

金融市場

2002.11

潮流

構造改革特区を成功させる条件 …………… 1

情勢判断

国内金融

外国人投資家の動向と株式相場 …………… 2

平蔵迷走の後：竹中プランの後退と方向性 …… 3

国内経済

地方経済の低迷と個人破産の増加 …………… 6

海外経済金融

黄信号が灯る米国景気の回復 …………… 8

今月の焦点

広がる市町村合併の動きとその影響 ……………10

地方銀行の住宅ローン戦略－ 3 ……………15

地方銀行の住宅ローン戦略－ 4 ……………19

米国住宅金融証券化の概要 ……………22

米国における住宅ローン貸出市場の変化と将来像2 ……28

米国における住宅ローン貸出市場の変化と将来像3 ……35

海外の話題

「イギリス（人）は変わったか？」 ……………37

潮流

構造改革特区を成功させる条件

90年代以降の日本経済は、バブル崩壊やグローバル化の進展による競争激化などから、総じて低迷を続け、特に90年代後半以降は、中国との競合や公共事業削減の影響の大きい地方経済の落ち込みが目立った。

財政赤字の累積や不良債権問題等で従来型の財政金融政策が手詰まり状態にあるため、政府の政策は規制緩和や民営化などの構造対策が中心になっているが、規制緩和は競争促進を通じて新技術や新規産業の振興につながる反面、勝ち組と負け組をはっきりさせ弱者に退出を迫るという側面もあり、全国一律的な実施が難しい面がある。このため、特定の地域に限り地域の実情に応じて規制緩和を進める構造改革特区を設置する政策が打ち出され、現在法案提出準備が進められている。

政府（構造改革特区推進本部）が公表している「構造改革特区推進のための基本方針」によれば、構造改革特区は、地方公共団体や地域の民間業者などの自発的立案に基づいて地域の特性に応じて規制の特例を認めるもので、特区において可能な規制の特例は、幅広く明示されたものの中から地域がその実情に応じて選択可能なものとする。従来型の財政措置は行わず、特区設置によって生じる弊害の防止については原則として地方公共団体が主体的に対応する。また、特区の決定等は内閣が一元的に行い、特区で実施された規制の特例措置は一定期間後に評価され、結果に対し政府は必要な措置をとることとされている。地域の自発的立案や自己責任に重きをおくもので、分権化の流れに沿った政策といえよう。

これまでに地方公共団体等から構造改革特区として提案されたものは426件（本年9月5日現在）あり、物流に関する規制緩和による国際物流関連特区（北海道苫小牧市など）、医療関連の規制緩和による先端医療産業特区（神戸市ポートアイランド地域）、外国人研究者召致や株式会社設立等に関する規制緩和による産業活力創生特区（東京都墨田区など）、農業関連の規制緩和による農村再生特区（北海道全域）などさまざまなものがある。もちろん、法案化の過程ですべてが認められるわけではなく、たとえば、病院や学校経営への株式会社参入は見送られた。

こうした特区による手法の成功例としては、中国の経済特区が有名である。中国の経済特区は、税制上の優遇措置等を設けて外資を導入し、中国の安い労働力による生産物を海外に輸出することを目指していた。中国にとっては雇用や所得の増加に加えて、外国企業の生産技術や経営管理技術を吸収するメリットがあった。また、特区における生産物が主として輸出に向けられることで、国内企業との競合が回避された。

日本の構造改革特区においては、税制上の優遇措置等はなく規制緩和が中心であるため、外国企業の誘致はあまり期待できないものとみられ、ベンチャー企業などの国内企業が主体となろう。特区が地域経済の再生に役立つには、特区で展開される産業が先導役となり、特区以外の地域の経済を牽引していくものである必要がある。規制緩和によって特区の企業や産業は隆盛しても、その分周辺地域の需要が失われ、その他地域の衰退を招くものであってはならない。そのためには、特区の経済活動が新技術や新製品の創造など波及効果の大きいものであること、周辺地域の企業や産業との競合が少ないものであることなどが必要であろう。

（主席研究員 鈴木博）

情勢判断

国内金融

外国人投資家の動向と株式相場

「外国人投資家」の曖昧さ

「外人買い、外人売り」が云々される。外国人投資家とは外国籍の投資家という定義であるが、海外の年金、投信等最終投資家の株式売買だけではなく、黒目の外人と言われる国内投資家の海外LPS等からの発注、ヘッジ目的や裁定取引などを含む証券会社の海外ブック分からの発注も「外国人投資家」の売買統計に入っている(図1)。

図1 統計で違う外国人の株式売買の内容

		海外年金、海外投信、海外金融機関	証券会社海外ブック：裁定取引、EB等のヘッジ	国内投資家のLPS
		外国人(外国籍の者)		
○は該当を示す(農中総研作成)		発行市場(注1)	流通市場	
(統計名) (出所)			取引所取引(立会、立会外)	市場外取引(注2)
三市場・投資部門別売買動向	東証		○	
対内株式投資	財務省	○	○	○

(注1) 転換社債等の転換・行使分を含む
(注2) ジャスダック店頭市場も便宜上、当図では市場外とする

また、外国人投資家の株式売買動向を捉える代表的統計として、東証「三市場投資部門別売買」と財務省「対内株式投資」があるが、対象・内容には図1のような差異がある。

外国人の株式売買動向とは言っても、最終投資家が日本株への投資ポジションを拡大・縮小させているというイメージと、統計の内実はいささか違うのである。

継続する外国人の株の売り越し

このように統計上の内容には注意が必要だが、取引所売買高の5割以上を占める「外国人」の日本株の売り越しは深刻である。需給面で最大の売り越し部門となっている。

株価が下げ足を早めた6月下旬以降、外国人投資家の売り越し(売付>買付)が続いた。「投資部門別売買動向」(週次)で外国人は10月第3週ようやく8月12~23日以来の買い越しに転じた(図2)。

先進国市場の同時株安のもとで、世界的におこった国債への資金シフトという投資家のアロケーション変更に加え、電機等優良ハイテク銘柄の業績の下方修正懸念や不良債権問題の再燃が背景として大きいだろう。

「対内株式投資」(週次)でも同様の動きが見られる。地域別(8月まで発表済)では、米国投資家が売り越しとなっているとともに、景気回復を当て込んで春季に買い増した欧州投資家が夏場になって大量処分転じたことが目立つ。

外国人投資家は戻ってくる?

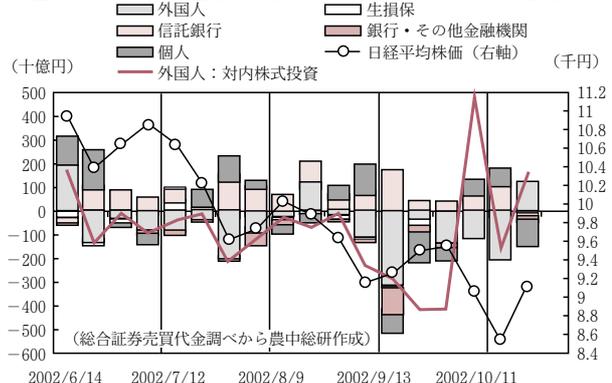
企業会計問題を別にして、世界的に景気不安が後退し、金利先安感が薄れることが、世界的な株式投資回帰の必要条件である。

しかし、そのように投資アロケーションが転換したとしても、日本はデフレと不良債権問題の挟撃状態にある。政策的な方向付け等から、これらの問題脱却と経済再生の展望は開けない限り、世界の投資家の日本株への投資順位は決して高くはならないだろう。その点で、外国人投資家頼みの株式需給の改善にこれまでの株価回復局面ほど期待できないと見たほうが良いだろう。

一方、株価下落の結果も加わって、わが国企業のPER等株式投資指標は海外に比べても比較に耐える水準となっている。長期投資の成果を期待できる株価水準になっている現状を踏まえ、個人投資家を株式市場に呼び込むべく、欧米に引けを取らない投資優遇策が求められる。

(渡部 喜智)

図2 三市場・主要部門別株式売買と対内株式投資



平蔵迷走の後：竹中プランの後退と方向性

要 旨

短期的に竹中アクション・プランの後退やデフレ進行懸念などを買い材料に債券市場は金利の低下余地を探る展開を見せよう。需給上の好要因は強く、債券相場は引き続き安定的に推移するだろうが、財政悪化や通貨信認上のリスクを考慮した投資スタンスが、上値買いを抑え、金利低下は続かないと考える。

また、株価については業績好転への評価とバリエーションを睨んだ見直し買いから一定の戻りを予想するが、景気の下ブレ懸念からの下値不安を引きづり上値は限定的だろう。

表 1 金利・為替・株価の予想水準 (単位：円, %, 円/ドル)

年度/月	2002年度			2003年度	
	9月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)
無担コール 翌日物	0.067	0.001~0.01	0.001~0.01	0.001~0.01	0.001~0.01
TIBOR ユーロ円(3ヶ月)	0.0825	0.08	0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02
短期プライムレート	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375
新発10年国債利回り	1.175	0.95	1.15	1.15	1.10
為替 (円ドル) 相場	121.79	127.5	120	125	125
日経平均株価	9,383.29	9,000	9,250	10,000	9,500

(月末値。実績は日経新聞社調べ。)

ここ1ヶ月の金融市場概況

国内外の経済先行き不安が大きい中、不良債権処理の加速により、企業整理等を通じてデフレ圧力がさらに強まるのではないかという観測から、株安-債券高の相場基調が続いた。

9月18日の日銀の銀行保有株・買取発表、9月20日の10年国債入札の未達・札割れで急落した国債は買い直され、相場は上昇(利回り低下)傾向をたどった。前述のような経済ファンダメ

ンタルズへの悲観的な見方に加え、補正予算編成が年明けの通常国会に持ち越され大型補正の可能性が薄れるとともに、先行減税が政策減税を中心に1兆円規模にとどまるとの観測も、一定の財政規律が守られるという見方から買いの安心材料となった。

新発10年国債利回りは10月16日には1.05%まで低下した(日本相互証券調べ)。政策対応を見極めたいというスタンスから、上値買いは手控えられていたが、10月30日の総合デフレ対策発表後1%を割り込んだ。

一方、東京株式市場は業績下方修正の懸念に、ニューヨーク(NY)株式市場での株安が重なり、下落。外人売りの継続も需給面での悪材料となった。ダウ平均株価が6年来の安値である7286.27ドルまで下がった翌日の10月10日には日経平均株価は8,500円を割り込んで、8,439円34銭で終わった。NY株価の反発と公的年金と噂される買いから、小幅戻しているものの、不良債権処理の加速策をめぐ

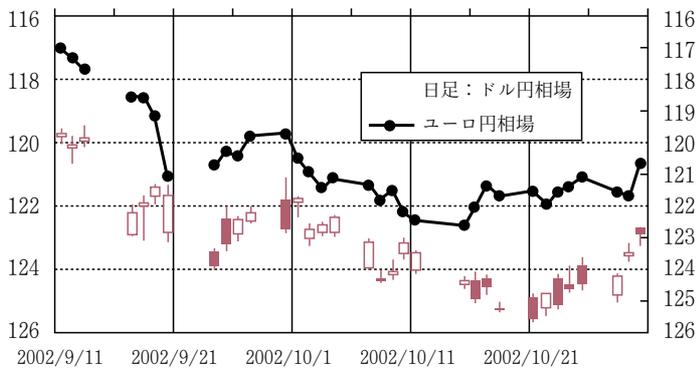
図 1 足元の株価、国債利回りの動向



る混乱もあって、下値不安は消えてない。

為替相場は狭いレンジの動きに終始。ドル円相場は日米両国の株価や経済指標、および日本の不良債権問題などの強弱材料に振れながら、ドルの底固さが確認される都度、円は軟調・下落した。10月16日には、6月14日から4ヶ月ぶりに125円越えまで円が下落。ユーロ円相場でも、120円/1-0越えの円安水準を継続。円はユーロに対しては年度初めから4%強安くなっている(図2)。

(逆目盛) 図2 ドル・円(日足)とユーロ円の為替相場推移
円/ドル
円/ユーロ



(日経NEEDS FQから農中総研作成)

しかし、ファンド筋の動きについて、シカゴIMM統計で見ると、円売りポジションおよびユーロ買いポジションの積み上がりが進む様子は無い。テクニカル的にも達成感があり、円安観測は現在のところ必ずしも強くない。

(週次の金融市場や経済指標の動向は、当社HPの「Weekly 金融市場」を参照されたい)

各国ともに財政出動の余地は狭まっており、世界的に経済成長の強力な牽引役が見当たらないのは事実だが、低金利のもと米国は緩やかな成長は持続できると見ており、マダラではあるがIT関連需要も一部立ち直りつつある。

日本においても、企業、家計は慎重な行動を継続すると予想されることから、景況感の大幅改善は見込みにくい。年明け以降公共事業を含む需要創出政策も考えられることから、景気失速には至らないと見ている。

債券相場 = 平蔵迷走の後・・・

債券相場の見通しを考える前提において、貸出減少等投資難のもとで、当面、需給面の安定要因が大きいことはほぼ一致するだろう。また、日銀の国債買い切りオペによる市場からの吸収も好需給要因である。

その上で債券ストラテジストの間で相違する点は、不良債権処理の加速策の波及・影響の捉え方であり、それによって相場の強弱観に多少の相違が生じている。不良債権処理の加速によるデフレ圧力の増大と経済停滞に力点を置くか、否が応でも強まるデフレ圧力に対し、金融、財政の両面での政策出動 デフレ的要素の緩和や財政悪化の可能性を重視するかである。

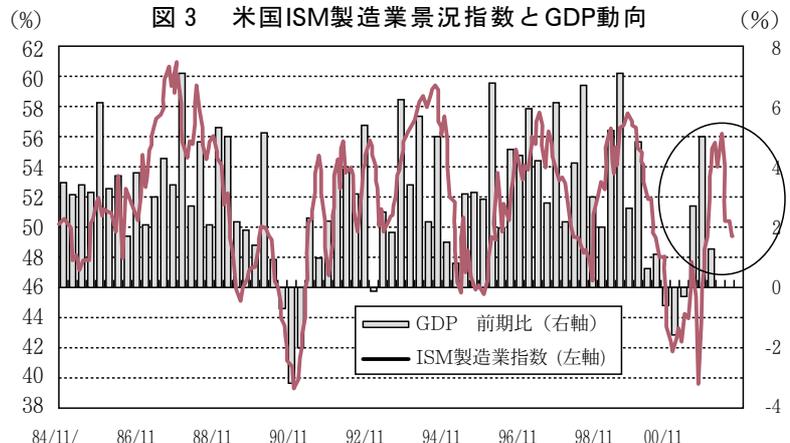
竹中金融相の打ち出した不良債権処理のアクション・プランは後退を余儀なくされた。債券市場はそれを捉え、不良債権処理と産業再生の両面の遅れとデフレ環境継続を買い材料とするだろう。また、日銀の国債買い切りオペの増額

金融市場の見通しと注目点

米国を中心とする先進国経済の先行き不安が、短期のうちに薄れることは余り期待できないだろう。また、テロ支援国への武力行使とそれに伴う景気への悪影響の不安心理は、実際に武力行使がおこなわれ、終結の目処が立つ時点までジクジクと残るだろう。

目先においても、米国の経済成長率に対する先行性を示すといわれる全米供給管理協会 (ISM) 製造業指数は下降している(図3)。

図3 米国ISM製造業景況指数とGDP動向



(注1) ISM (米供給管理協会指数) を3ヶ月先行
(注2) 90年代後半の米国GDPの平均成長率は3.7%
Bloombergデータから農中総研作成

(1.2兆円)が加わったことから、短期的には長期金利は低下余地を探ると予想する。

しかし、迷走を経て、10月30日発表の「金融再生プログラム」で不良債権処理の加速への方向性は、明確になったと思われる。資産査定厳格化や繰り延べ税金資産問題の技術的な詰め・具体化に伴って銀行経営の問題点が改めて浮き彫りなろう。政府による銀行へのガバナンスは、早晚強化されると見たい。

また、産業再生策や雇用拡大への財政手当てが必要であり、これらから財政赤字の拡大は避けられないだろう。

また、日銀に対しては、金融緩和継続の要請に加え、国債買入限度の撤廃やインフレ目標政策が浮上することも考えられる。インフレ目標政策の主張・内容には具体策において曖昧な部分があるが、株買入拡大等資産価格支持への日銀への関与も含まれる。買い切りオペがそのまま続けば3年以内に現状の限度(日銀券発行額)に達することから、国債買入限度の撤廃の問題点(マネタイゼーション)も議論になろう。

以上のように、短期的な債券利回りの低下を含め当面、長期金利が下放れるとは見ていないものの、政策対応の結果として、副次的に財政悪化の進行、マネタイゼーション(日銀券増発・国債買い切りによる財政赤字調達)による通貨信認上のリスク、さらには日銀が非伝統的な政策手段を採用するとへの懸念が投資家の上値買いを慎重化させ、長期金利の低下は継続しないと考えている。

株式相場 = 03年度業績展望開けず

9月中間決算は景気好転にコスト圧縮が加わり、事業会社では一部のハイテク銘柄を除けば、全体的に経常利益は計画線上の増益を達成した模様だ。下半期については、慎重な見方がされているが、それ以上に下ブレする可能性は小さいと見る。株価との関係でいえば、2002年度の利益回復シナリオに対して悲観的過ぎるだろう。

また、不良債権処理の加速は、デフレ的要素を増大させることは否定しないが、現状は株価

がディスカウントされている側面がある。年明け以降、並行的に景気対策が打たれると予想し、株価の不安心理は小さくなるだろう。

ただし、リストラ関連費用をはじめとする特別損失計上が増大する可能性があり、この構造調整コストの問題が最終損益の改善を押しとどめる可能性がある。

したがって、株価反発を予想するが、証券税制の見直しなど株式市場の活性化策が具体化するかは不透明であり反発幅は限定的だろう。

さらに2003年の世界経済の成長見通しには弱気の見方が現在、支配的であり、循環的下降リスクを織り込みにかかることが考えられる。2003年度の業績展望が開けず、むしろ業績ピークアウトをにらんで慎重な投資スタンスから株価のバリエーションは上がらないだろう。よって、2003年の年央以降の株価は慎重に見たい。

為替相場については、ドル、ユーロ、円が三すくみの状態で推移する相場力学が、大きく崩れる要素は当面小さいと考える。

三極の金融・経済が構造的とも言える弱点をそれぞれ抱え順位付けがしにくい状況にあるとともに、為替変動がもたらすデメリットも大きい。また、米国当局者がどのようなドル政策を持つかは、米国・中間選挙(11月5日が総選挙日)後も、為替市場の最重要の関心事であり、ドル安政策観測は消えないだろうが、米国内のドル高修正圧力を現在の為替相場に投影する政策リスクは大きく、そのような決断は難しいだろう。

したがって、ドル円相場は、日本の経済・金融システムの方向性(悪化 好転)に、米国の経常赤字問題や米国内のドル高修正の圧力が絡んで変動するとしても、大きな変動幅にはなりにくいと考えている。

基本的な想定レンジは、115~125円/ドルを継続するが、短期的には小幅円安方向に動く可能性を想定。しかし、125円を大きく越える円安があるとすれば、政治混乱も絡んだ日本経済の相当な悪化が生じた場合だろう。

(02.10.30 渡部)

国内経済

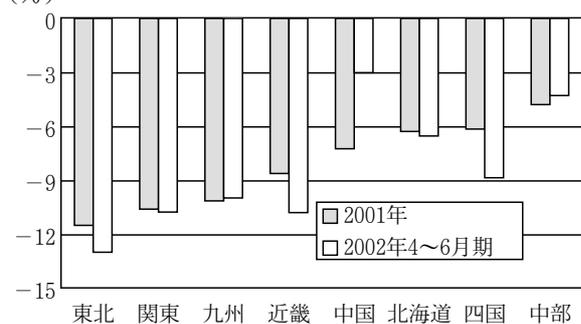
地方経済の低迷と個人破産の増加

IT不況と構造調整の逆風下の地域経済

デフレ環境のもと、世界的なIT不況により大きな打撃を受けた日本経済は、底打ちはしたというものの、立ち直りは緩慢であり、特に地方経済ではその傷は癒えていない。

2001年の地域別鉱工業生産は、電機産業の割合が大きい東北、関東、九州、近畿の各地域で大きく落ち込んだ。これらの地域では2002年初めから生産は好転しているが、2000年平均の水準から見るといまだに低い水準にある（図1）。

図1 地域別鉱工業生産の動向（対2000年比）



（資料）内閣府「地域経済動向」

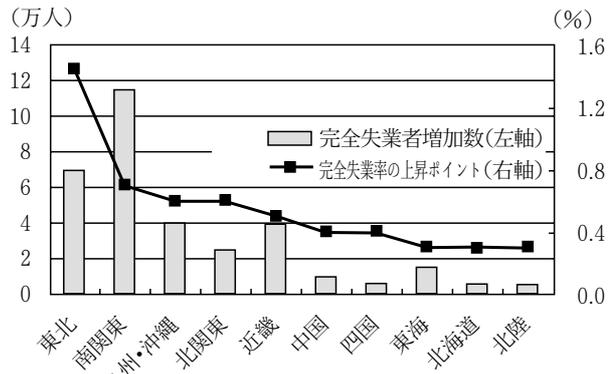
また公共事業費も大幅に削減されている。4～9月の累積公共工事請負金額は、2001年度の2次にわたる補正予算にもかかわらず、中部を除いた全地域で前年比マイナスとなっている。特に北陸、関東、東北、近畿、北海道、中国でマイナス幅が5%を越えている。

今回の不況でコストの安いアジア諸国に工場を移転させるなどの動きが強まり工場閉鎖が相次ぐとともに、公共事業の予算減額が影響し、倒産や事業所の閉鎖が増えている。全国の従業員10人以上事業所の数は、2000年末から2001年末にかけて+0.2%増えたものの、東北6県は全県で減少し、九州などでも減少が目立つ。

個人破産が激増

失業者数が前年比18ヶ月連続の増加を記録し、5.4%に失業率が高止まりするとともに、給与の減少が激しい。

図2 地域別雇用悪化状況（対2000年1～6月差）

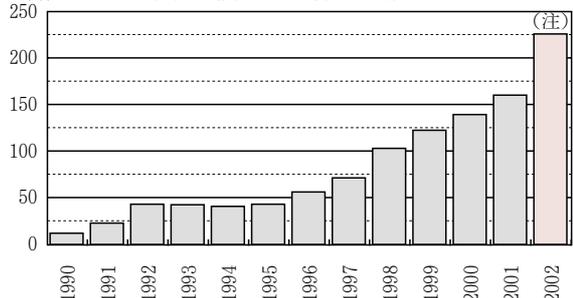


（資料）総務省「労働力調査」（注）2000年1～6月と2002年1～6月を比較

東北、九州、四国などの地域では、一気に失業率が上昇し、2002年4～6月期現在（原数値）、東北6.4%、九州6.3%、四国5.2%と高水準である（図2）。

厚生労働省（毎月勤労統計速報）によれば、6～8月の3ヶ月間累計で賞与等の特別給与が前年比10.2%減少、主に基本給である所定内給与も1.3%減少し、給与総額は4.0%減った。

図3 個人破産件数の推移



最高裁：統計月報から農中総研作成（注：2002年は7月迄累計を前年比増加率で換算）

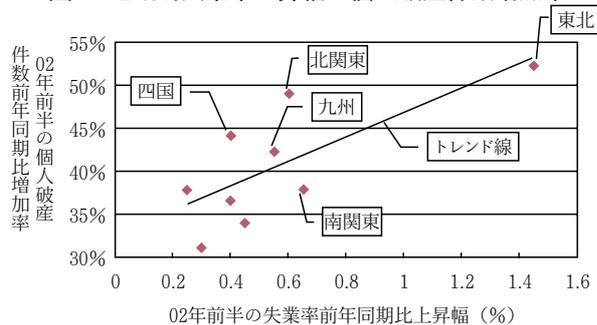
このような厳しい労働・雇用環境を背景に、2002年1～8月までの個人の自己破産申立件数（全国累計）は、前年比4割増の大幅増加となっている。

年率換算では、2001年の16万件から22万件に増加するペースであり、99年の2倍近くに達する数字だ（図3）。

地域別では東北、九州、四国および北関東での自己破産の増加が、全国平均に比べ大きい。もともとの水準の関係もあるが、特に東北や北関東では前年比5割増加した。

地域の失業率の上昇と個人破産の増加には一定の関係が見られる。2001年前半と2002年前半の完全失業率を比較すると、全国平均では+0.5%ポイント上昇しているが、全国平均を上回って上昇した地域は、東北(4.9% 6.4%へ+1.5%)、南関東(4.9% 5.5%へ+0.6%)、北関東(3.9% 4.5%へ+0.6%)、九州・沖縄(5.8% 6.4%へ+0.6%)となっている。東北地方での失業率の上昇が際立っているが、全国的にみて失業率の上昇幅が大きい地域は、個人破産の増加率も高くなっており、失職が個人破産につながるケースが増えていると考えられる（図4）。

図4 地域別失業率上昇幅と個人破産件数増加率



資料 総務省「労働力調査」、最高裁事務総局「司法統計年報」
トレンド線は $y = 0.1409x + 0.3267$ $R^2 = 0.534$

個人ローン：債権悪化と向き合うことが必要

自己破産増加には、このような長引く景気の低迷に加え、2001年4月からの「小規模個人再生手続」および「給与所得者等再生手続」の施行と「住宅ローン債権の特則」の利用があるとされる。

個人破産の申立手続の簡素化・費用低減がはかれるとともに、再生計画が認められれば、サラリーマンで給与から生活費等を差し引いた残余所得の2年以上の弁済での免責、自営業者等では100万円を下限とし、負債の8割の大幅な免責が可能となった。住宅ローンについても居住住宅等財産を処分することなく、過去の債務不履行分の弁済を繰り延べできることとなった。

前述のように、経済環境は厳しく、地方経済ではとみに牽引役が見つけにくい状況にある。

近い将来、就業環境が好転することは期待しにくく、引き続き債務者の所得等返済前提が急に悪化するリスクは大きいだろう。また、債務履行への感覚が社会的に弛緩・弱くなっていく傾向も止められない。

さらに、現在、法制審議会は、債務者の手元に残る自由財産の範囲を引き上げ、再度免責を得られない期間の7年への短縮など、債務者寄りの破産法見直し作業を進めている。

したがって、住宅ローンをはじめとする個人ローンは、重要な伸長分野であるが、将来的にも貸し倒れの発生増加は免れないと考えるのが自然ではなかろうか。

大手消費者金融会社（上場8社）の決算で見ても、貸倒損失・貸倒引当金の合計額が2001年度に前年度比：+55%増加した。2002年度は貸倒損失の増加抑制の計画を立てていたが、中間決算では前年同期比を5～8割程度上回っている。

きめ細かな与信管理の強化とリスクに見合った貸出利鞘の確保は、融資に共通の課題であるが、その上で前述のような状況を踏まえ、一定の貸倒発生コストを前提に、個人ローンに向き合うスタンスが、着実な融資伸長をはかるためには必要だろう。

（国内経済金融班： 渡部 名倉 田口）

黄信号が灯る米国景気の回復

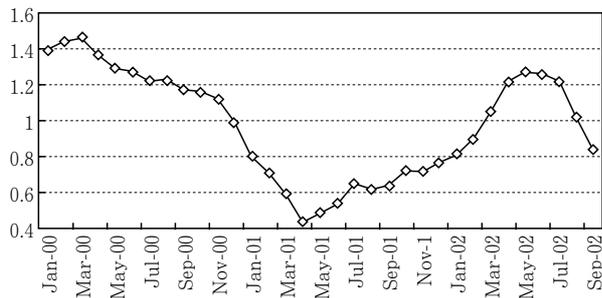
要 旨

これまでの景気回復シナリオは「比較的底堅い個人消費や住宅投資が勢いを保っているうちに、企業の生産・投資増加にバトンタッチすること」であった。しかし足下では、個人消費がやや勢いを失う一方で、企業の景況感にも陰りがみえてきた。米国のイラクに対する武力行使の可能性がもたらす先行き不透明感も加わり、この景気回復シナリオに黄信号が灯った。

企業の景況感に陰り

米国景気は回復の足取りを弱めている。鉱工業生産指数（季節調整済）の前月比上昇率は2002年1月以降7ヶ月連続でプラスであったが、8月には0.3%、9月には0.1%と2ヶ月連続でマイナスとなった。これまで鉱工業生産指数の上昇をリードしてきたのは半導体産業であった。しかし図1が示すとおり、北米の半導体製造装置BBレシオ（出荷額に対する受注額の割合）は2002年7月：1.22 8月：1.02 9月：0.84と急落した。消費者のPC等の購入意欲が低調なうえ企業のIT予算も緊縮傾向にあり、半導体産業が設備投資を慎重化させているためである。また製造業の受注も落ち込んでいる。9月の耐久財受注額は季調済前月比で5.9%と大幅に下落した。

図1 北米半導体製造装置BBレシオ(3ヶ月移動平均)

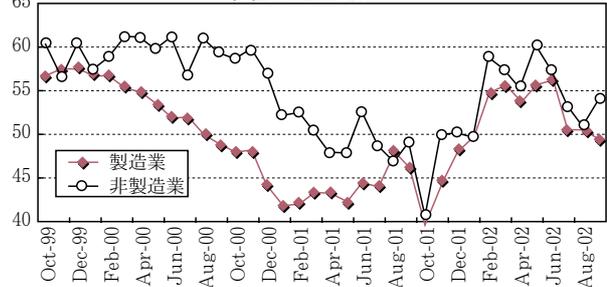


資料：国際半導体製造装置材料協会（SEM）

最近の企業の景気に対する認識は2002年前半と比較してより慎重なものになっている。製造業の景況感を示すISM指数は2002年6月の56.2をピークに下落に転じ、9月には49.5となった（図2）。同指数が50.0を下回るということは、

今後景気が良くなるとみる回答者よりも悪くなるとみる回答者のほうが多いという意味である。

図2 ISM指数



資料 ISM（米国供給管理協会）

萎縮する消費者心理

非農業雇用者数（季節調整済）は2002年5月以降対前月で増加を続いたが、9月には対前月43千人とマイナスに転じた。失業保険新規受給申請者数も7月以降増加傾向にある。このように雇用情勢がなかなか改善に向かわないこともあり、消費者心理も萎縮しつつある。消費者の景気マインドを示す消費者信頼感指数は2002年6月に110.3を記録して以来毎月連続して下落しており、10月には79.4となった（図3）。

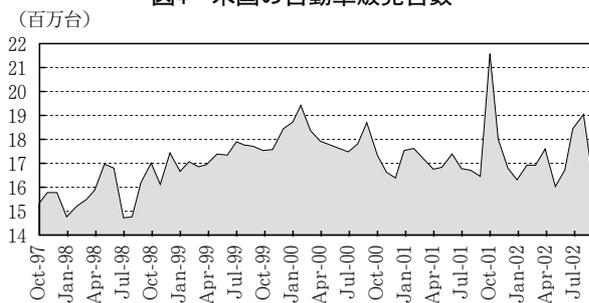
図3 消費者信頼感指数



資料：Conference Board

個人消費は自動車販売台数の動きに大きく影響されている。図4のとおり2002年7月、8月にはゼロ金利適用による販売促進策の影響で新車の売れ行きが好調で、小売売上高は比較的高い伸びを示した。しかし自動車以外の小売売上は概して不調であり、電化製品、食料品、衣料品・アクセサリー、雑貨の売上高は2002年7月以降殆ど伸びていない。

図4 米国の自動車販売台数



資料：Ward's Automotive Reports (注)販売台数は年率換算値

住宅・自動車販売の好調さは持続するか？

2002年9月の住宅着工件数は年率換算値で184万3千戸となり、季節調整済前月比で13.3%の大幅増加となった。住宅ローン金利が大幅に低下し(30年固定金利で6.5%程度)、金利ボトム感に伴う駆け込み需要が発生したとみられる。これまでの低金利効果は、低水準の長期金利が住宅需要を拡大させるというところに端的に現れていた。しかし10月に入り、国債利回り(10年債や30年債)が上昇に転じている。これは投資資金の国債から株式への回帰による一時的なものかもしれないが、今後の長期金利の動向には注意を要しよう。住宅ローン金利にも底打ち感があり、これまでのような金利低下による住宅販売増加は期待しにくくなる。10月23日に公表されたページブック(地区連銀景況報告)でも、「住宅着工・販売は概ね好調であるものの、多くの地域で高額住宅を中心に売れ行きの伸び悩みがみられる」との表現があった。

一方自動車販売についてだが、今後も自動車メーカーは何らかの販売促進策を継続するとみ

られるものの、それが2001年秋や2002年夏のような販売増加を再現させることは難しいであろう。その理由は第一に、販売促進費が自動車メーカーの収益を圧迫していることである。第二に、中古車の需給バランスの悪化により中古車価格が下落していることである。今後一部需要が新車から中古車にシフトする可能性もある。前述のページブックによれば、多くの地区で9月と10月初旬の自動車販売は減少している。また幾つかの地区は、自動車販売業者が今後の販売見通しに関する不透明性を懸念している。

景気は二番底に向かうのか？

「比較的底堅い個人消費や住宅投資が勢いを保っているうちに、企業の生産・投資増加にバトンタッチすること」が、これまでの景気回復シナリオであった。在庫循環の観点からは、企業在庫の水準が売上の伸びに対して低いため、冒頭説明した企業の景況感の陰りにもかかわらず、生産の増加はもう暫く続きそうである。

しかし、個人消費に陰りが見えており、またイラク情勢の緊迫化に伴う先行き不透明感が台頭しているため、このシナリオに暗雲が立ちこめている。戦争は、軍需拡大という意味で景気を刺激するが、同時に原油価格上昇による消費者の購買力低下や企業収益の圧迫、また将来に対する不安感という意味でのリスクプレミアム上昇をもたらすため、戦争決着までの時間が長引くほど景気への悪影響が大きくなる。

現時点で景気が二番底に向かうか否か判断することは困難であるが、一つのポイントは今後のイラク情勢である。イラク問題に関する決着の道筋がみえてくれば、景気回復の動きが現在よりも多少明らかになるであろう。昨年のアフガン戦争で、カンダハル陥落の見通しが立った11月半ば以降に株価が急回復し、多くの経済指標が好転したことは記憶に新しい。逆に、雇用の回復が遅々として進まない一方でイラク問題が長引けば、その間に景気が腰折れする可能性もある。

(永井 敏彦)

今月の焦点

広がる市町村合併の動きとその影響

要 旨

地方分権推進や行財政効率化の必要性などから、全国的に市町村合併の動きが広がり、政府も地方交付税や地方債の特例措置を設けるなど支援態勢を強めている。合併が大規模に行われると、新市町村建設計画に基づく公共施設建設や事務処理システム統合によるIT関連需要などの特需発生が予想される。資金需要を賄うための合併特例債発行増加により一時的な財政悪化も考えられるが、長期的にみれば市町村合併は地方交付税削減効果等を通じて財政再建に役立つこととなろう。合併の個別市町村への影響は合併パターンによっても異なるが、市町村は環境変化を地域の発展に結びつける工夫と努力が必要である。

8割近い市町村が合併を検討

全国的に市町村合併の動きが広がっている。日本には3,300弱の地方公共団体（一部事務組合は除く）が存在するが、本年7月1日現在で市町村合併のための協議会や研究会が全国に618設置され、これに参加している市町村は2,495と市町村数全体の8割近くになる。このうち、地方自治法や合併特例法（市町村の合併の特例に関する法律）に基づく法定協議会の設置数は95で、参加市町村数は384である（表1）。これらの数は近年急速に増加しており、たとえば、

協議会・研究会の設置数やこれへの参加市町村数を1年前（2001年7月時点）と比べると、設置数で2.1倍、同参加市町村数で1.7倍に増加している。

すでに合併に至った例としては、西東京市（2001年1月に保谷市と田無市が合併）やさいたま市（同年5月に大宮、浦和、与野市が合併）、さぬき市（2002年4月に香川県津田町ほか4町が合併）などがあり、近い将来では静岡市（2003年4月に静岡市と清水市が合併）や南アルプス市（同時期に山梨県八田村ほか5町村が合併）

表1 合併協議会等の設置と市町村の参加状況（2002年7月1日現在、割合は%）

	市町村数	協議会・研究会等(①)			うち法定協議会(②)		
		設置数	参加市町村数	市町村数に占める割合	設置数	参加市町村数	市町村数に占める割合
北海道	212	36	155	73.1	1	2	0.9
東北	399	56	284	71.2	4	14	3.5
北関東・甲信	387	92	290	74.9	12	38	9.8
南関東	246	24	120	48.8	3	10	4.1
北陸	222	45	203	91.4	4	17	7.7
東海	330	63	249	75.5	9	35	10.6
近畿	323	59	246	76.2	13	57	17.6
中国	318	99	308	96.9	19	66	20.8
四国	212	43	194	91.5	10	39	18.4
九州	569	101	446	78.4	20	106	18.6
全国計	3218	618	2495	77.5	95	384	11.9

資料 総務省調査

などが予定されている。

明治維新以降では、1889年（明治22年）前後に行われた合併（いわゆる明治の大合併、8万余の町村数が1万5千余に集約）や、戦後の1953年（昭和28年）前後に行われた合併（昭和の大合併、1万弱の市町村が4千程度に集約）が大規模なものであるが、今回は、これらに次ぐ動きといえる。

なぜ今市町村合併なのか

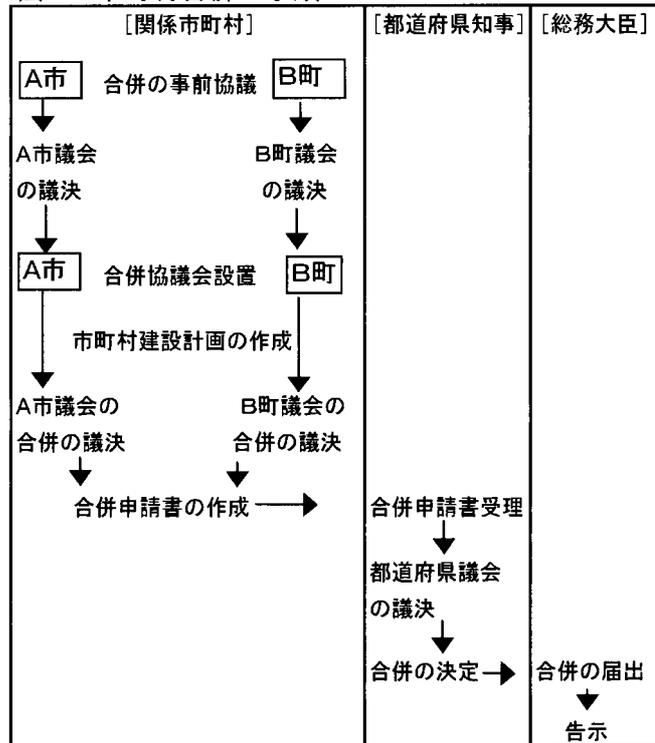
明治の大合併は「市制町村制」の施行に伴って行われ、昭和の大合併は教育や警察、消防など戦後の地方制度改革に合わせて実施されたが、今回の合併は、グローバル化の進展や日本経済の長期低迷、財政赤字の累積、高齢化進展などの内外の環境変化を背景に、経済社会のさまざまな分野で構造改革の必要性が高まるなかで、こうした改革の一環として行われているものといえる。

より具体的には、地方分権を進めるうえでその受け皿として地方自治体強化が必要なこと、住民の生活圏が広域化し行政区域もこれに合わせる必要があること、国と地方の財政悪化のなかで行財政の効率化が必要なこと、急速に進む少子・高齢化やごみ処理等環境問題への対応などが背景にある。また、個別の自治体では、長引く景気低迷下地域経済不振の打開策として市町村合併に活路を求める考え方などもあろう。

合併の手順と政府の支援態勢

市町村が合併するには、まず問題意識を持つ市町村が合併についての調査研究や話し合いをする必要がある。合併研究会や任意合併協議会などが設立される（表1の 協議会・研究会等の段階）。これらの場における合併協議等が煮詰まってくると、関係市町村の議会の議決により法定合併協議会の設置に進み（表1の 法定協議会の段階）、ここで合併後の市町村建設計画などが作成される。これらを基に関係市町村の議会で合併議決がなされ、都道府県知事への申請と都道府県議会の議決と知事の決定を経て、総務大臣への届出と告知によって合併市町村が誕生する（図1）。

図1 市町村合併の手順



資料 総務省インターネット「市町村合併の手続きの概要」をもとに筆者作成

合併に至る手順は以上のようなものであるが、政府は合併特例法によって表2のような支援措置を設けている。その主要内容は第一に、合併実現を容易にするため住民発議制度を設けたこと、第二に合併を促進するため市制施行の要件緩和や、地方交付税算定の特例や地方債の特例措置、合併諸経費支援などの財政措置を定めたこと、第三に合併に消極的となる要因を除去するため、議員の定数や在任に関する特例、議員の退職年金の特例、一般職員の身分の取扱いなどを定めたことである。これらの支援措置は、2005年3月までに行われる市町村合併について適用される。

こうした支援措置にあわせて内閣に市町村合併支援本部が設置され、各都道府県にも合併支援本部が設けられて、合併重点支援地域を指定するなどにより合併を推進する態勢がとられている。

表2 合併特例法の概要

項目	内容
住民発議制度	有権者の50分の1以上の署名で合併協議会設置の請求が可能(第4条、第4条の2)
地方税	合併年度及びこれに続く5年度に限り、課税をしないこと又は不均一課税が可能(第10条)
地方交付税	合併年度およびこれに続く10年度について合併関係市町村が合併しなかった場合と同様に算定。その後の5年度も段階的に縮減(第11条)
地方債	市町村建設計画に基づく公共事業や基金積立で特に必要と認められるものは、合併年度およびこれに続く10年度に限り、地方債を充当でき、元利償還金の一部を基準財政需要額に算入(第11条の2)
市となる要件の特例	2004年3月末までに合併する場合に限り市制施行要件を人口3万人以上、2005年3月末までのものは人口4万人以上とする(第5条の2及び3、附則第2条の2)
その他	1. 議会の議員定数・在任に関する特例(第6、7条) 2. 議員の退職年金に関する特例(第7条の2) 3. 職員の身分の取扱い(第9条) 4. 合併直後の臨時的経費、合併市町村建設のための経費に対する国の財政措置(第16条)

資料 合併特例法をもとに筆者作成

(注) 1. 上表の措置は2005年3月末までに行われる市町の合併について適用

西日本で積極的な合併への取り組み

前記の合併の手順において、関係市町村の議会の決議を経て法定合併協議会設置の段階まで進めば、合併が実現する可能性はかなり高いとみてよい。本年7月時点で法定合併協議会は95設置され、参加市町村数は384に達している。これらの数はその後も増加を続けており、合併特例法の期限である2005年3月末までには、かなりの数の市町村合併実現が見込まれる(政府や与党は3,300弱ある市町村数を1,000程度に集約することを目標としている)。

本年7月現在での法定合併協議会設置や参加市町村の地域的分布をみると、表1のように、全般的に西日本の方が合併への取り組みが進んでいる。近畿や中国、四国、九州地域では市町村の2割近くが法定協議会に参加しており、個別の県では広島県(市町村数の44%)や佐賀県(同46%)、長崎県(同44%)、熊本県(同31%)などにおける参加率が高くなっている。一方、東日本では、北海道が1%に満たないほか、東北も3.5%程度でしかない。北陸や関東

も低水準である。

合併によってなにが起きるか ～合併特需と一時的な財政悪化～

市町村合併が合併特例法の期限である2004年度前後にかけて大規模に行われる場合には、第一に合併特需の発生が予想される。合併にあたっては新市町村建設計画が作成されるが、中心市街地の整備や産業基盤整備などの公共事業をとまうケースが多く、そのための財源も前記の地方債の特例措置{公共施設の整備や地域振興のための基金積立等の資金について、合併後10年間は地方債を充当でき(充当率95%)、元利償還金の70%を交付税措置}などによって手当てされている。また、合併によって政令指定都市への昇格(さいたま市や静岡市の場合)や町村から市への昇格(さぬき市や篠山市の場合)などがなされる場合、中心市街地の整備や保健所新設など新たな公共施設建設を伴うことが多い。2003年4月予定の静岡市と清水市の合併では、合併後10年間で新都市拠点整備や交通基盤整備などの大規模プロジェクト(事業総額約5600億円)を実施する計画が作成されている。こうした需要が全国的に出てくるとその影響は無視できないものとなる。これらのほかに、合併にともなう行政事務処理システムの統合や電子自治体創設に向けてのIT関連需要なども大きく、こうした合併にともなう諸経費は地方交付税等による財政支援が行われることになっている。

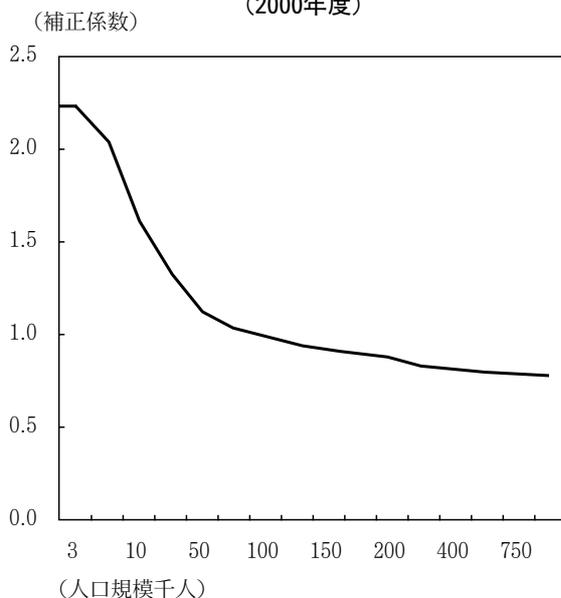
第二は、国も含めて一時的に財政悪化が予想されることである。表2にもあるように、地方交付税は合併後の10年間は合併前の状態で算定が行われ、その後の5年間も段階的に削減されることになっている。前記のように、事務処理システムの統合など合併にかかる諸経費は地方交付税で措置されるなどの財政支援が行われる。また、合併後の新市町村建設計画にかかる資金については、合併後10年間は交付税措置された合併特例債の発行によって調達される。合併後しばらくは議員数や職員数も削減されない。この結果、地方債の発行が増え、それにとまって公債費も増加が見込まれるなど、国・地方を通じた一時的な財政悪化が予想される。

～ 合併は長期的には財政効率化効果～

地方交付税は人口10万人程度の都市をベンチマークにして算定されるが、地方の小都市や町村などの人口が少ない地方団体に対しては、段階補正や密度補正が行われており、これらの小規模市町村は、交付税算定上人口10万人以上の都市に比べると行政経費がかなり割高になる。図2は市町村の消防費の段階補正係数であるが、人口5万人前後を境に、それよりも人口が少ない市町村の補正係数は急角度で上昇する^(注1)。市町村合併が行われ、たとえば、人口が1万人に満たない町村がいくつか合併して人口5万人程度の都市になったり、小都市や町村が合併して10万人規模の都市になると、地方交付税は合併前に比べてかなり減額になる。合併特例法では、合併後10年間は地方交付税を合併前の状態で算定し、11年目以降5年間で段階的に削減することとしており、16年目以降はこうした措置もなくなる。この段階では、地方交付税は合併前に比べてかなりの減額となる。

一方、合併市町村にとっては、合併したからといって行政需要が大きく変わるわけではないので、交付税減額に備えて行政の効率化が求められる。こうした点を考えると、地方交付税算

図2 市町村の消防費の段階補正係数
(2000年度)



資料 地方財務協会「平成12年度地方交付税制度解説」
(補正係数、基準財政収入額篇) 225頁から筆者作成

定の特例期間である合併後10年間は準備期間と考えて、その間に効率化を進めることが必要であろう。

(注1) 2002年度から段階補正の見直しが行われ、これまで人口段階ごとの全団体の人口1人当たり決算額をベースに割増率を計算していたものを、効率的な財政運営を行っている上位3分の2の団体の平均をベースに計算する方法に改められ、3年間をかけて実施することとされた。これにより人口が少ない市町村の補正係数の上昇勾配はやや低くなるが、勾配があること自体は変わらない。

合併パターンと地域の変容

市町村が合併する場合、その組み合わせは大きく三つに分けることができる。第一は、ある程度の規模を持った都市同士が合併する場合であり、静岡市と清水市の合併や保谷市と田無市の合併(西東京市)、大宮、浦和、与野市の合併(さいたま市)などがこれに相当する。第二は地域の中心都市と周辺の小規模町村などが合併する場合であり、新潟市と黒磯町の合併(2001年1月)や大船渡市と三陸町の合併(同年11月)などがこれに該当する。第三は、人口では小規模な町村同士の合併であり、いわば農山村同士の合併である。兵庫県篠山市(99年4月に篠山町等4町が合併)や前記の香川県さぬき市などがこのケースに分類されよう。

財政力からいえば、第一のケースは財政基盤が豊かなもの同士の合併であり、都市が大規模化することで、主要拠点の整備がなされたり、行政上の自治権が増せば、住民にとってもプラスとなる。第二のケースは財政力のある地域の中心都市に周辺町村が合体する形であり、合併後周辺町村は中心都市に人口が流出して過疎化が進む恐れがある。周辺町村の住民にとっては中心都市の財政力を利用しながら、地域の振興に結び付けていくことが重要となる。第三のケースは、財政力の弱いもの同士が合併する場合であり、新市町村建設計画では、長期的視野からの地域の整備計画が重要となる。たとえば、中心市街地の建設や整備によって中心部へ住民の移動が生じる場合には、人口が流出する農村部等では、規模拡大によって生産性を上昇させるなどの施策を工夫する必要がある。

合併しない市町村も

前にも述べたように、現在市町村の8割近くが何らかの形で合併を検討しているが、合併を選択しない市町村も存在する。福島県矢祭町議会は2001年10月に「市町村合併をしない矢祭町宣言」を行った。合併しない理由として、合併による規模拡大が必ずしも町民の幸福にはつながらないこと、地理的に辺境にあるため合併によって過疎化が進む可能性が高いこと、昭和の大合併時に町民の離反が生じたがこうした経験を繰返したくないことなどが上げられている。

合併が行われると、長期的視野で見れば、中心地域への資源配分が多くなり遠隔地は過疎化が進むケースが多い。そうした点を考えれば、

合併せずに現状を維持することも一つの選択肢であり、最終的には住民が判断する問題である。合併しない場合にも、国や地方の財政が厳しいことから、地方交付税削減などの歳入の減少は避けられないとみられ^(注2)、このため、地方税などの自主財源の涵養や、歳入が減少した場合に行政サービスの低下を如何に防ぐかなどについて、住民との対話を踏まえて工夫し努力していくことが必要である。

(注2) 2002年10月7日付日本経済新聞によれば、政府・与党は市町村合併を促進させるため、合併しない小規模自治体の権限を窓口サービスに限定することや、地方交付税や職員定数の削減などを検討しているとの報道がなされている。

(鈴木 博)

地方銀行の住宅ローン戦略 - 3

～住宅ローン組成に相談機能を重視するC銀行～

要 旨

C行では、きめ細かな相談機能を発揮して顧客に選ばれることが地域に根付いた銀行として大切だと考えており、住宅ローンでも、業者からの案件をスピーディに審査するだけという受身の立場から、「事前相談サービス」によって、家探しや住宅建設の当初から、銀行が主体的にサービスを提供して顧客に選ばれることを目指している。

景気低迷が長期化し、マクロレベルでは銀行の貸し出し残高減少が続く中でも、個別には貸し出し残高を増加させている銀行もある。リスク管理機能を強化しつつ、地域で積極的にクレジットリスクをとっていきこうとしている地銀C行の事例を紹介する。

企画及びリスク管理機能を強化

リテール業務推進体制として、C行では従来、本部営業のセクションを営業企画部、法人部、個人部に分け、それぞれに企画業務を分散させていたが、今年6月に企画業務を営業企画部に統合、企画機能強化を図っている。同時に営業店支援の強化・スピーディーな施策展開を図るため、営業推進関連部署を統合して「営業推進部」とした。法人、個人という分け方から企画、推進という機能別の組織構成となったが、法人企画と個人企画を同一の部にすることには、法人・個人マーケットの中間に位置するオーナー層への営業力強化を図る狙いもあるとされる。

同行では、12年6月にも信用リスク管理体制高度化のための本部組織改正がなされたが、本年6月の企画機能強化と同時にリスク統括部が設けられており、リスク管理体制の更なる強化が図られている。よりリスク分野に踏み込むためには、自行ポートのリスクに関する包括的な把握と集中管理が重要との認識があろう。

過度な金利競争は避けたいが

住宅ローン金利については、各行ともにシェア拡大の狙いもあって、様々な優遇金利やキャンペーンを通じてダンピングが進んでいる。メガバンクの一角でも3年固定1%ローンを初め、10年固定ゾーンまでは金利引下げ競争の感があるし、地方銀行でも前述したA行（9月号参照）を含め、3年固定で1%、10年固定で2%台後半程度の金利設定もみられるようになってきている。

C行のあるR県でも金利競争は次第に強いものになっているとのことであり、隣県では3年固定1%のところも増えている。

C行では期間限定のキャンペーンとして、一定の条件（給与振込み、財形契約、投信積み立て契約、抵当権順位1位設定等）の顧客対象に3年固定での金利優遇を行っているが、その水準は2%を若干下回るレベルである。これは、地元の他の金融機関の始めた金利優遇キャンペーンに対して、状況をみながら対応したもの、とのことである。メガバンクの低金利の影響もあるものの、今のところは、金利引下げ競争に関して、積極的に仕掛けていくスタンスまではとっていない。

ただし金利競争については他行動向等もあり、今後の状況変化の中で、様々な対応があり得ることは言うまでも無い。

10年固定金利も金利面で住宅公庫に対抗しよう

というものではなく、足元金利負担の低さを選択する顧客にターゲットを置いている。キャンペーンもあって、同行住宅ローンの中では3年固定が8割程度を占めるようになっているとのことである。

同行の住宅ローン残高は過去2年間5～6%の増加率と、地銀平均よりは伸びが鈍い。(表1) どちらかといえば、無理に残高を増加させるよりも、収益性を考慮した上で着実な残高増加を目指す方針のようになっている。

表1 C行の住宅ローン残高増加率と関連指数

	(%)	
	12年度	13年度
R県の持家・分譲着工戸数増加率	-3.2	-15.8
C行の住宅ローン残高増加率	5.2	6.4
地方圏の持家・分譲着工戸数増加率	-6.4	-12.6
地銀平均の住宅ローン残高増加率	7.4	10.5

資料 全国地方銀行協会HPの各行別経営状況。原資料は単体ベースの決算短信 国土交通省 住宅着工統計

(注) 地銀平均はC行を含み、合併による影響のみられる近畿大阪銀行を除く。前年比。ここでの地方圏は、東京、千葉、埼玉、神奈川、愛知、京都、大阪、兵庫、福岡を除く地域。

支店のネットワークを活用する営業推進

もともと地方銀行の場合、当該都道府県においては、稠密な支店ネットワークを保有しており、都銀に比べてそのプレゼンスは大きい。都銀が、都市圏中心に住宅ローンセンターを拡充、業者対応を強化して住宅ローンを伸ばしているのに対し、地銀の場合は、支店の営業担当、支店の窓口が依然重要な対顧客チャネルである。C行の場合も本年4月に第一号の住宅ローンセンターを設置し、9月末には別のエリアに2番目の住宅ローンセンターをオープンしているが、それらは支店内に設置されており、融資担当者の中から、スキルや習熟度の高い人を配置して顧客利便性を高めようという狙いのものだ(2番目の住宅ローンセンターは土曜日も営業)。営業店の他の職員は、住宅ローン業務が軽減される分、他の業務の習熟度を高めることが可能になるという。

その他の顧客対応としては、毎月第二土曜日に行っているローン相談会がある。これは、定例化することで認知度の向上をねらっており、行事等の関係で顧客の来訪減少が予想される時でも、日程をずらすことなく実施しているという。

相談によってローンを組成する能力が重要

同行は平成13年11月から住宅ローンにスコアリング審査を導入しているが、それによって、担保価値重視から返済能力重視への転換が明確になった。従来は、原則的には必要資金の80%までであった(それを超える場合は、個別に対応して可否を判断していた)ものが、最大で必要資金の100%までの融資が、明確な基準の下に、スピーディな審査によって可能になった。必要資金の中には、インテリア費用や登記費用、各種税金、保証料や火災保険料、担保設定費用等も含まれている。

ただし重要なのは、営業店窓口での一次審査の際、返済負担率や頭金等の点から審査上問題になりそうな案件(グレーゾーンの案件)に対して、相談や情報提供で如何にローンとして組成していくか、ということであるという。そのためには、営業店窓口担当者の高い能力と経験が求められるが、C行では担当者のほとんどはFPの資格を有しているとのことであり、受付から一次審査、法律上、税務上の説明や担保実査等までこなす。返済能力重視とはいえ、担保実査まできちんと行った上でないと、顧客に対する相談機能の発揮も十分には行えないという。

住宅業者の「素早い回答」といったニーズへの対応は、住宅ローン市場におけるシェアアップの必要条件であるが、銀行本来の機能が発揮されるのは、グレーゾーンの顧客への対応であり、その対応力が営業店の担当者に求められているという。この点は、大量のローン実行を目指してスピードが極端に重視されるメガバンクとは異なる、地方銀行ならではの、きめ細かな顧客対応姿勢が感じられる。

事前相談で顧客囲い込み狙う

C行の住宅ローン推進手法の中で特徴的なのは、住宅ローン事前相談サービス（13年11月から開始）であろう。

不動産を購入する（あるいは自宅を新築する）場合、購入物件（あるいは建築プラン）にめどをつけてから、銀行を選び、必要書類を提出、融資額に対する可否がなされるという過程が一般的だ。分譲住宅購入のような場合、手付金等による物件の確保期間は長くないから、購入者にとっても、業者にとっても、銀行の融資可否の判断は速い方が望ましい。審査業務の集中効率化やスコアリングモデル導入による審査は、このような審査期間短縮のニーズに応えるという一面をもっており、各銀行は、審査期間の短縮化を競ってきた。また、業者は物件を速く売ることが目的だから、審査の通り易い銀行を紹介するケースも多い。

C行も、前述のようにスコアリング審査を導入して審査期間の短縮化を実現したが、その半面で、住宅購入を考える段階から、金融機関として顧客利便性を高めるサービスを提供できないかという課題意識があった。その課題に対する一つの試みとして開始されたのが「住宅ローン事前相談サービス」である。

これは、営業店やローンセンター等で受け付けているもので、所定の書類（本人確認できる資料と所得証明、保険証。自営業の場合は直近2年分の確定申告書、納税証明書等）を提出してもらえば、物件確定前の資金計画の中での、借入れ希望額に対する融資の可否が回答されるというものである。そしてその可否は、1年間は有効性が保たれるとのことだ。

借入れ額や金利に応じたローン返済シミュレーションは、現状ではどの銀行サイトでも提供されているが、住宅購入希望者にとって分からないのは、銀行の細かな審査基準であり、実際にどのくらいの融資が受けられるかということだ。それが事前にわかれば、「買いたい家があったが、銀行の融資が受けられずに買

えなかった」というリスクが無くなる。家探しのめどが立つと共に、購入の確実性が増す。

業者からの紹介案件をスピーディに審査するだけという受身の立場から、家探し、住宅建設の当初から、銀行が主体的に顧客に対してサービスを提供して満足度を高め、それによって、顧客に選ばれる銀行になるというのが目標である。

顧客に提供する情報は、一般的なものだけではなく、地方独自のものもある。例えば、自治体ごとに異なる住宅関連の補助金制度（ブロック塀ではなく、生垣にすれば補助金等）についても、常にその動向を把握して情報提供する等のサービスが顧客の満足度を高めることにつながるという。

住宅ローン以外の個人ローンは効率性追及

住宅ローン以外の個人ローンについては、従来からあった自動車ローンや教育ローン等に加え、信販会社等の保証による新たなフリーローンを13年4月から発売した。これは金利よりも「簡単」「スピード」を重視する顧客層を対象にした、これまで以上にリスク分野に踏み込んだ商品という位置付けである。

住宅ローンは法律や税制面での知識が必要で、顧客に対してもその面からのサービス提供によって評価される場面があるが、その他の個人ローンについては、迅速な実行の方が顧客ニーズにマッチしているとの判断による。その分、業務全体の効率性向上が求められるが、14年6月に導入したカードローンでは、申し込みチャネルを特定支店に限り、電話、fax、インターネット等を通じ、来店しない形で融資がなされるシステムをとっている。

相談機能と効率化の使い分け

C行は、リスク管理体制を強化し、収益性を確保しながら、積極的にリスク分野に踏み込んできており、事業向けにも開業予定者・業歴3年以内の法人・個人事業主専門ローン等、品揃えを増やして多様な顧客ニーズに応えようとし

ている。その中で、顧客に対するきめ細かな対応、十分な相談・情報提供を強化する業務と、効率性を重視する業務とに分けた対応がうかがえる。

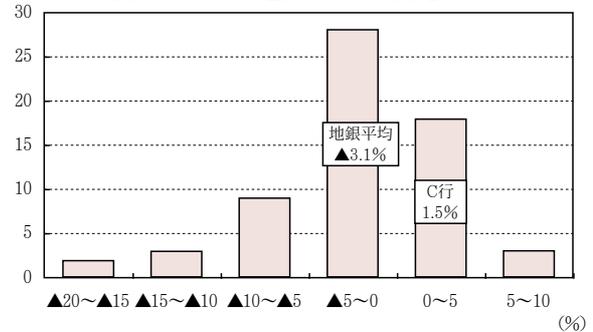
地方の金融機能の中核を担う地銀としては、顧客に対して提供できる商品のラインナップは充実させておきたいとし、例えば、住宅公庫との協調融資である「すまい・るパッケージ」でも、「住宅融資保険活用型」と「抵当権同順位設定型」の両方を利用できるようにしている。選択と集中という路線はなかなかとれないため、収益性確保のためには、人員を厚めに配置する分野と思い切って効率化する分野との見極めが重要といえよう。

C 行は、独自の CRM (customer relationship management) システムにより、顧客ごとに異なるマーケティングが展開できるようなハード面でのインフラも整えつつあるが、そのようなハードインフラを十分に活用して顧客満足度向上を実現するためには、やはり行員それぞれの専門的能力を高めていかなばならない。

C 行では、地域に根付いた銀行として、様々な場面で相談機能を発揮して顧客に選ばれることが大切だと考えている。低金利や審査スピードを競う動きが拡大する中で、同行のような、金融サービスの原点に立った付加価値追求の姿勢は今後とも注目に値する。同行の貸し出しは住宅ローンを除くベースでも過去2年間で増加を続けており（図1の通り、同様の銀行は地銀64行中20行程度に過ぎない）、今のところ着実な成果を上げているといえよう。

（小野沢 康晴）

図1 地銀各行の住宅ローン以外の貸出残高増加率の分布(過去2年間の変化率)



資料 全国地方銀行協会HPの各行別経営状況より
 (注) 平成13年度末残高と11年度末残高の対比。合併の影響ある近畿大阪銀行除く。

地方銀行の住宅ローン戦略 - 4

～健全な財務を武器にリテール展開するD銀行～

要 旨

D行のあるW県は、有力な地銀、第二地銀、信金各行が並存し、都市部では都銀の影響力もある金融激戦地区である。D銀行は其中でも、財務内容の健全性という点で評価が高く、先進的なシステム導入による効率的業務運営に加え、財務内容の健全性をブランドとして堅持し、それを積極的に生かすリテール展開を指向している。

高格付けのD銀行

D行のあるW県は、有力な地銀・信金等が並存する、金融激戦地域である。もともとW県は有力企業も多く、地方圏としては県民総生産の大きな県であり、経済基盤は恵まれている。D銀行は其中でも、県内最大の銀行であるとともに、財務内容の健全性という点で評価が高い。

D行は、そうした自行の財務健全性を積極的に生かしたりテール展開を志向しているようにみられる。地銀D行の個人リテール戦略を紹介する。

地域カンパニー制を敷くD行の営業網

D行では営業店のネットワークを、地域割した4つのカンパニーの下に置いている。D行のあるW県が東西に長く、地域性や競合相手も異なっていることが背景にあり、それぞれの地域に合った営業推進体制を採る狙いがあるという。またそれぞれの地域カンパニー長を常務執行役員として、地域ごとの業績を競わせる体制にもなっている。

もちろん、地域ごとに全く異なる商品売るわけにはいかないから、商品開発や大枠の方針は本部で決定しているが、具体的な営業推進方法は各カンパニーで決める。住宅ローンについては、地域的に異なる商品にすることは難しいものの、大規模開発案件の場合等、競合相手の金利設定次第で、地区限定で特別の金利を設定したこともあるという。表面的な金利と異な

り、水面下では競争激化・金利ダンピングが進んでいるとのことである。

店舗網再構築と営業推進体制の変化

D行では、営業店ネットワークの再編成を積極的に進めている。

営業店は、11年度までは対個人から対法人までの業務を全て備えた「フルバンキング」支店が主（店舗数の8割以上）だったが、対大手法人向けビジネスは地域統括店に集約して高度な金融ビジネスへの対応力を強化するとともに、取引残高が小口の法人顧客に対しては、電話、FAXでの応対専門のチャンネルを設けてそちらへと誘導している。小口取引先については、従来融資実行後、期日までほとんど期中のフォローができない先も多かったため、電話やFAXのみとはいえ、専門の窓口を設けることで、顧客利便性は高まるとしている。

D行は、顧客別にチャンネルの整理をする中で、機能特化型支店の割合を高めていくというやりかたで、支店ネットワークの再編、効率化を進めつつあるが、その過程で、行員の専門性をより高める人事配置も行っている。従来の支店の営業範囲を越え、より専門性を高めた担当者として「エリア担当」を支店横断的に（エリア統括店直轄で）置いて、営業力の強化を図る等がそれにあたる。エリア担当は個人向けローン推進のエリアローン推進担当、新規法人開拓のエリア新規法人担当等、戦略部門に配置されている。行員の人事は、基本的にはゼネラリスト育

成型ではあるものの、次第に長期に同一分野の業務を行う行員が増えているとのことである。

スコアリング審査導入

同行は、12年10月から住宅ローン審査にスコアリング審査を導入している。スコアリング審査導入の狙いの一つは、借換層への対応強化だったという。低金利環境定着の中で、住宅ローンの借換ニーズが高まったが、バブル崩壊後の不動産価格下落を受けて、担保価値が下落、従来審査の枠組み（原則として担保価値の80%まで）の中では、借換ニーズへの対応に限界があった。個別対応では時間がかかるし、検査等への対応という点からも、担保価値によらないで返済能力を重視する「合理的な融資基準」が必要だったという事情がある。

スコアリング審査のモデルを構築するには、過去15年分の住宅ローン案件から、(サンプルをとって)借入者の属性をデータベース化。外部コンサルタントも必要としたが、データ作成だけで相当な労力がかかったという。また、デフォルトデータが少なかったため、長期延滞者で代替したとのことである。その後、属性データ及びその組み合わせ等を変数にして、審査モデルを作成、審査担当者の感度等と調整を行った上で稼働させている。

スコアリング審査は、借換層対応だけでなく、新規向けにも顧客層拡大効果があることは言うまでも無い。低金利環境長期化の中で、「毎月の利払いが賃貸住宅の家賃なみ」という広告宣伝もあり、頭金の準備が無くとも家賃支払い感覚で住宅を購入する顧客が増えているとのことであるが、そういった顧客にも一定の基準のもとで融資が可能になる。また審査期間の短縮化実現で、顧客利便性が向上するとともに、住宅業者へのアピールにもなる。

ただしスコアリングによって顧客層を分解しても、3割の「問題ない顧客」と3割の「融資できない顧客」は比較的是っきり出るものの、中間ゾーンが4割程度も残るといふ。この層に対して、どのような対応で臨むかによって、銀行ごとの対応に差が出るとのことだ。

D銀行は表面的な融資条件では「勤続年数」をはずす等、比較的柔軟な対応にみられるもの

の、実際の運用レベルでは厳しめの審査をしているとのことである。グレーゾーン顧客に対しては、個別審査となるため時間もかかり、住宅業者からも「厳しい」と判断されているという。その結果、業者からの紹介も、住宅公庫併用者等の案件が多くなるという。D行の住宅ローン残高は、昨年度の増加率では地銀平均の伸びを下回っているが、このような審査スタンスが影響している面がある。

表1 D行の住宅ローン残高増加率と関連指数 (%)

	12年度	13年度
W県の持家・分譲着工戸数増加率	1.6	-14.5
D行の住宅ローン残高増加率	7.9	7.9
地方圏の持家・分譲着工戸数増加率	-6.4	-12.6
地銀平均の住宅ローン残高増加率	7.4	10.5

資料 全国地方銀行協会HPの各行別経営状況。原資料は単体ベースの決算短信
国土交通省 住宅着工統計

(注) 地銀平均はD行を含み、合併による影響のみられる近畿大阪銀行を除く。
前年比。地方圏の定義は「地方銀行の住宅ローン戦略-3」の表1と同じ。

D行は今のところ、住宅公庫に直接対抗するような長期固定ローンは採算に合わないと判断しており、足元金利の低さを選好する顧客を主なターゲットとしているが、足元金利の低さを享受しようとする顧客ニーズは強いという。もともと県内では、D行の住宅公庫代理貸し出しのシェアは40%と高く、住公に直接対抗する長期金利商品を提供しなくても、住公の融資枠削減の中で、足元金利の低さを選択する顧客中心に、当面は融資実行額の増加が可能とみている。

給振や公共料金口座振り替えの獲得を条件とした金利優遇キャンペーンも行っているが、これは預金獲得という狙いではなく、D行口座を銀行利用の中心としてもらう、いわゆる「メイン口座」獲得という狙いで、預金集め自体にコストをかけることは既にやめている。ペイオフに対しても、同行は財務の健全性、高い格付けを武器に「預金は信頼性で集める」戦略をとっている。

アパートローン推進に強み

D行の住宅ローン残高中、2~3割程度がアパートローンとのことであり、同行はこれまでアパートローン推進には力を入れてきた。これは富裕層向けに相続対策や資産運用の相談の一環とし

で行ってきたものであり、実績も挙がっている。アパートローンは借換、新規合わせて年率4%程度で伸びている。ハウスメーカーでもアパート建設に力を入れている会社も増えているが、そのような企業に対しては、建設案件をこちらから情報提供できる立場にあり、住宅業者との間で、受身だけでないつながりをつくることもできる。

富裕層向けのローン推進等は、営業店の中から営業力があると認められた人材を地域統括店直轄にして、一定エリアの営業を専任させている「エリアローン担当」(前述)が主に行っている。県内11か所に展開するローンセンターは新規案件中心に業者営業や、業者からの持ち込み案件対応の拠点となっており、営業店は借換を主に担当している。新規案件の7~8割程度はローンセンター経由とのことである。

職域推進に関しては、企業向けに金利交渉をしながら、従業員のローン推進をお願いするのも難しい等の事情もあり、推進はしたいが、実現までには困難な点が多いという。

消費者ローンへの進出には慎重

住宅ローン以外の個人ローンに関しては、系列カード会社保証による無担保ローン(自動車、教育、その他)と極度額50万円までのカードローンをそろえているが、信販会社や消費者金融等との提携によるローンは今のところ行っていない。平成13年夏に行った独自のD行利用意向調査では、現状の商品ラインナップ(自動車ローンや教育ローン等)でも、潜在的な利用意向に対する実際の利用割合は低く、個人市場における成長余地はありとみており、あえて更にはリスクの高い分野に進出した場合、同行のブランドである高い信用力にとってマイナスになる可能性もあるとして、慎重なスタンスをとっている。

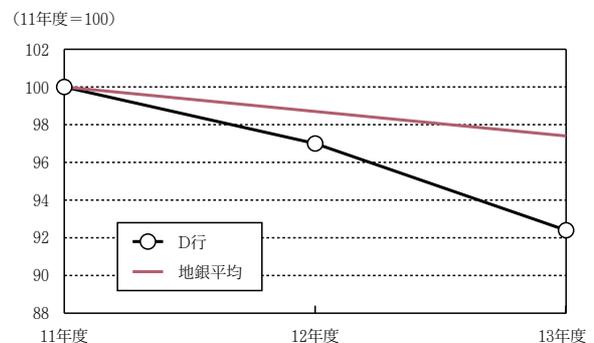
同行では個人マーケット開拓の手段としてCRM(continuous relationship marketing)システムの活用を既に始めており、13年度には自動車ローンについて、利用者の属性分析によ

る「見込み客抽出」の手法を通じ、DMヒット率が高いとみられる顧客に対してDMや電話でのセールスを実施、自動車ローンの残高を伸ばしている。システム構築を受けて全店で顧客情報収集も始めており、顧客情報の更なる蓄積が効率的な個人市場開拓につながることを期待されている。

ブランドイメージや個性が重要に

前述のように、D行のあるW県は、有力な地銀、第二地銀、信金各行が並存し、都市部では都銀の影響力も大きい金融激戦地区である。有力地銀が半分程度のシェアを占めるような寡占的な県と異なり、そのような県では、それぞれの銀行が個性を打ち出して顧客にアピールしてゆかなければ、過当競争に陥るリスクがある。D行は、健全な財務内容という同行のブランド力を堅持しながら、顧客層の拡大やリスクテイク力強化を図っており、ブランド力強化につながる業務に関しては徹底した効率化によってコスト削減を図って、収益性を高めようとしている(図1)。

図1 D行及び地銀平均の経費の推移



資料 全国地方銀行協会HPの地方銀行決算の状況、D行資料
(注) 経費は人件費、物件費、税金の合計。11年度を100として指数化。地銀平均データは近畿大阪銀行合併要因調整済み。

金融自由化の中で、個性やブランドイメージは今後とも重要度を増し、個性的な銀行が増えてくることは確かだろう。D行の取り組みも、そのような将来像を予想させるものとなっている。

(小野沢 康晴)

米国住宅金融証券化の概要

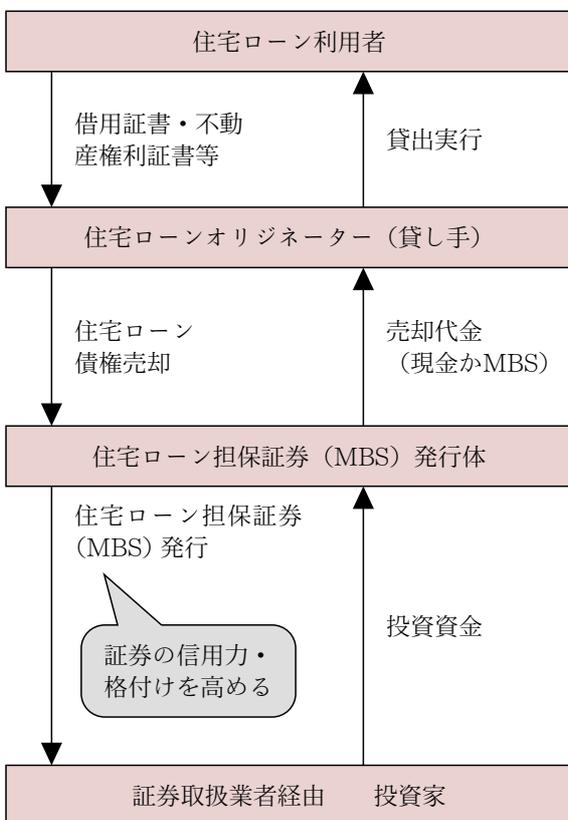
～ 第1回 証券化の仕組みとプレーヤー ～

要 旨

米国では住宅ローン債権の半分以上が証券化されており、証券市場では住宅ローン担保証券 (MBS) の取引が、国債取引と同様に重要な位置付けとなっている。証券化の過程では、政府支援機関であるファニーメイとフレディマックや民間の証券化商品発行主体が貸付金融機関から住宅ローン債権を買い取り、複数の債権を束ねてプール化したうえで MBS を発行し、投資家に販売する。MBS の販売にあたっては、その信用力・格付けを高めることが重要であり、そのために政府支援機関が債務者の元利金支払いを保証する等の措置がとられている。

米国住宅金融証券化の概要につき、「金融市場」で数回に分けて掲載する。今回は第一回目として、「証券化の仕組みとプレーヤー」について説明する。

図1 住宅ローン証券化の基本構造



住宅ローン証券化とは

日本の住宅ローンの場合、貸付金融機関が貸出の実行から回収まで一貫して関与し、住宅ローン債権を自らのポートとして保有するケースが多い。これに対して米国では、貸付、回収、証券化、保証、投資を行う主体が分離されている場合が多い。即ち米国住宅金融市場では、それぞれの業務に特化する機能分化 (アンバンドリング) が浸透しており、住宅ローンの証券化はこの機能分化を前提として理解されるものである。住宅ローン証券化とは、「個々のローン債権を集めてプール化し、そのプールを証券に転換し、これら証券が外部の投資家に販売しやすくするように証券の信用力や格付けを高める一連のプロセスである」と定義できる。その基本構造は、図1のとおりである。まずオリジネーター (住宅ローンの貸し手) は貸出を実行し、この住宅ローン債権を証券発行体に売却する。証券発行体はこれをもとに住宅ローン担保証券 (MBS: Mortgage-Backed Securities) を発行し、これを投資家に売却する。この際に多くの場合、証券の信用度を高めるため、格付けが高い機関の保証を付する等の措置が施されている。

では住宅ローンの証券化にはどのようなメリットがあるのだろうか。証券化のメリットを金融システムの観点からみると、金利リスク・信用リスクの負担を一金融機関に集中させず、多数の投資家に分散させる意義がある。これ以外に

も多くのメリットがあり、これらをオリジネーター・投資家の観点から分けてみてみよう。

オリジネーターにとって住宅ローン売却のメリットは大まかに四つある。第一に、貸出実行に必要な資金を確保できる。特に、預金業務を行わないモーゲージバンカーの場合、概して住宅ローン債権の売却を前提として貸出実行を行う。第二に、短期返済を条件とする資金調達コストと、長期償還を前提とする住宅ローンによる資金運用収益との間のミスマッチ、即ち金利リスクを回避できる。第三に、信用リスク資産圧縮により自己資本比率を高めることができる。第四に、オリジネーション（住宅ローン組成）手数料を得ることができる。なお住宅ローン債権を売却する際に、証券発行体からその代金として現金ではなくMBSで受け取ることも可能である。これが意味しているのは、オリジネーターが信用リスクが地元集中した貸出と、多くの地域にリスク分散された証券が交換することで、貸出ポートの地域分散度を高めることである。

次に投資家にとっての証券化のメリットに移る。一般に証券投資において投資家は信用リスク（証券の元利金回収が滞るリスク）、金利リスク（市場金利上昇により保有証券の市場価格が下落するリスク）、期限前償還リスク（予定していた基準の金利収入が得られなくなるリスク）、流動性リスク（証券売却が必要な際に売却できないリスク）の四つのリスクを負っている。まずMBSの投資家にとって、金利リスク負担は不可避である。一方期限前償還リスクは、後述のとおり、証券化の際の商品設計によってこれを限定することも可能であるが、一般的には回避できない。米国では、期限前償還に係るペナルティが小さく、しかもその手続きが極めて簡単であることから、期限前償還は頻繁に行われており、投資家は常にこのリスクにさらされる。

これに対して投資家にとって、MBS投資のメリットの第一は、信用リスクと流動性リスクが限定されていることである。MBSの場合、証券発行体等が投資家に対して保証料分を金利から差し引くことにより元利金支払の保証をする等

の形で、MBSの信用力を高めているケースが多い。後述するように、多くの場合この保証は連邦政府または連邦政府支援機関により行われているため、投資家は連邦政府の信用力を前提としてMBSに投資する。言い換えれば、投資家はMBSを国債の類似商品として購入する。MBSの信用力を高めることが重要である理由は、生命保険会社や年金基金等当局の規制を受けている投資家の多くが、投資適格グレード以下の証券の購入を規制により制限されていることである。メリットの第二は、投資家が国債利回りプラスアルファという形で比較的高い利回りを享受できることである。これは、MBSが国債と異なり期限前償還リスクを内包していることの裏返しである。メリットの第三は、商品選択が多様化することである。証券化により、格付けがなく流動性が比較的低いローンが、格付けや流動性が高い、貸出先の地理的分散効果がある商品に転換されるからである。投資家は、ポートフォリオ全体の信用リスク量をさほど増加させることなく、投資対象の多様化を図ることができるようになった。

米国住宅ローン証券化市場のプレーヤー

米国における住宅ローン証券化のプレーヤー及び役割分担を図示すると、図2・表1のとおりとなる。まずローンオリジネーターが住宅購入者に貸出を行うが、この住宅ローンはFHA・VAの保証付きローンと、これら保証が付かないコンベンショナルローンに分けられる。FHA（Federal Administration：連邦住宅庁）の保証は、主として低所得者の住宅取得促進を目的としており、民間金融機関が行う融資に対して100%の政府保証を付与するものである。またVA（Veterans Administration：退役軍人庁）の保証は、退役軍人とその配偶者を対象にFHA保証と同様の措置を講ずるものである。金融機関がこれらFHA・VAの保証付きローンを組成して投資家に売却する場合、政府機関であるジニーメイ（政府抵当公庫）が、投資家に対して元利金の償還を保証する。これは一見、政府保証付きローンにつき別の政府機関が屋上に屋を架す保証を付与しているようにみえるが、実際

はそうではない。ジニーメイの保証とは、借入人が債務不履行に陥った場合、元利金回収事務を行うサービサーがFHAやVAから代位弁済を受けるまでの間、投資家に対する元利金支払を立て替えることである。この点に関連して、FHA・VAは借入人の債務不履行を保証するが、サービサーの倒産に伴う元利金回収不能を保証しない。従って、ジニーメイの投資家に対する元利金支払の保証は、サービサーの信用リスクをとっていることを意味する。

一方コンベンショナルローンの証券化を行う機関は大きく政府支援機関、即ちファニーメイ（連邦抵当金庫）及びフレディマック（連邦住宅貸付抵当公社）、及び民間投資銀行（民間の特別目的会社等証券化商品の発行主体）に分けられる。ファニーメイとフレディマックは現在政府出資を受けておらず、株式がニューヨーク証券取引所に上場されている民間会社である。しかし両社は、公共政策的目的に合致した金融業務を追求すべく議会によって設立されており、通常の民間企業とは異なる位置付けとなっている。即ち根拠法や監督官庁（Office of Federal Housing Enterprise Oversight:OFHEO）があり、その定款には組織の目的として公共的な役割が定められている。また両社の取締役のうち5名までは大統領により指名される。さらに通常の民間会社と異なり、州及び地方の法人所得

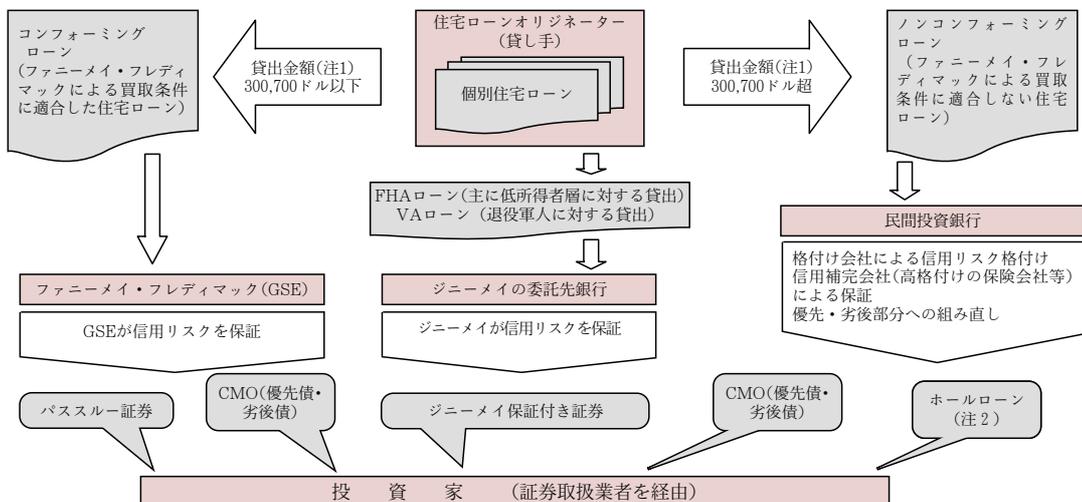
税が免除されるほか、銀行が両社により発行された債券を保有する場合、一般企業の社債であれば課せられる自己資本に対する保有上限比率が適用対象外である、BIS規制上リスクウェイトについては100%ではなく20%が適用される、これらは連銀借入の適格担保である、等の特別な扱いがされている。こうした事情を背景に、両社はGSE（Government Sponsored Enterprises：政府支援企業）といわれており、両社が発行した債券（GSE債）に対して政府が明示的な保証をしているわけではないが、マーケットでは

GSE債には連邦政府による「暗黙の保証」が付いていると理解されている。これによってGSEは、住宅ローン証券化とは別に自らポートを保有する業務に必要な資金の調達コストを抑制できるようになり、一般的にトリプルAの民間企業よりも低い利率で資金調達している。

こうした公的機関的側面により、GSEは連邦政府の政策の一端を担っている。住宅都市開発省（HUD）がAffordable Housing Goals、即ち低・中所得者、より所得の低い層、マイノリティが多く居住する地域向け住宅ローンの買取についてそれぞれ目標を設定し、両社にその結果を毎年公表することを義務付けている。

GSEの主要業務は、オリジネーターから住宅ローン債権を買い取り、複数の債権を束ねたり

図2 米国住宅ローン証券化市場のプレーヤーとその役割



資料：農中総研作成 (注1) この金額による区分は、2002年1月1日以降一戸建て購入のローンに適用されるもの (注2) 優先・劣後部分に分割せず、オリジナルの貸出そのままの形態で投資家に販売するもの

組み直したりして証券化し、証券取扱業者を経由して投資家に販売することである。GSEが住宅ローン債権を買取るには、一件当たり貸出金額が一定水準以下（一戸建ての場合2002年1月1日以降は300,700ドル以下）でなければならない。この水準を上回る金額の住宅ローンは、民間投資銀行に持ち込まれる。次にGSEは、複数の住宅ローン債権をプール化し、これをもとにMBSを発行し、証券取扱業者を経由して投資家に販売する。これらMBSの信用度は、GSEの保証が付されているため、連邦政府の高い信用力に支えられているとの解釈が一般的である。

現在、ファニーメイとフレディマックの機能・役割の違いはなく、両社の業務内容はほぼ同じである。歴史を遡ると、ファニーメイは1938年に政府系機関として住宅ローン債権購入・転売によるローン債権流通市場整備のために設立された。当初ファニーメイはFHA・VAローンを中心に住宅ローンをS&L等金融機関から買取ることによって、リファイナンス機能を果たしてきた。しかし1968年に同社内部からジニーメイが独立した時点で、FHA・VAローン買取の主体はジニーメイとなった。同時に同社は民営化され、コンベンショナルローンを中心に買い取るよう

になった。フレディマックの設立は1970年であるが、同社の買取対象もコンベンショナルローンである。

もう一つの証券発行体は民間投資銀行である。前段の説明のとおり、住宅ローン債権の一件当たり金額が一定水準を上回った場合GSE買取の対象外となるため、これら大口住宅ローンは民間投資銀行に持ち込まれる。またGSEの買取対象にならない信用力が低い住宅ローンは、民間投資銀行によって比較的ハイリスクハイリターンサブプライムモーゲージという商品に組成されている。民間投資銀行が発行するMBSについては、政府やGSEの保証が付されていないため、信用リスクがどの程度か、どのように信用補完するかが問題となる。ここで格付け会社の役割が不可欠となる。信用補完の手段としては主に、高格付けの保険会社等による保証、超過担保の設定、債権の優先・劣後構造への組み直しが採用されている。

GSEの証券化の仕組み

ここでは、米国住宅ローン証券化の中心的役割を果たしているGSEの証券化プロセスの概要を説明する。

表1 MBS（住宅ローン担保証券）発行体の業務概要と役割

		ジニーメイ	ファニーメイ・フレディマック (GSE)	民間投資銀行
性格		政府組織	政府支援機関	民間企業
主な業務		金融機関が組成し投資家に転売したFHA・VA保証付き住宅ローンにつき、投資家に対する信用リスク保証	金融機関が組成した住宅ローンの買取り、これらの証券化、及び投資家に対する信用リスク保証	金融機関が組成した住宅ローンの買取り、これらの証券化
他機関監督業務		住宅ローン元金回収を行うサービスの監督	住宅ローンを組成するオリジネーター、及び元金回収を行うサービスの監督	—
対象とするローン		FHA・VA保証付きローン	コンベンショナルローン（FHA・VA保証がないもの） コンフォーミングローン（金額が300,700ドル以下のもの）	ノンコンフォーミングローン（金額が300,700ドル超のもの）
発行MBS(住宅ローン担保証券)に関する最終リスク負担	信用リスク	FHAまたはVAが全て負担（政府保証）	LTV比率（担保価値に対する貸出額の比率）80%部分まではGSEが負担、それを上回る部分は民間保険会社が負担	民間保険会社が負担する部分以外は、投資家が負担
	金利リスク	投資家が負担	投資家が負担	投資家が負担
	期限前償還リスク	投資家が負担	基本的に投資家負担だが、MBSをキャッシュフロー別の複数商品に分割することで、期限前償還リスクが限定される場合あり	基本的には投資家負担だが、MBSをキャッシュフロー別の複数商品に分割することで、期限前償還リスクが限定される場合あり

資料：農中総研作成

（注）区分となる金額は、2002年1月1日以降

GSEは住宅ローン債権を買い取るにあたり、LTV比率（Loan to Value Ratio: 担保価値に対する貸出額の比率）が80%以下（自己資金が住宅購入額の20%以上）であることを求める。LTV比率が80%を超える場合には、以下のいずれかの措置が買取りの条件になる。超過部分の信用リスクにつき、格付けが高い民間の保険会社に付保してもらう（保険料は最終的に借入人が負担）。延滞が発生した場合にオリジネーターが住宅ローン債権を買い戻す特約を付ける。

同時にGSEは、個人向け与信を審査する際のインフラとして、FICO（ファイコ）というクレジットスコアを用いている。このスコアはFair Isaac社によって開発されたもので、個人の信用履歴、借入金残高、借入金の構成等の項目をもとに、個人の債務返済力を評点化したものである。具体的には、Equifax、Experian、TransUnionという三つのスコアリング会社が会員金融機関から個人の信用情報を収集し、会員金融機関から求められた場合には、当該個人の得点や信用情報を提供している。GSEもこれら三社から借入人のFICOスコアやクレジットレポートを入手している。そして住宅ローン債権買取の条件として、過去に破産等に陥ったこ

とがなく、過去1年以内に延滞等がないなど健全な信用履歴を有していること、FICOスコアの最低基準をクリアすること等を定めている。

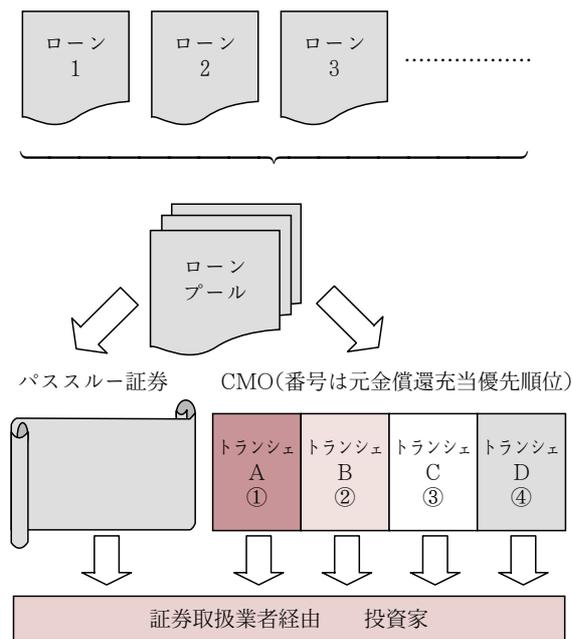
GSEは、住宅ローン債権プールを証券形態に変換して投資家に販売するが、証券の代表的な形態はパススルー証券とCMO（Collateralized Mortgage Obligations）の二つである。

パススルー証券とは、GSEが担保の種類、金利、償還期限等が似ている複数の住宅ローン債権を一つのプールにまとめて証券化したものである。このプールに入った住宅ローンの借用証書・不動産権利書類はカストディアン（保管会社）に送付され、共通のプール番号が記入された後、保管される。パススルー証券の元金償還のタイミングと金額は、住宅ローン債権プールの元金償還をそのまま反映したものであり、サービサーの手数料とGSEの保証料を差し引いた残りが、そのまま投資家に送られる。なお原債権の一部に期限前償還があれば、パススルー証券も一部期限前償還される。

次にCMOは、元本償還の流れをある程度確実に把握し、期限前償還の影響を最小限にしたいという投資家のニーズに対応するため開発された商品である。パススルー証券同様に住宅ローン債権を一つのプールにまとめ、このプールにおける元本償還について、仮に最初に入ってくる25%部分をトランシェA、次に入ってくる25%部分をトランシェBという形に分割し、最終的にA、B、C、Zという順番の四つのトランシェを形成する。この構造においては、トランシェAに対する元本償還が完結してからトランシェBに対する償還が始まる。トランシェC以下への償還のルールも同様である。つまり元本償還の順番はA B C Zなる。なお金利は、各トランシェに対してその残高に応じて支払われる。この仕組みにおいては、トランシェAへの投資は比較的短期の投資、トランシェZへの投資は比較的長期の投資ということになり、利回りはZ>C>B>AとZが最も高くなっている。なおCMOが期限前償還リスクをどのようにコントロールしているかは、次回以降の「金融市場」で説明する。

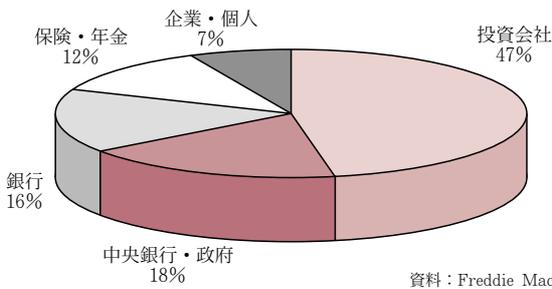
こうして発行されたMBSは、証券取扱業者を通じて投資家に売却される。フレディマック

図3 パススルー証券・CMOの仕組み



が発行する米ドル建て証券における投資家の構成は図4のとおりであり、投資会社のシェアが全体の半分近くを占めている（図4）。

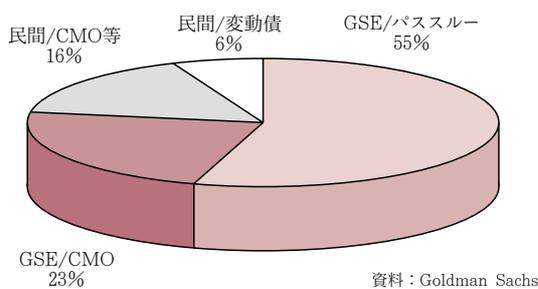
図4 フレディマック発行米ドル建て証券の投資家構成（2001年末）



これを投資家の所属国別にみると北米が69%と圧倒的であるが、アジア・日本が16%、欧州が13%と続いている。

なおMBSの発行残高を商品別にみると、GSEのパススルー証券が全体の55%を占めており、GSEのCMOが23%とこれに次いでいる。また民間投資銀行のCMO・ホールローンが16%、変動利付債が6%を占めている（図5）。

図5 MBSの商品別残高構成（2001年末）



証券化の進展

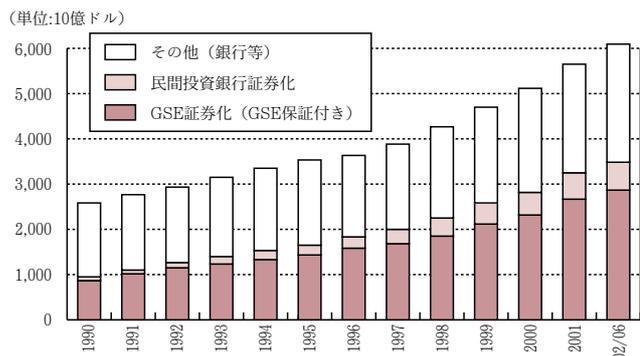
近年米国の証券市場においては、MBSの位置付けが重要になってきている。GSE及び民間投資銀行のMBS発行残高は97年の2.0兆ドルから2001年の3.1兆ドルへと拡大した。一方国債発行残高は、連邦財政収支の黒字化と国債発行額の減少を背景に97年の3.5兆ドルから2001年の3.0兆ドルに減少した。2001年の時点では、MBS発行残高が国債残高を上回った。

また図6のとおり、2002年6月末時点で住宅ローン債権残高は6兆ドルに到達したが、そのうちの半分以上がGSEまたは民間投資銀行により証券化されている。また証券化の比率は年々上昇してきている。

2001年末時点の米国の住宅ローン残高5.7兆ドル（円/ドルを125円とすれば713兆円）は日本（191兆円）の約3.7倍に相当するが、米国のMBS残高3.1兆ドル（388兆円）は日本（2,500億円）の1,500倍以上の水準である。米国で日本よりもはるかに大きなMBS市場が育った背景には、米国当局の積極的な住宅ローン証券化の推進、また証券化を前提として貸付を行うモーゲージバンカーの台頭という歴史がある。金融自由化・金利上昇の過程で、資産・負債のミスマッチに伴う預貸利鞘の悪化により多くの貯蓄貸付組合等中小金融機関の経営が破綻しており、この問題への対処の一つとして、住宅ローン証券化の仕組みが強化された。この点に関する詳細は本誌別稿の「米国における住宅ローン貸出市場の変化と将来像 - 第2回 住宅金融の担い手はどのように変化してきたか - 」に記載されている。

（永井 敏彦）

図6 米国における住宅ローン資産残高の推移



米国における住宅ローン貸出市場の変化と将来像

～第2回 住宅金融の担い手はどのように変化してきたか～

要 旨

1970年代頃まで米国の住宅金融の中心的担い手は貯蓄金融機関であったが、80年代以降業態そのものが衰微するなか、モーゲージ・カンパニーや商業銀行が台頭した。90年代に入ると、住宅金融市場の競争激化と再編・淘汰がいつそう進む中で、資本力があり全米規模のリテールネットワークを持つ大手金融機関の優位性が鮮明になっている。

米国の住宅金融制度の歴史的原型

アメリカでは住宅ローンのことを、住宅モーゲージ・ローン (residential mortgage loan) と呼んでいる。モーゲージとは、借入金額が記載された約束手形、不動産抵当契約証書、保険証書などの総称で、住宅ローンの借入者はモーゲージを債権者に交付することで、住宅不動産を担保とする融資を受ける。モーゲージは第三者に譲渡可能で、事実上有価証券に近い性格のものであり、19世紀にはすでにその転売市場も形成されていた。

モーゲージ金融の専門機関としては、米国では伝統的に貯蓄貸付組合 (S&L: Savings and Loan Associations) や貯蓄銀行 (Mutual Saving Bank) など貯蓄金融機関 (スリフト: Thrifts) が圧倒的な地位を占めていた。両者はいずれもイギリスの組織制度が移植されたもので、非営利の協同組合組織としてコミュニティ構成員から貯蓄預金を持ち分出资 (Share) の形で受入れ、出資者に対し順次住宅資金を貸付ける運営方式をとっていた。

これに対し、商業銀行は短期の商工業貸付を中心としており、モーゲージ融資には厳しい制約が課されていた。商業銀行に、貯蓄金融機関と同様な住宅関連融資が認められたのは、70年代に入ってからであり、それまで両者の業務は事実上棲み分けられていた。

米国の住宅金融制度の原型を特徴付けると、譲渡性のあるモーゲージ貸付という形態をとり、非営利の貯蓄金融機関が中心的担い手となり、

コミュニティ内の資金循環をベースにとする非常に分散的なシステムであるといえよう。

公的支援による貯蓄金融機関の住宅金融専門化

「分散・専門・相互組織」を歴史的原型とする米国の住宅金融制度は、1930年代大恐慌期に住宅及び住宅金融市場が苦境に陥るなか、一連のニューディール政策によって政府支援が重層的に配置され、それらは性格を変えながらも、現在にも継承される住宅金融システムの骨格となった (付表「米国住宅金融市場の歴史」を参照)。

時系列的にみていくと、1932年にS&L等向けの資金供与を目的に連邦住宅貸付銀行制度 (FHLBank system) が発足し、全米12の地域にFHL Bankが設置された。34年には、連邦住宅庁 (FHA) が創設され、住宅モーゲージ保険業務を開始した。FHA保険は貸し手に10年元本償還を保証することで、当時せいぜい3年程度で借換えなければならなかったモーゲージに長期金融を定着化させる契機となった (その後1944年には、現役、退役軍人とその配偶者向けに退役軍人庁 (VA、89年省に昇格) によるモーゲージ保証業務 (VA保証) が創設された)。

同じく1934年には、連邦貯蓄貸付保険公社 (FSLIC) が創設され、貯蓄金融機関にも商業銀行にない預金保険制度が導入された。そして1938年には、連邦抵当金庫 (フエニーメイ: FNMA) が、民間金融機関が保有するモーゲージを流動化するための買取機関として設立され、戦後の証券化市場に向けてのインフラ整備も進んだ。

こうした一連の公的支援措置とともに、貯蓄金融機関に連邦レベルの規制が導入されることで、貯蓄金融機関は住宅金融専門機関としての性格付けが強化された。33年にS&Lに連邦免許が導入され（従来貯蓄金融機関は全て州免許）、基本的に連邦免許S&Lは決済口座（小切手振出勘定）が禁止され、貸付地域も本店から50マイル以内とするなど地域的な業務規制が導入された。

一方で、上記の条件を満たす貯蓄金融機関に対しては、商業銀行に比べて預金金利規制、準備率規制、税制面で優遇し、貯蓄性資金の吸収で有利な措置が取られた。このような措置は貯蓄金融機関の内部留保を高め、モーゲージ投資資金の拡大を支えた。

50～60年代：住宅金融システムの安定期

大恐慌期に確立された米国の住宅金融システムの原型は、50年代の住宅ブームを経て60年代末までほぼ安定的に機能した。

その過程で、政府保証が付いたFHA、VAローン、貯蓄金融機関への流動性供給を行うFHLBank、住宅ローンのリファイナンス業務を行うファニーメイの機能も拡充されていった。結果、1958年には公的金融が関与する住宅モーゲージ規模は630億ドルを超え、残高全体の53%前後にまでに達したとされる（井村69p）。

この間、貯蓄金融機関のオリジネーターとしての地位は、戦後住宅ブームと公的金融支援や税制優遇措置に支えられ大きく上昇した。1966年まで貯蓄金融機関は預金金利上限がなく、預金準備率も商業銀行に比べ低かったため、住宅資金の調達、供給の面で有利であった。貯蓄金融機関は50年代前半にはリテール預金のシェアで商業銀行を抜き、60年代を通じて最大の個人預金の吸収機関としての地位を維持した。

また、貯蓄金融機関は政府保証が付かないため利回りの高いコンベンショナル・モーゲージの比重を高めたため、そのことが一層収益性を引き上げる要因となった。貯蓄金融機関の高金利調達＝高利回運用は、業態としての規制と優遇措置とこの時期うまくマッチしていた。貯蓄金融機関の住宅モーゲージ保有シェアは、50年代末の39%から60年代初頭には70%を超えるま

で急上昇した。

他方、商業銀行の長期住宅モーゲージ業務は、調達運用、規制面で困難があった。商業銀行の調達は貯蓄金融機関より短期の流動性預金であり、また不動産貸付には厳格な制約が課されていた。商業銀行は、基本的に都市部での企業向け預貸業務に特化していた。

住宅金融システムの揺らぎ

1960年代、貯蓄金融機関は順調な発展を経験する中で、その枠組みである「分散・専門・相互組織」に揺らぎと変質が既に生じていた。ひとつは商業銀行との同質化、競合の動きと、1966、69年のクレジットクラッシュを契機とする高金利の問題である。

商業銀行とのイコール・フットイング

前者の商業銀行とのイコール・フットイングについては、貯蓄金融機関は地域業務規制の緩和、業務の多角化推進を求めることで、実質的に商業銀行化の指向を強めていった。60年代半ばまでには、ほとんどの州で貯蓄金融機関の州内支店設置が認められるようになった。また、S&L持株会社（S&LHC）を設立し、傘下子会社の形態で保険、エスクロウなど住宅関連業務を手掛けるなどの動きが出てきた。

こうした貯蓄金融機関の変化に対して、商業銀行も次第に個人の貯蓄預金を吸収し、住宅金融や消費者ローン業務に参入するようになってくる。また、貯蓄金融機関の預金は出資（share）であり、金利は配当と認識されていたため、預金金利上限規制の対象となっていなかったことに対し、イコール・フットイングの観点から、66年貯蓄金融機関にも金利上限規制が適用されるようになった。

高金利による打撃

貯蓄金融機関が長期モーゲージ貸出を順調に伸ばすことができた背景には、物価、金利の安定という条件があった。米国の消費者物価上昇率は1960年半ばまでの10年間平均2%以下だったが、これが60年代後半に入ると急上昇した。

商業銀行はCD（譲渡性預金証書）やCP（コマーシャル・ペーパー）等の市場資金の調達手段を整備していたのに対し、貯蓄金融機関はこうした手段を持たないことから、預金流出は一層激

しいものとなった。

当時のS&Lは資産の85%前後を25年から30年満期の小口モーゲージで運用していたが、調達は同じく85%近くを1年以下満期の小口預金に依存するという、極端な「短期調達、長期運用」の財務構造の問題を抱えていた。さらに流動性の低下とともに、長短金利の逆転状態が発生したために貯蓄金融機関の収益は大きな打撃を受けた。

証券化を通じた貯蓄金融機関の救済

60年代末の住宅不況、貯蓄金融機関の窮状に対する措置が、連邦政府によるより大規模な支援と証券化推進であった。1968年の住宅都市開発法、70年の緊急住宅金融法を通じて、政府系リファイナンス機関(GSE)を拡充し、恒常的にモーゲージの買取りが実施されるようになった。

また、政府が主導的に関与することで、買取ったモーゲージをモーゲージ担保証券(MBS)として流通させる市場が立ち上がった。その後70~80年代初頭にかけて、金融市場環境が激しく変動する中、MBS市場は次々に金融イノベーションを生み、それに対応した規制緩和、市場整備も進んでいくことになる。

(証券化機関、証券化商品の概要については、本号「米国住宅金融証券化の概要」を参照)

こうした政府の大規模な支援、証券化政策により、貯蓄金融機関を中核的担い手とするニューディール期以来の住宅金融システムは形式的にはいちおう維持されたが、その内実は大きく空洞化、脆弱化した。

その大きな要因としては、第一に、モーゲージの流動化市場全体に政府がコミットしても、金利変動がなくなるわけではなく、むしろ金融・資本市場の変動が直接ローカルな住宅金融市場に波及するようになった。

第二に、証券化の浸透、オベ対象モーゲージの拡大等で、モーゲージのオリジネーションだけを行うモーゲージ・カンパニー(後述)等が台頭、住宅金融市場の競争は激化し収益性が低下した。

第三に、本業である住宅金融市場での収益基盤が切り崩されるなかで、業態分離、預金金利規制等の金融自由化措置は手付かずのままであ

り、貯蓄金融機関が生き残るための条件は厳しくなっていた。

金融危機の深化と業務規制緩和

貯蓄金融機関は、70年代末から80年代初頭の「歴史的な高金利」の下で、60、70年代を上回る規模の預金流出を引き起こし、その財務体質の弱さを再び露呈させることになった。

66年の金利上限規制に加え、貯蓄金融機関の調達は自由金利預金の占める割合が低いため、商業銀行と比べても預金流出は深刻であり、数多くの貯蓄金融機関が流動性危機に陥り破綻した。82年には、FSLICに加盟する貯蓄金融機関の85%が営業赤字を出し、業界全体の自己資本は枯渇状態となった。

これに対する措置として、証券化の買支えとともに、業務規制緩和が推進された。金利規制によるディスインタミディエーションが、貯蓄金融機関の問題の根本だとの認識から、これを撤廃し商業銀行との同質化が促進された。貯蓄金融機関の預金金利規制撤廃が段階的に導入されるとともに、運用面での規制緩和も大幅に進んだ。

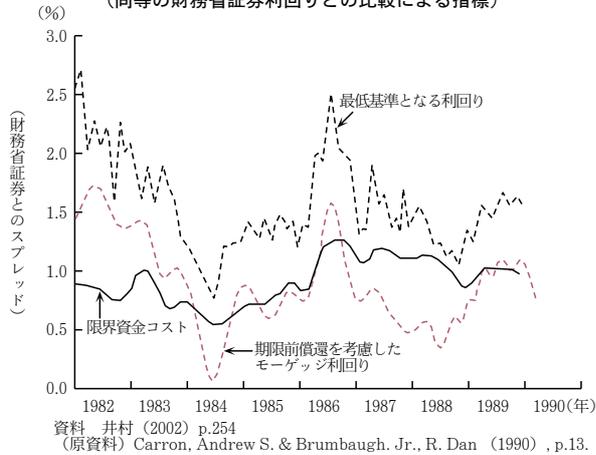
商業銀行との同質化という観点では、こうした業務規制の緩和以上に、貯蓄金融機関の組織形態に関する規制緩和の効果の方が大きかった。70年代を通じて連邦免許及び多くの州免許S&Lは相互組織であったが、80年代には持株会社形態が州際業務を含めて認められるようになり、貯蓄金融機関は株式会社形態が支配的となる。

こうした過程を経て、「分散・専門・相互組織」を枠組みとする伝統的な住宅金融システムは、80年代に入ると制度的にも崩れていった。

金融機関の同質化と住宅金融市場の競争激化

80年代に取られたドラスティックな規制緩和の下で、貯蓄金融機関と商業銀行の同質化・競合が進む一方、証券化を背景にモーゲージ・カンパニーなど住宅金融市場への参入が相次いだ。激しい競争を通じて利鞘は縮小し、モーゲージ業務の採算性は大きく低下した。期限前償還を考慮した場合、84年以降モーゲージ投資のキャッシュ・フロー・ベースは損失となる程であった(図1)。

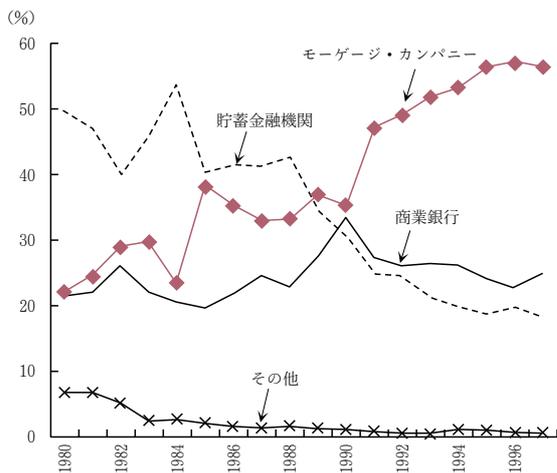
図1 貯蓄金融機関の住宅モーゲージ投資収益の推移
(同等の財務省証券利回りとの比較による指標)



資料 井村 (2002) p.254
(原資料) Carron, Andrew S. & Brumbaugh, Jr., R. Dan (1990) , p.13.

モーゲージ業務全体の収益性が低下するなかで、もともと体力が弱く金利変動に対し脆弱性を抱える貯蓄金融機関、特に中小の場合、住宅金融市場での競争に伍していくのが既に困難であったといえる。80年代後半にかけて、貯蓄金融機関のオリジネーションのシェアは急速に低下し、90年には商業銀行にも追い抜かれる状態となった(図2)。

図2 金融機関別オリジネーション・シェアの推移



資料 Mortgage Bankers Association

本業である住宅金融から駆逐される状況が続くなかで、貯蓄金融機関は規制緩和を受けて、高金利の市場性資金を大量に取り入れ、商業用不動産などリスク投資を行い、その後の大型破産の直接的原因となった。これに経済不況が追い討ちをかける形で、貯蓄金融機関の大規模

な破綻が80年代後半から年を追って深刻化した。

89~95年に破綻し、整理信託公社(RTC)を通じて処理された貯蓄金融機関数は747にも上り、最終的には4,000億ドル以上の財政支出が投入された。747の買収先は約6割が商業銀行、約3割が貯蓄金融機関で、ここでも商業銀行の優位がみられる。

モーゲージ・カンパニーの台頭

80年代以降、貯蓄金融機関の凋落と対照的に、モーゲージ・オリジネーションで台頭するのは、モーゲージを資産として保有せず、転売を前提にオリジネートするモーゲージ・カンパニーであった。

米国独特の業態であるモーゲージ・カンパニーは、19世紀後半に農業モーゲージのオリジネーション、生命保険会社へのモーゲージ売却とサービシング業務の担い手として現れた。

戦後に入ると公的支援制度のもとで、モーゲージ・カンパニーの業務は拡大し、主に流動性の高いFHA、VAローンの取扱いに特化し、1950年代を通じて住宅モーゲージ・オリジネーション額の1/4~1/5を占めるようになっていた。モーゲージ・カンパニーは、モーゲージを生保などに転売した後サービサー機能を担い、全住宅モーゲージ残高の約4分1程度のシェアを持っていた。

しかし、こうしたモーゲージ・カンパニーの活動は、南部、西部など預金蓄積の低い新興地域において、小規模な業者が叢生する状況であった。当時は貯蓄金融機関を含めた預金金融機関の支店設置規制についてなお厳格な州が多く、他方で公的な住宅モーゲージの流動化機能が低下するなかで、モーゲージ・カンパニーがその隙間を埋める形での発展であった。

モーゲージ・カンパニーが本格的に台頭するのは、FHA、VAローンに加え、70年代以降それ以外のコンベンショナル・ローンが証券化の対象となったのが契機となった。その後MBS市場が順調に拡大し、80年代に入ると貯蓄金融機関が経営危機に翻弄されるなか、金利上昇・資金流出の影響を受けないモーゲージ・カンパニーは大きな拡大期を迎えた。

価格競争の激化と再編圧力の高まり

モーゲージの二次市場が拡大し、それを反映してモーゲージ・カンパニーの業務拡大が続く中で、80年代に入ると大手商業銀行、貯蓄金融機関、ノンバンクの参入が相次いで、従来の小規模業者が中心だった業界勢力図は大きく変化した。

なかでも大手商業銀行がモーゲージ・カンパニーを傘下に取り込む動きが目立った。彼らは全米規模の店舗ネットワーク網を持ち、モーゲージ、消費者金融などリテール・バンキングを大規模に展開した。また、GMAC、GE Capital等大手ノンバンクのモーゲージビジネス参入も増加した。

同時に、こうした状況はそれまでの「伝統的貸し手 vs モーゲージ・カンパニー」の構図も大きく変質させた。商業銀行、貯蓄金融機関は、傘下のモーゲージ・カンパニーがオリジネートしたもののうち、収益性、リスク管理等の観点から本体のポートで保有可能としたもの以外は流動化した。したがって統計上モーゲージ・カンパニーが台頭したようにみえても、実態的には伝統的貸し手、特に商業銀行のコントロール下にある部分が相当含まれていることに留意しておくべきだろう。

いずれにせよ、80年代にはオリジネーション市場への新規参入が増加し、競争激化とローン手数料の低下傾向が進むことを与件として、いかに低コストで効率的にモーゲージ数量を確保するか、しかも地域分散を効かせるために全米から集めることが出来るかが、モーゲージ・カンパニーの生き残りの条件となっていた。さらに、価格競争はIT技術の発達やクレジットスコアリングの定着、政府系住宅金融機関による買取基準の明確化、手続き簡便化等によりいっそう拍車がかかった。

こうしたオリジネーション市場の競争激化によって、中小のモーゲージ・カンパニーはビジネスの浮沈の中で次第に淘汰され、資本金がある大手への集中傾向が鮮明になった。大手モーゲージ・カンパニーでも、オリジネーション業務だけでなく、自前の証券化機構を持ち、保険などモーゲージ関連業務の多角化を進めないと生き残りが難しくなった。例えば、小規模

なモーゲージ・カンパニーからスタートし、独立系としては最大手のカントリーワイド (Countrywide) は、自前の証券化機関、モーゲージ保険などを拡充し、総合金融サービス化しながら急成長した。

モーゲージ業界は再編を通じて巨大化

激しいオリジネーション市場の競争を生き残るための体力勝負、巨大化傾向は、合併・買収を通じて近年ますます強まっている。2001年のモーゲージ・オリジネーターのランキングをみると、Wells Fargo、Chase、Washington Mutual (Wamu)、Countrywide、Bank of Americaの順で、年間オリジネーション額は840~1,956億ドル(約10~23兆円)と巨額に達する(表1)。トップ5のうち、Wamuが貯蓄金融機関、Countrywideが独立系モーゲージ・カンパニーで、残り3つは商業銀行系である。

表1 住宅オリジネーターのランキング (2001年、100万ドル)

順位	金融機関名	金額 (\$)	前年 (\$)	前年比 (%)	マーケットシェア (%)	対前年 (%)
1	Wells Fargo Home Mortgage <i>Des Moines</i>	195,614	66,907	+192	9.47	+2.69
2	Chase Manhattan Mortgage <i>Edison, N.J.</i>	183,691	75,974	+142	8.89	+1.19
3	Washington Mutual <i>Seattle</i>	175,537	64,045	+174	8.50	+2.00
4	Countrywide Credit Industries <i>Calabasas, Calif.</i>	138,194	61,694	+124	6.69	+0.43
5	Bank of America <i>Charlotte, N.C.</i>	84,065	51,819	+62	4.07	-1.18
6	ABN Amro Mortgage <i>Ann Arbor, Mich.</i>	81,684	23,764	+244	3.95	+1.54
7	National City Mortgage <i>Miamisburg, Ohio</i>	56,865	21,493	+165	2.75	+0.57
8	GMAC Mortgage <i>Horsham, Pa.</i>	51,821	17,817	+191	2.51	+0.70
9	North American Mortgage/Dime ¹ <i>Tampa</i>	49,817	20,978	+137	2.41	+0.28
10	HomeSide Lending Inc. <i>Jacksonville, Fla.</i>	47,168	21,555	+119	2.28	+0.10
11	Cendant Mortgage <i>Mt. Laurel, N.J.</i>	44,522	22,144	+101	2.15	-0.09
12	Principal Residential Mortgage <i>Des Moines</i>	37,771	8,312	+354	1.83	+0.99
13	CitiMortgage Inc. <i>St. Louis</i>	34,575	21,325	+62	1.67	-0.49
14	Homecomings/GMAC-REC <i>Dallas</i>	34,470	15,856	+117	1.67	+0.06
15	Flagstar Bank, FSB <i>Bloomfield Hills, Mich.</i>	32,999	9,863	+235	1.60	+0.60

資料 American Banker誌

最大手のWells Fargoは買収を通じモーゲージビジネスを急拡大させ、現在傘下モーゲージ・カンパニー子会社の1,400のオフィスと本体の支店網を通じて業務展開を行っている。現在のWells Fargoは98年にミネソタ州の銀行Norwestと旧Wells Fargo (サンフランシスコ) が合併したもののだが、当時Norwestのモーゲージ子会社Norwest Mortgageは全米最大のオリジネーターであった。

オリジネーターの巨大化は、貯蓄金融機関に

についてもあてはまる。業態としては急速に地盤沈下した貯蓄金融機関の中で、生き残ったごく一部の大手は、全米規模のネットワーク網の構築にエネルギーを注ぎつつリテール・バンキングを積極的に展開している。

貯蓄金融機関の数は、90年時点でRTCに接收されていないものが2,342あった。当時の見方で「最終的に生存可能な貯蓄金融機関は1,000程度」とされていたが(井村、284p) 其後の破綻、買収、商業銀行転換により、今年6月で995となり、金融機関の中でもプレゼンス低下が著しい。しかし一方で、一部の大手貯蓄金融機関は80年代の規制緩和を受け、株式会社に転換し持株会社を設立、その後破綻先を含め貯蓄金融機関を積極的に買収し、地域・業務の拡大を指向した。

例えば、カリフォルニアのGreat Westernは破綻先買収を通じ、80年代に資産規模で業界2位の地位を築いたが、97年には同じく4位のWamuに買収された。Wamuはその後も買収を繰り返し、資産規模で2,425億ドル(約30兆円)オリジネーターとして業界3位となる。

2001年末の貯蓄金融機関全体の資産が9,780億ドルの内、Wamuだけでと1/4を占めるガリバーとなった。しかも、Wamuは今年に入り同じく大手貯蓄金融機関、オリジネーションランキング9位のDimeと10位で独立系モーゲージ・カンパニーのHome Sideを買収しており、今年は今米最大手のオリジネーターとなるとみられる。

サービサーはより寡占化

住宅ローンの借り手から元利金を回収しフレディーマック、ファニーメイ等に払い込むサービサー業務は、競争による淘汰はオリジネーター以上に進み、業者数の減少と寡占化が顕著である。米国ではサービサー権は、活発に売買されており大規模で低コストに処理できる業者のシェアが上昇している。ランキング上位の顔ぶれは、Wamu、Wells Fargo、Chase、Countrywide、Bank of Americaとオリジネーターと重なる(表2)。

表2 住宅サービサー業務のランキング (2001年、100万ドル)

順位	金融機関名	金額 (\$)	前年 (\$)	前年比 (%)	7-7月対前年 (%)	対前年 (%)
1	Washington Mutual <i>Seattle</i>	496,704	186,845	+166	8.87	+5.21
2	Wells Fargo Home Mortgage <i>Des Moines</i>	487,823	452,569	+8	8.71	-0.14
3	Chase Manhattan Mortgage <i>Edison, N.J.</i>	429,840	361,640	+19	7.68	+0.60
4	Countrywide Credit Industries <i>Calabasas, Calif.</i>	336,627	284,894	+18	6.01	+0.44
5	Bank of America <i>Charlotte, N.C.</i>	320,854	335,859	-4	5.73	-0.84
6	GMAC Mortgage <i>Horsham, Pa.</i>	191,991	173,128	+11	3.43	+0.04
7	HomeSide Lending Inc. <i>Jacksonville, Fla.</i>	181,267	187,552	-3	3.24	-0.43
8	ABN Amro Mortgage <i>Ann Arbor, Mich.</i>	146,479	109,348	+34	2.62	+0.48
9	First Nationwide Mortgage Corp. <i>Frederick, Md.</i>	112,263	111,992	+0	2.00	-0.19
10	CitiMortgage Inc. <i>St. Louis</i>	103,513	97,192	+7	1.85	-0.05
11	Cendant Mortgage <i>Mt. Laurel, N.J.</i>	98,800	81,194	+22	1.76	+0.18
12	National City Mortgage <i>Miamisburg, Ohio</i>	88,917	63,330	+40	1.59	+0.35
13	Principal Residential Mortgage <i>Des Moines</i>	80,531	55,987	+44	1.44	+0.34
14	North American Mortgage/Dime <i>Tampa</i>	62,705	54,231	+16	1.12	+0.06
15	Homecomings Financial <i>Bloomington, Minn.</i>	50,596	45,417	+11	0.90	-0.02

資料 American Banker誌

サービサー業務の性格からして、規模の経済が働く分野であり、IT投資負担の増加もそうした傾向を加速させている。また、サービサーは借り手がデフォルトした場合、最終的にファニーメイ、フレディーマック等が保証するまでの元利払いを一時的にせよ立て替える義務がある。サービサーの破綻リスクに備えるために、GSE側もサービサーの質のチェックやサービサー業務の契約内容の標準化を進めており、これらも大手に業務が集約される要因となっている。

また、オリジネーションとサービシング業務の間には補完性があり、両業務を手掛けた方が収益は安定するとされる。一般に、金利低下局面では借換を中心にオリジネーションが増える一方でサービシング業務は減少する、反対にオリジネーションが不活発のときはサービシング業務が安定し収益を支える関係がある。これもオリジネーターと共にサービサーが巨大化する要因といえよう。(次回へ続く)

(室屋有宏)

<主要参考文献>

- ・井村信哉『現代アメリカの住宅金融システム』(東京大学出版会、2002年)
- ・L.T.ケンドール、M.J.フィッシュマン編『証券化の基礎と応用』(東洋経済新報社、2000年)
- ・住宅金融公庫編著『欧米の住宅政策と住宅金融』(住宅金融普及協会、2000年)

付表 米国住宅金融市場の歴史

年代	一般経済金融		住宅金融		
	主要経済金融特質	金融市場の歴史	公的部門の政策	住宅金融市場の歴史	
1920年代		1927年 マクファデン法制定→銀行の州際業務規制			
1930年代	大恐慌・金融恐慌 ニューディール政策	1933年 グラスステイガル法制定→銀行と証券の分離 レギュレーションQ制定→預金金利規制、要求払い預金への付利禁止 連邦預金保険制度（FDIC）創設	公的保証・リファイナンス・預金保険による支援	1932年	FHLB（連邦住宅貸付銀行）創設→S&Lへの資金流動性を供給
				1934年	FHA（連邦住宅庁）創設→民間金融機関の住宅ローン保証を目的 FSLIC（連邦貯蓄貸付保険公社）創設
				1938年	ファニーメイ設立（政府系機関として）→住宅ローン債権購入・転売によるローン債券流通市場整備
第二次大戦	戦時経済			1944年	VA（退役軍人庁）設立→退役軍人の住宅ローンに対する保証
戦後→1950年代中盤	財政赤字拡大、インフレ・市場金利上昇の顕在化				
1960年代後半→1970年代	ベトナム戦争によりインフレ・市場金利上昇が加速、証券市場への資金流入増加 貯蓄貸付組合等金融機関の体力低下	1971年 MMF（市場金利連動投資信託）開始 1972年 NOW勘定（利子付決済性預金）開始	証券化政策の導入	1968年	ファニーメイを分割し、ジニーメイを設立→FHA・VA保証付き住宅ローン債権の証券化準備開始（ファニーメイは民営化）
				1970年	ジニーメイがパススルー証券第一号を発行
					タンデムプラン（額面割れモーゲージの買取とファニーメイへの売却）を実施 フレディマック設立→FHA・VA保証が付かない住宅ローン債権の証券化準備開始
1971年	フレディマックがパススルー証券第一号を発行				
1980年代	歴史的な高金利による金融危機 双子の赤字（経常赤字と財政赤字）の拡大	1989年 金融機関改革救済執行法（FIRREA）制定→RTC（整理信託公社）、OTS（貯蓄貸し付け組合監督局）設置、FHLBへの商業銀行の加盟認可等	証券化促進規制緩和 変動金利モーゲージの導入	1981年	ファニーメイがパススルー証券第一号を発行
				1984年	ジニーメイのタンデムプランが破綻→92億ドルの累積損失を計上
				1983年	フレディマックがCMO第一号を発行
				1987年	ファニーメイがCMO第一号を発行 REMIC（税制上の優遇措置を講じた商品）の導入
1990年代～2000年	ニューエコノミー ITバブル	1992年	RTC解散	1992年	GSEの監督機関としてOFHEO（連邦住宅貸付機関監督局）を設立
		1997年	州際支店の認可		
		1999年	グラスステイガル法の銀証分離条項を撤廃		
21世紀	ITバブル崩壊 企業会計不信				

資料：『欧米の住宅政策と住宅金融』海外住宅金融研究会編著
総研レポート「現代アメリカの住宅金融システム」農林中金総合研究所

米国における住宅ローン貸出市場の変化と将来像

第3回 住宅金融システムの変化・再編の帰結

要 旨

米国の住宅金融市場では、証券化、金融自由化を通じて機能分化（アンバンドリング）が進んでいったが、その結果は専門化を強めるよりは、オリジネーション業務の集中・巨大化と関連するリテール、証券化機能等を統合する傾向が強く現れた。また、住宅金融の大手プレーヤー間では業態を超えて同質性が強まる一方で、大手と中小との間で階層的な二極化が進み、特にコミュニティ・レベルでの金融サービスの水準低下という問題が懸念されるようになった。

住宅金融のアンバンドリング

米国の住宅金融システムの原型は、貯蓄金融機関がローカルな資金循環の中で存立し、これに公的支援を付ける形で住宅金融専門機関として機能させるものだった。60年代頃まで、貯蓄金融機関は地域独占的な金利形成と小さい金利変動のもとで大きく成長を遂げたが、その後の激しい金利変動を契機に成長力は急速に縮小した。

その対策としてとられた証券化、金融自由化は、幅広い投資資金をモーゲージ市場に呼び込むとともに、モーゲージ・カンパニーや商業銀行等の新規参入をもたらし、貯蓄金融機関は地域独占的な金利形成は出来なくなり、価格競争が強まるなか大きく市場シェアを落とした。

このような住宅金融システムの変化・再編を、金融機能の在り方の変化という側面で見ると、従来ひとつの金融機関の中で処理されていた金融機能を分割していく過程（アンバンドリング）とみることができる。

具体的には、貯蓄金融機関が内部で担っていた住宅金融の様々な機能、つまり オリジネーション、サービシング、信用リスクの引受け、投資などが、分割され外部市場化していった。この過程で貯蓄金融機関が住宅金融の中核的な担い手の地位を失い、伝統的な住宅金融システムが崩壊した。

巨大化と統合化

では、住宅金融システムの変化・再編、アンバンドリングでどのような変化が結果起きたのか。これについて「巨大化と統合化」、「同質化と二極化」をキーワードに整理してみたい。

教科書的には、金融のアンバンドリングによって各金融機関がそれぞれ競争力のある分野に特化し、専門機関化すると理解されている。実際、オリジネーション業務に特化するモーゲージ・カンパニーや証券化を担う政府系住宅金融機関などが出現して専門化がみられる。

しかし、全体としてみればアンバンドリングを通じて働いた力は、専門化よりは巨大化・統合化の方が大きかったとみられる。前稿第2回でみたように、モーゲージビジネス大手の姿は、とても似かよっており、アンバンドリングがそれぞれの得意分野を活かした「ブティック化」という傾向は強くない。

最も参入障壁の低いオリジネーション業務では価格競争の激しさから、再編・淘汰を通じて大手への集中、巨大化が顕著である。サービシングは、オリジネーション以上に規模の経済が必要となっている。しかも大手でさえオリジネーションとサービシングだけでは生き残っていくのは困難で、消費者金融などリテール関連全般を手掛ける、また証券化機能を自前で持つなど、縦横の統合化が必要になっている。

この直接的要因として、金融の再編・淘汰、異

業種参入が大規模にももの凄いスピードで進んだため、個別的進化の時間が十分なかったことが大きいと考えられる。もうひとつ重要な要因としては、住宅モーゲージ商品の標準化が進み商品差別化が難しいという特性があるとみられる。

米国のモーゲージは証券化の影響もあり、「30年、15年固定」が定番商品となっている。ロットこそ小さいが、政府系住宅金融機関を通じて標準化され買取条件もほぼ決まっているため、非価格競争力を発揮する余地は少ない。競争を勝抜こうとすれば、自ずと低コストで取引数量を伸ばす戦略に依存せざるをえない。業務のスタイルもそれを反映して、業態にかかわらず、基本的にコミッション・ベースのプロカービジネスが主流となってくる。

こうした事情は、中小企業貸出を手掛けるコミュニティバンクが、それぞれの個性を発揮して多数存在しているのと対照的である。中小企業貸出の場合、個別性が強くロットも大きくないが、情報の非対称性が大きいと、審査・モニタリングが必要され、それに見合ったマージンの確保が可能である。米国では大手商業銀行への資産集中傾向がある一方、資産規模3~10億ドル程度のコミュニティバンクが数多くあり、収益性は大手行より高い。

同質化と二極化

住宅金融システムの変化・再編のもう一つの帰結は、貯蓄金融機関、商業銀行、ノンバンクの間で同質化が進む一方、全米規模で業務展開する少数の大手とコミュニティをベースとする多数の中小金融機関との間に二極化したことである。

伝統的な住宅金融システムの下では、貯蓄金融機関がコミュニティバンキングの中心的担い手であり、かたや商業銀行は都市部の商工業向け貸出という形で、業務分野が内容的にも地理的にも分離されていた。

これが70年以降の住宅金融におけるアンバンドリングの過程を通じ、相互の業務の同質化が

大幅に進んだ。金融自由化の観点では、通常貯蓄金融機関の商業銀行化の動きが強調されるが、実態をみると商業銀行の方がより貯蓄金融機関に近づいてきたようにみえる。

商業銀行は傘下にモーゲージ・カンパニーを置きながら、本体でも住宅金融関連を強化、店舗展開も貯蓄金融機関を買収しながら、全米レベルでリテール・バンキングに乗り出してくる。これに対して、貯蓄金融機関の側も、商業銀行へのイコール・フットイングを進めるが、一部の大手貯蓄金融機関を除けば、いっかんして商業銀行に対して守勢を余儀なくされた。

しかし、80年代後半から90年代にかけての貯蓄金融機関、銀行の大規模な破綻・再編ラッシュの下で、特にコミュニティ・レベルにおいて金融サービスの水準低下という問題が鮮明になった。コミュニティの疲弊と地域金融機関の破綻が重なる形で、特定コミュニティの金融機能が麻痺するというような状況も発生した。また、金融機関も預金口座維持手数料、最低預入額の大幅な引き上げなどにより、基礎的な金融サービスを受けられない階層も相当数存在することもクローズアップされた。

住宅金融システムの変化、リテール・バンキングの再編過程で生じたこうした金融サービスの歪みに対して、米国では公的規制の強化も同時に起きていることも注目しておくべきであろう。

その象徴的な動きは、1975年住宅モーゲージ開示法(HMDA)や地域社会資金還元法(CRA)の強化という形で現れた。前者はモーゲージの貸し手に、貸出地域、階層・民族等の情報開示を義務付けるものであり、後者は地域社会への融資促進や差別禁止等を規定している。これらの法律は成立後、十分な実効性があったわけではないが、コミュニティ・レベルの金融サービス低下が憂慮されるなか、90年代に入り強化され、各金融機関の取組みは「格付け」のうえ公表され、合併等の認可の判断材料に利用されている。(次回に続く)

(室屋有宏)