

リテール・バンキングの変容と金融機関行動の研究

— 日英米の住宅金融を中心に —

和歌山大学 築田優

要旨

近年、金融機関にとってリテール・バンキングの重要性は極めて高いものとなっている。なかでも、リテール層向けとしては貸付額が大きい住宅金融（住宅ローン）にはとくに高い関心が集まっている。ところが、リテール・バンキングを取り巻く環境には近年変化が生じている。大きくは2点あり、ひとつは借手側の变化で、リテール層における不安定性が拡大していることである。すなわち、とくに個人における格差の拡大や雇用形態の不安定化（非正規労働者の増加や賃金抑制）などにより、リテール層のうちで金融機関の貸出対象として適切な信用力をもった層であるとは言えない層が増加している点である。もうひとつは、貸手側である金融機関行動の変化である。

そこで本研究では、細分化すれば数多くの形態があるリテール・バンキングのうち、貸付額が個人を対象としたものとしては極めて大きく、また金融機関のリテール層向け与信競争の中心的な位置付けとなっており、その一方で大きな変化とともに今次金融危機の震源ともなった住宅金融に絞って、金融機関行動の変化と併せて歴史的な視点から検討をくわえた。そして検討対象は、それぞれ独特な特徴を有する日本、イギリス、アメリカとした。なお、その前準備として、リテール・バンキング（とくに住宅金融）の成立条件と、住宅金融の困難性およびその低減機構についても本稿の視点を整理した。

3か国の特徴を比較すると、まず市場への公的介入の度合いに大きな違いがあった。日本の住宅金融市場では、貸手市場においては公的機関から民間金融機関に主導権が移譲され、一方で金融機関の資金調達の間では一定条件を満たす債権

を公的機関に買い取ってもらうなど公的機関が一定の支援をしている。

一方でイギリスでは、歴史的に住宅金融に直接介入する公的機関は存在したことがなく、税制優遇や返済保険の強制加入など他国でも一般的な間接介入はあるものの、日本の住宅金融支援機構やアメリカのGSEおよびエージェンシーのような公的な直接介入は行われず完全に民間主導となっている。それゆえ、住宅ローン商品もアメリカや（最近は変動型も増えているが）日本で大部分を占めている長期固定金利型ではなく変動金利型（または短期固定後に変動型に移行するタイプ）が主流となり、金利リスクは顧客が負う形となっている。

そしてアメリカでは、イギリスと正反対に公的介入が非常に強く行われていた。GSEやエージェンシーの機能がアメリカ住宅金融市場を支え、結果として民間金融機関やスリフト等を支える形式となっていた。ただ、今次金融危機下でGSEが実質的に破綻した例をみると、公的介入の存在が与信審査を甘くさせていたことなどもあり、モラルハザードを生み危機を深刻化させた面もあった。それゆえ公的介入の強度が強ければ良いというわけではなく、日本のように民間金融機関に主導権を持たせつつ公的介入で下支えをするか、極端ではあるもののイギリスのように民間金融機関主導にし、どうしても必要な部分のみ公的介入する住宅金融システムが有効になる可能性もあるのではないか。

また、住宅金融のリスクを高める状況が、近年になり日本、アメリカ、イギリスでも共通して生じている。労働者の賃金低下、失業率の上昇、格差の拡大、景気変動幅の拡大、住宅価格の下落などはとくに問題視されている。この点は、住宅金融市場に限らずリテール・バンキングの安定的展開の下地が揺らいでいることも意味するのではないか。

さらに、さまざまな困難性のあるリテール・バンキング（住宅金融）が、証券化技術の発達とともにホールセール市場との結びつきが強まっている。証券化は、本来的にはリスク分散やリファイナンスの手段として用いられていたものの、とくに2000年代に入り金融機関の収益獲得手段となった。そして、そこで利用されたのがリテール・バンキングから生じた住宅ローン債権であった。さらには、住宅ローン債権を組成することを目的とし、リスクや貸出原則を逸脱した金融機

関の行動もみられるようになり、結局それは金融危機として金融機関に還流することとなった。今次金融危機以降は、住宅ローン債権の証券化についてはハイリスクな形では行われなくなりつつある。ただし、証券化とは別の形でこれに近いことが行われる可能性も拡大しつつある。

リテール・バンキングの変容と金融機関行動の変化が、今次金融危機の後にどのように変わるかについては未知数ではあるが、個人の生活基盤として重要な住宅金融においては、一部の金融機関に限ったことではあってもサウンド・バンキングを意識した行動をとることが強く求められる。

リテール・バンキングの変容と金融機関行動の研究

—日英米の住宅金融を中心に—

和歌山大学 築田優

はじめに：分析の視角

近年、金融機関にとってリテール・バンキング¹⁾の重要性は極めて高いものとなっている。優良なリテール層を新規開拓しつつ貸付額を拡大させていくことは、経営基盤安定化のための重要なテーマとなっている。同時に、リテール・バンキングから得られる収益は、企業の銀行離れが進み貸出先の減少に苦しんでいる金融機関にとって重要性を高め続けている。なかでも、リテール層向けとしては貸付額が大きい住宅金融（住宅ローン）にはとくに高い関心が集まっており、各金融機関は凌ぎを削って住宅ローンの新規貸出先開拓と与信拡大を推し進めている。

ところで、リテール・バンキングは、現在とは形態は違うものの前近代的社会から類似のものが少なからず行われていた。例えば日本では、歴史的に土倉や酒屋、そして無尽といった形態がそれに近いことを行っていた。ただし、それらはあくまで個人的なものであり、それが近代的信用制度のもとで行われていたものでもなければ、経済情勢に影響を与える規模でもなかった。また、後に制度化された商業銀行は、歴史的には企業向け融資を中心に銀行業を営んだ。したがってリテール・バンキングは、「19世紀から20世紀の前半にかけての金融は企業と銀行の時代であったのに対し、20世紀の後半から21世紀は企業や金融機関に加えて個人が重要な主役に躍り出た時代」²⁾とも表されるような、いわゆる現代資本主義において新たに登場した信用形態、または特殊な金融取引といえる。

リテール・バンキングは、1920年代にアメリカにおける販売金融会社にそのはじまりをみる。販売金融会社の耐久消費財の割賦販売が成功していたことを

¹⁾ 「リテール・バンキング」という用語は、一般的には「個人または中小企業とのあいだの小口信用取引」を表す用語であるが、本稿では焦点を明確にするため「個人とのあいだの信用取引（対個人信用）」に限定して使用するものとする。

²⁾ 川波・前田編[2011]3頁。

みた商業銀行は、世界恐慌を経て産業資金需要が減退したこともあり1930年代に直接的に参入した。その後、第二次世界大戦を経て1950年代以降には、ヨーロッパや日本を中心とする先進資本主義諸国においても商業銀行がこれに参入し、市場が拡大した。その背景には、例えばロストウのいう高度大衆消費社会の成立や産業構造の変化などによる個人の耐久消費財需要の高まり、そしてとくに管理通貨制移行後に本格的な増加を示すようになった「過剰資金」の発生³⁾もあるかもしれない。しかしより重要なのは、高度大衆消費社会の成立期、経済成長にともない企業が増加し、また規模が拡大し安定的な成長を続けたことにより、社会人口構成においてホワイトカラーが“マス”となり、そのような層の所得や雇用が安定したことで、金融機関がホワイトカラー層（＝リテール層）を貸出の対象とみなすようになったことである⁴⁾。なぜなら、金融機関が貸出先獲得に困難となり、一方で資金過剰が生じていたとしても、金融機関は返済能力の乏しい相手に貸出を行うことはないからである。とりわけ銀行は、(教科書的には)「最終的な貸手」と「最終的な借手」の間に立って資金融通の仲立ちをする機構であり、預金を受け入れている以上は最終的な貸手にたいし健全経営の責任があるため、返済可能性(信用力)の低い者には原則的に信用創造を行わないからである。それゆえ、個人の信用力の高まりは、リテール・バンキングの成立により重要な要素である⁵⁾。また、金融機関がリテール・バンキングを積極的に推進するには現時点および将来の顧客数が一定規模いなければならず、それゆえ信用力の高い個人が社会人口構成上のマスである必要もある。これは国を問わず同様であるが、ただし現代の先進資本主義諸国では、この条件はほぼ達成されていたとみて良い。

ところが、リテール・バンキングを取り巻く環境には近年変化が生じている。大きくは2点あり、ひとつは借手側の変化で、リテール層における不安定性が拡大していることである。すなわち、とくに個人における格差の拡大や雇用形態の不安定化(非正規労働者の増加や賃金抑制)などにより、リテール層のうちで金融機関の貸出対象として適切な信用力をもった層であるとは言えない層が増加し

³⁾ 例えば深町[1976]

⁴⁾ 詳しくは築田[2011]の第1章第4節を参照。

⁵⁾ 詳しくは築田[2011]、斉藤[1993]を参照されたい。

ている点である。もうひとつは、貸手側である金融機関行動の変化である。これについては2点あるが、まずは1980年代以降、サブプライムローンをはじめとして、本来的には貸出対象に含めることのできない層向けの商品を開発し、これの貸出を積極的に行う銀行等が出てきたことである。もうひとつは、これも1980年代以降を中心に債権の証券化技術が進歩したことにより、前述のようにリスクが高いと認識していても貸出を行い、そして貸出債権を証券化したり、または貸出債権を（証券化を行うことを目的としている）投資銀行に売却したりする行動が拡大したことである。見方を変えれば、証券化を前提にしたハイリスクな貸出行動が積極的に行われるようになったということである。この形態は

“Originate to Distribute Model”（OTDモデル）と呼ばれ、金融危機以前は肯定的に捉えられていた面もあった。しかし周知のように、これの失敗に端を発する金融危機の発生後には、リスクを増幅させた手法として否定的な評価が下されている。そしてこれが顕著だった分野のひとつがリテール・バンキングの主要領域である住宅金融であり、具体的にはアメリカやイギリスで発行が拡大し、クロスボーダーで取引されていたサブプライムローンを証券化した住宅ローン担保証券（Residential Mortgage Backed Securities：RMBS）の発行であった。

また、RMBSをはじめとする証券化商品の信頼性が今次金融危機により失墜して以降、これに代わるかのようにカバード・ボンドの発行額が拡大した。カバード・ボンドは、ドイツを中心として主にヨーロッパで広範に発行されている担保付債券で、破産法等に優越する特別法のもと、住宅ローン債権や公的部門向け貸出債権を金融機関のバランスシートに残したまま投資商品たる特殊債権（カバード・ボンド）に形態変更したものである。そのため、金融機関はカバード・ボンドを組成するための主な担保資産である住宅ローン債権に関して、リスク管理を徹底する必要がある。今後も証券化商品市場の停滞が続くことが予想されるなか、カバード・ボンドは大きな注目を集めており、近年は発行額が増加し、特別法を整備する国も増加している。この流れは続くものと思われる。

そこで本稿では、細分化すれば数多くの形態があるリテール・バンキングのうち、貸付額が個人を対象としたものとしては極めて大きく、また金融機関のリテ

ール層向け与信競争の中心的な位置付けとなっており、その一方で大きな変化とともに今次金融危機の震源ともなった住宅金融に絞り、金融機関行動の変化と併せて歴史的な視点から検討をくわえる。そして検討対象は、それぞれ独特な特徴を有する日本、イギリス、アメリカとする。なお、その前準備として、リテール・バンキング（とくに住宅金融）の成立条件と、住宅金融の困難性およびその低減機構についても本稿の視点を整理したい。

1. リテール・バンキング(住宅金融)の変容

1-1. リテール・バンキング(住宅金融)の成立条件

リテール・バンキング（とくに住宅金融）の成立条件としては以下の5点が重要である。①与信側が与信可能とみなせる信用力の高い中間所得層が増加すること、②持続的なインフレーション（名目所得の上昇）への期待、③持続的な住宅価格の上昇、④雇用および収入の継続的な安定、⑤景気循環幅の安定、である。

まず①について述べると、ここにおける中間所得層とは、ホワイトカラー労働者を指す。ホワイトカラー労働者は、景気の影響を受けつつも雇用元から継続的にサラリーを受け取る。そのようなホワイトカラー労働者が人口構成において“マス”となり、彼らが金融機関にとって信用力の高い与信可能な層であると認識されれば、リスクが分散され低利融資が可能となる。言い換えれば、相対的に高コストな住宅ローン融資を低利で行うためには、リスク分散の観点からも顧客数を拡大させなければならない。そのため、与信可能な層としてのホワイトカラー労働者が大規模に存在することは、住宅金融の成立にとって重要であると考えられる。

続いて②であるが、これは受信側において重要な点である。住宅金融は長期にわたる大規模資金の借入れである。そのため、(高すぎない)インフレ傾向が継続し、それにともない個人の名目所得も将来にわたって上昇を続ける期待が持てるということは、住宅購入の動機（受信意欲）を高める点で重要である。また、一定の貯蓄を有している者にとっては、インフレ下ではその実質価値が下落するため、資産の防衛策として住宅購入を行うことが有益となる場合もある。このように、持続的なインフレーションへの期待は住宅金融の成立条件として重要である。

つぎに③であるが、これは与信側において重要な点である。先に述べたように、与信側にとって住宅ローンの貸付は個人への長期資金の貸付である。そして貸付額も大きいため、与信側たる金融機関にとって信用リスクの管理は重要である。しかし住宅価格の上昇は担保価値の上昇と同義で、与信側におけるリスクの低下も意味する。そのため、持続的な住宅価格の上昇は与信意欲を高める要因となる。同時に、住宅価格の継続的な上昇は個人の住宅保有意欲を高める要因ともなる。このような点で、住宅価格の上昇は重要度が高いと考えられる。

また④であるが、社会的な雇用情勢および所得水準の長期的な安定(上昇)は、与信側と受信側の双方にとって重要である。失業率が上昇していたり、平均所得が減少したりしている状況下では、住宅ローン返済の延滞・差押え率の上昇が起こり得る。すると与信側にはリスクが高まり、同時に個人の住宅購入意欲も低下する。もちろん、将来の雇用や給与を予測することは不可能だが、その時点の雇用や所得水準は、受与信の可否を判断する際の重要な指標となる。さらにリテール・バンキングの場合、借入金返済の源泉は給与収入であることがほとんどで、事業収益を源泉とするホールセール・バンキングとはことなる。このような点から、雇用情勢および所得水準の安定は、住宅金融の成立には重要であると考えられる。

最後に⑤であるが、個人が住宅購入を決断し、住宅ローンの借入れを行うには、将来見通しの楽観性がともなうことが必要となる。なぜなら、将来に不安を抱えている状況では住宅購入を決断することは難しいからである。ただし住宅金融は長期にわたる大規模資金の受与信であるため、借入期間中に景気循環が繰り返す生じることは想定される。その場合においても、景気循環幅が継続的に小幅化することは、個人の将来見通しを悪化させることはない。さらに、与信側においても景気循環の小幅化は信用リスクの回避という点で重要である。このように、景気変動幅の安定は、住宅金融の成立に重要な点であると考えられる。

1-2. 住宅金融の困難性とその低減機構

住宅金融の困難性としてとくに重要なのは次の3点である。すなわち①顧客の信用力を正確に判定することが不可能であること、②金融機関において金利リスクがあること、③担保価格が変動すること、である。

まず①であるが、顧客の長期的な信用力（返済能力）を判定することが難しいことは、とくに大きな困難性である。たとえば日本やアメリカにおいて一般的な住宅ローンは長期貸付であり、顧客は資金の借入以降、就業期の大部分を住宅ローンの返済とともに生活することとなる。しかし、与信側たる金融機関が与信の可否を判断する時点では、顧客の将来について正確に予測することは不可能である。もちろん、現代においてはクレジット・ビューロー（個人信用情報機関）において傾向的な予測は可能である。しかし貸出審査時点で信用力に問題がない顧客であっても、病気や事故、そして失業などで偶発的な返済困難が生じる可能性もある。もちろん、個人にとって住宅を維持することは重要で、返済意欲は他のローンより強く⁶⁾、そのため経済的困難が生じた場合でも住宅ローン返済を最優先させる傾向はある。しかし、返済意欲が強いことと返済能力が高いこととは別々の問題として考えざるを得ない。このように、顧客の長期にわたる信用力を判定することが不可能な点は、住宅金融の困難性として最も重要な点である。

つぎに②であるが、一般的に住宅ローンを貸し出す場合、例えば商業銀行は、短・中期のリテール預金を長期の住宅ローンとして貸し出す。預金金利の多くは変動金利で、住宅ローンの多くは長期固定金利なのが一時的である。このとき、住宅ローンの返済期間中に預金金利が変わらなければ問題は生じない。しかし返済期間中に市場金利が一定以上の幅で上昇し、それにより預金金利も上げざるを得ない状況が生じると、「預貸利鞘の逆転現象」に陥る可能性も出てくる。それは、アメリカでS & L危機の際のように、貸手側の経営にネガティブな影響を強く与える。このように、金利リスクは住宅金融の困難性として非常に重要である⁷⁾。

そして③について述べると、住宅金融では担保となるのは住宅そのものである。しかし住宅価格は、景気循環の過程で上昇することもあれば下落することもある。好況下で住宅価格が上昇している局面では、担保価値が上昇するため問題とはならない。しかし不況下で住宅価格が下落する局面では、担保価値が大きく下落し、

⁶⁾ イングランド銀行の調査による。詳細は築田[2011]23頁を参照されたい。

⁷⁾ 井村[2002]4頁では、金融機関は「相対的に短期の貯蓄性預金を長期の住宅資金に転換するという負債と資産との間の期間ミスマッチを抱えており、金利変動に対して脆弱な体質を持っている」と分析されている。井村は、これが住宅金融市場に公的部門が介入する根拠としている。

担保機能を十分に果たせなくなる可能性がある。そして担保価値が問題とされるのは住宅ローンの返済が滞った際であり、それは不況下である場合が多い。このように住宅価格の下落リスクがあるという点も、困難性のひとつに考えられる。

なお住宅が担保という観点では、担保資産の接收(抵当権の実行)と、その後に接收した住宅を適切な価格で売却ができるかも問題となる。すなわち、金融機関は貸付金の回収ができなくなった場合、担保資産を売却して資金を回収する。しかし、見込んでいた価格よりも低い価格でしか売却できなければ、差額は金融機関の損失となる。この点も、担保資産が変動するという困難性に含まれる。

これらの困難性を低減する手段として重要な点に、つぎの3点が挙げられる。それは、①顧客基盤の拡大、②困難性低減システムの整備、③公的介入、である。

まず①であるが、住宅金融は歴史的にみれば比較的新しい信用形態であるため、これが一般化するまでは貸出の可否を判断するための情報が不十分であった。それは貸手のリスクとなる。しかし、顧客基盤が拡大するのにもとない傾向的情報が蓄積されると、クレジット・ビューローの正確性が高まる。これにより貸手は、顧客にたいする貸出の可否をより正確に判断できるようになる。また顧客基盤の拡大は、貸付金のデフォルトが生じた場合にも、貸手の受ける悪影響を減じる(分散する)ことができる。また、スケールメリットから金利も低く抑えられる。金利を低く抑えることができれば、デフォルト率の低下も期待できる。さらに顧客情報が蓄積されれば、住宅ローン商品も顧客の属性に合わせて多様化できる。そうなれば、貸手は返済可能性が最も高い商品を提案することができる。それは、信用リスクを減じることにもつながる。このように、顧客基盤の拡大は、住宅金融の困難性を低減する機能を強化する点で重要である。

つぎに②であるが、これのひとつには住宅ローン債権の証券化も挙げられる。顧客基盤が拡大して貸付残高が増加すると、貸手におけるリスクは分散される面もあるが、逆にALMリスクは蓄積される面もある。しかし債権を証券化することで、貸手が負っている信用リスクや金利リスクを投資家に移転することができる。また、モーゲージ保険や信用保証会社も、住宅金融の困難性を低減する機構であると言え、それらが強固に整備されることは住宅金融の困難性を低減する意

味で重要である。さらに先述のようなクレジット・ビューローの充実も、困難性低減機構の整備に含めて考えることが出来るかもしれない。

最後に③について述べると、個人は本来自立した経済主体であるのにもかかわらず、「長期で巨額の借入に耐えうる信用力を必ずしも備えておらず」⁸⁾、また金融機関も期間のミスマッチを抱えており、金利の変動には脆弱である。しかし「こうした経済主体に対する公的保険・保証、リファイナンスなどの金融的支援が市場を支え、結果として社会的、経済的厚生を高めうる」⁹⁾公的介入は、(近年削減傾向だが)本来重要性が高いのである。

なお、公的介入には2つ方法がある。ひとつは、住宅ローンを直接融資する公的金融機関を用いる方法、もうひとつは、民間金融機関の貸出債権に公的保証を付けたり、借手に補助金を支給したり、税制面で優遇したり、金融機関から住宅ローン債権を購入する(債権流動化をサポートする)などの間接的な介入方法である。住宅金融の困難性は民間金融機関の工夫により低減され得るが、しかし完全に削減されることはない。そのため、民間で低減できない困難性は、(近年削減傾向だが)公的介入による低減も必要ではないかと考えられる。

2. 日本の住宅金融

2-1. 日本の住宅金融市場と金融機関

リテール・バンキングの重要性は日本の金融機関においても高まっており、住宅ローン貸出は最も強く推進されている分野のひとつである。大きく数字で確認するならば、国内銀行による住宅ローン貸出額は、全ての貸出額全体の30%弱にまで高まっており、この割合は年々増加傾向にある。ただし日本の銀行が住宅ローンの取扱いに積極的となったのは金融自由化が進んで以降のことで、とくに1994年の住宅ローン金利の自由化以降である¹⁰⁾。

それ以前の歴史を振り返ると¹¹⁾、日本では第二次世界大戦後の住宅不足のなか

⁸⁾ 井村[2002] 4頁。

⁹⁾ 井村[2002] 4頁。

¹⁰⁾ 住宅金融支援機構調査部 [2013] 38頁。

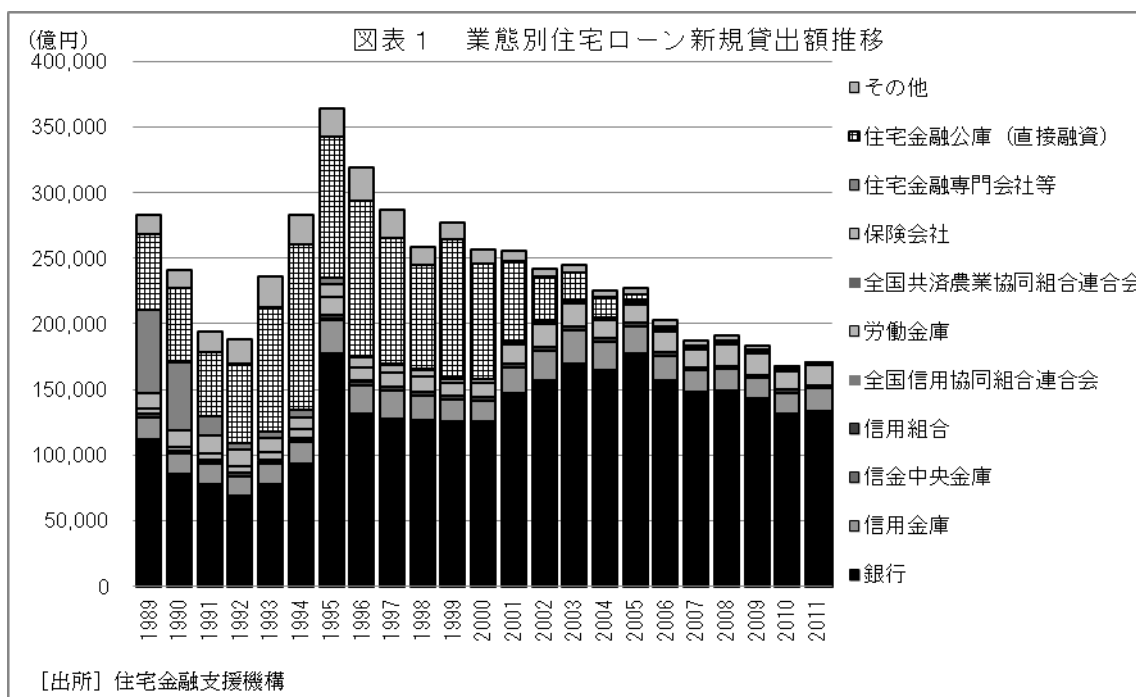
¹¹⁾ 以後、歴史的展開に関する内容は住宅金融支援機構調査部 [2013] 38-76頁を参考にする。

1950年に住宅金融公庫が設立され、まず公的金融機関による住宅ローン貸出が開始された。民間銀行の住宅ローン貸出は1955年に東京労働金庫により開始され、1960年に都市銀行が、1961年に長期信用銀行と信託銀行が貸出を開始した。ただし、この時期の銀行預金は傾斜配分方式により産業資金に優先的に回されていたため、住宅ローンの貸出実績はほとんどなかった。

その後、高度経済成長が進む過程（とくに1960年代中頃から1970年代初頭）で、社会人口構成上の“マス”となったホワイトカラー層の所得上昇や（旧来的な日本特有の終身雇用なども含め）雇用の安定化で、リテール部門は貸付可能な層に成長した。また同時期は継続的なインフレ傾向もあり住宅取得意欲が上昇し、さらに産業資金需要の停滞や団体信用生命保険付き住宅ローン、および個人信用情報センターの設置と情報の蓄積も背景に、銀行の住宅ローン貸出は増加した。1973年に第一次オイルショックが発生するまで残高の増加は続き、1973年は一時的に住宅ローン貸出額の拡大は停滞したものの、その後は1979年に第二次オイルショックが発生するまで再び高い割合で増加を続けた。

なお、この時期までの住宅ローンは長期プライムレートに連動した固定金利型がほとんどであったが、1983年からは長期プライムレートに連動した変動金利型も登場した。ただ、この時期の住宅ローンは金利水準や商品性について原則的に銀行が自由に決めることができたとはいえ、現実的には商品性も金利水準も各銀行でほとんど同一であった。しかし、1980年代以降の金融自由化の過程で金利の自由化が進展すると、バブルの発生と崩壊を挟み、1994年には住宅ローン金利が完全に自由化された。これにより銀行の新商品開発が活発化し、そのなかで固定期間選択金利型住宅ローンや短期プライムレートに連動する変動金利型住宅ローンが登場した。とくに後者は、住宅金融公庫の基準金利を下回る水準に設定することが可能であったため人気を博した。そして1995年には、住宅金融公庫からの借入者は、借入金を期限前償還して民間から借換えるケースが増加した。その結果、1995年は前年比75%増を記録し、歴史的にみて最も新規貸出額が多い年となった。

その後は、人口減少やバブル崩壊後の不況などの影響もあり住宅ローンの新規



貸出額は減少を続けた。ピーク時の1995年における住宅ローン新規貸出額は36.4兆円であったが、2011年には19.8兆円にまで減少している（図表1）。ただし1998年に早期是正措置が導入されると、銀行は自己資本比率を確保するため、リスクウェイトが中小企業を除く事業法人向け貸出の半分の50%に設定されていた住宅ローン貸出を拡大させた。とくに2000年から2005年までの期間は一貫して増加を続けており、アメリカのサブプライムローン問題に端を発する金融危機およびリーマンショックが实体经济にマイナスの影響を与えた時期行も、さほど減少していない。

また、話が前後するが、2001年にはこの時期の住宅ローン貸出額の50%近くを占めていた住宅金融公庫が「民業圧迫」と批判され、その後に証券化業務を中心事業とすることが決まると、民間銀行の住宅ローン貸出額は拡大した。なお、後に住宅金融公庫は廃止され、2007年には住宅金融支援機構が設立されて証券化を専門に行うこととなった。リーマンショック等の金融危機もあり新規貸出額が全体的に減少しているなかでも、銀行からの新規貸出額が比較的維持され全体に占める割合が高まっているのには、このような背景も要因に挙げられる。

ただし、先にも述べたが、銀行を含め金融機関はたとえ産業資金需要が減退して金余りが生じ、金利が自由化され、また個人の住宅ローン需要が高まったとし

でも、それだけで住宅ローン融資を拡大させることにはならない。なぜなら、先に述べたとおり、とくに銀行は返済可能性の低い（信用力の低い）借入希望者には原則的に貸出を行わないからである。また、銀行自体も融資にあたっては信用リスクを負うわけであり、その点からも返済可能性の高い（信用力の高い）借入希望者にしか融資をしない。そのため、銀行を含め金融機関が1950年代以降に住宅ローン貸出額を増加させてきた背景には、この時期の経済成長による個人の信用力向上も重要な要因であろう。もちろん、信用補完システムとしての保険や信用調査機関などの充実もあろうが、それがあっても個人部門の信用力上昇、換言すれば、リテール層が金融機関にとって貸出可能な層とならない限り、そこに信用創造は行われないのである。

そう考えると、近年のように雇用不安（非正規労働者の増加）や格差拡大、若者の失業率上昇、そして克服されていないデフレによる資産価格（担保価値）の不安定化が生じている現在の日本では、住宅ローン貸出を拡大させる素地も揺らいでいる可能性もある。もちろん金利は史上最低の水準となっているが、だからと言って返済延滞率や差押え率も史上最低というわけではない。そう考えれば、金融機関は、個人の生活基盤として重要な住宅を取得可能せしめる住宅ローン貸出において、より慎重な貸出行動をとることが、金融機関と個人の双方の利益にかなう。ただし、日本では例えばアメリカなどで貸出額が増加していたサブプライムローンのような劣悪な商品はほとんどみられておらず、いわゆるOTDモデルの貸出は行われていないと考えて良く、その点は（結果論であるかもしれないが）日本の金融機関経営の健全性を表していると考えてよいのではないかと。

2-2. 日本の住宅ローン債権証券化市場

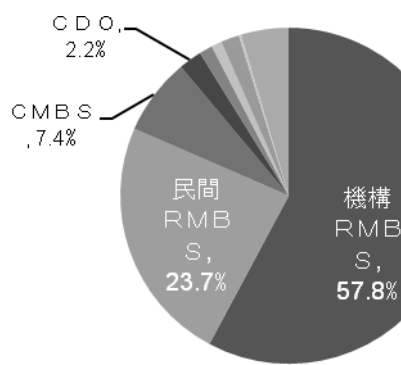
日本における住宅ローン債権の証券化に関してみていくと、日本で今日的な証券化が本格的に推進されるようになったのは1990年代に入ってからである。その始まりは、1999年の三和銀行（当時）によるRMB S発行である¹²⁾。

日本で証券化が本格的に行われるようになった要因は、アメリカにおけるよう

¹²⁾ 以前から、抵当証券や住宅ローン債権信託、住宅抵当証券など証券化に近いものもあったが、証券化市場が制度的に確立されたのは1990年代である。また、三和銀行より早い1997年に北海道拓殖銀行がRMB Sを発行したが、同時期に同行が破綻し全額買戻されているため幻の発行となっている。

図表2 R M B S のオリジネーター別新規発行額推移

	残存件数(件)	残高(億円)	割合(%)
機構RMBS	146	103,743	57.8
民間RMBS	252	42,559	23.7
CMBS	77	13,274	7.4
CDO	34	4,017	2.2
リース	68	2,302	1.3
消費者ローン	11	1,802	1.0
ショッピング・クレジット	64	3,150	1.8
売掛金・商業手形	8	393	0.2
その他	21	8,204	4.6
合計		179,444	100



【出所】日本証券業協会

【出所】日本証券業協会

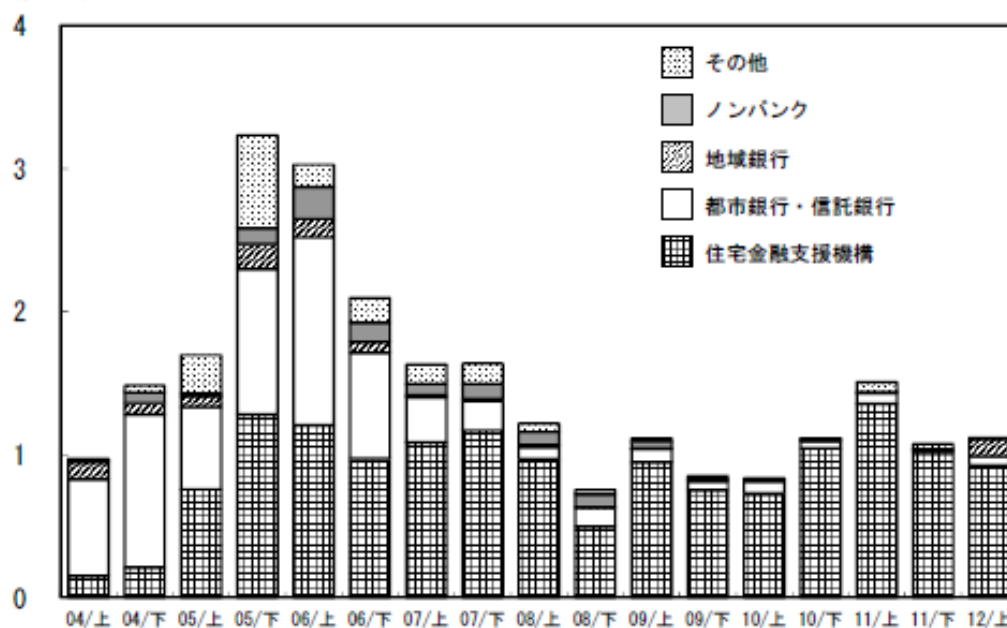
な金利リスク回避およびディスインターメディアーション対策とはことなり、資金調達や自己資本比率対策、また益出しや銀行不良債権問題への対応策であった¹³⁾。日本のR M B S 発行状況の特徴をみていくと(図表2)、まず残高の中心を担っているのが住宅金融支援機構の発行するR M B S (機構R M B S)であることが分かる。住宅金融支援機構は2001年に初めてR M B S を発行し、2012年9月末時点までに10兆円以上を発行している。この残高は、日本国内の民間銀行の発行するR M B S (以下、民間R M B S) 発行残高(約4兆2000億円超)の2倍以上であり、さらに証券化商品発行残高の57.8%を占めている。ただし、残存件数で見れば民間R M B Sの方がずっと多い。これは、機構R M B Sの方が一件当たりの満期が長く、また発行規模が大きいことを表している。いずれにしても、機構R M B Sと民間R M B Sは、日本の証券化商品市場で80%超と大きな存在感を示している。ただし、発行額の推移をみると、アメリカのサブプライムローン問題が認識され始めた2007年以前、つまり2006年まで、発行市場では都市銀行と信託銀行が中心であった(図表3)。新規発行の大きな割合がそれらの発行したものとなっている。なお、先にも述べたように日本の場合、サブプライムローンのようなリスクの高い住宅ローンは貸し出されておらず、これが民間R M B S となって発行され、投資家が保有するという事はなかった。

2-3. 日本におけるカバード・ボンド法整備に関する議論

カバード・ボンドは、先に述べたように主にヨーロッパで広範に発行されてい

¹³⁾ 住宅金融支援機構調査部 [2013] 77頁17-21行目。

図表3 日本国内の証券化商品発行残高とシェア（2012年9月末時点）
（兆円）



〔出所〕日本証券業協会・全国銀行協会〔2012〕2頁。

る債券で、破産法等に優越する特別法のもと、住宅ローン債権や公的部門向け貸出債権を金融機関のバランスシートに残したまま投資商品たる特殊債権に形態変更したものである。そのため、金融機関はカバード・ボンドを組成するための主な担保資産である住宅ローン債権に関しても、リスク管理を徹底する必要がある。

現時点（2013年7月末時点）で、日本においてカバード・ボンド法制は整備されていない。とは言え、日本においてもカバード・ボンド法制導入に関する議論は行われ、導入についての本格的検討が行われていた時期もあった。ただし、現在は2012年末の政権交代の影響もあり議論が進展していない状態にある。

日本における検討状況を時系列的に示すならば¹⁴⁾、2009年に経済産業省が「カバードボンド検討会」を組織し、同検討会が同年12月に『カバードボンドに関する欧米事例と我が国言置ける導入可能性の検討報告書』を発表した。また2011年に日本政策投資銀行を事務局として設置された「カバード・ボンド研究会」が、同年7月に『カバード・ボンド研究会とりまとめ』を発表した。そして、2012年7月に国家戦略会議室の成長ファイナンス推進会議がカバード・

¹⁴⁾ 江川由紀雄〔2013〕60-61頁を参考にした。

ボンドの導入について金融庁および財務省で議論・検討し、日本政策投資銀行が報告書を取りまとめた。さらに2012年7月、日本再生戦略の『日本再生に向けた改革工程表』のなかで、2012年度に実施すべき事項のなかにカバード・ボンド導入を盛り込んだ。年が明けた2013年1月には、日本政策投資銀行が『カバードボンドの発行に向けた検討報告（カバード・ボンド研究会 とりまとめフォローアップ）』を発表し、2011年7月の報告書では多くは触れられていなかったコスト面での検討結果を新たに発表した。ただし、その後に民主党政権が自民政権にとって代わられて以降、これに関する議論に進展は見られていない。

3. イギリスの住宅金融

3-1. イギリスの住宅金融市場と金融機関

イギリスではビッグバン以降、投資銀行（マーチャントバンク）が外資に買収されるなどして「ウィンブルドン現象」と揶揄される状況となるなかで、残った商業銀行は国内向けのリテール・バンキングを中心に貸出を拡大しており、この潮流のなかで住宅ローン残高も急速に規模を拡大してきた¹⁵⁾。

イギリスの住宅金融市場にはさまざまな特徴がある。まず、住宅ローン残高の名目GDPに占める割合が高いことである。この割合は、日本が37.3%、アメリカが62.1%なのに対し、イギリスは83.7%と飛びぬけて高い¹⁶⁾。また金利形態にも特徴があり、ほとんどが変動金利型である。近年では固定期間選択型も増加しているが、10年を超える固定期間が設定されることはまれである。その理由は、これも特徴の一つに数えられるが、イギリスには住宅金融を支援する公的な機関や制度がほとんど存在していないためである。イギリスでは日本の住宅金融公庫（現・住宅金融支援機構）、アメリカの連邦住宅庁や政府支援機関（ファニー・メイ、フレディ・マック、ジニー・メイ等）のような機関が歴史的に設立されたことはなく、完全に民間主導の住宅金融市場となっている。その歴史は住宅金融組合（Building Society）から始まるが、住宅金融組合が相互組

¹⁵⁾ 詳しくは築田[2011]を参照されたい。

¹⁶⁾ 各国中央銀行の統計データ、および金融財政事情研究会 [2013] 12頁より。

織であったこともあり貸手はリスクを負わないシステムが出来上がり、結果、現時点でも金利リスクは借手が負担する変動金利型が中心となっている。これらの特徴をより詳しく理解するには、イギリス住宅金融の歴史を紐解く必要がある。

イギリス住宅金融市場は、1970年代までは住宅金融組合がほぼ独占的なシェアを占めていた。住宅金融組合は18世紀までに地方都市を中心に数の増加と規模の拡大がみられ、19世紀に入る頃までには国内で存在感を高めた。そして1874年に住宅金融組合法が定められると、これにより住宅金融組合は公式に認知されることとなった。以後、ロンドンなど大都市部でも急速に発展し、1895年までに3,500を超す住宅金融組合が設立された。その後は、集中が進んで組合数は減少したが、ただし資産規模は拡大を続けた。

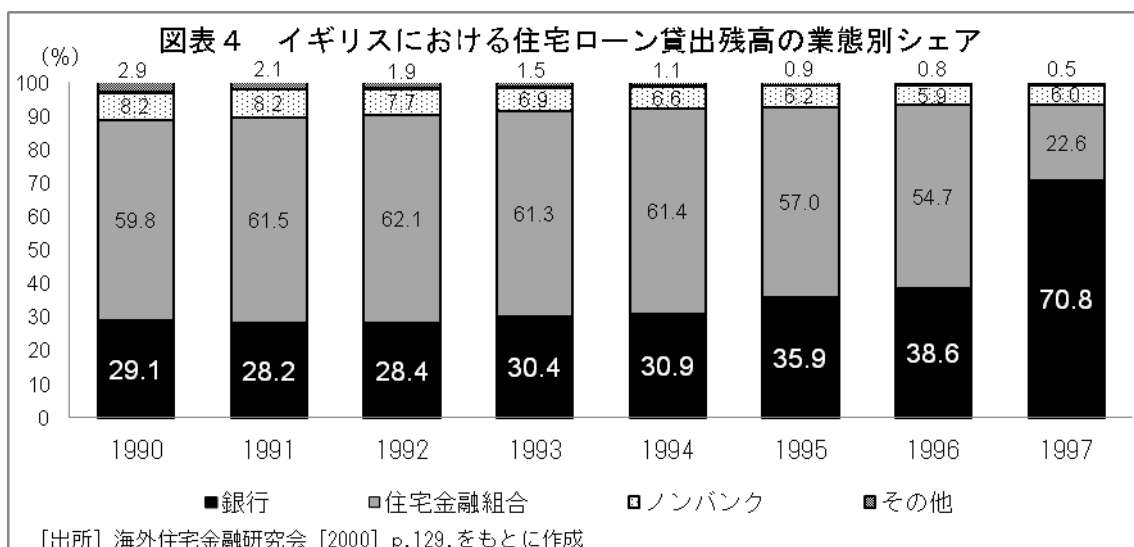
そして住宅金融組合は、19世紀を通じて住宅取得希望者以外からも出資金を受入れ、それにたいして利子を支払うなど、貯蓄機能的な性格も併せ持つようになり、また時限的な相互組織から永続的組合へと変化し貯蓄金融機関となった。

20世紀に入っても住宅金融組合は住宅ローン市場における存在感の高まりをみせ、第二次世界大戦後には住宅金融組合の組合員数は1600万人を超え、総資産額は155億ポンドとなり、商業銀行に匹敵する規模にまで拡大した¹⁷⁾。またこの時期までに商業銀行も住宅ローン貸出を始めてはいたが、貸出残高における住宅金融組合の存在感は圧倒的であり、市場シェアは82%を超えていた¹⁸⁾。ところで、イギリスでもこの時期までに企業の成長によりホワイトカラー層が“マス”として存在することとなり、また雇用や所得が安定しインフレ率も一定水準にあり、リテール層は銀行にとって貸出可能な層として存在していた。しかしなぜ銀行は住宅ローン貸出を拡大させなかったのか。その主な理由には、当時の銀行は真正手形主義的な経営方針を採っていたこと、優良企業に十分な資金需要が存在していたこと、通称“コルセット規制”¹⁹⁾により住宅金融組合が銀行よりリテール資金吸収において有利な条件が与えられていたこと等が挙げられる。言い

¹⁷⁾ 住宅金融公庫 [1974] 4頁。

¹⁸⁾ 海外住宅金融研究会 [2000] 215頁。

¹⁹⁾ すべての銀行と割賦販売金融会社（500万ポンド以上）の債務増加率が基準増加率を上回った場合、その増加額にたいして一定比率をイングランド銀行に無利子で預けることを義務化する法律。



換えれば、この時期の銀行と住宅金融組合は、対個人信用において競合関係にあるというより相互補完関係にあったと考えられる²⁰⁾。1980年代に入るとこの状況に大きな変化がみられた。それは、サッチャー政権の規制緩和等もあり、銀行、ノンバンクおよび他業態の住宅ローン取扱い部門が住宅金融市場へ本格的に参入し、住宅金融組合の市場独占状態が崩れたのである。銀行の参入要因はさまざまであるが、大きなものとしては公営住宅の払下げがはじまったことにより住宅ローン需要が高まったこと、企業部門の資金借入需要が低下傾向となったこと、コルセット規制が解除されたこと等が挙げられる。

さらに住宅金融組合側にも変化があった。それは、1986年に改正された住宅金融組合法で住宅金融組合に住宅ローン以外の目的での融資が認められ、さらに住宅金融組合が株式会社化（銀行転換）することが認められたのである²¹⁾。実際に銀行転換が活発化したのは1997年であったが、1980年代後半にもいくつかの大手住宅金融組合が転換するなど、その胎動もみられた。いずれにしても1980年代のイギリス住宅金融市場では、銀行、ノンバンクおよび他業態の住宅ローン取扱い部門が市場に参入し、住宅金融組合の独占が崩れると同時に市場競争が激化することとなった。これ以後、1990年代から現在までの住宅金融市場は、住宅金融組合からの転換組も含め銀行中心の貸出市場となり(図表4)、

²⁰⁾ 詳しくは、築田 [2011] 61-62 頁を参照されたい。

²¹⁾ この直後は銀行転換する住宅金融組合は多くはなかったが、1997年には住宅金融組合が続々と銀行転換したり銀行と合併したりするなどして、大手のほとんどの住宅金融組合が銀行となった。

競争が激化している。ただし、この時期に住宅金融市場では競争が激化してはいないものの、銀行はリテール預金の吸収に大きな問題を抱えてはいなかった。

このような歴史的展開でイギリス住宅金融市場が展開してきたことから、もともとの独占主体であった住宅金融組合は当初は金利リスクを負担することができずに変動金利が主流となり、また政府は住宅金融組合を規制で守る形式を採っていたため公的機関を介したシステムは整備されず民間主導となり、一方で公営住宅の払下げもあって住宅ローン借入需要が増加したため、イギリス独自の住宅金融システムを保ったまま現在に至ったと考えられる。

ところで、1990年代の競争激化以降はさまざまな変化も起こっている。大きなものを挙げると、まずは住宅ローン商品の多様化である。住宅金融組合が市場を独占していた頃は、基本的に住宅金融組合同士の競争しか存在していなかった。そのため、ある程度の棲み分けがなされていた住宅金融組合同士では顧客獲得のために商品で競うインセンティブが乏しかった。しかし他業態の参入と競争激化以降は顧客獲得のため商品での差別化を重視し、新たな商品開発を推し進めた。また同時に、インターネット・バンキングによる貸出を行う金融機関も増加し、これには保険会社やスーパーマーケットチェーンなど他業態も参入した。

もうひとつ変化として大きいのは、アンバンドリング化の進展である。従来の住宅金融取引では、貸出から回収まで同一の機関がサービスを行って来た。しかし1980年代の規制緩和後は、貸出や回収などを他と分担して行う形式が増加した。貸出段階ではモーゲージ・ブローカーが顧客と金融機関を繋ぐようになり、またリスク負担も他と分担するようになった。具体的には住宅ローン債権の証券化である。証券化は、アメリカで開始された際には資金調達と金利リスクの回避が主な目的であった。イギリスでも証券化がこれらを目的に行われているうちは大きな問題ではなかったが、しかしつぎにみるように証券化を本来的な目的とは違う意図で利用することが1990年代半ば以降に散見されるようになって以降、イギリス住宅金融市場は不安定性が増したように思われる。

なお住宅金融市場の変化と言えば、後述するように、アメリカでは本来的に貸付不可能な層への住宅ローンであるサブプライムローンが開発され、これの貸出

残高が拡大すると同時にこれを証券化したサブプライムRMB Sなども発行されるようになった。イギリスにおいてもサブプライムローン・レンダーが現れ、サブプライム層への貸付けおよび債権の証券化は行われている。一時期はビッグ・フォーのひとつであるH S B Cがこれを拡大しつつあった。ただし、イギリスの同市場規模はアメリカほど広がっておらず、また今次金融危機後は縮小傾向にある。もし2007年以降にアメリカでサブプライムローン問題が顕在化しなかったら、イギリスでも将来的にこの市場が拡大していたかもしれないし、そうになっていた場合は大きな問題が発生していた可能性も否定できない。それについては今では推測でしか述べることはできないが、しかしイギリス金融機関もサブプライムローンのような「貸付不可能な層向け住宅ローン」を取扱い始めていたことは事実で、住宅金融が不安定化する可能性を拡大させていたことは否定できない。

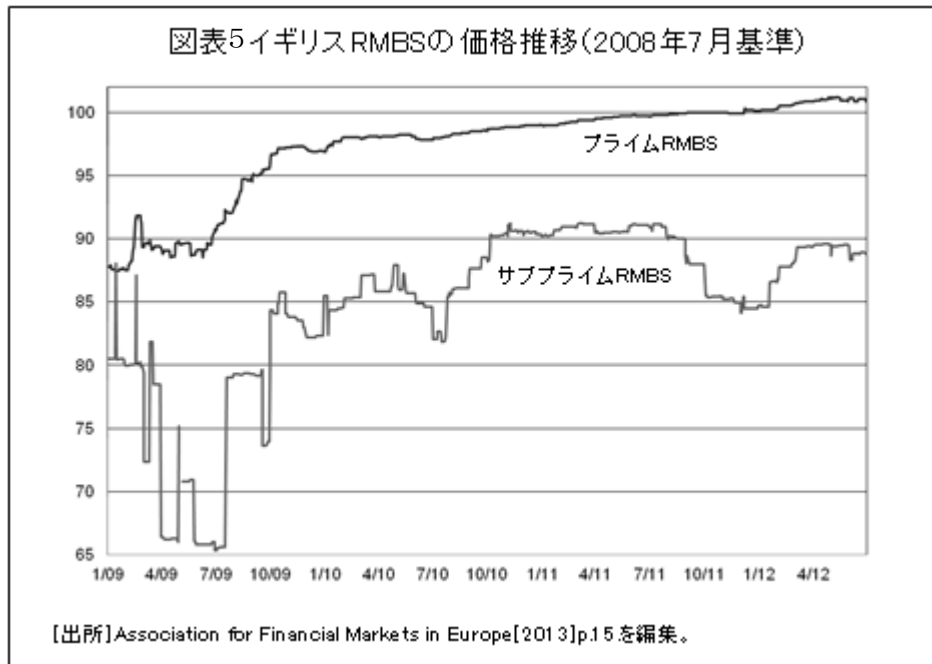
3-2. イギリスの住宅ローン担保証券（RMB S）市場

イギリスにおける住宅ローン債権の証券化市場、つまりRMB S市場についてみていく。発行額と残高について公式データが無いため具体的に確認することができないが、イギリスRMB S市場はアメリカよりはずっと規模が小さいもののヨーロッパ証券化商品市場では大きな市場である。サブプライムローン問題の顕在化以降は大きく停滞し、それにより金融機関の危機も引き起こしたが、現時点では金融危機前後と比較すれば回復傾向にあると思われる。根拠としては、例えば図表5はリーマンショック前の2008年7月を基準とした価格推移であるが、2009年は大きく落ち込んでいたものの、2011年後半からは危機前を上回る価格水準となっている。また発行時のスプレッドも縮小しており、最近では危機前の水準を回復している²²⁾。危機以前のような継続的な市場の拡大は見込めない可能性もあるが、それでも昨今の金融緩和政策の下、一定の回復が確認できる。

イギリスのRMB S²³⁾について具体的にみて行くなれば、日本やアメリカとは異なり全てが民間金融機関からの発行で、その84%が国内の銀行である。そして、これに投資しているのは投資ファンドと銀行で、これらが全体の約80%を

²²⁾ Association for Financial Markets in Europe [2012] p.13.

²³⁾ 詳しくは、築田[2011]第3章1節を参照されたい。



占めている。また投資家を国籍別にみれば、最も多いのはアメリカで、発行総額の40%を保有している。それにイギリスが同35%、ドイツが同8%、フランスが同6%と続く。したがってイギリスのRMBSは、国内銀行のリテール・バンキングから生じた住宅ローン債権を担保に発行され、多くの部分を国外投資家へホールセール市場を介して販売されている構図になっているのである。

イギリスでRMBSが初めて発行されたのは1987年で、それは同時期の規制緩和のなかで住宅金融市場に新規参入したアメリカ投資銀行系モーゲージカンパニー（住宅金融専門のノンバンク）による発行で、具体的にはナショナル・ホーム・ローンズ・コーポレーションによる発行であった。以後、1980年代末から1990年代初頭のリセッションまでの間に、アメリカ投資銀行系モーゲージカンパニー5社を中心に発行額が拡大し、第一次RMBSブームが生じた。

この時期にアメリカ投資銀行系モーゲージカンパニーがイギリスでRMBS発行を拡大させた背景について述べると、アメリカでは1970年代に公的RMBSが発行されるようになり、1980年代には公的RMBSと並行して民間RMBSも発行が拡大した。先に述べたようにアメリカで公的RMBSの発行が開始されたのはS&L危機の要因となった金利リスクの回避、また住宅ローン貸出資金の枯渇懸念への対応が主要な目的であったが、その後は投資銀行が中心となり

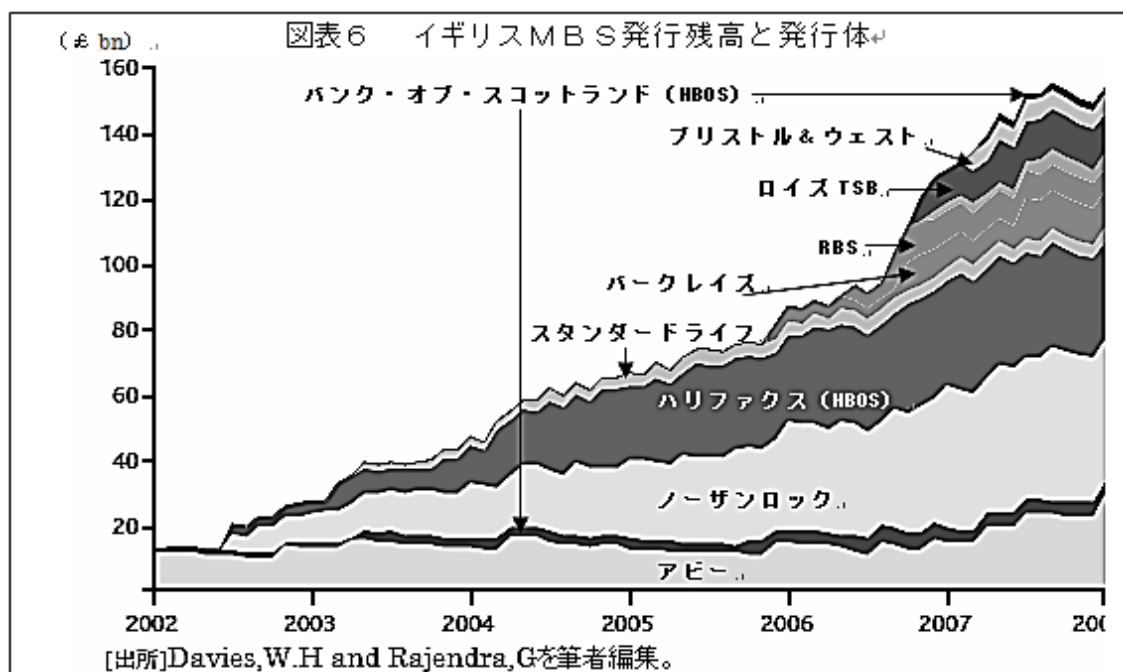
民間での証券化ビジネスが拡大し、その中心がRMB Sの組成と販売であった。

一方のイギリスでは、住宅ローンのほとんどが変動金利であるため金利リスクは金融機関にはなく、また金融機関はリテール預金の獲得に大きな問題は生じていなかった。そのため、イギリスにおけるRMB S発行は国内事情の面から必要なものではなく、したがってアメリカ投資銀行の収益基盤を海外に拡大するために行われるようになったと考えられる。なお、ドイツやフランスなど大陸ヨーロッパでは、この時期までに住宅ローン債権を担保にしたカバード・ボンドが一般化していたことや、法体系の違いなどからRMB S発行は拡大しなかった。

しかし1990年代中頃以降のイギリスRMB S市場は大きく縮小することとなった。それは、この時期に住宅市場や住宅金融市場を中心にバブル化していたイギリス経済を落ち着かせるためにイングランド銀行が行った金融引き締め政策が、バブルをオーバーキルすることとなってしまい、その反動で深刻なリセッションが生じたからである。このリセッションのなかでは住宅ローン延滞率が急上昇し、また住宅価格（＝担保価値）も下落し、さらにRMB S発行コストも上昇し、くわえてRMB S発行以外の資金調達手段が限られているモーゲージカンパニーのほとんどがこの時期に倒産するなどして姿を消した。このようにして主要発行体を失ったイギリスRMB S市場は、急速に縮小することとなったのである。

しかし、1990年半ば以降にイギリス経済が持ち直すと住宅金融市場も改善し、住宅価格の上昇、住宅ローン貸出残高の急速な増加、延滞率の低下が顕著にみられるようになった。それにともない、再びイギリスRMB S市場は拡大を始め、2000年代には第二次RMB Sブームと呼べる状況が生じた。

ところで、第二次RMB Sブームでは前回のブームとは異なり発行の主体はイギリス国内の銀行であった。図表6は第2次RMB Sブームにおける主要発行体の発行残高である。金融危機前の2008年時点で最も発行残高が多いのはノーザンロックで、ハリファクスがそれに続く。イギリス生命保険会社最大手のスタンダードライフも一定の発行残高を示しているが割合的にはわずかであり、このことから発行の主体が銀行であったことが分かる。なお、図表6に登場する銀行のうちアビー（2004年よりスペインのサンタンデル傘下）、ノーザンロック、



ハリファクス（2001年にHBOSと合併し、2009年よりロイズグループにおけるリテール・バンキング部門）は元住宅金融組合である。これらの銀行は、銀行転換後にはリテール預金吸収による資金調達その他、RMBS発行により資金調達し、住宅ローン貸出額を増加させていったと考えられ、もちろんそこには住宅金融の困難性を回避する意味合いも強いものではあっただろうが、一方でOTDモデルを通じてリテール・バンキングをホールセール・バンキングに繋いで収益拡大手段に用いていた面は否定できない。

その後、ノーザンロックは周知のとおりサブプライムローン問題の顕在化でRMBS市場が停滞すると、資金調達に難を来し流動性危機に陥り国有化され、解体された。このとき、ノーザンロックは資金調達の40%以上をRMBS発行により行っていたとされている²⁴⁾。またハリファクスの親会社であったHBOSも経営難から2009年にロイズグループ傘下となるなど、RMBSの主要発行体は次々に危機に陥った。ちなみにロイズグループもRBSも経営危機に陥り、今次金融危機下では公的資金の注入を受けることで経営難を凌いだ銀行である。

このように、イギリスRMBS市場は、当初は住宅金融の困難性を回避する手段としてではなくアメリカ投資銀行の収益基盤拡大のために形成され、そして2

²⁴⁾ 詳しくは、斉藤・築田[2008]を参照されたい。

000年代にはこれをイギリス国内銀行が中心に行うようになった。そして今次金融危機の過程で停滞し、それにともない銀行の経営危機も生じさせたのである。

3-3. イギリスのカバード・ボンド市場

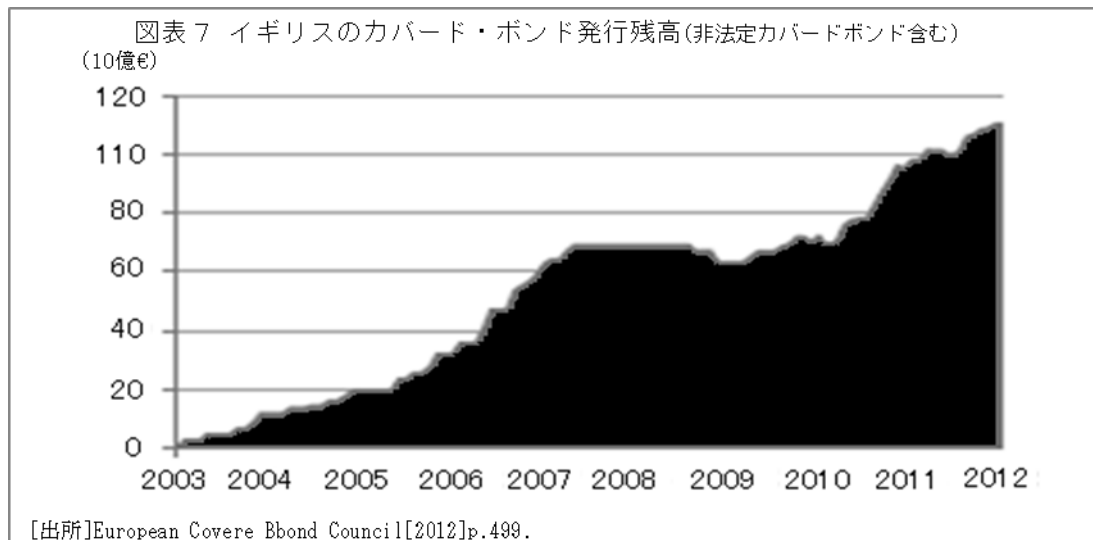
最後に、イギリスにおけるカバード・ボンド市場についてみていく。結論から述べれば、イギリスでは2008年にカバード・ボンド法制が整備され、現在まで住宅ローン資金調達手段として、カバード・ボンド市場は拡大を続けている。

イギリスにおける最初のカバード・ボンド発行は、2003年のHBOSによるストラクチャード・カバード・ボンドの発行であった。以降ノーザンロックとブラッドフォード&ビングレーが共同でストラクチャード・カバード・ボンドを発行し、他の一部の金融機関もこれに追随するなど、イギリスでもカバード・ボンドへの関心は一定以上のものであった。ただし、イギリスではRMB Sが住宅ローン貸出原資の調達手段として多額に発行され、市場も順調に拡大していたこともあり、カバード・ボンド法整備が完了したのは2008年になってであった。

法整備完了までの経緯についてであるが、先に述べたようにイギリスではサブプライムローン問題の顕在化以降にRMB S市場が停滞した。これによりRMB S発行による資金調達は事実上不可能となって、ノーザンロックのように資金調達に難を来して流動性危機に陥る金融機関が現れた。そこで、証券化とは異なるものの現保有資産を担保に債券を発行して有利に資金調達ができる仕組みであるカバード・ボンド発行を制度的に整備しようという流れが本格化した。

イギリスにおけるカバード・ボンド法整備は、実は2004年から認識されていた。2004年に財務大臣のゴードン・ブラウン（当時）がロンドン大学のデイビッド・マイルズ教授にイギリス住宅ローン金利形態に関するレポート²⁵⁾を求め、これに対する報告書のなかでマイルズ教授は、イギリスの金融機関は長期資金の調達難により長期固定住宅ローンの貸出を拡大させることができなくなっていると指摘し、その対応策としてカバード・ボンド法整備の必要性について言及した。以後、イギリスでの法整備議論が始まり、2006年2月にイギリス金融サービス機構はカバード/ボンド法制の整備に着手することを発表し、金融危機が

²⁵⁾ “The UK Mortgage Market : Taking a Long Term Review : Final Report and Recommendations”



顕在化する直前の2007年7月、イギリス財務省とイギリス金融サービス機構が共同で「イギリス公認カバード・ボンドの法的枠組みに関する提案」²⁶⁾を発表した。これをもとに2008年には2008年カバード・ボンド規制法(2008年法)が成立し、2008年3月6日に施行され現在に至っている。

2008年法の成立以降は、カバード・ボンド発行残高は(2009年を除き)増加した(図表7)。2008年法では、発行体は「免許を得た総合信用機関

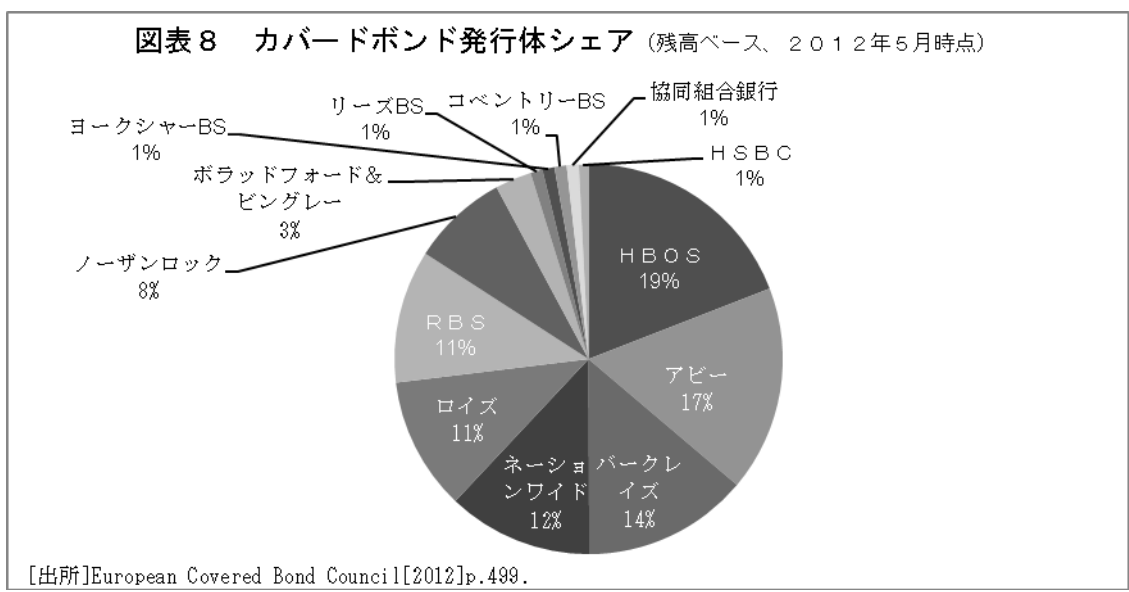
(Universal Credit Institutions with a Special License)」とされており、カバープールに組み入れ可能な資産は、住宅ローンと公的セクター向け貸出債権とされている。実際の発行済みカバード・ボンドをみると、ほとんどすべてが住宅ローンを担保としたものになっている。その理由については発行体をみると明らかであり、発行体の多くが住宅ローン貸出残高の大手で占められている(図表8)ことから、住宅ローン貸出原資の調達やはり主目的であると考えられる。

ただし、イギリスのカバード・ボンドは約80%がユーロ建てで、ポンド建ては14%である²⁷⁾。もちろん、上で述べたようにイギリスにおけるカバード・ボンドは住宅ローンが担保資産のほぼすべてを占めていることから住宅ローン貸出資金の調達を目的としたものであることには疑いはない。しかしユーロ圏の投資家(資金)を広く呼び込むことを強く意識した面も確認されることから、OTDモデルとまで言えるかは解釈によるが、新たな投資商品の生産という意味合いも

²⁶⁾ “Proposal for a UK Recognized Covered Bond Legislative Framework”

²⁷⁾ [出所]European Covered Bond Council[2012]p.499.

図表8 カバードボンド発行体シェア (残高ベース、2012年5月時点)



含まれていることもわかる。したがって、イギリスでカバード・ボンドを発行する金融機関の行動により、国内リテール・バンキングが、新たな形でグローバル金融市場に一定以上の規模で組み込まれている面はあると言えよう。

4. アメリカの住宅金融

4-1. アメリカの住宅金融市場と金融機関

アメリカの住宅金融市場は、公的機関の介入が広範に行われている。歴史的にみると、アメリカの住宅金融および住宅政策は世界恐慌後の1930年代に確立されたニューディール・システムがその基礎となった。これは、貯蓄貸付組合 (Savings and Loan Association: S & L) と貯蓄金融機関の貸し出した住宅ローンにたいする連邦住宅庁 (Federal Housing Administration: FHA) と退役軍人庁 (現・退役軍人省、Department of Veterans Affairs: VA) の公的保証、連邦住宅抵当公庫 (Federal National Mortgage Association: Fannie Mae: ファニー・メイ) による住宅ローン債権の購入と転売、連邦住宅貸付銀行 (Federal Home Loan Banks: FHLB) によるスリフト (S & L および貯蓄金融機関) への資金供給という、公的機関による間接的市場介入が基本であった。それが必要な変更を繰り返しつつも現在まで展開して来ており、このような住宅金融市場への公的介入の強さがアメリカの特徴のひとつである。

詳しくみていくと²⁸⁾、アメリカでは従来から住宅政策が国策において重要な位置付けにあり、個人持家促進政策はその中心でもあった。しかし1929年に始まる世界恐慌後、経済の混乱から失業率等が急上昇すると、住宅ローン返済の延滞率上昇や住宅価格の投げ売り等が生じて住宅価格が著しく下落した。当時の住宅ローンの多くは5年から10年満期で借換を行うバルーン償還が一般的であった。この場合、住宅価格が上昇している間は借換えにより残債の返済が可能であるが、この時期は住宅価格が下落し、銀行においては流動性不足が生じていたため、住宅ローンが借り換えられない者も増加した。そのため、1930年代に政府は住宅政策の転換を図り、1932年に復興金融公社を設立して銀行への資金供給を行い、またFHLBを設立して主にS&Lにたいする資金供給を行った。

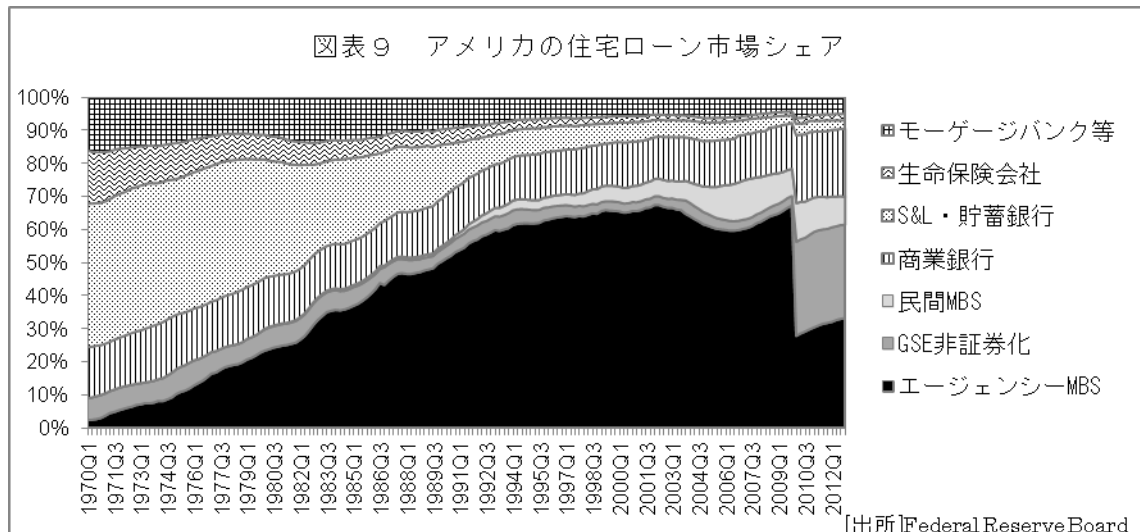
また1934年には国民住宅法(National Housing Act)のもとでFHAと連邦貯蓄貸付保険公社が設立され、双方協力のもとで住宅ローン貸出を行う金融機関にたいして融資保険を提供し、債権のデフォルト時の損失補填を行うこととなった。そして1938年にはFHAの保険付き住宅ローンを促進するため、住宅ローン債権を購入するワシントン抵当金庫が設立され、それは後にファニー・メイと名称が変更された。ファニー・メイは民間住宅ローンを買取ることにより市場に資金を供給し、これにより国内の地域的資金偏在を原因のひとつとする住宅ローン需給のアンバランス、および住宅ローン貸出原資不足の調節が行われた。

そして1940年代、第二次世界大戦の終戦とともに約500万人の帰還兵による膨大な住宅建設と住宅ローン需要が発生した。これに対応するため、1944年に制定された軍人社会復帰法に基づきVAが設立され、退役軍人向け住宅ローン融資への保証が行われることとなった。そして1949年に制定された住宅法において住宅の供給が国家の優先課題との認識が示されると、1950年代を通じて住宅建設が活発化し、住宅ローン貸出額の拡大や持家比率が上昇した。

1960年代には、ベトナム戦争等を要因とするアメリカ財政の悪化からそれまでの住宅金融システムの維持が困難となり、ファニー・メイから住宅政策的な

²⁸⁾ 歴史的展開については海外住宅金融普及協会 [2000] 41-48 頁、住宅金融支援機構調査部 [2013] 130-146 頁を参考にした。

図表9 アメリカの住宅ローン市場シェア

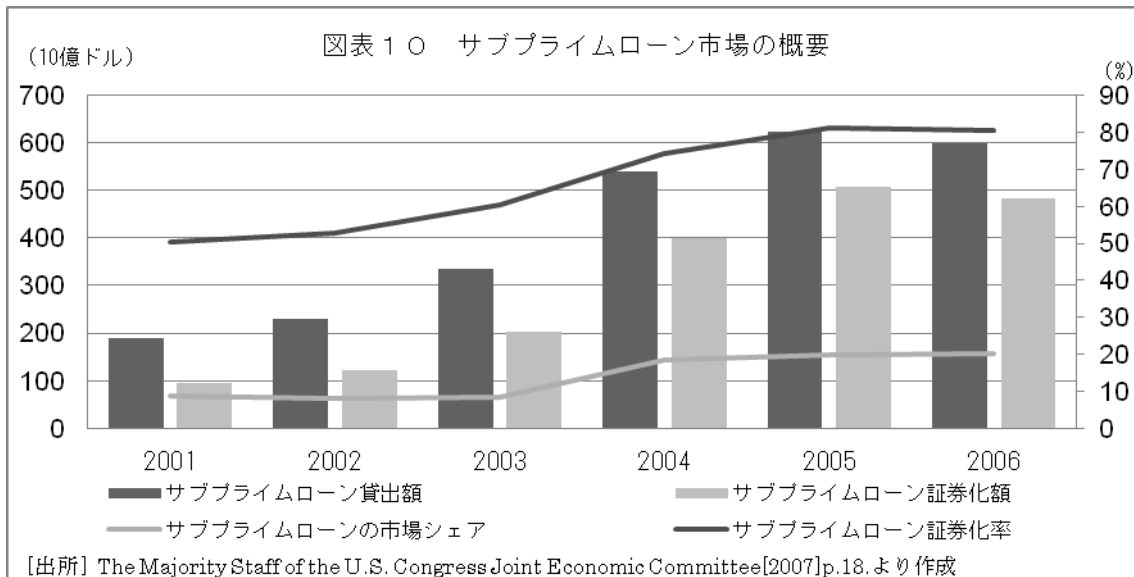


色彩の強い部分はジニー・メイとして分離された。ファニー・メイは1970年にニューヨーク証券取引所に株式が上場されたが、しかし国家の住宅政策との関連が弱められることはなく、民間企業ではあるものの政府支援会社 (Government Sponsored Enterprises: GSE) としてその後も住宅政策と住宅金融に大きくかかわりを持ち続けている。1970年にはファニー・メイと類似の性格を持つフレディ・マックがFHLBの出資で設立され、1988年に株式が上場された。

ただし、1970年代までのアメリカ住宅金融市場で中心的な貸出を行っていたのはS & Lであった (図表9)。S & Lはイギリスの住宅金融組合を由来とする相互組織にはじまり、現在までに大部分が株式会社となっている。もともとアメリカ住宅金融市場では多くのシェアを占めていたS & Lであったが、しかしこの時期には金融自由化の進展もあって金利の高いMMFなどに預金が流出するなどして金融仲介機能の喪失 (Disintermediation) が生じ、S & Lでは市場におけるシェアが急速に低下していった。さらに1980年代の市場金利上昇、そしてハイリスク運用の失敗などから破綻が相次ぎ、S & L危機と呼ばれる金融危機を引き起こしながらその数と市場シェアを急速に低下させていった。

1990年代になると、モーゲージバンクが貸出額を増加させた²⁹⁾。ただしモ

²⁹⁾ 図表9ではモーゲージバンクの貸出比率は減少しているように見えるが、統計の分類の関係で、モーゲージバンクの貸出債権が証券化された場合は民間MBSに分類されているようである。モーゲージバンクの主な資金調達手段は証券化または投資銀行への債権売却のため、民間MBSの多くはモーゲージバンクからの貸出債権が担保であると考えられる。



ーゲーバンクはあくまで銀行とはことなるノンバンクであるため、リテール預金の受入れによる資金調達が出来なかった。そのため、後述するように、住宅ローン債権の証券化や、証券化を行う投資銀行への債権売却により資金調達を行うこととなった。その後は、2000年代中頃までの住宅バブルのなかで、モーゲーバンクを含め民間金融機関が貸出額のシェアを伸ばしたが、そのようななかで登場したのが、周知のとおりサブプライムローンであった（図表10）。

サブプライムローンは信用力のないものを対象としたローンであり、本来的には金融機関にとって貸付不可能な層への貸付であった。ただし、この時期は住宅価格（担保価値）が急速な上昇を続けていたこともあり、仮に返済の延滞や貸倒れが生じたとしても、貸手は抵当権の執行により貸出額を十分に回収することが出来た。それもあって、サブプライムローン貸出額はとくに2004年以降に急増し、住宅ローン貸出残高の20%を超える水準となった。この背景には、当時の持家比率が70%を超えていたアメリカにおいて、金融機関が貸出を増加させて利潤を高めるには、残りの30%を対象とせざるを得なかったとの指摘もある。ただし、そのような30%は一般的には貸付不可能な層であったため、住宅価格の継続的上昇という条件が満たされなくなった2006年以降は、サブプライムローンの延滞率やデフォルト率が著しく上昇し、周知のとおりサブプライムローン問題として世界的な金融危機の発端となった。また、つぎに述べるように、金

融機関はサブプライムローンのリスクを抱えることなく債権を投資家に売却したり、または自ら証券化したりしていたことも危機を拡大させる要因となった。

4-2. アメリカの住宅ローン債権証券化市場

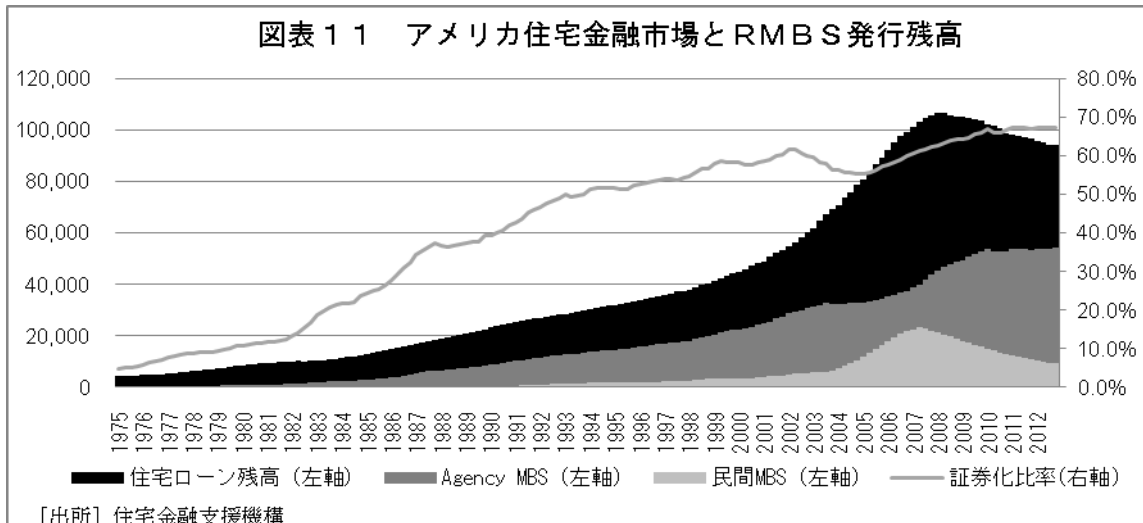
先に述べた内容と少し重なる部分もあるが、アメリカにおける住宅ローン債権の証券化について歴史的に確認していくと、アメリカにおける住宅ローン債権の証券化は、1970年代にはじまった。大恐慌で住宅市場が大きく停滞したあとの1934年、ニューディール政策の一環として国民住宅法が成立し、この際に設立されたFHAによる民間住宅ローンにたいする付保がこのとき始まった。また1938年にはファニー・メイが設立され、住宅ローンのセカンダリー・マーケットが形成されていくこととなった。さらに1968年、ファニー・メイから分離独立する形でジニー・メイが設立され、ジニー・メイは1970年にファニー・メイが買取ったFHA保証付き民間住宅ローンを証券化して投資家に販売した。これがアメリカRMB S市場の始まりであるが、この時期には金融自由化の進展もあって“Disintermediation”が生じ、また当時の住宅金融市場において中心的立場にあったS & Lでは困難性が深刻化した。それもあり1970年にはS & L業界の強い要望からフレディ・マックが設立され、フレディ・マックも1971年にFHA等の公的保証が付与されていない住宅ローンを条件付で買い取りRMB Sを発行した³⁰⁾。ファニー・メイは1971年に、フレディ・マックは1988年に民営化されたが、しかし現在もGSEという立場でRMB S発行およびRMB Sの保証業務を行っている³¹⁾。またジニー・メイも、RMB S発行は行わなくなったものの、現在でも政府機関のままRMB Sの保証業務を続けている。

このようにアメリカRMB S市場は、住宅政策が国策として重要であったことや、住宅金融の困難性が深刻化したこともあり、民間主導というより政府により政策的に形成され、その後は民間でもRMB S発行が行われて現在の規模にまで拡大した(図表11)。そしてその過程でエージェンシーとしてのジニー・メイやGSEが設立され、形を変えつつも現在まで残っている。そのような背景もあり、

³⁰⁾ 1981年にはファニー・メイもRMB S発行を開始した。

³¹⁾ ただし世界金融危機下で両社は危機に陥り、現在は両社とも政府管理下に置かれている。

図表 1 1 アメリカ住宅金融市場とRMBS発行残高



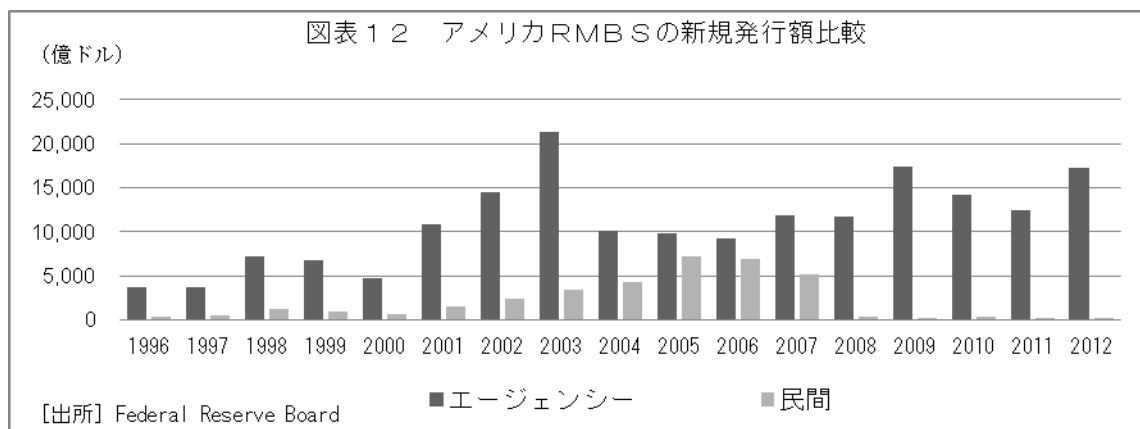
現在においてもアメリカRMBS市場への公的支援は強く行われているのである。

アメリカにおけるRMBS市場への公的支援の枠組みについて具体的に述べると、アメリカではRMBSの担保資産となる住宅ローンの貸出段階において、一定の基準をクリアしたものはFHAの提供する保険に加入でき、またVAによる保証も付与される。そしてこのような住宅ローンを担保資産に民間金融機関等がRMBSを発行した場合、RMBSにはジニー・メイにより元利払い保証が付与され、これにより流通段階で流動性が確保されている。さらにFHAやVAの保険や保証が付与されなかった住宅ローンでも、一定基準を満たすものはファニー・メイやフレディ・マックといったGSEにより買取られ、GSEによりRMBSとして証券化される。この場合もRMBSにはGSEにより信用補完がなされる。なお、ファニー・メイとフレディ・マックは設立時は政府機関であったこともあり、現在でも一般的にはエージェンシーとして認識されている。そのため、両社が発行したRMBSは「エージェンシーRMBS」と呼ばれている³²⁾。

つぎに民間金融機関により発行されているRMBSであるが、これは現時点ではアメリカにおいてはほとんど発行が行われていない(図表12)。アメリカの民間RMBSは、1971年にバンク・オブ・アメリカにより初めて発行されて以

³²⁾ エージェンシーとは本来は政府外局を指し、住宅金融に関連するエージェンシーは厳密に言えば現在ジニー・メイのみである。しかし一般的にはGSEファニー・メイとフレディ・マックもエージェンシーであると認識されているため、本稿でもそのように表記する。

降発行額は徐々に増加し、とくに2000年代には著しく増加した。ただしエー



ジェンシーの発行するRMB S残高と比較するとずっと少なく、最も多く発行されていた2005年時点でもエージェンシーRMB Sの発行額には及ばない。

また、周知のとおり本来的には貸付不可能な層であるサブプライム層への貸出債権を証券化したサブプライムRMB Sも発行されるようになった。サブプライムRMB Sの発行額増加が顕著なのは2004年以降である。この時期までに、アメリカでは持家比率が70%近くにまで上昇し、プライム層への新規貸付が伸び悩んだ。その穴埋めとして増加させていったのが、本来的には貸付不可能な層たるサブプライム層へのローンの貸付であった。サブプライムローンおよびサブプライムRMB Sにはエージェンシーによる保証等がなされていないことから、証券化に当たっては優先劣後構造による内部信用補完というリスク管理がなされた。しかし住宅価格の下落や想定外のデフォルト率の上昇からこの市場が崩壊し、サブプライムRMB Sやこれを組み込んだ仕組債を保有していた投資家において多額の損失が生じ、その後の金融危機の発端となったことは言うまでもない。

4-3. アメリカのカバード・ボンド市場

最後にアメリカにおけるカバード・ボンドに関する展開についてみていくと、アメリカでは現在(2013年7月末)までにカバード・ボンド法制は整備されてはいない。サブプライムローン問題の顕在化以降、民間RMB S市場はもちろんのこと、公的RMB S市場においても一時的に停滞が生じた。そのため、金融機関の新たな資金調達手段としてカバード・ボンドはアメリカにおいても注目を集め、2008年7月に連邦預金保険公社(FDIC)が「カバード・ボンドに

関する最終ポリシー・ステートメント」を、続いて同時期にアメリカ財務省が「カバード・ボンドに関するベスト・プラクティス」を公表し、法的強制力はないもののアメリカでストラクチャード・カバード・ボンドを発行するためのガイドラインを打ち出した。そして2010年と2011年にはカバード・ボンド法案が議会に提出され、そのうち2011年の法案は下院を通過した。しかし、2010年と2011年の法案はともに議会審議中に廃案となり、現在まで新たな法案が議会提出されたという事実はみられていない。

ただし、アメリカではガイドライン公表以前の2006年に当時のワシントン・ミューチュアルが、2007年にバンク・オブ・アメリカが、ストラクチャード・カバード・ボンドを発行した。そのため、アメリカの金融機関においてカバード・ボンドへの関心が低いわけではなく、今後法案が再び議会に提出され正式に成立し、近い将来に法定カバード・ボンドの発行が開始される可能性はある。

ここまで検討してきたように、アメリカ住宅金融市場では2000年代を通じて金融機関によるリテール・バンキングの成立条件を外れた貸出行動や、証券化技術の本来的でない利用が行われ、市場の不安定化と危機の深刻化に拍車をかけた面があった。やはり金融機関は、たとえリスクの大部分を金融機関自身から切り離すことができたとしても、本来的に貸してはいけない相手には貸してはならないのである。今後のアメリカ住宅金融市場では、金融機関は過去の行動を見直し、また監督機関は安定的な市場運営を強く意識することが求められる。

おわりに：日本、イギリス、アメリカの特徴比較とリテール・バンキング

ここまで、リテールバンキング（主に住宅金融）の成立条件と困難性、およびその低減機構の整理に続き、日本、イギリス、アメリカの住宅金融市場についてみてきた。ここからは、3か国の住宅金融市場を比較しつつ本稿をまとめたい。

3か国の特徴を比較すると、市場への公的介入の度合いに大きな違いがある。日本においては、1950年の住宅金融公庫設立による公的機関からの直接融資にはじまり、その後の1960年代中頃以降に民間金融機関の住宅ローン貸出額が増加し、そして住宅金融公庫が住宅金融支援機構となって証券化のみを行うよ

うになると民間金融機関が貸出市場の主要な貸手となった。言い換えれば、日本の住宅金融市場では、貸手市場においては公的機関から民間金融機関に主導権が移譲され、一方で金融機関の資金調達の間では一定条件を満たす債権（フラット35など）を公的機関に買い取ってもらうなど公的機関が一定の支援をしている。

一方でイギリスでは、歴史的に住宅金融に直接介入する公的機関は存在したことがない。また、税制優遇や返済保険の強制加入など他国でも一般的な間接介入はあるものの、日本の住宅金融支援機構やアメリカのGSEおよびエージェンシーのような公的な直接介入は行われず完全に民間主導となっている。それゆえ、住宅ローン商品もアメリカや（最近は変動型も増えているが）日本で大部分を占めている長期固定金利型ではなく変動金利型（または短期固定後に変動型に移行するタイプ）が主流となり、金利リスクは顧客が負う形となっている。この良し悪しは判断が難しく、今次金融危機下でもアメリカほどの市場の混乱はなかったものの、市場金利の急上昇が生じた場合にはリスクが顕在化する可能性もある。

そしてアメリカでは、イギリスと正反対に公的介入が非常に強く行われている。GSEやエージェンシーの機能がアメリカ住宅金融市場を支え、結果として民間金融機関やスリフト等を支える形式となっている。ただし、今次金融危機下でフニー・メイやフレディ・マックが実質的に破綻した例をみると、公的介入の存在が与信審査を甘くさせていたことなどもあり、モラルハザードを生み危機を深刻化させた面は否定できない。それゆえ公的介入の強度が強ければ良いというわけではない。したがって、日本のように民間金融機関に主導権を持たせつつ公的介入で下支えをするか、極端ではあるもののイギリスのように民間金融機関主導にし、どうしても必要な部分のみ公的介入する住宅金融システムが有効になる可能性もあるのではないか。ただし、これは各国の実情との兼ね合いになるだろう。

また、先に述べたように住宅金融の成立条件に合わない状況が、近年になり日本、アメリカ、イギリスでも共通して生じている。たとえば、労働者の賃金低下、失業率の上昇、格差の拡大（中間所得層の減少）景気変動幅の拡大、住宅価格の下落などはとくに問題視されている。この点は、住宅金融市場に限らずリテール・バンキングの安定的展開の下地が揺らいでいることも意味するのではないか。も

もちろん、住宅金融は、現代資本主義において登場した特殊な金融形態であることもあり困難性を排除した機構は未だ構築されておらず、その低減機構も完全なものではない。それゆえ今後も政府や金融機関を中心に困難性の低減に向けた方策が経営努力と相まって執り行われることとなろうが、例えばサブプライムローンの開発と貸付、そしてそれを証券化するといった金融機関行動は、本来的な金融機関行動とは異なるものである部分も含まれている。また、近年では住宅金融に関連する公的介入の削減も進んでいる。公的介入の強度に関しては先に述べた通りではあるが、住宅金融市場を震源とした今次金融危機からの回復の過程では、新たな困難性低減機構の制度化も必要となる可能性もある。

さらに、先述のようなさまざまな困難性のあるリテール・バンキング（住宅金融）が、証券化技術の発達とともにホールセール市場との結びつきが強まっている。証券化は、本来的にはリスク分散やリファイナンスの手段として用いられていたものの、とくに2000年代に入り金融機関の収益獲得手段となった。そして、そこで利用されたのがリテール・バンキングから生じた住宅ローン債権であった。さらには、住宅ローン債権を組成することを目的とし、リスクや貸出原則を逸脱した金融機関の行動もみられるようになり、結局それは金融危機として金融機関に還流することとなった。今次金融危機以降は、住宅ローン債権の証券化についてはハイリスクな形では行われなくなりつつある。ただし、証券化とは別の形（カバード・ボンドの発行）でこれに近いことが行われる可能性も拡大しつつある。実際、伝統的なものとはことなるカバード・ボンドの発行も行われるなど、その始まりが認識できるような状況も生じている³³⁾。

リテール・バンキングの変容と金融機関行動の変化が、今次金融危機の後にどのように変わるかについては未知数ではある。もちろん、過去に生じた危機からの反省を十分に生かした国際的金融規制体制も整備されつつある。いずれにせよ、個人の生活基盤として重要な住宅金融においては、一部の金融機関に限ったことではあってもサウンド・バンキングを意識した行動をとることが強く求められる。

³³⁾ ドイツのコメルツ銀行による中小企業向け貸出債権を担保としたカバード・ボンド発行と、それに関する議論等。

参考文献

- 井村進哉 [2002], 『現代アメリカの住宅金融システム』, 2002年2月, 東京大学出版。
- 江川由紀雄 [2013], 「日本版カバードボンドの意義」, 『金融財政事情』 2013年1月7日号, きんざい。
- 海外住宅金融研究会 [2000], 「新版 イギリスの住宅政策と住宅金融」, 『欧米の住宅政策と住宅金融』, 住宅金融普及協会。
- 川波洋一・前田真一郎編 [2011], 『消費金融論研究』, 2011年11月, 消費金融論研究会。
- 斉藤美彦 [1994], 『リーテイル・バンキングーイギリスの経験ー』, 1994年2月, 時潮社。
- 斉藤美彦・築田優 [2010], 『イギリス住宅金融の新潮流』, 2010年10月, 時潮社。
- 斉藤美彦・築田優 [2008], 「ノーザンロック危機と監督機関の対応」, 『証券経済研究』 第62号, 2008年6月, 日本証券経済研究所。
- 住宅金融公庫 [1974], 『ビルディング・ソサエティー』, 住宅金融公庫。
- 住宅金融支援機構調査部 [2013], 『日米欧の住宅市場と住宅金融』, 2013年4月, 金融財政事情研究会。
- 杉浦宣彦・大槻奈那・伊藤亜紀・浅見淳 [2013], 『リテール金融のイノベーション』, 2013年4月, 金融財政事情研究会。
- 日本証券業協会 [2012], 「証券化市場の残高調査のとりまとめ~2012年9月末時点」, 2012年11月, 日本証券業協会。
- 日本証券業協会・全国銀行協会 [2012], 「証券化市場の状況調査のとりまとめ~2012年上半期の発行動向~」, 2012年11月, 日本証券業協会・全国銀行協会。
- 深町郁彌 [1976], 「補章1 消費者信用の展開」, 森下二次也監修『商業の経済理論』, ミネルヴァ書房。
- ベルトーラ, G・ディズニー, R・グラント, C [2008], 『消費者信用の経

- 済学』(江夏健一、坂野友昭監訳), 2008年9月, 東洋経済。
- 野村総合研究所 [2011], 『新世代リテールバンキングー生活者視点で創る銀行の姿ー』, 2011年7月, 金融財政事情研究会。
- ロストウ.W.W[1960], 『経済発展の諸段階-ひとつの非共産党宣言-』(木村・久保・村上訳)、ダイヤモンド社。
- 築田優 [2011], 『証券化と住宅金融ーイギリスの経験ー』, 2011年6月, 時潮社。
- Association for Financial Markets in Europe [2012], “Securitisation Data Report Q4:2012”, March 2013.
- Davies,W.H and Rajendra,G[2008], *“Re-visiting UK mortgage master trust structures”*, Global Securitisation and Structured Finance 2008 pp.161-116, Deutsche Bank.
- European Covered Bond Council[2012], *European Covered Bond Fact Book 2012*, September 2012.
- The Majority Staff of the U.S. Congress Joint Economic Committee[2007],” *The Subprime Lending Crisis*”, October 2007.