



## 米国の住宅金融市場改革とCRT証券の将来



2019年8月30日

**マイケル・カンター**アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー  
米国マルチセクター／証券化商品 ディレクター**ジャナキ・ラオ**アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー  
ポートフォリオ・マネジャー 兼  
エージェンシー不動産担保証券(MBS)リサーチ 責任者

信用リスク移転(CRT)証券は、住宅ローンのデフォルト・リスクを納税者から民間投資家に移転することによって、米国の不動産担保証券(MBS)市場をより健全なものにしてきた。そのことは、足元でトランプ米大統領が行おうとしている住宅金融市場改革によっても変わることはないだろう。

米国の政府系住宅金融機関(GSE)である連邦住宅抵当公社(ファニーメイ)と連邦住宅貸付抵当公社(フレディマック)は、金融機関から買い入れた住宅ローンを担保に、自らが元利金払いの保証を付した「エージェンシー債」を発行している。そして、両GSEが原資産である住宅ローンのデフォルト・リスクを民間投資家に移転するために発行しているのがCRT証券である。

トランプ大統領は最近、米財務省に対し2008年のリーマンショック後に始まったファニーメイとフレディマックの政府管理を打ち切り、今後数年以内に民営化することも視野に入れた住宅金融改革案の策定を指示した。

現時点ではまだ、単に計画を策定するための計画に過ぎない。それでも、一部の投資家は、民営化によってファニーメイとフレディマックが発行する債券のクーポンと元本に対する政府保証が終了するのではないかと懸念している。そうなれば、既存の不動産担保証券の価格は下落し、市場の流動性も損なわれる可能性がある。また、市場には、CRT証券の将来を疑問視する声もある。

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版はこちら。

<https://blog.alliancebernstein.com/library/us-housing-reform-and-the-future-of-crts.htm>

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)ポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスの過去のパフォーマンスは将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。

当資料は、2019年5月21日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタインおよびABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

ABではそのようには考えていない。ホワイトハウスや議会における住宅金融改革推進派が達成しようとしている大きな目的のひとつである「納税者を損失から守る」ことは、まさにCRT証券が現在果たしている役割であるからだ。

### リスクを移転し、投資機会を創出

ファニーメイとフレディマックは、2013年にCRT証券の発行を開始した。従来からのエージェンシー債と同様、CRTは何千件もの住宅ローンをプールして証券化したもので、投資家は原資産となるローンのパフォーマンスに基づき、定期的なインカムを受け取る。しかし、大きな違いもある。CRT証券には元本とクーポンの支払いについて政府保証が付いていないことだ。つまり、多数のローンがデフォルトに陥った場合、損失はこれらの証券を保有する民間投資家が吸収することになる。

ファニーメイとフレディマックの資本構成に民間資本の階層を設けることで、これらの証券は市場を強化するとともに米国の納税者に損失負担が及ばないようにしてきた。同時に、利回りが相対的に高く、変動金利であることから、投資家にとっても金利上昇局面で資産保全効果が得られるとして、人気を博してきた。

GSEが保証する約5.5兆米ドルの不動産担保証券のうち、約1.4兆米ドルがCRT証券と結びついている。既存の住宅ローンの借り換えや償還が進むにつれ、GSEから民間セクターへのリスク移転も増え、CRT証券市場はさらに拡大することが予想される。

GSEが最終的に政府管理から外れれば、こうした状況は変わるだろうか。ABでは変わらないと見ている。政府管理を解除するためには、まずGSEの自己資本が強化されなければならない。これは、数カ月ではなく数年かかるプロセスであるし、また両GSEの自己資本強化のプロセスの中でCRTが重要な役割を果たすこともほぼ確実である。

### 住宅市場への政府の関与

ABではまた、政府が住宅ローン市場から完全に手を引くとは考えていない。住宅市場の動向は米国経済の健全性にとって極めて重要であり、危機の際に政府が目を見守ることは想像し難い。ABでは、住宅金融における政府の役割を縮小することには賛成だが、完全に排除することには同意しかねる(以前の記事『[Why the US Government Should Guarantee Your Mortgages](#)』(英語)ご参照)。

さらに、ファニーメイとフレディマックが発行するエージェンシー債は、世界で最大かつ最も流動性の高い債券市場のひとつで、世界中の投資家が5兆米ドルを超える住宅ローン資金を提供している。これは、住宅購入者への資金供給を維持することに役立ち、また固定金利での借り入れや借り換えを容易にする。政府の関与がなくなれば、エージェンシー債の買い手の多くは消える可能性が高く、それは住宅市場にとって破壊的な影響を与え得る。ほぼ確実に住宅販売は減少し、住宅価格も下がるだろう。

ファニーメイやフレディマックは、民間企業になったとしても政府の規制対象となると考えられ、発行する証券には何らかの保証が付く可能性が高い。このシステムでは、CRTは、引き続き民間投資家にリスクを分散する重要な手段となり、政府保証が発動される前に納税者を保護する資本クッションを提供する。さらに、議会でもCRTの活用は与野党双方で幅広く支持を集めると見られる。

### 改革は一夜にしては実現しない

政府には多くの改革の選択肢があるが、最終的には市場の期待に沿った案が実行され、現在のシステムの中で機能している部分は維持されることになるだろう。当局はエージェンシー債の明示的な政府保証を延長するために議会と交渉すると思われる。

これにより、住宅購入者に最も人気があり、不動産担保証券市場を支える礎でもある30年固定金利住宅ローンは、引き続き提供可能になるだろう。また、受け渡しの対象となるローンのプールを特定せずに行う「TBA取引」も引き続き可能になる。投資家はデュレーション・リスクとデフォルト・リスクの両方を負うことには躊躇する可能性があるため、このようなローンや取引はいずれも政府保証なしには存続が危ぶまれる。

2018年後半のブルームバーグとのインタビューで、スティーブン・ムニューシン米財務長官は、「総論として、私は消費者が流動性や資本に確実にアクセスできるようにしたいと思う一方で、GSEの改革においては納税者を危険にさらさないようにしなければならないと考えている」と述べた。

全くそのとおりである。政府保証が発動される前に大きな民間資本によるクッションが働くCRTのシステムは、まさに長官の挙げた両方の目的を達成するものであると言える。

## アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303号

【加入協会】 一般社団法人投資信託協会／一般社団法人日本投資顧問業協会／日本証券業協会／  
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<https://www.alliancebernstein.co.jp>

### 当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

#### ＋ 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

#### ＋ お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- ＋ 申込時に直接ご負担いただく費用…申込手数料 上限3.24%(税抜3.00%)です。
- ＋ 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- ＋ 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.0304%(税抜1.8800%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

### ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。