

## アメリカの投資銀行で相次ぐ 住宅ローン会社の「垂直統合」

吉永高士

アメリカでは、投資銀行による住宅金融会社の買収が相次いでいる。彼らが一様に志向しているのは、住宅ローンのリテール向け製造・販売も自ら手がける証券化「垂直統合モデル」の構築である。同様の動きは、1990年代後半にも一部にみられたが、今回は外資系を含む一層広範な投資銀行を巻き込み、地域的にもヨーロッパなどへの広がりをみせ始めている。すでに垂直統合による収益的果実の大きさも指摘されているが、今後は金利サイクルを超えたコア収益モデルとして中期的にも定着するかが注目される。

### 1990年代よりも広範な 買収ラッシュ

アメリカでは、大手投資銀行による住宅ローン会社など住宅金融関連業者の買収が相次いでいる。彼らの狙いは、ホールセール部門で展開する証券化事業の「垂直統合モデル」構築であり、証券化の裏付け資産となる住宅ローン債権のリテール向け販売（オリジネーション）や債権回収（サービシング）までも自ら手がけることにより、収益機会を深堀りすることにある。

証券化の対象となるローン債権を流通市場から買い付けるのではなく、買収による内製化で割安な仕入れと安定調達体制を確保し、またトレーディング部門への流動性供給支援などを図るものである。住宅ローンを証券化したモーゲージ担保証券に対しては国債より相対的に高い利回りを期待する機関投資家からの買い意欲が恒常的にあるほか、各種関連リスク商品に対するヘッジファンドなどからの需要も大きい。

アメリカでは、1990年代後半にリーマン・ブラザーズ（以下、リーマン）やベア・スターンズら証券化分野の大手プレーヤーが買収による証券化の垂直統合にいち早く取り組んだが、過去2年余りにおよぶ買収ラッシュでは、一層広範な投資銀行が参加している点が大きく異なる。

たとえばメリルリンチでは、2004年4月に非定型住宅ローン<sup>※1</sup>会社のウィルシャー・クレジットを5200万ドルで買収したが、06年9月にはさらに大手地銀ナショナル・シティからサブプライム（信用力が低い借り手向け）住宅金融子会社のファースト・フランクリンを買収すると発表した。買収金額も大規模化しており、ファースト社の買収では、ウィルシャー買収時の25倍に上る13億ドルが投じられている。

他の大手投資銀行では、モルガン・スタンレーが2006年8月にサブプライムの住宅金融会社サクソン・キャピタルを7億600万ドルで買収すると発表した。垂直統合モデ

ルで先行してきたリーマンも、2003年と04年の2年間に計5件の追加小口買収で2億1900万ドルを投じ、オリジネーションとサービシング基盤の強化を継続している。

アメリカ国内で営業するヨーロッパ系投資銀行も例外ではない。クレディ・スイスが2005年5月にサブプライム住宅ローンのサービサーであるSPSホールディングスを1億4440万ドルで、イギリスのパークレイズは2006年5月にワコピアのホームエクイティ・サービサー子会社であるホームエク・サービシングを4億6900万ドルで、それぞれ買収した。ドイツ銀行も2006年5月にサブプライム住宅金融会社のチャペル・ファンディング（買収金額は非公表）、7月に住宅金融会社のモーゲージITを4億2900万ドルでそれぞれ買収すると発表している。

国外地域への広がりもある。モルガン・スタンレーとメリルリンチは、それぞれ過去1年間にイギリスの住宅ローン会社を買収すると発表

した。アメリカ国内の垂直統合の波が、世界各地のローカル市場にもおよび始めたといえる。

### 先行組の収益的成功の確認と証券化対象債権の安定的調達

アメリカの大手投資銀行などによる住宅金融関連業者の買収が増加している背景には、金利環境などによる循環要因、証券化事業モデルの変容に伴う構造要因の両面がある。

循環的には、最近までの金利環境（イールドカーブの平坦化とローン金利の相対的上昇）により、被買収候補である住宅金融関連会社の業績が全般的に悪化していることが、再編促進要因として指摘できる<sup>22</sup>。つまり、住宅価格の先行き懸念もあり、アメリカの住宅金融関連業者の株価は概して軟調に推移しているため、次の金利循環まで展望すれば現在を買収の好機と捉える見方である。ただし、これだけでは未曾有の買収ラッシュの説明として十分ではない。

投資銀行各社の証券化事業が垂直統合モデルに向かう構造的な動機としては、先行組の収益的成功が明確になってきたことと、証券化対象債権を安定確保する意義が高まってきたことの2点が挙げられる。

アメリカの投資銀行のなかでも住宅ローンを含むモーゲージ証券化事業で現在最大の評価を得ているのはリーマンだが、同社幹部は過去2年間の四半期決算の場で、モーゲージ証券化垂直統合モデルの収益的恩恵をくり返し強調している。同社自身は垂直統合された工程からの収益規模を開示していないが、業界推計では2006年には約16億ドルもの収益をもたらすと予測がある<sup>23</sup>。

リーマンに次いで垂直統合に本格的に取り組んできたベア・スターンズでも、2006年になって垂直統合の収益メリットが発揮され始めたことと強調し始めた。

一方、リーマンでは住宅ローン証券化における裏付け資産の自前調達率は過去数四半期にわたり50%強となるなど、対象玉の安定的確保という狙いも着実に実行されている。

住宅ローンの新規実行額が金利要因もあり伸び悩むなかで、債権の自前製造・販売基盤をもつ価値は高まっている。特にカントリーワイドやワシントン・ミューチュアルなどの住宅ローン最大手も自前の証券化機能を追加する垂直統合を逆方向から進めるなか、投資銀行側がオリジネーションを自ら手がけることは、機関投資家への安定的な商品提供やトレーディング部門への流動性供給においても一層重要となる。

また、アメリカでは、ファニーメイら政府系住宅金融機関（GSE）による住宅ローン債権の買い取り比率が、不適正会計問題の影響もあり大幅に低下している。GSEのシェア低下は民間並みの規制導入を睨んだ構造的なものともみられるなか、ローンの自前製造・販売の基盤強化は今後の証券化シェアと成長機会を大きく左右する可能性がある。

### 内外の拡大展開と日本への示唆

住宅ローン事業の垂直統合モデルは大手米銀でも展開しているが、商業銀行ではオリジネーションとサービシングの比重が大きすぎるため、金利による収益変動が大きくなりやすい。これに対し、リーマンの幹部が2005年に示した概算によると、同社では垂直統合された住宅ローン事業工程のうちオリジネーション、証券化、トレーディングで関連収益の約3分の1ずつを構成する適度なバランスが確保されている。リスク移転先としての投資家基盤の相対的大きさやトレーディング基盤も、投資銀行ならではの強みだろう。

住宅ローン証券化の垂直統合モデルの妥当性のある程度確認したアメ

リカの手投資銀行では、国内でのさらなる買収と自前構築を併用して基盤強化に優先的に取り組むと公言しているところは多い。これにはオリジネーション分野での水平的統合を並行して進めることや、対象債権クラスの多様化も想定されている。

ただし、リーマンでもリバース・モーゲージは縮小するなど経営資源再配分を進めてきたように、対象資産を総花的に広げていくわけではなく、今後もサブプライムなど商業銀行が得意ではないアセットクラスのローン製造・販売が中心となろう。

国外展開については、従来から証券化事業基盤を持つヨーロッパではすでに住宅ローンの製造・販売に踏み出しており、日本を含むアジアを今後の重点市場として挙げるところもある。日本では住宅金融公庫のフラット35と民間銀行ローンとのせめぎ合いが先行き予断を許さない状況だが、かりに外資の垂直統合モデルが本格導入された場合の金利形成や証券化ビジネス機会に与えるインパクトが注目される。

#### 注

- 1 政府系住宅金融機関への債権売却や保証を前提としない高額ローン。
- 2 イールドカーブ平坦化は貸出利ザヤの縮小をもたらすが、固定金利物の住宅ローン債権流動化が進んだアメリカでは、資産と負債の長短ミスマッチ要因以外の収益変動リスクも大きい。オリジネーション（販売）事業における金利下落時の借り換え急増と上昇期の激減による販売収益のブレ人員・拠点の予防的的大幅調整という非金融的手法で対応しており、十分ヘッジできていない。借り換え増加時には、サービシング権（回収代行収入の割引現在価値）の減損処理額も大手銀行で数億ドル単位に上る。
- 3 大手証券会社アナリストの予測。

吉永高士（よしながたかし）  
NRIアメリカ上級研究員