

## 論文の内容の要旨

論文題目 現代アメリカの住宅金融システム：

金融自由化・証券化とリーテイルバンキング・公的部門の再編

氏 名 井 村 進 哉

1. 本論文は、現代アメリカにおける住宅金融システムを、民間金融部門にとどまらず公的部門の金融支援・規制行動との絡み合いにおいて捉えるべきであるという立場から、金融論的アプローチと財政学的アプローチを意識しつつ、民間部門と公的部門双方の機能的な編成に着目しながら、歴史的、構造的に検討したものである。アメリカの住宅金融市場は、我が国でも金融の証券化や公的金融改革の先行例として注目されてきたが、一方で証券化については、もっぱら金利変動リスクの転嫁手段や資産圧縮・自己資本比率の改善、資産再構築の手段といったミクロ的な視点から検討され、マクロ的な市場構造の変化の意義が看過されるきらいがあった。他方で公的金融についても、アメリカのそれが民間との競争を回避し、財政負担を軽減する理想的な姿とする見方が支配的であった。このような見方に対して、本論文は、証券化や自由化に伴って変貌を遂げた住宅金融システムの全体像を通史的に取り上げることによって、次のような見地を対置している。すなわち第1に、証券化や自由化は一面ではリスク回避手段を提供するが、他面では同時に新たなリスクを増幅させる側面をもつこと。第2に、公的金融システムも保証やリファイナンスなどの間接的な形態にシフトし、その「民営化」が進展したにもかかわらず、むしろ逆説的に市場カバレッジが上昇し、財政負担の軽減にはならなかったというものである。その結果、本論文は、

市場原理が圧倒的な力を持つとされるアメリカといえども、住宅金融のように何らかの形で福祉国家的な資源・所得の再分配が不可欠な領域においては、公的部門が形を変えつつ介入を続けざるを得ず、独自の問題を抱え込まざるを得ないことを明らかにしている。

2. 本論文は、研究視角を設定する序章と終章を含む9つの章で構成されている。

序章 住宅金融システムのアメリカ的特質と本書の視角

第1章 ニューディールの住宅金融システムの成立と発展

第2章 戦後のインフレ・高金利と証券化政策の導入

第3章 証券化政策の発展と金融変革・リスクの増大

第4章 歴史的な高金利・規制緩和と貯蓄金融機関危機

第5章 FIRREA 体制と公的金融・規制システムの変化

第6章 貯蓄金融機関の破綻処理と業界再編

第7章 1990年代の住宅金融システム

終章 むすびにかえて

3. 第1章から第3章にかけての本書の前半部分では、まず第1に、コミュニティを基盤とする分散的な金融システムとそれに対応した連邦政府の重層的な支援・規制政策とで構成され、1960年代まで発展を見たアメリカ的な住宅金融の原型であるニューディールのシステムの特質が示される。第2にこのシステムは、1960年代のインフレ・市場金利高騰を契機に根本的な動揺を開始するが、証券化政策の導入によって第1の転換局面を迎えるプロセスが分析される。とりわけ証券化政策は、連邦政府が預金金融機関内部の業態分離規制や預金金利規制の緩和に着手する機が熟しておらず、当面、貯蓄金融機関が保有する貸付資産の流動化によって金利変動リスクに対処しようとし、機関投資家を含む多様な資金を住宅金融市場に導入しようとするという文脈の中で位置付けられている。

まず第1章では、独特の住宅金融方式であるモーゲッジ(抵当金融)と、専門金融機関としてイギリスから移植された建築貸付組合(後の貯蓄金融機関)とによって主に支えられるアメリカ的な住宅金融システムの起源と原型が明らかにされる(第1節)。その上で1930年代の大不況期・ニューディール期の連邦政府による福祉国家的色彩の強い重層的な支援・規制システムの導入過程とその内容が示される(第2節)。そしてこのシステムが、戦後においてコミュニティを基盤とする分散的な金融システムとそれに対応する重層的な公的金融、規制システムを内容として継続、拡張する過程が分析される(第3節)。

つづく第2章では、第2次大戦後に、コミュニティを基盤とする住宅金融専門機関たる

貯蓄金融機関の変質がはじまり、それへの対応として連邦政府による住宅モーゲッジの証券化政策が採用されるに至る過程が示される。すなわち 1950 年代以降、貯蓄金融機関は、地域的・業際的業務拡大や株式会社転換・持ち株会社設立を通じて商業銀行との同質化の道を歩み始め、商業銀行と同様の持株会社規制や預金金利上限規制が採用されるようになったが、1966 年、69 年の 2 度にわたる激しいインフレ・市場金利高騰下で預金流出を契機とする貯蓄金融機関の危機がはじめて顕在化し、それが「豊かな社会」のただ中における住宅産業不況をもたらしたことが示される(第 1 節)。そしてこれへの対応策として、住宅モーゲッジを多様な投資家が購入しうる証券(モーゲッジ担保証券、MBS)に組み込んで流動化＝売却する証券化政策が採用された。すなわち連邦政府は、預金金利や業務範囲の規制緩和の推進の機が熟していない 1960 年代において、住宅金融市場への多様な資金の導入を目的として連邦政府主導の重層的な証券化政策を推進するが、それは民間金融機関への流動性資金供給やモーゲッジオペレーション機能を拡大させるための連邦政府機関の「民営化」や業務範囲の拡大を伴ったものであったとしている(第 2 節)。

さらに第 3 章では、以上のような証券化が 1980 年代に公的金融プログラムや従来の証券発行規制緩和や信託制度をめぐる税制上の制約の撤廃に主導されて一層高度に展開されるプロセスが明らかにされる。すなわち、歴史的な高金利下のモーゲッジ・スワップの導入(第 1 節)、マルチクラス債券を生み出した CMO(第 2 節)、あるいは税制上の制約を撤廃した REMIC やストリップ型 MBS などの金融革新の内容が示される。またこれらの金融技術が同時に市場全体の投機性を強める側面をも併せ持つことが強調される(第 3 節)。

4. 以上のような証券化の進展と相前後して、1980 年代に現れた貯蓄金融機関の本格的な危機、それへの対応としての規制緩和、貯蓄金融機関のリスクな行動、更にその結果としての大規模破綻は、連邦政府による巨額の財政資金の投入と住宅金融支援・規制システムの転換を促したが、これらの専門金融機関の経営破綻と再編過程を住宅金融システムの第 2 の転換局面として取り上げていたのが第 4 章から第 6 章にかけての 3 つの章である。

まず第 4 章では、まず 1980 年代の初頭の歴史的な高金利状態によってもたらされた本格的な貯蓄金融機関危機への対処として規制緩和政策が採用された経緯が明らかにされる(第 1 節)。またそれを契機に貯蓄金融機関が預金・資金運用両市場で商業銀行との競争を激化させてリスクな経営行動をとるようになり(第 2 節)、ついには 1980 年代中盤以降の地域的経済不振を契機に大規模倒産が現れて預金保険機関である連邦貯蓄貸付保険公社(FSLIC)が財政破綻に陥るに至る経緯が示されている(第 3 節)。

また第5章では、以上のような貯蓄金融機関危機に直面して実施された1989年金融機関法(FIRREA)による公的金融・規制システムの改革内容が明らかにされる。すなわち連邦政府は、財政資金を投入して破綻処理に乗り出すとともに、一方では貯蓄金融機関免許の基準を厳格化し、リスク資産規制や自己資本規制を強めるなど健全性維持規制を強め、他方では貯蓄金融機関と商業銀行との合併を全面的に認可する形で業界統合・再編を推進するという貯蓄金融機関規制の変化が示される(第1節)。また公的金融システムの商業銀行への開放を伴う連邦政府の規制機関と公的金融機関の改組の内容が明らかにされる(第2節)。

さらに第6章では、整理信託公社(RTC)による破綻処理が、一方では87%にも達する回収率を達成しながら、他方では最終的には、4,000億ドルを超える財政負担を伴いながら遂行されたこと(第1節)、そして新規システムとRTCの破綻処理活動に主導された広範な貯蓄金融業界の再編が進展し、商業銀行のリーテイル・ネットワークに組み込まれていくプロセスが示される(第2節)。

5. 第7章では、以上のような証券化、自由化に伴う構造転換を経た1990年代における住宅金融システムの特質が明らかにされる。すなわち住宅金融市場では伝統的な貯蓄金融機関の地位が急低下する一方で、種々の金融機関や機関投資家が参入するとともに、公的金融機関の市場カバレッジが大幅に上昇するという構造転換が示される(第1節)。また商業銀行は、住宅金融、消費者金融領域で持株会社を通じた集中・統合を急速に進展させ、全米規模のリーテイルバンキング網を形成するプロセスが明らかにされる(第2節)。そしてこの再編過程で金融サービス水準が低下したため、これへの対応としてHMDA/CRA規制、1990年住宅法による民間非営利機関の利用、さらには多様な財政金融支援措置が現れたが、これらは公的金融プログラムにとどまらず民間金融機関に対する直接規制をも利用しながら住宅金融システムを維持しようとする公的部門の動きであると規定している(第3節)。

そして終章では、本論文の基本的な視点と知見の要約を通じて、このような現局面におけるシステムのあり方そのものに、現代アメリカの住宅金融領域における福祉国家的ニーズとそれを抑制しようとする動きのせめぎ合いの姿があらわれているとしている。