

## R M B S の金利上昇による影響

金融研究部門 千田 英明  
chida@nli-research.co.jp

## 1. R M B S の特徴

R M B S (Residential Mortgage Backed Securities、住宅ローン債権担保証券)とは、金融機関等が融資した住宅ローンをまとめ、債券として発行する証券化商品である。これは、通常の債券と同様に元本・クーポンはあらかじめ確定するが、償還期日は確定しない。償還期日は住宅ローンの期日であるが、住宅ローン債務者はいつでも自由に期限前返済(以下、プリペイメント)する権利を持っているため、その期日は住宅ローン債務者のプリペイメント動向に依存することになるからである。

債券の価格や利回りは、元本・クーポン・償還期日の3つが決まれば、計算することができる。よって、償還期日が決まっていないR M B Sの価格を、通常の債券と同様に評価する場合、何らかの方法で償還期日を予測する必要がある。それには、住宅ローン債務者のプリペイメントが、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。

このプリペイメント率を予測するには、過去に発生したプリペイメント率を分析する必要があるが、R M B Sの代表的な銘柄である住宅金融支援機構(旧住宅金融公庫)からは、1996年

5月以降のプリペイメント率に関するデータが公表されている。そのデータを分析する前に、プリペイメント率は主に次の2つの要因で発生しているものと考えられる。

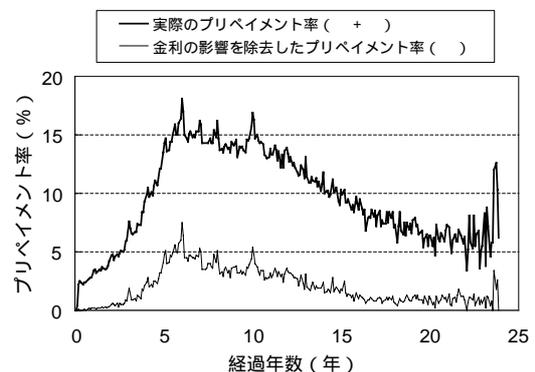
## 契約期間による影響

住宅ローン契約当初、債務者は余裕資金がないためプリペイメントは発生しにくい。契約期間の経過とともに余裕資金が貯まり、プリペイメント率が上昇していく。ただし、ある程度の期間(5年程度)をピークとし、その後のプリペイメント率は低下、または横ばいとなる。

## 金利低下による影響

金利が低下すると、住宅ローン債務者は他社ローンへ借り換えた方が有利となるため、プリペイメント率は上昇する。

図表 - 1 R M B S のプリペイメント率



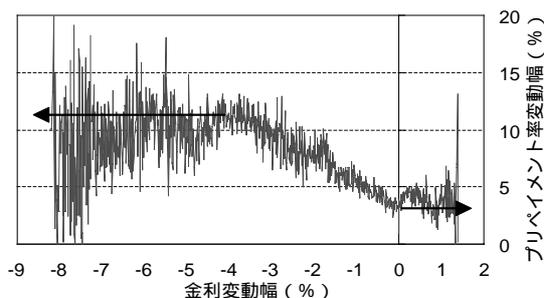
(資料) 住宅金融支援機構公表数値よりニッセイ基礎研究所作成  
(1983年4月以降に契約した住宅ローンが1996年5月~2007年3月にプリペイメントした実績より作成)

そこで、弊社が開発したプリペイメントモデルにより、とに要因分解した結果を図表-1に示す。実際のプリペイメント率(+)と、金利の影響を除去したプリペイメント率( )との差が、金利低下による影響( )となる。実際のプリペイメント率より、金利の影響を除去したプリペイメント率の方が低いのは、データ公表期間である1996年5月以降が概ね金利低下局面であったことによる。

## 2. 金利上昇による影響

金利低下によりプリペイメント率が上昇することは確認できたが、金利上昇した場合のプリペイメント率は、それとは逆に低下するであろうか。図表-2は、契約当初からの金利変動幅(スワップ5年金利で代替)と、プリペイメント率の関係を示したものである。ただし、プリペイメント率変動幅は前述の通り、契約期間による影響を受けることから、弊社プリペイメントモデルにより、その影響を除いた。

図表-2 金利変動とプリペイメント率の関係



(注)金利変動幅にはスワップ5年金利を使用

これらの結果、次の二つのことが確認できる。

第一に、金利が低下するとプリペイメント率は上昇するが、ある程度(4%程度)金利が低下すると、それ以上、プリペイメント率は上昇しなくなる。

これは、バーンアウト効果と呼ばれるもので、金利が低下してある程度プリペイメントが進行すると、金利に敏感に反応する債務者が減少して、

プリペイメント率が上昇しにくくなることによる。

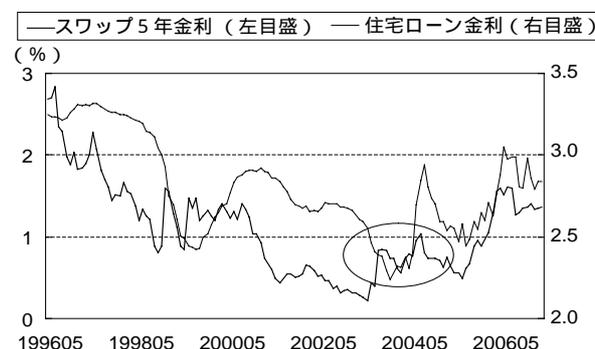
第二に、金利上昇時のプリペイメント率は、低下する一方ではない。

これは、金利が上昇しているケースは、債務者の契約金利が低い(図表-3)ため、プリペイメント率も低く、その低下余地が限られることによる。

ただし、契約金利が高い場合でも、金利上昇時にプリペイメント率は低下するが、金利低下時の上昇幅に比べて小幅なことが確認できた。

これらのことにより、プリペイメント率は金利低下には反応しやすいものの、金利上昇には反応しにくいと考えられる。

図表-3 金利の推移



(注)住宅ローン金利は、住宅金融支援機構の住宅ローン金利

このように、金利上昇と金利低下では、プリペイメント率は異なる動きをする。よって、その動向を見極めるには、金利上昇局面と低下局面を分けて、分析することが必要となる。

## 3. おわりに

住宅金融支援機構RMB Sのプリペイメント率データが公表されてから、本格的な金利上昇局面を迎えていない。そのため、金利上昇によるプリペイメント率への影響を、まだ十分に分析できていない可能性がある。

したがって、RMB Sへ投資する際には、今後も金利上昇によるプリペイメント率への影響を分析し、注視を怠れないだろう。