

豪 RMBS は恐慌のようなイベントを乗り切れるか

本稿は、2020年4月15日発行の英語レポート「CAN RMBS REALLY WEATHER A DEPRESSION-LIKE EVENT?」の日本語訳です。内容については英語の原本が日本語版に優先します。

サマリー

オーストラリア全国で住宅ローンの救済措置や返済遅延容認などのニュースが報道されるなか、これが RMBS（住宅ローン担保証券）市場に与える影響をめぐり懸念が強まっている。しかし、RMBS は、事実が示唆する以上にリスクが高いとの悪評を受けることが多い。本レポートでは、AAA 格のシニア・トランシェを対象に RMBS が高ボラティリティ局面でも引き続き魅力的な投資対象である理由を分析、解説する。

流動性: オーストラリアに於ける大半の RMBS は構造として平常時に超過インカムを蓄積しており、市場低迷時などにこの流動性準備がバッファーとしての役割を果たす。スタンダード&プアーズ(S&P)によると、一般的なプライム RMBS は9~12ヶ月の流動性バッファーを所持しており、たとえ一時的にキャッシュフローが枯渇しても(RMBS の特徴にもよるが)ある程度の耐久力はある。万が一 RMBS が流動性危機に陥った場合、ウォーターフォール(優先順位)の規則に従い利払いが行われる。通常、同国 RMBS に付随するウォーターフォールでは、AAA 格のシニア・トランシェの利払いが他のトランシェより優先的に行われるのが慣行である。RMBS に何かしらのキャッシュフローが入ってくる限り、投資家は支払われるインカムによって報われることになる(オーストラリア住宅ローン・プール内の借り手が全てデフォルト(債務不履行)に陥ることは想定し難い)。

デフォルトの頻度: 通常 AAA 格債券トランシェのサボーディネーションを設定する際に標準として各モーゲージプールの10%がデフォルトすることを仮定する。このモデルの仮定は、オーストラリアが過去30年に経験したどの局面におけるデフォルト率よりも高く、世界金融危機の時に米国が経験したデフォルト頻度である約5%の2倍の水準に設定されている。

住宅市場低迷から受ける影響: 通常 AAA 格トランシェのサボーディネーションを設定する際に通常各モーゲージプールの対象となる住宅価格が45%下落するシナリオを仮定する。世界金融危機における米国の住宅価格の下落率は、30%を若干下回る水準であった。当該想定をわかりやすく説明すると、オーストラリアの住宅価格が2005年の水準まで下落する必要があるということだが、当時はキャッシュレートが5%を上回っていると同時に平均賃金が(現在の1,600豪ドルに対して)1,000豪ドルであった。

格付機関は RMBS の評価を行う際、各 RMBS が耐え得る損失の度合いを検証する。各機関によって様々な調整が行われるが、その分析の大部分は以下の2点に関するものだ。

1. デフォルトするであろう借り手の数
2. デフォルトした際の損失額

これらの疑問を深掘りする前に、まずは流動性に目を向けることが重要である。現在の環境では、「どのくらい持ち堪えられるのか」という問題が浮上しているからだ。これを考慮して、S&P の想定が目指しているところを整理する必要があるが、それは、AAA 格の RMBS で損失が生じるのは大恐慌のような状況のみというものである。したがって、想定の一部は思っているより広範となる可能性が高いが、それが肝心なところだ。

「基準の設定は典型的なローン・プールの『AAA 格』の信用補完を盤石にすることから始まり、そのためには大恐慌のような経済ストレスの下で予想される損失を反映する必要がある。」

— S&P グローバル・レーティングスによる 2011 年 9 月 1 日発行のレポート「Australian RMBS Rating Methodology and Assumptions」より

注:この格付手法は一般的に適用されているものであり、各 RMBS によってこれから乖離する微妙な差異を伴うことがある。したがって、当社のコメントおよび分析はセクター・レベルにとどめ、当社の運用ポートフォリオの投資対象である AAA 格の銘柄に焦点を絞ることとする。

1. 流動性

最初の出発点は流動性である。大恐慌のような状況を乗り切れることを考えるには、いかなる予見不可能な理由であれ 1 ヶ月間キャッシュフローがなかった場合に損失が生じないようにしなければならないからだ。よって、大半の RMBS では経時的に流動性準備が積み上げられるよう設定されている。

RMBS の仕組みを考えると、銀行が住宅ローンをパッケージして機関投資家がそれを購入し、住宅ローンの借り手が利息を払う事で RMBS が投資家に利回りとしてそのキャッシュフローを還元することになる。目下リスクとしては国内人口の失業率が高まっている為、RMBS が投資家に還元するのに十分なだけの支払いを受けられない可能性がある事だ。

流動性準備に話を戻すと、オーストラリアの RMBS には通常、経時的にキャッシュを積み上げ、これがストレス時に利用可能となるメカニズムが備わっている。以下はそのような仕組みの一例である。

例えば一定の条件が満たされれば、利用可能な超過スプレッドを確保する未償却貸倒引当準備ファシリティがあるとす。貸倒引当準備ファシリティの残高は当初はゼロである。RMBS 内モーゲージプールのクロージング日以降、条件を満たす獲得可能な超過スプレッドはすべて、500 万豪ドルを上限として確保される事となる。貸倒引当準備ファシリティは、RMBS がその支払日に行う必要のある支払いの不足分に充当することができ、RMBS のトランシェにおいて当該期の損失と未回収貸倒償却が発生するのはその後となる。

この RMBS の用例では 500 万豪ドルの超過スプレッドが流動性準備として今日見られているような難局で利用可能になる。超過スプレッドとは、住宅ローン金利(例えば 3.5%)と RMBS の投資家に支払われるクーポン(例えば RMBS の支払い可能クーポンの平均で 3%)の差を指す。流動性準備が 500 万豪ドルに満たないあいだは、RMBS のクーポン利率を超えるスプレッドはすべて流動性準備に追加される。流動性準備が 500 万豪ドルを超えると、超過スプレッドは、RMBS の証券保有者への分配を含め、その RMBS のウォーターフォールの仕組みに従って支払われ始める。その後、この流動性準備は RMBS が償還を迎えるまでそのまま維持され、償還時には RMBS の証券保有者に還元される。

以下は、このような条項に関する S&P の見解である:

オーストラリアの RMBS にはキャッシュ準備枠、または流動性ファシリティが備わっており、これが構造として流動性ストレスに対するプロテクションの役割を果たし、COVID-19 (新型コロナウイルス感染症)局面における住宅ローンの支払い停止分の埋め合わせに寄与することになる。

当社が格付けを行っているオーストラリアのプライム RMBS の大半への流入キャッシュフローがゼロに落ち込むという依然考えにくいシナリオが現実化したとしても、RMBS へのシニア・トランシェの経費および現行金利でのクーポン支払いを平均で 9 ヶ月程度カバーできる流動性準備枠またはファシリティを備えていると当社は計算している。当社で格付けを行っているオーストラリア RMBS のノン・コンファーマーミングローン物については、流入キャッシュフローがゼロへと落ち込んだ場合に持ち堪えられる期間を、平均で 11 ヶ月と推定している。

予測するのは難しいが、結果として RMBS にかかるストレスの度合いは、住宅ローン救済措置の利用率によって決まるだろう。

— S&P グローバル・レーティングスによる 2020 年 3 月 25 日発行のレポート「How Will COVID-19 Affect Australian Structured Finance?」より

S&P は基本的に、オーストラリアの RMBS の大半について、キャッシュフローがゼロになったとしても、ストレスに晒される前に 9 ~12 ヶ月間のクーポン支払いを行える流動性バッファがあるということを述べている。上述のメカニズムの形式は各 RMBS によって異なるが、「万が一」に備えるために何かしらの水準のスプレッドが確保されていると見込まれる。発行されてからの経過年数が長い(コールされた経年プール)RMBS は十分なバッファを積み上げているとみられるため、経年数のより長い RMBS の方が時の経過とともにより堅固になると言える。

注: 格付けリスクに関する S&P のコメントでも明らかなように、流動性バッファは RMBS によって異なる場合がある。

流動性補完の水準がより低い RMBS のトランシェの方が、短期的な格付けリスクがより高くなる。これは、新型コロナウイルスのピークや RMBS のキャッシュフローに対する流動性ストレスの予想期間をめぐって、不透明感が強いからだ。住宅ローンの支払い救済措置が借り手の大部分に適用され得る RMBS は、流入キャッシュフローが減少するためリスクが高くなる。

— S&P グローバル・レーティングスによる 2020 年 3 月 25 日発行のレポート「How Will COVID-19 Affect Australian Structured Finance?」より

流動性準備が底を突いたらどうなるのか

流動性準備が底を突いた場合は、その RMBS は契約で合意されている支払い条件に戻ることになる。RMBS のキャッシュフロー・ウォーターフォール(支払いが行われる順番)では、AAA 格のシニア・トランシェが最初に利息全額の支払いを受け、次に優先度が最も高いトランシェへと続き、その後すべての債券保有者への支払いが済むまで続く。すべての債券保有者に支払うのに十分なキャッシュフローがない場合は、まずシニア・トランシェが入ってくるキャッシュフローから支払いを受ける。担保プールの一定割合が支払いを行える限り、AAA 格トランシェは依然キャッシュフローを受け取ることができる。

元本の支払いにも同じプロセスが適用される。好況下では、ほぼすべての RMBS が、一定の基準を満たせば、パリパス条項(つまり、すべての既存トランシェにわたる)での元本返済支払いにシフトする。この基準は個別 RMBS によって異なるが、基本的な条件としては 60 日の延滞率が 4%を超えてはならない、どのトランシェにも貸倒償却があってはならない、サボーディネーション全体が一定割合を上回ってはいなければならないといった事が含まれる。これが意味するのは、流動性準備が底を突いた場合、そのような条件の 1 つに引っかかることになる可能性が高いということだ。したがって、RMBS は償還が優先順位に沿って行われる状況に戻り、AAA 格トランシェが元本返済を最初に受けることになる。現在、ローンの支払い繰り延べが延滞としては扱われていないことは留意すべきだが、だからこそ RMBS 特有のトリガーが重要となるだろう。

今ではストレス下環境について論じることになるため、AAA 格トランシェが元本を回収できるかを判断するのに、当該 RMBS での想定に目を向ける必要がある。いかなる返済もまずは AAA 格トランシェに向かうが、これによって冒頭で掲げた 2 つの最重要点が浮上する。

住宅ローンの借り手のどの位の割合がデフォルトし、その際の損失がどの程度になるか

AAA 格レベルの想定は下表の通りで、各特徴について個別に検証する。

表 1: 格付け別典型的担保プールの主要信用補完要素

	格付けシナリオ					
	AAA	AA	A	BBB	BB	B
信用補完 (%)	5.0	3.6	2.2	1.3	0.8	0.4
信用補完の下限 (%)	4.0	2.5	1.5	1.0	0.5	0.4
差し押さえの頻度 (%)	10.0	7.5	5.0	3.2	2.1	1.1
市場価値の減少	45.0	43.0	41.0	38.0	34.0	30.0
損失の度合い* (%)	50.0	47.0	45.0	41.0	36.0	31.0

* 例示目的として、損失の度合いは変動売却コストを 5%、固定売却コストを 5,000 豪ドル、主要都市圏の物件価格を 10 万豪ドル、経過期間の金利を 12.76% と想定して算出。

出所: S&P グローバル・レーティングス発行「Australian RMBS Rating Methodology and Assumptions」(2011 年 9 月 1 日)

2. デフォルトの頻度

表 1 を見ると分かる通り、オーストラリアの平均的プライム RMBS プールの想定デフォルト率(差し押さえ率)は、AAA 格トランシェで 10%となっている。つまり、S&P は、どの RMBS でも借り手の 10%がデフォルトしローン返済不能になると想定していることになる。この 10%という数字は、過去の水準に照らして見る必要がある。オーストラリアのデフォルト率は大半の期間において非常に低く、ストレス時の具体的なデータはなかなかないが、RBA(オーストラリア準備銀行)が作成した複数の資料のおかげで、1990 年代初めの景気後退期や 2008 年の世界金融危機を振り返り、デフォルトし返済不能となったローン数の感触を得ることはできる。

— Credit Losses at Australian Banks: 1980 – 2013: <https://www.rba.gov.au/publications/rdp/2015/pdf/rdp2015-06.pdf>

— RBA Chart Pack – March 2020:-<https://www.rba.gov.au/chart-pack/pdf/chart-pack.pdf?v=2020-04-01-12-04-06>

「Credit Losses at Australian Banks: 1980 – 2013(オーストラリア国内銀行の貸倒動向: 1980~2013 年)」の 13 ページには、1990 年代初めにおけるセクター別の不良資産動向が記されており、家計向け貸出しにおける不良資産の割合が 2~3%に上昇したことが示されている。

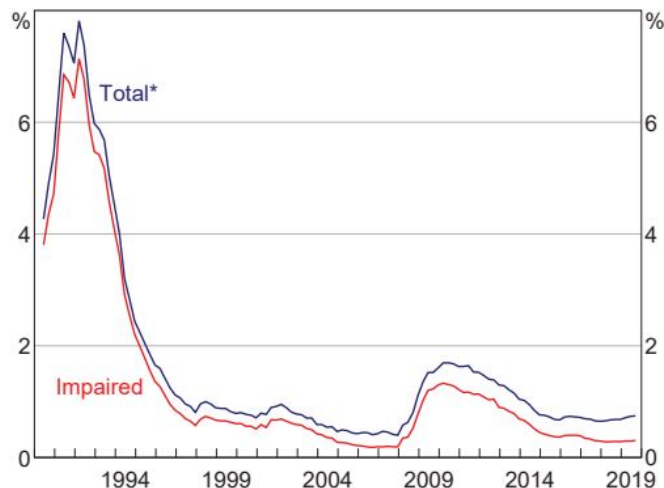
チャート 1: 貸出ポートフォリオ別の不良資産の推移(当該資料の図表 6、全銀行における貸出種類別での割合)



出所: RBA

「RBA Chart Packs (RBA チャート集)」には、当該期間において不良債権比率(セクター別に分けられていない)が 2%を上回らなかったことが示されている。これは、家計部門のデフォルト率が極めて低かったことを意味している。

チャート 2: 銀行の不良資産の推移(国内外事業連結ベース、オンバランス資産に占める割合)

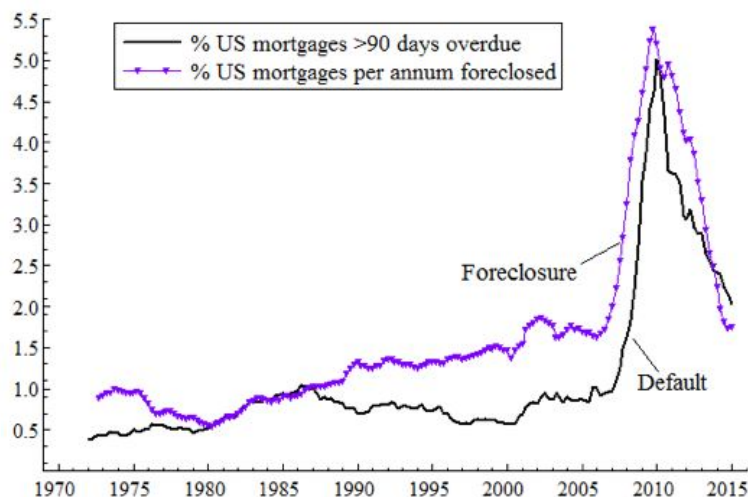


出所: APRA(オーストラリア健全性規制庁)

オーストラリアで見られた過去 2 回の危機局面において、住宅所有者のデフォルト率は上昇したものの AAA 格の想定水準である 10%には近づくことすらなく、一桁台前半での推移となっている。

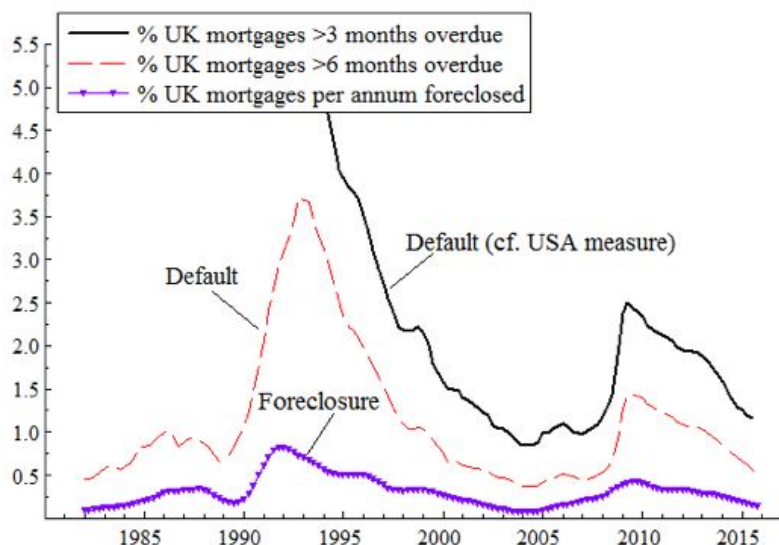
余談ではあるが、オーストラリア以外の事例にも目を向けると、世界金融危機下の米国や 1990 年代初めの英国では、ともにデフォルト率が 5%程度まで上昇している(チャート 3 および 4 参照)。

チャート 3: 米国における差し押さえ率および支払延滞率の推移



出所: <https://voxeu.org/article/mortgage-delinquency-and-foreclosure-uk>

チャート 4: 英国における差し押さえ率および支払延滞率の推移



出所: <https://voxeu.org/article/mortgage-delinquency-and-foreclosure-uk>

チャート 3 および 4 を見ると、10%という想定デフォルト率は、オーストラリア国内だけでなく海外の過去の基準からしても、相当高い水準であると結論付けることができる。

しかし、もう少し実際に即した議論を行うために、簡単な計算をしてみたい。オーストラリアでは総世帯の約 50%が住宅を所有している。そして、国内の失業率の上昇が住宅ローン利用者のデフォルトを引き起こすという至って単純な想定に立った場合、デフォルト率が 10%に達するには失業率が足元の 5%から 20%まで上昇する必要があることになる。

このシナリオは起こり得るだろうか。足元的环境下ではその可能性を除外するものではないが、現実味があるとは現在では考えていない。より可能性が高いと見ているのは、失業率が 10%程度に向かって上昇するというシナリオであり、これはオーストラリアの過去の危機局面や英国および米国の事例と同様の水準である。10%という失業率は、住宅ローン市場のデフォルト率を 10%まで上昇させるほどの水準ではないと当社は考えている。

チャート 5: オーストラリアの失業率



出所: 信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメントが作成

加えて、連邦政府が先日導入した措置も考慮する必要がある。オーストラリアの世帯向け措置としては、最近導入されたジョブキーパー（雇用調整）助成金（一時休職となった者に対し雇用主経由で2週間毎に最低1,500豪ドルの支給を確保することを目的とする）などが含まれる。デフォルト率の観点から見ると、これにはわかりやすい恩恵が2つある。

1. 当該助成金がなければ収入がなくなっていた従業員が定期的な助成金支給を受けることになるため、**潜在的なデフォルト件数が低減**すると見込まれる。この助成金を受け取る人全員が生活費用品よりも住宅ローンの返済を優先すると言うつもりはないが、助成金によって失業動向の痛みが一部軽減されるものと考えられる。
2. 最終的にこうした経済問題を脱した際に、**人々が通常の生活に戻るのが大幅に容易になる**と見られる。基本的に、政府の措置は、企業が従業員との雇用関係を維持し事業が再開できるようになった際に従業員を呼び戻すことを可能にする。これによって、企業側は新たに採用を行う必要がなくなり、従業員側は仕事を探す必要がなくなる。つまり、景気が再び上向いた時に混乱期間がより短くなると考えられ、したがってデフォルト率が低減する可能性がある。

1990年代初めのオーストラリアでの経験、そして英国および米国それぞれの危機局面での経験によると、オーストラリアの住宅ローンのデフォルト率は10%まで上昇しないものと示唆され、住宅ローン・プールの10%がデフォルトとするAAA格付のストレス想定は現実化し難いものとなっている。また、注目に値する点として、世界金融危機下のオーストラリアのRMBSにおいては、劣後性が非常に強いもの（当時は今に比べると劣後トランシェの厚みがかなり小さく設定されていた）であっても、すべての証券が「マネー・グッド」（つまり期限通りに支払いが行われデフォルトが起こらない）となった。ただし、1つ注意すべきは、オーストラリアの家計債務が過去20年間で最も高い水準にあることで、これが現在の当社予想よりも好ましくない結果を招く一因となる可能性がある。

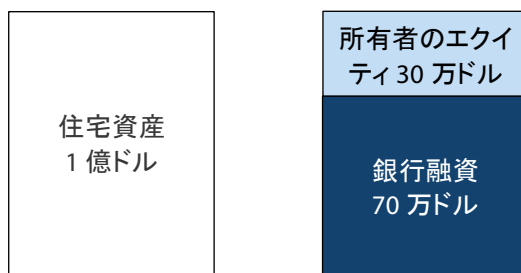
3. デフォルト時損失率

検討が必要な最後の想定事項は、デフォルト時損失率である。つまり、ローンの借り手がデフォルトした場合に、抵当権を有することになる資産からいくら回収できるかだ。AAA格レベルにおいては、これは2つの要素で構成されている。

- a. 住宅価格が45%下落
- b. 住宅売却に伴うコストが5%

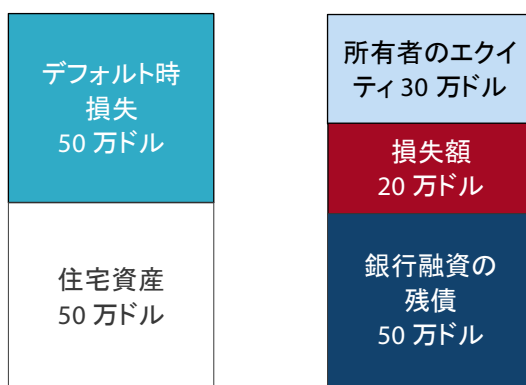
この想定によると、デフォルト時の（資産における）損失率は 50%となる。損失がどのように RMBS に転嫁されるかを示す簡単な例を見てみよう。1 億豪ドルの家を買うのに、その住宅価格の 70%相当額を銀行から借り入れたとする。現時点の状況は以下の図のようになる。

図 1: 貸付シナリオ例



借り手がデフォルトした場合、資産の損失率を 50%と想定すると、デフォルト時においてこのシナリオの結果は次のようになる。

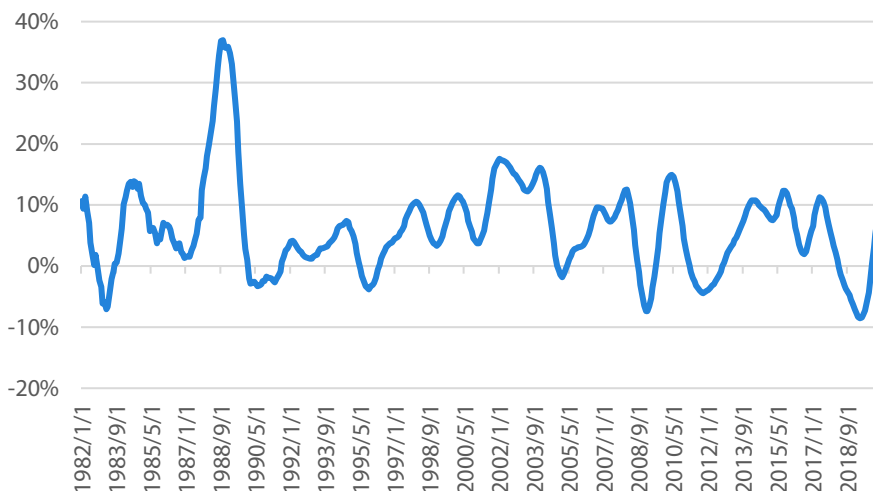
図 2: ローンのリコールを受けた資産額例



このシナリオでは、借り手が 30 万豪ドルのエクイティ(正味持分)を失い、銀行はローンのうち 50 万豪ドルを担保不動産の売却で回収できるが残りの 20 万豪ドルを損失として被ることになる。この 20 万豪ドルの損失は RMBS に転嫁される。つまり、想定される損失度合いが大きくなればなるほど、当該 RMBS に転嫁される損失額も大きくなることになる。

オーストラリアの場合、このような度合いの損失が生じる可能性についても見極める必要がある。住宅価格下落率を 45%とするストレス想定に焦点を当てると、これは未知の領域となる。過去 30 年間ににおいては住宅価格の下落が極めて稀であったからだ。

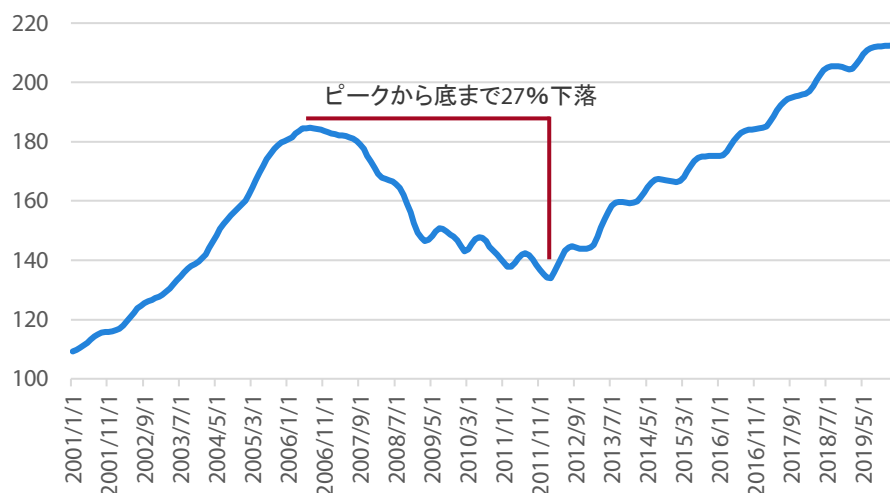
チャート 6: オーストラリアの住宅価格の前年比変化率



出所: 信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメントが作成

また、海外に目を向け、米国や英国で危機の時に不動産価格がどのように推移してきたかを見てみると、米国ではサブプライム危機局面において不動産価格がピークから底打ちするまでに約 30% 下落した。

チャート 7: 米国の S&P ケース・シラー住宅価格指数の推移



出所: 信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメントが作成

英国では、英国土地登記所のデータによると、世界金融危機の局面において不動産価格がピークから底打ちするまでに約 20% 下落した。

チャート 8: 英国の住宅価格の推移

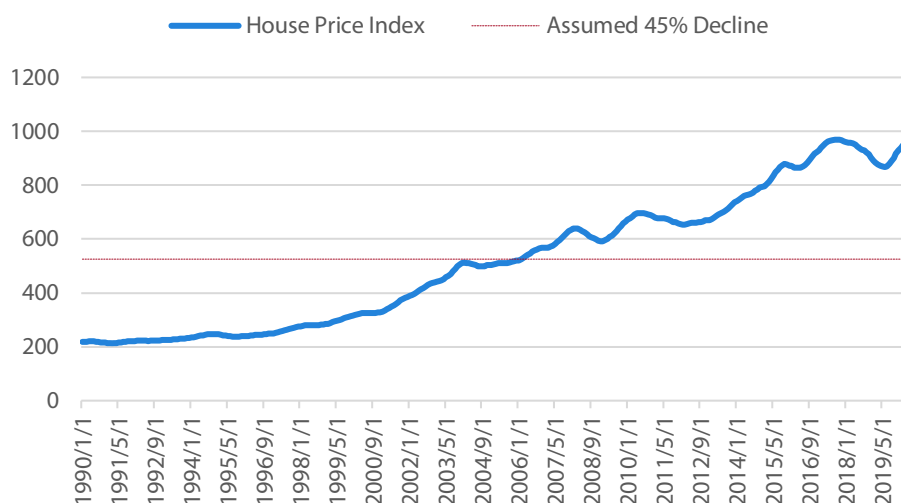


出所: 英国土地登記所

このシナリオは起こり得るだろうか。この場合も、足元の環境下では可能性はあると言うのが妥当なように見受けられるが、確率としては低いだろう。チャート 9 は、住宅価格が現在の水準から 45% 下落するというのがどのような価値減少であることを示したもののだが、これを見るとわかる通り、2005 年の価格水準に戻ることを意味する。2005 年当時は、キャッシュレートが 5% を超えていた (現在は 0.25%) ほか、オーストラリアの平均賃金は 1 週間あたり 1,000 ドル程度であった (現在は約 1,600 ドル)。景気低迷が長引いた場合の結果として可能性がより高いと見られるのは、英国や米国で起きた事例と同等の 20~30% の下落であろう。これらの数字も、前述の AAA 格のストレス想定に達するほど高い水準ではない。

さらに、この分析は現在の住宅価格の下落に焦点を当てており、より古い RMBS（つまり発行からの経過年数が長い RMBS）では当初の分析が現在よりも低い住宅価格をベースとして行われていたであろうという事実を考慮していない。例えば、2016 年に AAA 格を付与された RMBS では、当該ストレス想定が 2016 年の住宅価格水準に対して適用されていたことになる。過去 4 年間において、住宅価格が上昇しただけでなく、住宅ローンの借り手のエクイティが返済を通じてさらに積み上げられてきたはずだ。したがって、経過年数がより長い RMBS の場合、AAA 格トランシェのバッファーとなっている劣後部分にストレスが及ぶには住宅価格の下落幅の想定がより大きいものである必要があると考えられる。

チャート 9: オーストラリア住宅価格指数の推移 (1980 年=100)



出所: 信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメントが作成

その他の検討すべきファクター

留意すべき最後のポイントは、RMBS はそれぞれ異なるということである。前述の想定は「一般的」な住宅ローンの借り手についてのものであり、各個人の特性は考慮されていない。このため、S&P では、投資目的ローンであるか、担保物件所在地が地方か都市部か、借入れ書類審査基準などの要素に基づいた調整も行っている。S&P の格付手法のなかで説明されているこれらすべての調整項目によって、ローンの特性に基づいたさらなる信用補完が加えられる。

これらの調整はリスクのより高いローンの信用補完を強めるが、潜在的損失分析の土台と考えられる前述の 2 つの評価基準に適用される。特筆すべき点として、RMBS のローン・ポートフォリオを分析する際には LTV 比率 (担保評価額に対する借入金の割合) が極めて重要になるが、それには以下 2 つの理由がある。

第 1 に、資産評価額に対して 100% 借り入れる人は 30% 借り入れる人に比べてデフォルトする可能性がより高いことから、LTV 比率は潜在的デフォルト率の指標として有効である。

第 2 に、資産評価額の 100% を借り入れている人がデフォルトした場合は、生じる損失がすべて銀行に直接転嫁されることから、30% の人の場合に比べて銀行が被る損失額がより大きくなる。したがって、LTV 比率はデフォルト時の損失を計算する上で最も重要な要素となる。

上記分析の想定で用いているのは平均的な借り手のプールと考えられる「典型的借り手」で、LTV 比率を 75% と想定している。LTV 比率がこの水準を上回るか下回るかする場合は、RMBS で必要とされる信用補完の調整が行われる。

結論

世界金融危機以来、ストラクチャード・ファイナンス商品の格付手法は、AAA 格が実際に大恐慌のようなストレスを考慮したものとなるように大幅に改定されてきた。目下の経済見通しでは景気が相当鈍化すると見られているが、当社では依然、これらの住宅ローン担保証券において AAA 格レベルの裏付けとなっている想定に影響が及ぶ事は予想していない。

以上から、当社では、RMBS セクターは失業率の上昇や住宅価格の低迷を受けて圧力に晒され、経済情勢の展開によっては高格付 RMBS 債券がダウングレードになる可能性はあるが、オーストラリアの RMBS は今後とも安定したリターンが出せる商品であると考えている。

当資料は、日興アセットマネジメント(弊社)が市況環境などについてお伝えすること等を目的として作成した資料(英語)をベースに作成した日本語版であり、特定商品の勧誘資料ではなく、推奨等を意図するものでもありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社のファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。資料中において個別銘柄に言及する場合がありますが、これは当該銘柄の組入れを約束するものでも売買を推奨するものでもありません。当資料の情報は信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、情報の正確性・完全性について弊社が保証するものではありません。当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り当資料作成日現在のものです。また、当資料に示す意見は、特に断りのない限り当資料作成日現在の見解を示すものです。当資料中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。当資料中のいかなる内容も、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。なお、資料中の見解には、弊社のものではなく、著者の個人的なものも含まれていることがあり、予告なしに変更することもあります。