

モーゲージの流動化機構と商業銀行

片桐, 謙

<https://doi.org/10.15017/2920760>

出版情報：経済論究. 76, pp.45-77, 1990-03-27. 九州大学大学院経済学会
バージョン：
権利関係：



モーゲージの流動化機構と商業銀行

片 桐 謙

目 次

- I 問題の視角
- II 公的保険・保証
- III モーゲージ金融と商業銀行
- IV 結び

I 問題の視角

管理通貨制を信用論体系のなかで位置づけようとした従来の研究¹⁾は、いずれも、中央銀行論、その背後にある公信用の解明からのアプローチである。そこでは、制度的には不換制への移行のもとで、国家の国債発行による財政スペンディングが強調されていた。筆者は管理通貨制のもとでの公信用の役割を、こうした従来の方法とは異なる視角から解明することが必要であると考え、このとき対象とするのは、近年著しい発展をとげているアメリカのモーゲージ市場である。

「モーゲージ (mortgage)」²⁾ はいくつかの意味を持つが、まず第一に不動産を担保とする金銭貸借契約を指す。その内容は、不動産の所有権を債務弁済の担保として、債務弁済不能のとき、当該不動産の所有権を、債務者＝モーゲージ設定者 (mortgagor) から債権者＝モーゲージ権者 (mortgagee) に譲渡し、債務弁済にあてるものである。ただし、モーゲージ設定者の占有権は弁済不能になるまで保たれる。この契約をモーゲージ契約といい、それによって担保される貸付をモーゲージ貸付という。第二に、モーゲージは、このモーゲージ貸付が行われる際にモーゲージ設定者からモーゲージ権者に交付される書類一式

を指す。具体的には通常、次の書類からなる。

- ① 借入金額記載の約束手形
- ② モーゲージ契約証書（狭義のモーゲージ）
- ③ 権原保険証書
- ④ 火災保険証書，等

これらの証書を交付することにより モーゲージ金融が行われる。モーゲージは、他の有価証券と同様、譲渡が可能である。しばしば、モーゲージをわが国の抵当証券と対比し、「抵当証券」と訳す。が、両者の間には決定的な違いがある。モーゲージは貸付債権に当初契約時から譲渡性＝流通性を与え、市場への資金流入を促進しようとするものであった。このためアメリカでモーゲージ市場は発展した。これに対し、抵当証券では元々、一般的な流通性は意識されていない³⁾。こうした理由で、筆者はモーゲージを「抵当証券」と言うのは誤りであると考える。

次にモーゲージ資金の需要をその性格別に分類すると、まず住宅用と非住宅用に分かれる。後者は更に、商業用と農地用とに分かれる。このうち、モーゲージ残高で圧倒的な地位を占めるのが住宅用であり、その約7割が個人住宅用のものである。この点で、モーゲージは個人住宅金融と言いかえることもできる。

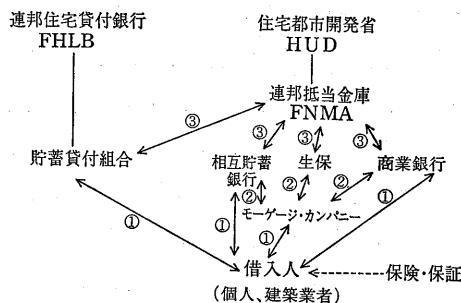
住宅金融は、開発段階 (construction phase) と所有段階 (permanent phase) の二つからなる。この二つの段階は次のように言いかえることもできる。すなわち、不動産による金融、つまり不動産を担保としての金融と、不動産のための金融、つまり不動産を調達するための金融である⁴⁾。前者は住宅建築のための資金需要に応ずるための金融であって、これにより住宅が建てられる。関与期間は短期で、資金調達は建築融資 (construction loan) といわれる。後者は、関与期間は中長期で、パーマネント・ローン (permanent loan) といわれ、小口の長期貸付に特徴がある。この不動産に投資した固定しがちな資本をどのように流通させるかが、最も重要な課題となる。そこでこのパーマネント・ローンの流動化を図る第二次市場が成立するが、この市場は、モーゲージ自体の流動化市場と既存モーゲージを受益証券化したモーゲージ担保証券 (mortgage-backed security) 市場とからなる。前者の場合、貸出を実行しモ

ーゲージを取得した者＝オリジネーター (originator) は、このモーゲージを売却することによって資金を回収することができる。この際、モーゲージの書類一切を譲受人に交付し、譲受人はその旨を登記する。売買は相当まとまった金額を単位として行われるので、実際の取引では、両当事者間で総額について売買契約を結び、これにモーゲージを添える形をとる。また、1935年から RFC モーゲージ・カンパニー (Reconstruction Finance Corporation Mortgage Company), 38年から連邦抵当金庫 (Federal National Mortgage Association) によるモーゲージ・オペレーションが行われており、連邦政府自らの手でモーゲージ債権の流動性を高め、市場の拡大を図ろうとする試みもあった。ただし、注意しなければならないのは、前者の意味の第二次市場で取り引きされるのは、モーゲージ本来の貸付債権 (loan) である、ということである⁵⁾。先の譲受人は、モーゲージを購入することによってモーゲージ投資が可能になる。これに対して後者の意味での第二次市場で取り引きされるのは、この貸付債権を証券化 (securitization) という人為的プロセスを経て、証券の形態に転換したものであり、これが1970年代からの不動産ファイナンスの革新である。

住宅モーゲージ貸付には以下の四つのタイプがある。第一に、建築過程を金融するため商業銀行と貯蓄貸付組合によって建築業者に供給される短期建築融資。第二に、住宅の最終購入者に対し、主として長期金融機関と個人投資家からなされる長期モーゲージ貸付。パーマネント・ローンである。第三に、既存住宅の近代化または修繕のための短中期貸付。最後に、機関投資家による住宅モーゲージの手持ちを金融するために商業銀行によってなされる短期貸付、である。

こうした住宅金融の機構を表したのが、図1である。実線がモーゲージとその代り金 (貸付金) の流れで、破線は保険・保証である。①が第一次市場、②③は第二次市場である。この第一次市場はモーゲージ貸付資金の需給が合う場であるので、債券市場でいえば起債市場であり、第二次市場は、オリジネーターがそのモーゲージを第三者へ転売して資産の流動化をはかるので、債券市場の流通市場にあたる、と観念される⁶⁾。ところが先にも述べたように、モ

図1 住宅金融機構



注) ↔ モーゲージおよびその代り金(貸付金)の流れ

← 保険・保証

①は第一次市場, ②③は第二次市場を示している。

出所) 日本長期信用銀行調査部『世界の住宅金融』, 1968年, 102ページ。

ーゲージは証書であって、証券ではない、ということに注意する必要がある。この意味で、本稿で対象とする前者の意味での第二次市場は、社債等と同様の流通市場ではない⁷⁾。

モーゲージ市場は、アメリカの金融市場で株式・公社債市場と並んで、資本市場を構成する。しかし、両者の性格は異なる。その違いの要因は、モーゲージ市場が基本的に地獄的性格を備えている、という点にある。モーゲージ貸付の借手は、所得水準、返済能力、信用力などの多種多様な個人で、担保の不動産もまた多種多様である。モーゲージ資金の貸手は、その地域内の事情を熟知していなければ、損害を被る危険性がある。このようにモーゲージ市場は基本的に地獄的市场であるが、特定地域においてモーゲージ資金の需要と供給が一致する保証はない。むしろ需給不一致が一般である。こうした事態は、地域市場間のモーゲージ金利格差として端的に現われる。そこで、地域市場間の資金需給超過ないし不足を全国的に調整する必要が生じる。

モーゲージ市場の第二の特徴は、上述の通り、資本市場の一部を構成する、ということである。モーゲージ市場は、資本市場と住宅市場との重要な連繫の場となっている。特に証券化の中でモーゲージ担保証券の形で第二次市場が拡

大するにつれ、モーゲージ市場は資本市場に統合されてきた。現在、形態別の負債残高で、モーゲージは国債を上回り最も大きな位置を占めている。更にこの過程は、第一の点と関連させれば、モーゲージ市場が完全市場化していく過程でもある。

このように筆者の問題意識は、モーゲージ市場の完全市場化そして資本市場への統合にある。そこで本稿では、その過程の第一の段階、すなわち図1の②の意味での流動化のしくみの生成を考察の対象とする。以下では、Ⅱでこの流動化のための制度的枠組みを述べる。そしてⅢでは、この流動化機構を支えた資金の性格を明らかにする。

注

- 1) 川合一郎『管理通貨と金融資本』（『川合一郎著作集』第6巻、1982年）、深町郁弥「管理通貨制度論と信用論(I)(II)」九州大学『経済学研究』39巻1—6合併号、1974年、40巻4—6合併号、1975年、同「管理通貨と金融資本」川合一郎編『現代信用論』（下）、1978年、生川栄治『信用理論の体系』、1985年。
- 2) モーゲージおよびモーゲージ取引については、日本長期信用銀行調査部『世界の住宅金融』、1968年、鹿毛雄二「モーゲイジ・マーケット」日本証券経済研究所『アメリカの公社債市場』、1979年、を参考にした。
- 3) わが国では抵当権の流通を目的とする「抵当証券法」があったが、死文化していた。この点については、我妻 栄『近代法における債権の優越的地位』、1953年、第三章第二節 第六項、参照。なお、最近のわが国の住宅債権の流動化については、大和証券経済研究所『金融の証券化』、1986年、第Ⅲ部 第1章、参照。
- 4) 伊藤 進「担保法における理念の変革」日本土地法学会『不動産金融・水資源と法土地問題双書10』、1978年。
- 5) モーゲージそのものは、財産的権利を化体し、法律技術的な意味で証券である。
- 6) 高木 仁『アメリカの金融制度』、1986年、242～243ページ。しかし、実際にモーゲージ市場を、第一次市場と第二次市場とに明確に区分するのは、困難である。
- 7) また②の場合、モーゲージ・カンパニーを中心とした相対取引なので、オープンな「市場」と言うことはできない。

Ⅱ 公的保険・保証

大恐慌は、モーゲージ市場と住宅建築活動に二重の打撃を与えた。金融機関

および投資家による新規モーゲージ貸付は、大恐慌中にほとんど中断した。更に、1920年代に締結された住宅モーゲージ債権の元利支払いが停滞して、抵当流れと金融機関の倒産が相次ぎ、モーゲージ市場は事実上崩壊した。

そこでこうした1930年代壊滅状態にあった住宅建設の回復をはかるため、ニューディール政策の一環として一連の連邦政府による関与が始まった。まず最初になされたのは、困難に陥っている金融機関を救済することであった。1932年に連邦住宅貸付銀行 (Federal Home Loan Bank) が設立された。これは全国12の地区で各1行ずつ合計12行設けられ、住宅貸付銀行局 (Home Loan Bank Board) の監督下におかれた。FHLB は貯蓄金融機関へ資金を貸付け、モーゲージ金融の分野で中央銀行的役割を果たすことが期待されていたのである。しかし、モーゲージ市場の崩壊はとまらず、1933年には抵当流れは25,200件を越え、最悪の年となった。そこで緊急の課題として、S & L、生保等の金融機関救済のため、同年に登場したのが、住宅所有者貸付会社 (Home Owners' Loan Corporation) である。HOLC は、FHLB 制度加盟金融機関のみならず、その枠外にあるモーゲージ権者の持つ支払不能住宅債権を肩代りしてそれを流動化すると共に、モーゲージ設定者に対しても債務履行条件を緩和し、この両面から市場の崩壊を阻止する試みがなされた。つまり、「同社の主要な機能は抵当資産をこげつかせた債権者と支払不能におちいった抵当債務者のあいだに介在して前者の抵当債権を同社の社債に振替え、またそれによって後者の債務履行条件を緩和させることにあった。つまり極端ないい方をすれば、資金の投入なしに国家信用のみによって市場の崩壊を防止する仕組みになっていたのであって、それだけに広範な救済活動を展開しうる根拠をもっていたのである。」⁸⁾ HOLC は市場の全面的な崩壊を回避するのに重要な役割を果たした。その使命を一応完了する1935年までの3年間に、個人住宅の100万以上のモーゲージがリファイナンスされた。連邦住宅貸付銀行が永続的方策であったのに対し、住宅所有者貸付会社は緊急的なものであった、とすることができる。モーゲージ市場は1934年から回復を始め、30年代後半から、モーゲージ信用政策の方向は市場の崩壊・縮小を阻止しようとする従来の防衛的政策から、市場への資金流入を促進し建築活動と景気全般の回復を図ろうとする積極的政策に転換

した。そのため1934年以降、二系列の措置がとられた。

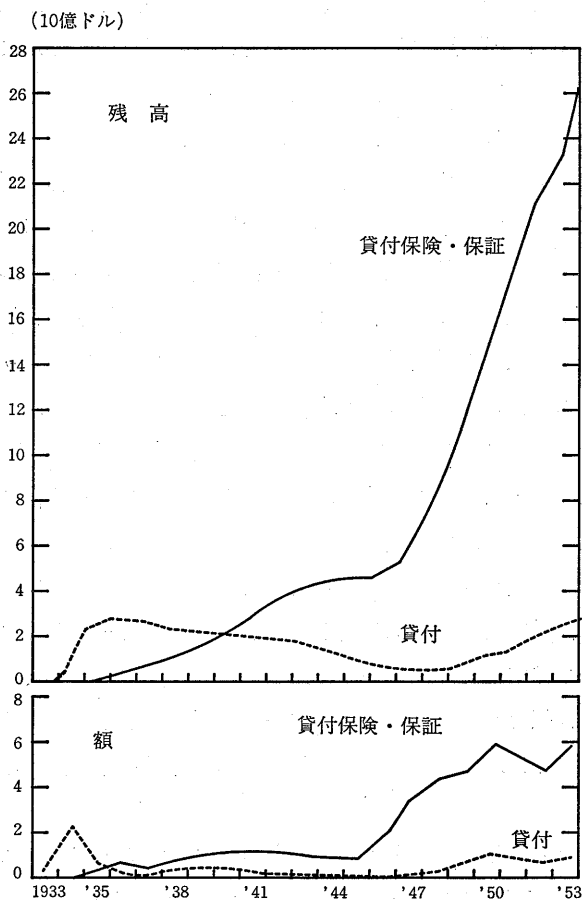
まず一つは、住宅モーゲージ貸付に対する公的保険・保証であり、これが本章での対象である。1934年全国住宅法 (National Housing Act) に基づいて、一定条件をそなえた住宅モーゲージ貸付から生じる損失が保険 (Insurance) されることになった。連邦住宅局 (Federal Housing Administration) 保険対象の貸付は、タイトルⅠのもとで住宅の近代化および修繕のための貸付と、タイトルⅡのもとで原則として、1-4 家族用住宅の建築ないし購入のための貸付であった。前者の住宅の近代化および修繕のための貸付での保険適格貸付は一件あたり2,000ドル以下のもので、融資額の20% (後に10%) までが保険された⁹⁾。資金源として1939年以降は保険料が徴収された。後者の1-4 家族用住宅の建築ないし購入のための貸付での保険適格貸付は一件あたり16,000ドル以下で、モーゲージ資産評価額の80%までのものに限られ、貸付期間、利子等についても一定条件を満たすことが求められた¹⁰⁾。この場合、最初から保険料が徴収されたが、保険金支払は主に元利政府保証債発行を通じてまかなわれた。

FHA の損失保険方法は、以下のようになされる¹¹⁾。借手に支払不能が起った場合、当該不動産は貸手の手に移り、貸手はそれを FHA コミッショナーに渡し、それと引き換えに FHA 社債と請求書を受け取る。後者は社債に含まれない抵当物処分に要する諸費用である。多数家族収容建築では、貸手は社債ならびに請求証明書と引き換えに FHA コミッショナーに債権を譲渡する。この社債は、相互不動産保険資金 (Mutual Mortgage Insurance Fund) か住宅保険資金 (House Insurance Fund) 引き当てに発行される。これらの資金源は、不動産評価手数料および保険料からなる。前者は1-4 家族用住宅、後者は貸家業および住宅企業の住宅保険に適用された。要するに保険金の支払いの際に、FHA 社債と回収不能になった住宅モーゲージとを交換するという方法がとられた点に特徴があった。この点は、住宅所有者貸付会社の場合と共通である。

1944年復員軍人再調整法 (Servicemen's Readjustment Act) に基づいて設立されたのが、復員軍人局 (Veterans' Administration) で、民間金融機関の復員軍人向けモーゲージ貸付の保証 (Guarantee) を行ない、VA 保証とい

われる。復員軍人は住宅を建築または購入するための資金を金融機関から、頭金が不要等、有利な条件で借り入れることができ、金融機関にとっては保証によって住宅モーゲージ貸付に対するリスクが軽減される。保証限度額は徐々に引き上げられてきており、貸付金利については、FHA 保険と同様、上限金利が課されている。債務不履行が生じた場合は、保証限度額と抵当権実行の費用およびそれまでの未回収利息が、請求次第即座に支払われる。

図 2 非農業用住宅向け連邦信用



出所) R. J. Saulnier, *Federal Lending and Loan Insurance*, 1958, p. 291.

他方、連邦政府自らの手でモーゲージ債権の第二次市場を形成し、モーゲージ債権の流動性を高め、市場の拡大を図ろうとする試みがあった。まず1935年に、主として FHA 保険付モーゲージの売買を目的として、RFC モーゲージ・カンパニーが設立された。同機関は1935年から36年に約1,000万ドルのモーゲージを買いとり、これは同時期に金融機関から購入された保険付モーゲージ総額の約16%に達した。更に1938年の全国住宅法の改正を機にその規定に基づいて、RFC 資金1,000万ドルの資本金でワシントン国法抵当金庫 (National Mortgage Association of Washington) が設立され (後に連邦抵当金庫と改称)、同様に FHA 保険貸付の売買にのり出した。これら二つの機関は後に VA 保証付貸付の購入も始めたが、実質的にモーゲージの第二次市場として機能するのは第二次大戦後である。

FHA 保険、VA 保証の動向は図2の通り、残高は年々増加傾向にあり、特に1947年から53年にかけて5倍に増加し260億ドルを越えた。以下ではこの二

表1 民間金融機関による住宅改築・近代化のための消費者賦払貸付、およびFHA保険の割合

年末	住宅改築・近代化貸付 a (100万ドル)	FHA保険 (%)
1939	298	43
1940	371	46
1941	376	55
1942	255	76
1943	130	98
1944	119	78
1945	182	62
1946	405	51
1947	718	57
1948	843	72
1949	887	72
1950	1,006	68
1951	1,090	71
1952	1,406	65
1953	1,649	68

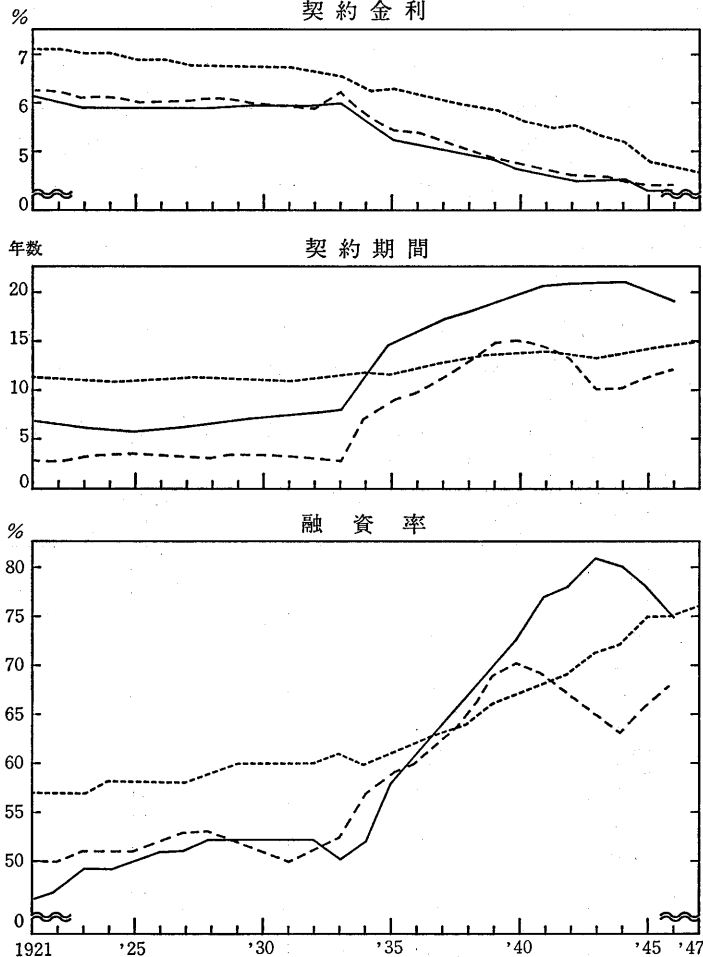
注) a. 持家住宅の改築・近代化のみ

出所) 図2に同じ p. 51.

つがモーゲージ金融にいかなる影響を与えたか、を検討する。

まず表 1 より、FHA 保険貸付は住宅改築・近代化の融資に重要な役割を果たしたことがわかる。1939年以降、住宅改築のための FHA 貸付は貸付額の少な

図 3 非農業住宅向けモーゲージ貸付の契約条件
契 約 金 利



—— 生命保険会社 - - - - 商 業 銀 行 貯蓄貸付組合
注) 金利, 契約期間, 融資率の 3 年移動平均。元々の貸付額の加重移動平均。1—4 家族用住宅向け貸付。

出所) J. E. Morton, *Urban Mortgage Lending*, 1956, p. 91.

くとも40%で、第二次大戦下では 3/4 以上に達した。

次に図 3 で、FHA 保険が住宅金融に対して与えた影響をみる。FHA 以前は融資率 (Loan to Value ratio)¹²⁾ は40~50%、貸付期限 5 年程度で、利息のみ毎年支払い、元本は最後に一括返済という方式がとられていた。1930年代の不況期に返済不能に陥るケースが多かったのは、この方式のためである。ところが FHA が割賦返済方式を導入したことにより、公的保険の付かないコンベ

表 2 生命保険会社、商業銀行、貯蓄貸付組合によるコンベンショナル非農業
モーゲージ貸付

	1—4 家族用住宅			そ の 他	
	生 保	商業銀行	S&La	生 保	商業銀行
1920—24a					
完全割賦	27.5%	15.5%	94.4%	1.7%	5.8%
部分的割賦	56.2	42.4		77.6	40.7
非割賦	16.2	42.1		20.7	53.5
計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1925—29					
完全割賦	18.9	16.2	b	6.3	10.7
部分的割賦	58.9	37.9	b	66.1	43.4
非割賦	22.2	45.9	b	27.6	45.9
計	100.0	100.0	b	100.0	100.0
1930—34					
完全割賦	33.4	17.1	94.1	3.8	10.3
部分的割賦	50.4	38.1		69.8	39.7
非割賦	16.2	44.8		26.4	50.0
計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1940—47c					
完全割賦	90.6	48.8	99.8	53.1	51.9
部分的割賦	8.4	41.3		44.1	37.3
非割賦	1.0	9.8		2.8	10.8
計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

注) 24の生保, 116の商業銀行, 92の S&L による1920年1月1日以降になされた貸付に関する NBER のサンプル調査

- 1—4家族用住宅以外の216の貸付 (全体の約 5%) を含む。
- 1925—29年の S&L の貸付は1920—24年のそれに含まれる。
- S&L に関しては, 1942—47年になされた貸付。

出所) 図 2 に同じ p. 358.

ンショナル・モーゲージにもこの方式が用いられるようになった。金融機関にとっては FHA 保険によって融資率を引き上げ、貸付金額の増大をもたらした。

表 3 非農業住宅建築および金融における FHA 保険と VA 保証

	住 宅 戸 数							
	VA 保証貸付 a		FHA 保険貸付 b			非農業住宅モーゲージ額		
	1-2 家族用 住宅 c	計	1-2家族 用住宅 d	多数家族 用住宅 e	計	20,000ドル以下		
						FHA 保険	VA 保証	コンベン ショナル
1935	...	...	7%	5%	6%	f	...	f
1936	...	...	18	5	16	f	...	f
1937	...	...	19	11	18	f	...	f
1938	...	...	32	19	30	f	...	f
1939	...	...	37	21	34	20%	...	80%
1940	...	...	37	9	34	19	...	81
1941	...	...	38	10	36	19	...	81
1942	...	...	56	46	55	25	...	75
1943	...	...	76	98	80	20	...	80
1944	...	...	65	89	67	15	...	85
1945	3%	3%	20	15	20	8	3% g	88
1946	14	13	11	6	10	4	22	74
1947	27	25	23	63	27	8	28	64
1948	13	12	28	68	32	18	16	66
1949	13	11	32	62	36	19	12	69
1950	17	15	31	76	36	15	19	66
1951	16	15	22	65	26	12	22	66
1952	14	13	25	37	26	11	15	74
1953	16	15	23	26	24	12	16	73

注) a. 1950年までは VA によって保証された第1順位モーゲージを担保する住宅戸数ベース。

b. FHA 第1承諾検査に応じる住宅および住宅ユニットの戸数。

c. 民間金融1-2家族用住宅の戸数に占める VA の比率。多数家族用住宅の VA 保証の比率は大変小さい。

d. 全国住宅法のセクション2, 8, 203, 603, 903で金融された1-2家族用住宅とセクション207, 213, 608, 611, 803, 908で金融された1家族用住宅の戸数。プロジェクトタイプの2家族用住宅は除外。

e. セクション203, 603で保険された3-4家族用住宅とセクション207, 213, 608, 803, 908で保険された2家族用サイズ以上の賃貸および協同プロジェクト。

f. n.a.

g. 1944年を含む。

出所) 図2に同じ p. 53.

た。債務者にとっては、割賦返済方式により返済金額の一時的負担増を軽減することになり、同時に貸付期限は15年に延長された。

この割賦返済方式の浸透を金融機関別にみると（表2）、S & L は1920年代から既にこの方式をとっていた。生保も貸付の3/4以上が部分的あるいは完全割賦返済方式をとっていた。これに対して商業銀行は、1934年以前は非割賦返済方式が一般的であった。しかし1940—47年に、生保と商業銀行は非割賦返済方式はとらなくなっている。

先の住宅改築・近代化の融資は、全国住宅法タイトルIのもとでのFHA保険である。1934年末までに11,945の金融機関がこのタイトルIのもとで保険を受けた。このうち、10,029が商業銀行、100以上が金融会社、残りが建築・貸付組合、工業銀行等である¹³⁾。このように商業銀行はタイトルIを通じて賦払信用分野へ参入し、その他の消費者信用をも供与することができた¹⁴⁾。商業銀行にとってのFHAの貢献をこの点にみることができる¹⁵⁾。

さて次にFHA保険とVA保証の基本的な性質を対比してみる¹⁶⁾。FHA保険は通常、貸付を受ける者が、保険制度の運営コストをカバーするように決められた保険料を負担する。この費用の中には、債務不履行など保険事故発生に伴う費用の全額が含まれる。この仕組みであれば、保険事業での連邦政府の財政負担（補助金）は建前としては必要ない。これに対してVA保証では保証料は無料であって、これは連邦政府の補助金の支払いによる¹⁷⁾。政府がすすんで不良貸付の損失を引き受けることによって、その運営コストを負担することを意図する。とはいえ、FHA保険は現金の補助金を意図していないという点を除けば、VA保証に類似している。政府による保険事業は信用絶大の故に補助金の要素が全くないとはいえない。とすれば、政府の行う保険と保証の差は、補助金の程度の違いということになる。貸手の側からは両者には差異がない¹⁸⁾。そこで、両者を公的保険・保証として考察する。

表3はFHA保険かVA保証付の住宅着工と貸付を示す。これから直ちに公的保険・保証の重要性を強調することはできない。しかし多くの場合、長期金融＝パーマネント・ローンを受けうるか否かは、公的保険・保証を受けられるか否かにかかっていた。また、長期金融を確保することが、建築融資および

表 4 住宅購入者の住宅価格および所得別のコンベンショナルと保険・保証第 1 順位モーゲージ金融

財産と買手の性格	FHA 保険	VA 保証	コンベンショナル	計
住宅の購入価格				
5,000ドル未満	10%	11%	79%	100%
5,000—7,499	15	26	59	100
7,500—9,999	26	31	43	100
10,000—12,499	27	30	43	100
12,500—14,999	16	29	55	100
15,000以上	19	8	73	100
住宅購入者の年所得				
3,000ドル未満	19	21	60	100
3,000—3,999	16	30	54	100
4,000—4,999	21	30	49	100
5,000—7,499	29	18	53	100
7,500以上	15	13	72	100

注) 1950年10月12日から1951年3月15日までの新規および既存の1—2家族用非農業持家住宅に関するサンプル調査。

出所) 図 2 に同じ p. 306.

在庫金融を受けるための前提条件となっていた¹⁹⁾。

更に表 4 から FHA/VA が対象としていたのは、住宅の価格、借手の所得階層の点で中位のものが大半を占めていたことがわかる。公的保険・保証はモーゲージ貸付の中核部分を対象としていたのである。

最後にⅢとの関連でいえば、モーゲージが自由に取り引きされるためには、標準化されていなければならない。FHA/VA は保険・保証を行う際、借手の調査、物件の設計・構造にかかわる審査および鑑定評価、等を考慮したうえで、モーゲージ・リスクを評価した。こうした政策は、建築産業の安定化に貢献することにもなった。

こうして公的保険・保証は、全住宅モーゲージ市場のかなめを支える役割を果たした²⁰⁾。

注

8) 小野英祐『两大戦間におけるアメリカの短期金融機関』, 1970年, 121ページ。

9) Saulnier and others, *Federal Lending and Loan Insurance*, 1958, p. 302.

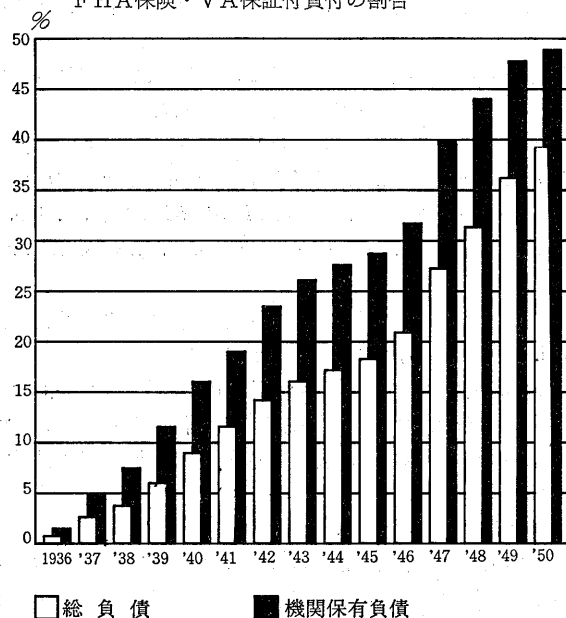
- 10) R. U. Ratcliff, *Urban Land Economics*, 1949, p. 265-266.
- 11) 東京銀行調査部『東銀調査資料 23号 アメリカ連邦政府証券について』, 1959年, 58ページ。
- 12) 貸付金額と担保不動産の価値との関係。LTV が低いほど, 対象資産価値に対する貸付額は少ないことになり, 安全性はそれだけ高くなる。
- 13) C. McFarland, "An Economic Evaluation of FHA's Property Improvement Program", *The Journal of Land & Public Utility Economics*, Nov. 1947, p. 403.
- 14) R. Nugent, *Consumer Credit and Economic Stability*, 1939, p. 109.
- 15) J. D. Coppock, *Government Agencies of Consumer Instalment Credit*, 1940, p. 28.
- 16) この部分は, 根津智治「公的部門の金融活動」日本開発銀行設備投資研究所『経済経営研究』Vol. 9-4, 1988年, に負うところが大きい。
- 17) Bosworth and others, *The Economics of Federal Credit Programs*, 1987, p. 37.
- 18) 連邦政府の予算書 (Budget) の「連邦政府の貸付保証活動 (Guaranteed Loan Transactions of the Federal Credit)」という表では, FHA 保険と VA 保証は同種のものとして集計されている。
- 19) Saulnier and others, op. cit., p. 299.
- 20) 1957年以降, この公的保険・保証の付かないコンベンショナル・モーゲージに対して, 民間の会社が保険を始めた。公的保険・保証は民間保険の拡大の基礎を作った, ともいえる。

Ⅲ モーゲージ金融と商業銀行

公的保険・保証の導入以降, FHA/VA 付モーゲージと民間金融機関保有モーゲージは, 共に増加傾向にある (図 4)。しかし, 金融機関によって公的保険・保証の重要性は異なる。まずモーゲージを完成させるオリジネート段階では, 表 5 に示されるように, 商業銀行, モーゲージ・カンパニーが保険・保証付モーゲージをオリジネートする。次にモーゲージの保有では図 5 の通りであり, 注目されるのは, S & L での FHA 保険の比重の低さである。

Ⅱ でみたように FHA 保険は, 商業銀行がモーゲージ金融に参入することを可能にした。これは, 銀行業にとっても, モーゲージ金融にとっても一つの変化であった。そこでまず, 商業銀行のモーゲージ金融活動を検討する。商業銀行の非農業住宅モーゲージ総額に占める割合は, 1900年に 6% 足らずであった

図4 住宅モーゲージ負債総額と金融機関保有負債に占める
FHA保険・VA保証付貸付の割合



出所) L. Grebler, *The Role of Federal Credit Aids in Residential Construction*, 1953, p. 39.

表5 FHA 保険・VA 保証住宅モーゲージ貸付オリジネート機関のタイプ
(貸付金額の累積比率)

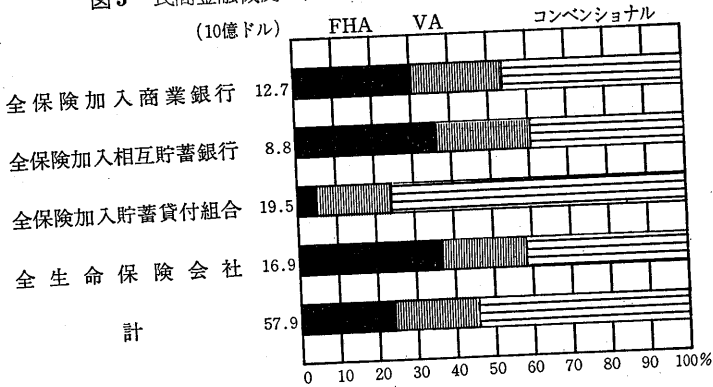
金 融 機 関	FHA 1935—1953	VA 1944—1954中ば
商 業 銀 行	36.9%	25.9%
モーゲージ・カンパニー	27.3	27.7
S & L	10.4	27.6
貯 蓄 銀 行	4.6	11.8
保 險 会 社	16.5	6.4
そ の 他 と 個 人	3.8	0.6

出所) 図2に同じ p. 305.

のが、40年代後半には20%にまで達した。商業銀行資産に占める非農業住宅モーゲージの割合は、1924年まで約2%，33年に5.5%，そして55年には7.6%と上昇した(図6)。

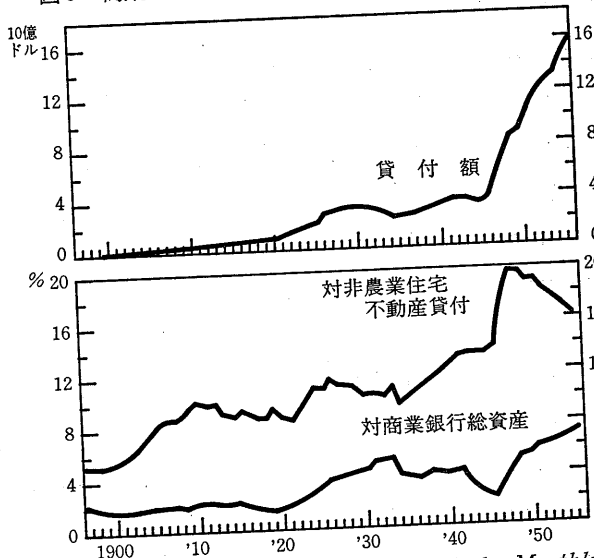
商業銀行資産でのモーゲージの割合の増加には、次のような理由がある。ま

図5 民間金融機関の住宅モーゲージ保有 (1953年)



出所) 図2に同じ p. 305.

図6 商業銀行保有の非農業住宅不動産貸付 (年末)



出所) Federal Reserve Bank of New York, *Monthly Review*, April 1956, p. 47.

ず第一に、国法銀行による不動産抵当貸付に対する法的規制が、徐々に緩和されていった。1916年以前に、国法銀行は都市不動産モーゲージ貸付を禁じられていたが、同年に1年に限って認められた。1927年末、国法銀行は非農業モーゲージを約9億ドルしか保有せず、これは資産の約3%であった。国法銀行に

よるコンベンショナル・モーゲージ貸付の満期の上限は、1927年に5年、35年に10年に拡大された。この一連の制限緩和は、それぞれ商業銀行の都市不動産貸付への活発な参入を促進した。1954年末、全商業銀行で非農業モーゲージは、総資産の9%を占めた。満期の上限は55年に更に20年に延長された。

第二の要因は、公的保険・保証である。FHA/VA 付貸付は、融資率と満期の上限に関して、商業銀行に課されていた制限をまぬがれた。また、FHA/VA モーゲージはコンベンショナル・モーゲージよりも流動化が容易である。更に上述の通り、割賦返済方式が商業銀行に普及した。固定金利で、ローン返済は元利月払いであった。この時、元本償還は増加、金利支払いは減少し、毎月の返済額（元利合計金額）が等しくなるよう設計された。こうした分割返済（amortize）方式の普及はターム・ローンのそれとも一致する。1941年にターム・ローンのうち等額ずつの賦払返済方式は、契約数で70%、貸付金額で56%であった²¹⁾。ターム・ローンも不動産抵当貸付も、伝統的な手形割引や商業貸付のように、自己流動的ではない。そこで賦払形式をとることにより、商業銀行は返済のキャッシュ・フローの確保による流動性の維持が可能となった。

戦後、商業銀行はモーゲージ市場で一層活発となり、非農業モーゲージ負債は1945年の43億ドルから48年には100億ドルに増加した。この57億ドルの増加は非農業モーゲージのネットの増加の28%であった（表6）。商業銀行の非農業モーゲージ残高での比率も14%から20%に上昇した。こうした40年代後半の商業銀行のモーゲージ・ポートフォリオの増加は、銀行資産総額の変化よりも資産の構成変化が、銀行の不動産貸付額のより重要な決定因であるということの意味する。商業銀行資産は1946—48年に56億ドル低下し、他方、生保、相互貯蓄銀行、S & L の資産は合計で18億5,000万ドル増加した。が、商業銀行による不動産貸付を促進するいくつかの要因が存在した。

第一に、定期性預金の増加である。1945年末から48年末にかけて、商業銀行の預金総額は74億ドル減少したにもかかわらず、定期預金は逆に51億ドル増加した。通常、銀行にとっては、要求払預金よりも定期預金によって得た資金で不動産貸付を行うのが適切である。定期性預金の長期の費用の大部分は、モーゲージ貸付のもたらす安定した長期収益でカバーされる。住宅モーゲージの定

表6 商業銀行と全貸手の非農業モーゲージ負債およびネットの増加
(10億ドル)

	モーゲージ*			非農業モーゲージ負債のネットの増加		
		商 業 銀 行			商 業 銀 行	
年	全貸手	額	対総額	全投資家	額	対総額
1946	10.6	2.7	26	6.1	2.3	38
1947	11.7	3.0	26	7.0	2.1	30
1948	11.9	2.7	23	7.0	1.4	20
1947—48年 平 均	11.4	2.8	25	6.7	1.9	28
1949	11.3	2.4	20	6.2	0.7	11
1950	16.2	3.4	21	9.6	2.0	21
1951	16.4	3.4	21	8.9	1.0	11
1952	18.0	3.6	20	8.4	1.1	13
1953	19.7	3.7	19	9.4	1.0	11
1954	23.0	4.2	18	12.0	1.6	13
1955	23.5	5.6	20	15.7	2.4	15
1949—55年 平 均	19.1	3.8	20	10.0	1.4	14

* 20,000ドル以下に限定
出所) 図6に同じ p. 48.

期性預金に対する比率は平均24.7%で、銀行の規模別でも21.6%から26.0%の狭い範囲にとどまっている²²⁾。これは政策上、定期性預金がモーゲージ保有に制限を課していることを意味する。実際、国法銀行に対してはこの時期、不動産抵当貸付は、資本および余剰金の合計か、定期・貯蓄預金総額の60%か、いずれか大きい額に規制されていた。

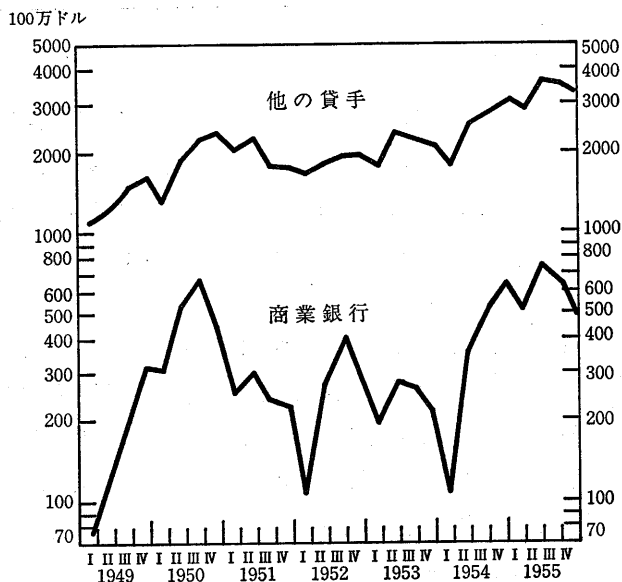
第二に、1945年末、商業銀行は908億ドルの国債を保有し、これは収益資産の約3/4を占めていた。当時の国債価格支持政策下で、商業銀行は流動性の高い状態にあり、公的保険・保証で安全に、流動性の低いモーゲージを保有することができた。第三に、利回りの点からはモーゲージは相対的に魅力的な投資であった。当時、長期国債の利回りが2.5%であったに対して、連邦引受モーゲージ金利は4.0~4.5%であった。

商業銀行ポートフォリオ内での主な再調整は、1948年末までにほぼ完成し

た²³⁾。当時、多くの銀行はモーゲージ保有という目的を達成していた。更に、債券利回りが徐々に上昇すると、モーゲージの優位性は失われた。1948年に商業銀行のモーゲージ保有の上昇率はかなり低下し、国債の流動化は1949年の初めに少なくとも一時的に中止された。

表6の通り、1949—55年も商業銀行のモーゲージ保有は続いたが、非農業モーゲージ負債に対する増加率は1946—48年に28%であったのに対して、この時期は14%にとどまった。同時期のモーゲージの割合は20%で、やはりそれ以前の25%に劣る。ネットの負債の増加率よりもモーゲージ総額に占める銀行の割合の低下が小幅にとどまっているのは、長期のパーマネント・ローンから短期の建築融資への比重の移行を示すものと思われる。短期建築融資は1949—55年に銀行の不動産貸付で割合を増加させたことが推測される。既存住宅への貸付に比べて、新規住宅貸付が重要性を増したからである。

図7 商業銀行と他の貸手保有の非農業モーゲージ負債のネットの増加（四半期毎）



また1950年代中ばには、上述の二つの金融の他に、モーゲージの貸手に対する貸付が注目されることになる。

商業銀行は1949—55年にモーゲージ負債残高総額の増加率の低下部分を吸収したが、銀行の占める比率は年によってかなり異なる。1949年に11%に低下した後、50年のブーム期には21%、その後再び低下した。しかし55年には、商業銀行の非農業モーゲージ保有のネットの増加は24億ドルで、これは過去最高であった。この増加はネットの増加総額の15%で、50年以来最高であった(表6)。

図7は、商業銀行と他の金融機関の四半期毎の非農業モーゲージ負債保有を示す。商業銀行の保有額の変化は、他の金融機関のそれに比べて変動の幅が大きい。これは商業銀行のモーゲージ貸付行動が、流動性によって左右されるためである。

商業銀行は、モーゲージ金融で異った三つのタイプの役割を果たすという点で独特である。これまでに述べたのは、まず、建築過程を金融するため建築業者に供与する短期建築融資。そして、住宅の最終購入者に対して与えるパーマネント・ローン、である。商業銀行は短期建築融資で主要な役割を果たす。パーマネント・ローンは建築融資を行う銀行によって供与される場合もあるが、他の金融機関によってもなされる。この商業銀行の短期金融への特化は、主に商業銀行の負債の性格からくるものである。FDIC のサーベイによると、1950年6月末の全保険加入銀行の非農業不動産貸付114億ドルのうち7.5%にあたる8億4,000万ドルが、この建築融資であった²⁴⁾。

商業銀行は第三に、モーゲージ・カンパニーをはじめとする金融機関に対して信用を供与する、という特殊な機能を果たす。モーゲージ・カンパニーはモーゲージが 適当な規模になるまで、かなりの額のモーゲージの「手持高 (inventory)」をふやさなければならない。こうした完成したモーゲージの手持高をまかなうための商業銀行の融資は、「在庫金融 (warehousing)」あるいは「つなぎ融資 (interim finance)」といわれる。先の FDIC のサーベイによると、非農業不動産貸付114億ドルのうち約4億ドル—約3.5%—が、この信用であった。

商業銀行側からのデータによって、この在庫金融を考察する。まずこの在庫

表7 商業銀行による在庫金融残高 1954-56 (単位: 100万ドル, ()は%)

	1954	1955		1956			
	8/11	8/10	11/16	2/15	5/16	8/8	11/14
モーゲージ貸手に対する貸付総額	608 (100.0)	1,408 (100.0)	1,608 (100.0)	1,425 (100.0)	1,354 (100.0)	1,465 (100.0)	1,525 (100.0)
借手のタイプ							
モーゲージ・カンパニー	541 (89.0)	1,025 (72.8)	1,182 (72.8)	1,148 (80.6)	1,051 (77.7)	1,137 (77.3)	1,182 (77.5)
保険会社	11 (1.8)	250 (17.8)	287 (17.7)	130 (9.1)	127 (9.4)	121 (8.2)	114 (7.5)
他の借手	55 (9.2)	131 (9.4)	152 (9.5)	145 (10.3)	175 (12.9)	208 (14.5)	229 (15.0)
貸付のタイプ							
モーゲージ担保	516 (84.9)	982 (69.7)	1,110 (68.4)	1,066 (74.8)	968 (71.7)	1,051 (71.6)	1,092 (71.6)
買戻し契約	55 (9.0)	338 (24.0)	404 (24.9)	266 (18.7)	276 (20.5)	276 (19.1)	303 (19.9)
担保なし、またはモーゲージ以外の担保	37 (6.1)	88 (6.3)	107 (6.6)	93 (6.5)	110 (7.8)	137 (9.3)	130 (8.5)
借手のタイプと貸付							
モーゲージ・カンパニー	541 (100.0)	1,025 (100.0)	1,182 (100.0)	1,148 (100.0)	1,051 (100.0)	1,137 (100.0)	1,182 (100.0)
モーゲージ担保	487 (90.0)	911 (88.9)	1,035 (87.6)	1,001 (87.2)	899 (85.5)	974 (85.5)	1,012 (85.6)
買戻し契約	44 (8.1)	90 (8.8)	109 (9.2)	107 (9.3)	107 (10.2)	103 (9.3)	113 (9.6)
担保なし、またはモーゲージ以外の担保	10 (1.8)	24 (2.3)	38 (3.2)	40 (3.5)	45 (4.3)	60 (5.2)	57 (4.8)
保険会社	11 (100.0)	250 (100.0)	287 (100.0)	130 (100.0)	127 (100.0)	121 (100.0)	114 (100.0)
モーゲージ担保	2 (18.2)	11 (4.4)	20 (7.0)	11 (8.5)	10 (7.9)	9 (7.4)	7 (6.1)
買戻し契約	7 (63.6)	235 (94.0)	265 (92.3)	116 (89.2)	113 (89.0)	104 (86.0)	102 (89.5)
担保なし、またはモーゲージ以外の担保	2 (18.2)	4 (1.6)	2 (0.7)	3 (2.3)	4 (3.1)	8 (6.6)	5 (4.4)
他の借手	55 (100.0)	131 (100.0)	152 (100.0)	145 (100.0)	175 (100.0)	208 (100.0)	229 (100.0)
モーゲージ担保	26 (47.3)	59 (45.0)	54 (35.5)	54 (37.2)	59 (33.7)	68 (33.5)	73 (31.9)
買戻し契約	4 (7.3)	12 (9.2)	30 (19.7)	42 (29.0)	56 (32.0)	70 (33.5)	88 (38.4)
担保なし、またはモーゲージ以外の担保	25 (45.5)	60 (45.8)	68 (44.7)	49 (33.8)	60 (34.3)	70 (33.0)	68 (29.7)

出所) Federal Reserve Bulletin 各号により作成。

金融は、契約のタイプによって、事業貸付 (business loan)、不動産貸付 (real estate loan)、その他 (all other loans) に分類される。表7は、加盟銀行による在庫金融の特別サーベイの結果である。モーゲージ担保貸付は商業貸付に、買戻し条件付購入は不動産貸付に分類されていた²⁵⁾。このように、商業銀行の在庫金融はそれ自体一つの項目として現われないという難点があるが、表7を手がかりにその内容をみってみる。このサーベイが対象とした1954—56年は、住宅建築、そして住宅金融が活発であった。それに伴い在庫金融の残高も1954年から55年の間に、倍以上に増えた。金融機関別では保険会社への貸付の増加が著しく、1954年8月の総額の2%足らずから55年には約18%になった。この増加のほとんどは買戻し条件付購入で生じ、総額の9%から24%に増加した。モーゲージ・カンパニーへの貸付も倍増したが、総額に占める割合は低下した。そしてモーゲージ担保貸付も85%から70%弱に低下した。表7は、借手金融機関と契約のタイプとの関連も明らかにする。すなわち、モーゲージ・カンパニーはモーゲージを担保に、保険会社は買戻し条件付を利用する。

以上より、在庫金融に関して次のことが確認できる。すなわち、在庫金融を主に利用するのはモーゲージ・カンパニーであり、その場合、モーゲージ担保契約を用いる、ということである。

そこで次にモーゲージ・カンパニーに考察を移そう。表5と図5との比較から明らかなようにモーゲージ・カンパニーは、モーゲージのオリジネーターではあるが保有者ではない、という特殊な立場にある。つまり、住宅売買に関するモーゲージ手続き一切を住宅購入希望者と住宅モーゲージ貸手との間に立って行う仲介専門業者である。モーゲージ・カンパニーの収益は、こうしたモーゲージのオリジネートとサービスの手数料からなる。後者のサービスとは、担保物件の管理、元利金の回収、政府保険の保険料支払い事務である。モーゲージ・カンパニーは、1934年のFHA保険、44年のVA保証の導入によってその成長が促進されてきた。1954年にFHA保険モーゲージのオリジネートのために設立が認められていたモーゲージ・カンパニーのうち、52%が1945年以降、29%が1935—44年に設立されていた²⁶⁾。

次にモーゲージ・カンパニーの資産・負債構造をみたのが、表8である。ま

表8 モーゲージ・カンパニーの資産・負債構造 (100万ドル, () は%)

	1945	1946	1947	1948	1949	1950	1951	1952	1953	1954	1955
資 産											
全資産	159.9 (100)	285.8 (100)	354.7 (100)	346.5 (100)	472.2 (100)	730.8 (100)	692.6 (100)	861.1 (100)	955.9 (100)	1,202.3 (100)	1,822.3 (100)
現金 (エスクロー含む)	30.0 (18.8)	35.9 (12.5)	42.7 (12.0)	46.7 (13.5)	58.9 (12.5)	82.6 (11.3)	113.7 (16.4)	127.8 (14.8)	151.3 (15.8)	170.0 (14.1)	225.0 (12.4)
モーゲージおよび建築融資	71.4 (44.7)	181.4 (63.5)	248.8 (70.2)	237.3 (68.5)	326.5 (69.1)	535.7 (73.3)	454.1 (65.5)	597.8 (69.5)	623.6 (65.2)	844.6 (70.3)	1,372.2 (75.3)
モーゲージ貸付	n.a. (n.a.)	n.a. (n.a.)	n.a. (n.a.)	n.a. (n.a.)	n.a. (n.a.)	n.a. (n.a.)	n.a. (n.a.)	490.5 (57.0)	501.0 (52.4)	643.0 (53.5)	1,113.8 (61.1)
建築融資	n.a. (n.a.)	n.a. (n.a.)	n.a. (n.a.)	n.a. (n.a.)	n.a. (n.a.)	n.a. (n.a.)	n.a. (n.a.)	107.3 (12.5)	122.6 (12.8)	201.6 (16.8)	258.4 (14.2)
手形・受取勘定	5.7 (3.6)	10.6 (3.7)	12.2 (3.4)	11.9 (3.4)	19.2 (4.1)	32.1 (4.4)	33.8 (4.9)	34.6 (4.0)	54.8 (5.7)	46.8 (3.9)	66.2 (3.6)
タイトルI・他の小口貸付	0.7 (0.4)	3.7 (1.3)	1.6 (0.5)	2.3 (0.7)	2.5 (0.5)	1.9 (0.3)	2.5 (0.4)	3.7 (0.4)	3.4 (0.4)	2.0 (0.2)	2.5 (0.1)
他の当座資産	25.4 (15.8)	18.6 (6.5)	16.4 (4.6)	13.9 (4.0)	15.9 (3.4)	17.1 (2.3)	17.8 (2.6)	18.1 (2.1)	20.0 (2.1)	23.2 (1.9)	25.3 (1.4)
非当座資産	26.7 (16.7)	35.6 (12.5)	33.0 (9.3)	34.4 (9.9)	49.3 (10.4)	61.4 (8.4)	70.7 (10.2)	79.1 (9.2)	102.8 (10.8)	115.7 (9.6)	131.1 (7.2)
負 債											
全負債および純資本	159.9 (100)	285.8 (100)	354.7 (100)	346.5 (100)	472.2 (100)	730.8 (100)	692.6 (100)	861.1 (100)	955.9 (100)	1,202.3 (100)	1,822.3 (100)
エスクロー	16.9 (10.6)	17.4 (6.1)	22.2 (6.3)	27.3 (7.9)	32.6 (6.9)	51.0 (7.0)	69.3 (10.0)	82.0 (9.5)	95.5 (10.0)	108.7 (9.0)	142.9 (7.9)
支払手形	61.1 (38.2)	155.2 (54.3)	189.4 (53.4)	185.0 (53.4)	272.6 (57.8)	425.8 (58.3)	383.3 (55.3)	485.9 (56.4)	544.1 (56.9)	733.8 (61.0)	1,207.0 (66.2)
対銀行	58.0 (36.3)	147.4 (51.6)	179.9 (50.7)	175.8 (50.7)	259.0 (54.8)	404.5 (55.4)	364.1 (52.6)	466.5 (54.2)	522.3 (54.6)	711.8 (59.2)	1,170.7 (64.2)
対他	3.1 (1.9)	7.8 (2.7)	9.5 (2.7)	9.2 (2.7)	13.6 (3.0)	21.3 (2.9)	19.2 (2.7)	19.4 (2.2)	21.8 (2.3)	22.0 (1.8)	36.3 (2.0)
支払勘定	9.0 (5.6)	15.5 (5.4)	19.3 (5.4)	11.8 (3.4)	14.2 (3.0)	22.1 (3.0)	20.5 (3.0)	19.7 (2.3)	20.5 (2.1)	24.4 (2.0)	31.1 (1.7)
非支出モーゲージ貸付	5.0 (3.1)	14.5 (5.1)	29.2 (8.2)	21.0 (6.0)	25.1 (5.3)	66.7 (9.1)	25.5 (3.7)	53.7 (6.2)	52.2 (5.5)	61.1 (5.1)	115.8 (6.4)
他の流動負債	4.9 (3.1)	6.8 (2.4)	10.8 (3.1)	10.2 (3.0)	12.4 (2.6)	19.1 (2.6)	22.8 (3.3)	23.0 (2.7)	22.2 (2.3)	32.1 (2.7)	38.1 (2.1)
非流動負債	11.1 (6.9)	11.2 (3.9)	8.6 (2.4)	7.6 (2.2)	12.1 (2.5)	18.1 (2.5)	19.1 (2.7)	27.2 (3.2)	34.1 (3.6)	32.9 (2.8)	44.5 (2.4)
純資本	51.9 (32.5)	65.2 (22.8)	75.1 (21.2)	83.6 (24.1)	103.3 (21.9)	128.0 (17.5)	152.1 (22.0)	169.5 (19.7)	187.3 (19.6)	209.4 (17.4)	242.9 (13.3)

出所) S. B. Klamann, *The Postwar Rise of Mortgage Companies*, 1959 p. 48, 49.

ず資産では、その大半をモーゲージおよび建築融資で占める。資産総額に占める割合は、1945年の45%から55年の75%に増加した。その内訳でも大半がモーゲージ貸付である。このモーゲージ貸付のうち、FHA/VA モーゲージの割合は、保有では90%弱、決済では80%前後を占める²⁷⁾。この点からも、モーゲージ・カンパニーにとっての公的保険・保証の重要性が理解できる。

モーゲージ・カンパニーは こうして オリジネートした モーゲージを 保有せず、生保、相互貯蓄銀行、等へ売却する。これが本稿で対象とするモーゲージの流動化機構である。最終的な投資家、特に生保は、直接個人に貸し出す方法とはらず、ほとんどすべてコルレス関係にあるモーゲージ・カンパニーからモーゲージを購入する。この両者の関係から、モーゲージ・カンパニーの在庫と生保のモーゲージ保有の動きに一定の関連があることが推測される。表9は、先の在庫金融のサーベイが対象とした1953—55年のモーゲージ・カンパニーのモーゲージ在庫と1—4家族用住宅モーゲージ負債の四半期毎の変化率を示す。まずモーゲージ・カンパニーのモーゲージ在庫の増加率は、いずれの年も第3

表9 モーゲージ・カンパニーのモーゲージ在庫と1—4家族用モーゲージ負債残高の四半期毎の変化率(%)

四半期末	モーゲージ・カンパニー のモーゲージ保有変化	1—4家族用モーゲージ負債の変化		
		計	生 保 保 有	
			計	VA 保証
1953 I	-5.4	2.7	2.9	0.7
II	3.1	3.7	2.9	0.9
III	5.7	3.3	2.8	1.6
IV	-1.9	2.7	3.2	3.2
1954 I	7.2	2.2	2.7	3.6
II	6.5	3.4	3.3	5.5
III	19.5	4.0	3.5	7.8
IV	11.7	4.2	4.6	10.7
1955 I	6.5	3.8	3.6	7.3
II	10.5	4.7	3.5	6.3
III	13.5	4.1	3.5	5.2
IV	0.7	3.3	5.4	9.0

出所) 表8に同じ p. 67.

四半期まで増加し、第4四半期に低下する。モーゲージ・カンパニーと一定の取引を行う生保は、通常、年の初めにモーゲージの配分とコミットメントをし、その後、住宅建築と販売の金融取り決めはモーゲージ・カンパニーによってなされる。住宅とパーマネント・ローンは、数か月後、完成し手渡される。モーゲージが完成し、売却される住宅について決済されると、モーゲージ・カンパニーの保有する一時的モーゲージ在庫は第3四半期に最大となる。その一定単位にまとまったモーゲージは最終投資家、主に生保に引き受けられ、その結果、モーゲージ・カンパニーの在庫の増加率は低下する。更に表9に示されるように、生保のモーゲージ保有の最大の増加は一貫して、主にVA保証モーゲージの取得を通じて、第4四半期に生じている。以上より、モーゲージ・カンパニーの保有在庫の増加率が第4四半期に急激に低下するのは、この時期に生保が連邦引受モーゲージの取得率を増加させるからである、といえる²⁸⁾。

他方、モーゲージ・カンパニーの負債をみると、その大半が銀行からの借入である。モーゲージ・カンパニーを特徴づけるのは小さい純資産である。表8から、モーゲージ貸付額と銀行からの信用供与額はほぼ等しいことがわかる。モーゲージ・カンパニーのモーゲージ貸付は、商業銀行によってまかなわれているのである。更に、先の在庫金融に関するサーベイ（表7）とモーゲージ・カンパニーの負債（表8）を比較すると、前者のモーゲージ・カンパニーに対する貸付と後者の銀行に対する支払手形の金額は、ほぼ一致する²⁹⁾。上述のモーゲージ・カンパニーのモーゲージ貸付と銀行への支払手形の関係から、商業銀行の在庫金融額＝モーゲージ・カンパニーの対銀行支払手形金額＝モーゲージ・カンパニーのモーゲージ貸付額、が当然のことながら確認できる。

この二つの金融機関に最終投資家である生保を加えた三つの金融機関の関係は、次のようになる。まず開発段階で、住宅建売業者は、住宅建築にあたりモーゲージ・カンパニーに借入を申し込む。モーゲージ・カンパニーは最終投資家—ここでは生保—の貸付（モーゲージ買取り）予約を取りつけ、住宅建築から住宅の買い手決定までの間商業銀行から信用を受け、これを建売業者に融資する。この時、生保とモーゲージ・カンパニーとの間では、モーゲージ・カン

パニーは、(1)建築業者に購入代金金額を支払うことを含めてモーゲージを完成しなければならない、(2)モーゲージが適当な規模になるまでかなりの額のモーゲージの手持高を増やさなければならない、ことが定められている。この意味で商業銀行のこの信用は、「在庫金融」と言われる。モーゲージ・カンパニーは、こうして取得したモーゲージを他の分とあわせて一定の単位にまとめ、コミットメント済の生保に転売して資金を回収し、商業銀行に返済する³⁰⁾。

在庫金融は 建築融資とパーマナント・ローン、つまり開発段階と所有段階とを時間的につなぐ役割を果たすという意味で、「つなぎ融資」とも言われる。

表10 生命保険会社を通じたモーゲージ資金のネットのフロー額
(100万ドル)

	1-4 家 族 用 住 宅	
	総 額	FHA/VA
1950	2,385	1,700
1951	2,132	1,542
1952	1,147	461
1953	1,438	521
1954	1,958	1,212
1955	2,508	1,733
1956	2,469	1,507

出所) S. B. Klamman, *The Volume of Mortgage Debt in The Postwar Decade*, 1958 p. 132.

表11 生命保険会社保有モーゲージに対する在庫金融と在庫金融の回転率

	対銀行支払手形 総 額	1 (1)	対銀行支払手形 FHA/VA	1 (3)
	(1)	(2)	(3)	(4)
1950	0.17	5.90	0.24	4.20
1951	0.17	5.86	0.24	4.24
1952	0.40	2.46	1.01	0.99
1953	0.36	2.75	1.00	1.00
1954	0.36	2.75	0.59	1.70
1955	0.47	2.14	0.68	1.48
1956	0.57	1.76	0.93	1.08

注) 在庫金融については、1955年までは表8の対銀行支払手形、1956年は表7の残高平均=1,400とした。

出所) 表8、表10より作成。

次にこうしたモーゲージ流動化機構の中での在庫金融の役割を検討する。表10は、生保を通じたモーゲージ資金のネットのフロー額である。生保保有モーゲージがすべてモーゲージ・カンパニーを経由したものであると仮定すると、生保保有モーゲージに占める在庫金融の割合は、表11の(1)に、その逆数(2)は在庫金融の回転数を表す。更にこの仮定のもとで、生保保有モーゲージの中でも保険・保証付モーゲージに占める在庫金融の割合は、(3)に示される。その逆数(4)は、同様にその回転数を示す。こうした仮定のもとで、表11より次のように推論できる。第一に、(1)(3)より1952年以前は、在庫金融の残高は生保のモーゲージ保有の20%弱、そして FHA/VA モーゲージの20%強であったが、52年以降それぞれ40~50%、60~100%という高い比率を占めること。第二に、(2)(4)より、在庫金融の回転数は、1952年にそれ以前の4.0~6.0から、1.0~2.0に低下したこと、である。

それでは以上の三つの金融機関間での在庫金融の位置づけから、住宅金融全体での在庫金融の位置づけの検討に移ろう。表12は、1-4 家族用住宅購入のためのモーゲージ貸付を示す。まず、新規・既存住宅購入のためのモーゲージ貸付、そして FHA/VA での新規・既存住宅購入のためのモーゲージ貸付である。先のグロスの在庫金融推定額と新規・既存住宅購入のためのモーゲージ貸付額とを比べると、表13の通りとなる。在庫金融の総額すべてが FHA/VA 付

表12 1-4 家族用住宅購入のためのグロスのモーゲージ信用 (10億ドル)

	住 宅 購 入			FHA/VA		
	新 規	既 存	計	新 規	既 存	計
	(6)		(5)	(8)		(7)
1950	6.3	6.9	13.2	3.5	2.1	5.6
1951	6.4	6.9	13.3	3.9	1.6	5.5
1952	5.9	8.6	14.5	2.8	1.9	4.7
1953	6.6	9.2	15.8	3.3	2.0	5.3
1954	7.3	11.1	18.4	3.8	2.5	6.3
1955	10.2	13.3	23.5	5.9	4.3	10.2
1956	9.2	13.3	22.5	5.0	3.4	8.4

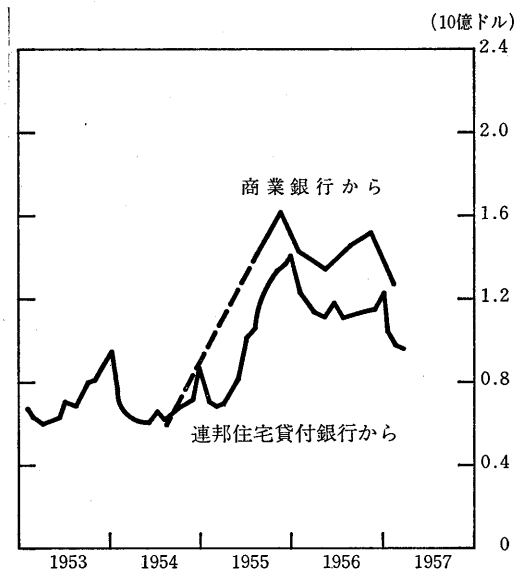
出所) S. B. Klamann, *The Postwar Residential Mortgage Market*, 1961, p. 289.

表13 在庫金融と1—4 家族用住宅購入

	総 額 (5)	総 額 (6)	FHA/VA (7)	FHA/VA (8)
1950	0.18	0.38	0.30	0.49
1951	0.16	0.33	0.28	0.40
1952	0.08	0.19	0.10	0.16
1953	0.09	0.22	0.10	0.16
1954	0.10	0.27	0.19	0.31
1955	0.10	0.25	0.17	0.29
1956	0.11	0.27	0.18	0.30

出所) 表10, 表12より作成。

図 8 モーゲージ貸手への貸出



注) 商業銀行はFRBのサーベイ, 連邦住宅貸付銀行はFHLBBによる。

出所) *Federal Reserve Bulletin*, April 1957, p. 371.

の新規住宅の融資に用いられたと仮定すると, 在庫金融の役割は $\frac{FHA/VA}{(8)}$ に示される。こうしたことは実際にはありえないが, モーゲージ・カンパニー経由のFHA/VA付モーゲージの比重の高さを想起したとき, 無視することはできない。以上述べた住宅金融での商業銀行の在庫金融の重要性は, 図8によ

っても裏付けられる。つまり、商業銀行の在庫金融は1955年に12億ドルに達し、56年にわずかに上下した後、57年の前半に低下傾向を示している。このパターンは、S & L、貯蓄銀行、生保等の金融機関に対する連邦住宅貸付銀行(FHLB)の貸付のそれと一致している。こうしたことから、商業銀行の在庫金融は、住宅金融においても重要な役割を持つといえる。

先の FDIC のサーベイの通り、1950年に商業銀行の非農業不動産貸付114億ドルのうち、約4億ドル—約3.5%—が、在庫金融であった。この残高は、建築融資の8億4,000万ドルと共に、マイナーな地位を占める。しかし、商業銀行のこの二つの金融の役割は、ある時点の残高で示されるよりもずっと大きいと考えられる。まず、この二つの活動は直接計ることができない。またある年の商業銀行の建築融資の総額はある時点の残高総額より多い場合があり、これは建築融資の回転率または平均期間に依存する。住宅用の建築融資の平均期間は、6か月が一般的であった³¹⁾。在庫金融に関しても同様である。先に在庫金融の回転率を推定したが、1950年では5.90でかなり高い値をとっていた。「建築融資と金融仲介機関に供与された貸付は、比較的早い回転率を持っている。その結果、長期のモーゲージ・ベースで供与される信用額と比較して量的な重要性は残高の数字に適切に反映されない。」³²⁾ つまり、1950年には回転率が量を補う様式であった。本来、在庫金融の期間は6か月以内の短期であった。この短期の信用を1950年のような高い回転率で与えるという銀行技術的操作の反復は、まぎれもなく現金的信用創造である。

完全に作成され、買い取り予約のできたモーゲージのリスクは小さい。この担保となったモーゲージは、モーゲージを担保している財産の価値によって、そして公的保険・保証によって保証されるからである。この担保に差し入れられたモーゲージの額面価格の85~90%が、その信用限度額であった。銀行は更に、モーゲージ・カンパニーの財務状態、モーゲージの管理、建築活動をも考慮した。また、商業銀行とモーゲージ・カンパニーの間に継続的な取引関係が結ばれると、在庫金融は回転(revolving)する。銀行は貸付の更新という形で、事実上、長期の融資を行ったのである。こうして銀行が、モーゲージ・カンパニーにクレジット・ラインを供与するのも通常のこととなった³³⁾。

1955年の在庫金融の拡大期には次のような変化も生じた。まず、最終投資家によるコミットメントなしの在庫金融、そして機関投資家への在庫金融である。1954年後半から55年の在庫金融の増加が、後者の形態によるものであったことは先にも述べた。こうして活発な住宅金融の中で、商業銀行の在庫金融にも技術的な革新が生じた³⁴⁾。

以上をまとめると、モーゲージ・カンパニーの役割は、オリジネートしたモーゲージを流動化することによって、第一に借手と最終投資家の、つまり第一次市場と第二次市場との仲介をすること、そして第二に、資本過剰地域から資本不足地域への資金の流れの仲介をすること、の二つである。そして1950年代前半、モーゲージ・カンパニーのこの役割を支えたのは、在庫金融という商業銀行の信用創造機能であった。この在庫金融は、住宅金融にとって二面性を持つ。すなわち、建築融資とパーマネント・ローンを経時的にむすび、そしてモーゲージ・カンパニーへの供与により空間的に資金を融通したのである。

注

- 21) N. H. Jacoby & R. J. Saulnier, *Term Lending to Business*, 1942, p. 55.
- 22) C. F. Behrens, *Commercial Bank Activities in Urban Mortgage Financing*, 1952, p. 29.
- 23) "Commercial Banks in the Mortgage Market" FRB of New York, *Monthly Review*, Apr. 1956, p. 49.
- 24) R. J. Saulnier, Introduction to Behrens, op. cit., p. 1~2.
- 25) J. B. Willis, "Business loan Statistics", B. H. Beckhart, *Business Loans of American Commercial Banks*, 1959, p. 317-319.
- 26) S. B. Klamman, *The Postwar Rise of Mortgage Companies*, 1959, p. 17.
- 27) Ibid., p. 33.
- 28) Ibid., p. 65-66.
- 29) 表8は年末値だが、両者はおおよそ等しい。
- 30) 貸出がFHA/VAの対象となる際は、更に事前に審査を受けて付保の内定を得ておく必要がある。
- 31) 内田陽一『アメリカの住宅金融』, 1977年, 153ページ。
- 32) R. J. Saulnier, op. cit., p. 2.
- 33) N. H. Moysey, "The Financing of Intermediaries" B. H. Beckhart, op. cit., p. 162. 更に1952年以降の在庫金融の回転率の低下については、信用の状態による回転率の変化、モーゲージ契約条件による在庫金融の期間の変化、といったことが考え

られる。

- 34) 1950年代の住宅金融に関しては、政府の住宅政策という面も見落してはならない。
50年代後半の在庫金融の変化に関しては多方面からの分析が必要である。

IV 結 び

I で述べたようにモーゲージ市場は、資本市場の中でも不完全市場という点で特殊であった。こうした各地域市場間の資金需給を、全国市場で調整する必要がある。1930年代半ばのモーゲージ市場の崩壊を機にこの調整の枠組みが形成された。まずIIで考察した FHA 保険・VA 保証である。住宅金融を行う場合、モーゲージによって対象の不動産を担保にとる。そのうえ更に第三者の人的保証がつき、いわば二重に担保にとる、というのが第一の問題である。この人的担保は FHA/VA といった公的保険・保証の形をとったが、それはモーゲージの流通性を強化するためであった³⁵⁾。

第二に、公的部門による金融という点である。政府金融の存在する理由として金融市場の不完全性があげられる³⁶⁾。また歴史的に、公的金融の特徴は、その資金融通の長期性にあった。大不況期の1932年に業務を開始した復興金融会社 (Reconstruction Finance Corporation) の重要な特徴は、商業銀行より長期の貸付を行ったことである³⁷⁾。その業務を引き継いでいる中小企業庁 (Small Business Administration)、輸出入銀行 (Export-Import Bank) にも、この長期金融の伝統は受け継がれている。住宅金融の場合、こうした直接貸付の他に、上述のように貸付保証の役割が大きかった³⁸⁾。管理通貨制における公信用の役割は、財政スペンディングと共に、こうした保証機構として現われた。

公的保険・保証によりモーゲージ流動化のための制度的枠組みが作られた。第二次大戦後、オリジネートしたモーゲージを保有せず流動化するモーゲージ・カンパニーが成長してきた。モーゲージ・カンパニーの機能は全国的な資金融通を行うことである。ところが、モーゲージ・カンパニーは自らの金融的負担において融資を行うのではなく、あらかじめ機関投資家との間の買取契約に

基づいて、商業銀行からの資金を顧客に融資する。この在庫金融は、建築融資とパーマネント・ローンを経時的に繋ぐ金融である。商業銀行は不動産モーゲージ貸付の他に重要な役割を果たした。在庫金融は残高では少額だが、高い回転率で回転し大きなフローを作りあげた。商業銀行の技術的操作による信用創造である。第二次大戦後、モーゲージ・カンパニーを中心として形成されたモーゲージの流動化機構を支えたのは、商業銀行の信用創造であった。

本稿で対象としたのは、第二次大戦後形成されたモーゲージ・カンパニー経由のモーゲージ流動化機構である。他方、1938年にモーゲージの制度的流動化を促進するために設立された連邦抵当金庫（FNMA）の活動が活発化するの
は、第二次大戦後である。連邦政府自らの手による流動化の登場である。

注

- 35) 住宅金融に対して、わが国では住宅金融公庫が、イギリスでは国および地方公共団体が共同して保証するが、その役割は非常に小さい。（日本長期信用銀行調査部、前掲書、44ページ、320ページ）
- 36) Bosworth and others, op. cit., p. 7-8.
- 37) Saulnier and others, op. cit., p. 422.
- 38) この他に現在、連邦政府の貸付保証には、農村住宅局（Farmers Housing Administration）、学生ローン保証（Guaranteed student loan）、輸出入銀行、等によるものがある。

