chapter in a Story that Needs an Ending” February 21, 2012
- ・ FHFA[2012b] “Building a New Infrastructure for the Secondary Mortgage Market” October 4, 2012
- ・ FHFA-OIG[2012] “FHFA’s Oversight of the Enterprises’ Efforts to Recover Losses from Foreclosure Sales” October 7, 2012
- ・ FSB[2010] “FSB invites feedback on residential mortgage underwriting practices” September 20, 2010
- ・ FSB[2011a] “Thematic Review on Mortgage Underwriting and Origination Practices Peer Review Report” 17 March 2011
- ・ FSB[2011b] “Consultation Paper FSB Principles for Sound Residential Mortgage Underwriting Practices” 26 October 2011
- ・ FSB[2012] “FSB Principles for Sound Residential Mortgage Underwriting Practices” April 2012
- ・ IMF[2007] “Public Financial Institutions in Developed Countries — Organization and Oversight” 2007
- ・ IMF[2012] “Global Financial Stability Report” October 2012
- ・ 江川由紀雄[2013] 「日本におけるカバードボンドの存在意義を考える」(金融財政事情研究会『週刊金融財政事情』2013年1月7日号)
- ・ 小林正宏[2012a] 『通貨の品格 円高・円安を超えて』(中央公論新社、2012年)
- ・ 小林正宏・中林伸一[2010] 『通貨で読み解く世界経済 ドル、ユーロ、人民元、そして円』(中央公論新社、2010年)
- ・ 小林正宏・大類雄司[2008] 『世界金融危機はなぜ起こったのか』(東洋経済新報社、2008年)
- ・ 小林正宏[2012b] 「スペインの銀行危機とECBの政策対応～OMTは欧州のバズーカ砲となるか～」(住宅金融支援機構『季報住宅金融2012年度秋号』)
- ・ 小林正宏[2011] 「アメリカにおける住宅ローンに係る消費者保護の動向～ドッド・フランク法と Regulation Zを中心に」(住宅金融支援機構『季報住宅金融』2011年度夏号)
- ・ 小林正宏[2010a] 「マイクロファイナンスを含むアジアにおける住宅金融の動向」(住宅金融支援機構『季報住宅金融』2010年度夏号)
- ・ 小林正宏[2010b] 「カバードボンドとMBS」(住宅金融支援機構『季報住宅金融』2010年度秋号)