

## MBS 優先劣後構造の最適設計

三菱信託銀行 甲斐良隆

本研究は住宅ローンの証券化商品である MBS の設計に関するものである。債務者からの返済キャッシュフローを優先債券と劣後債券に分割充当することが目的であるが、繰上げ返済、デフォルトリスクが存在し、優先債券の償還を確実にするためには発行量に限度が生じる。そこで、リザーブ勘定を設け導管体の中にキャッシュを一時的に保有することで、優先債券の安定性を高め発行量の増加を図る方策が有力と考えられる。本研究ではその設計プロセスを述べ、発行者コストを最小化するためのリザーブ勘定の条件を具体的に示した。

### 1. 住宅ローン証券化の幕開け

1970 年に米国で GNMA (政府住宅抵当金庫) が発行され住宅ローン担保証券 MBS (Mortgage Backed Securities) の幕が開いた。米国政府は国民の住宅建設の後押しを資本市場を使って行うことになった。つまり、政府が信用保証をつけることにより民間金融機関の住宅ローンの証券化、さらに投資家の購入を促進したのである。そして、MBS は今や国債に次ぐ第二の市場規模に成長した。利回りは国債より高く、価格変動性は小さく、投資家はデフォルトの心配をする必要がない。機関投資家ばかりでなく個人層にも人気が高く、住宅資金を必要としている人と高利の運用を希望する人をつなぐ重要なパイプに成長した。

一方、日本でも住宅金融公庫が発行する MBS の発行額が着実に増加してきた。2003 年度は合計 8500 億円が見込まれている。年に 4 回発行が行われるが今のところ順調に消化されている。発行利率 (第 8 回債) は国債利回りに 0.5% 上乗せした水準で 1.67% である。ただ、平均的な期前償還率を前提にすると平均年限が 10.15 年になりスプレッドは 0.467% にとどまる。一般に住宅ローンには繰り上げ返済が認められており、借り換え金利の推移によってはここ数年見られたように期前償還が大量に発生する。普通債券の場合金利の低下により価格は上昇するが、MBS の場合は元本返済が増加し平均残存期間が短縮され価格上昇が緩慢になる。償還の速度が急激に上がると価格が上止まりしたり逆に低下することもある。このように将来キャッシュフローの不確実性が投資家にとっての MBS のデメリットであり、リスクコントロールを相当難解なものにしている。

また、経済環境の悪化、デフレの進行により住宅ローンのデフォルトが大きな社会問題