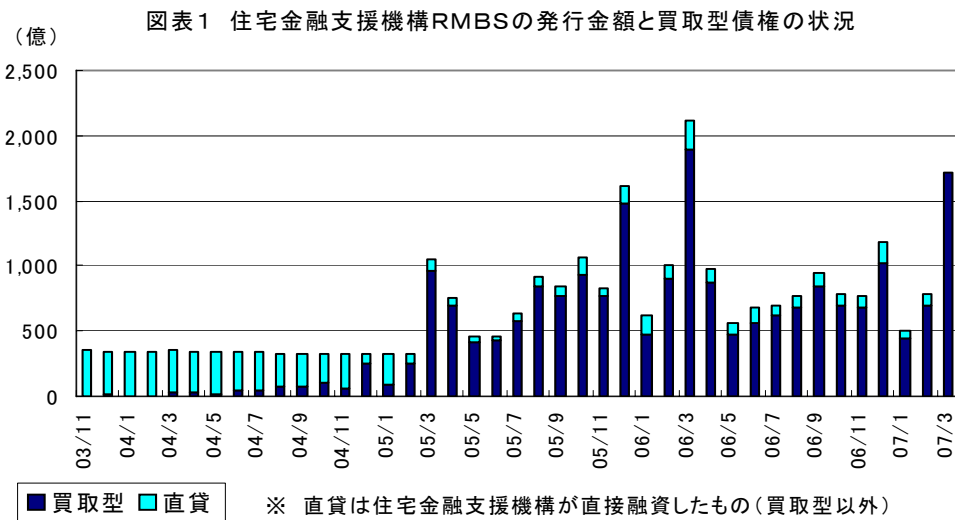


## (年金運用)：住宅金融支援機構RMBSにおける買取型債権増加の影響

わが国における住宅ローン証券化商品の代表的な銘柄である住宅金融支援機構RMBSにおいて、買取型債権（民間銀行から買い取った住宅ローンを証券化したもの）の占率が急激に上昇している。買取型債権は、通常の住宅ローンと特徴が異なるため、それがプリペイメント率（期限前返済率）に与える影響を分析した。

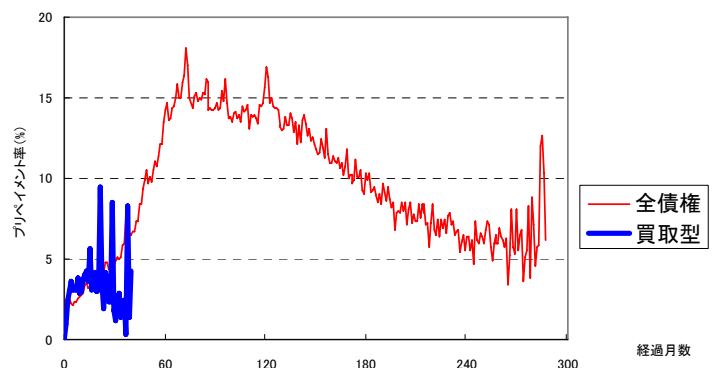
RMB S（Residential Mortgage Backed Securities、住宅ローン債権担保証券）は、通常の債券と同様に元本・クーポンはあらかじめ確定しているが、償還期日は確定していない商品である。償還期日は債権の裏付資産である住宅ローンの期日であるが、住宅ローン債務者は期限前返済（プリペイメント）するため、その期日は実質的に確定していない。



債券の利回りや価格は、元本、クーポン、償還期日の3つが決まってはじめて計算ができる。よって、償還期日が決まっていないRMBSの評価を、通常の債券と同様に行おうとした場合には、何らかの方法で償還期日を予測する必要がある。償還期日は、住宅ローン債務者がどれだけプリペイメントするかに依存するため、それがどのくらいの割合で起こるか（プリペイメント率）を予測できれば良い。それには、まず過去の実績を分析する必要がある。

ところで、公表されている住宅金融支援機構（旧住宅金融公庫）RMBSの1996年5月以降のデータを見ると、最近では買取型債権の占率が大幅に増えてきており（図表1）、かつ買取型債権のプリペイメント率が、これまでの債権と明らかに異なる動きをしていることが分かる（図表2）。

図表2 住宅金融支援機構RMBSのプリペイメント率



買取型債権とは、住宅金融支援機構が直接融資した住宅ローン（直貸債権）を証券化したのではなく、民間銀行が融資した住宅ローンを、住宅金融支援機構が買い取ったうえで証券化したものである。住宅金融支援機構の住宅ローンは低所得者向けに、低利で小額の融資をすることを目的としているのに対し、民間銀行は一般顧客を対象としているため、その特徴には違いが見られる（図表3）。よって、これらの特徴がプリペイメント率を変化させている原因かどうかを分析してみる必要がある。

通常、住宅ローン債務者がプリペイメントする理由は、主に次の2つである。

- ① 余裕資金が貯まってきたことによる繰上げ返済（一部返済）
- ② 金利が低下したことによる、他社ローンへの借り換え（全部返済）

①の理由によるプリペイメント率は、一般的に契約期間が長くなるほど大きくなる。図表2で、契約当初から全債権のプリペイメント率が右肩上がりになっているのは、そのためである。買取型債権は平均年収が高い（プリペイメント率の増加要因）、返済負担率（年収に対する年間返済額の割合）が高い（プリペイメント率の減少要因）といった、両面の影響が考えられる。

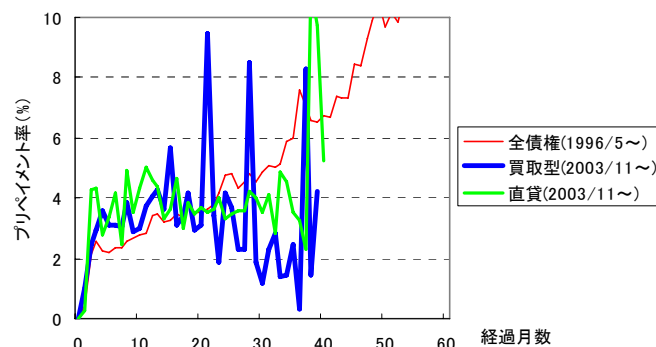
②の理由によるプリペイメント率は、金利低下局面で大きくなる。1996年5月以降の金利はほぼ一貫して低下している。一方で買取型債権が発行された2003年11月以降の金利は横ばいまたは上昇している。よって、買取型債権の影響を分析するため、データの対象期間を等しくし、金利変動による影響を排除して比較してみた（図表4）。

図表3 買取型債権の属性（03/11～07/3の平均値）

	買取型	直貸
当初融資額平均 万円	2,217	1,826
平均当初融資期間 年	32.1	31.0
平均返済負担率 %	20.7	19.8
平均年収 万円	690	657
平均金利 %	2.75	2.61
債務者平均年齢 歳	36.8	38.0

（出所）住宅金融支援機構公表数値より  
ニッセイ基礎研究所作成

図表4 債権種類別のプリペイメント率



図表4は、買取型債権と直貸債権の2003年11月以降のプリペイメント率である。その差がほとんどないことから、買取型債権のプリペイメント率が特異な動きをしていたのは、金利低下による影響が大部分を占めていたことが分かる。

このように、現在のところ、買取型債権の持つ属性がプリペイメント率に影響しているとは考え難い。しかし、買取型債権は発行されて間もなく、データ保有期間も短いことから、その特徴が十分に現れていない可能性がある。最近発行される住宅金融支援機構RMB Sは、買取型債権の比率が大きいことから、今後もその動向を注視していく必要があるだろう。

（千田 英明）