

1月。

- ——— 『家計の負債行動と住宅金融の課題』 住宅金融普及協会，1985年2月。
- 住友信託銀行『調査月報』1985年8月号。
- 村本 孜「住宅金融における信用補完制度の意義」『成城大学経済研究』第79号，1982年12月。
- ——— 「信用補完制度の現状と課題——住宅金融における公対民の一側面——」『成城大学経済研究』第80号，1983年3月。
- ——— 「家計の負債行動——住宅金融との関わりにおいて——」『成城大学経済研究』第85号，1984年7月。
- ——— 「家計の負債行動と住宅ローン実効金利」『成城大学経済研究』第88号，1985年3月(a)。
- ——— 「金融自由化の論理——金利自由化を中心に：展望——(I)，(II)」『成城大学経済研究』第89号，第90号，1985年7月，10月(b)。

(追記) 本稿は教員特別研究「現代日本経済社会の政策と課題」の研究成果の一部である。

Finance Review, Jan. 1983.

- Arrow, K. J., *Essays in the Theory of Risk-Bearing*, Markham, Chicago, 1971.
- Bain, A. D., *The Economics of the Financial System*, Martin Robertson, 1981.
- Esaki, H. and Wachtenheim, J. A., “Explaining the Recent Level of Single-Family Housing Starts,” *FRB New York Quarterly Review*, Winter 1984.
- Jaffee, D. M. and Rosen, K. T., “Mortgage Credit Availability and Residential Construction”, *Brookings Papers on Economic Activity*, Feb. 1979.
- ——— and ——— “Deposit Costs and Mortgage Rates: Reply,” *FHLBB Housing Finance Review*, Jan. 1982.
- ——— and Russell, T., “Imperfect Information, Uncertainty, and Credit Rationing,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 90 No. 4, Nov. 1976.
- Niehans, J., *The Theory of Money*, Johns Hopkins Univ. Press, 1978.
石川経夫監訳『貨幣の理論』東京大学出版会, 1982年。
- ———, *International Monetary Economics*, Johns Hopkins Univ. Press, 1984. 天野明弘・井川一宏・出井文男訳『国際金融のマクロ経済学』東京大学出版会, 1986年。
- Palmquist, R. B., “Estimating the Demand for the Characteristics of Housing,” *REStat*, Vol. LXVI No. 3, Aug. 1984.
- Rosen, H. S. and Rosen, K. T., “Federal Taxes and Homeownership: Evidence from Time Series,” *JPE*, Vol. 88 No. 1, Feb. 1980.
- ———, ——— and Holz-Eakin, D., “Housing Tenure, Uncertainty, and Taxation,” *REStat*, Vol. LXVI No. 3, Aug. 1984.
- Stiglitz, J. E. and Weiss, A., “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information,” *American Economic Review*, Vol. 71 No. 3, June. 1981.
- White, M. J. and White, L. J., “The Tax Subsidy to Owner-occupied Housing: Who Benefits?” *Journal of Public Economics*, Vol. 7 No. 1, Feb. 1977.
- 住宅金融問題研究会報告『住宅金融の現状と課題』住宅金融普及協会, 1984年

いという不都合が生ずることも考えられる。

金融政策的には、高金利時に住宅の買い控えが固定金利制ならば発生し、引締め効果が生ずるが、借手にとって借入通算期間での金利負担は一定なので、金利の高低にかかわらず、いつ借入れても同じであり、高金利時の住宅需要の減退を緩和する効果が期待できる。しかし、金利の景気調整機能として期待される効果は、変動金利制の場合、借手がいつ借りても同じであると考える限り、その有効性を減殺してしまうことになる。

このように、変動金利制については、検討すべき議題も多い。しかし、資金配分の効率性、住宅ローン資金の安定的供給を考えると、変動金利制のメリットは大きいといえよう。

(3) 個人金融市場としての性格

住宅ローン市場が個人金融市場であり、情報の不完全性による資金配分の効率性は充分実現されない可能性がある。その際、直接的には金利規制が望ましいともいえるが、金利自由化のコンテキストでは最適といえない。そこで、2—(3)節で論じたような規制・介入の方法を導入することがよく、名目金利ないし表面金利の規制に代わる、実効金利（実質的な負担をあらわす）を引き下げる効果のある介入を導入すべきであろう。この点については、3—(1)節で若干触れたが、税制の効果が大きい。しかし、税制の効果については所得分配上の不公平性が議論されており（White, M. J. and White, L. J. (1977)），検討すべき課題である。

しかし、2—(2)節で論じたように、一定の住宅政策の対象となる住宅を対象とする住宅ローンについて、規制・介入が不可欠で、まさに個人金融市場の特殊性が当てはまるものといえよう。（1986. 1. 10）

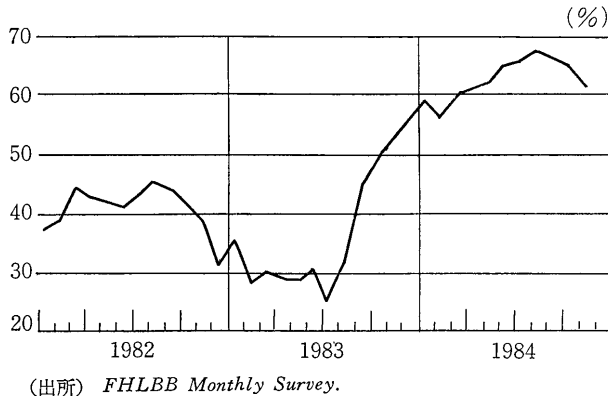
参 考 文 献

- Adu, B. A. and Zion, V. B., “Deposit Costs and Mortgage Rates: American and Canadian Empirical Evidence,” *FHLBB Housing*

の繁閑に対応できず、金利低落時に高金利時代の既往借入れについての金利引下げは行われないのが原則である。したがって、住宅ローン金利が低下すると、借り換え現象が異なる金融機関の間で生ずるといふ、パイの取り合いが表面下するのである。この借り換え現象は、事業上変動金利制が採用されているのと同じ効果をもつものといえよう（もっとも、金利の高位硬直性があり、下方伸縮的になるにすぎないけれども）。

したがって、金利自由化のコンテキストの中では、固定金利制よりも変動金利制が望ましいであろう。アメリカでは、全モーゲジ・ローンの中の変動金利モーゲジの比率が、1982年に約40%、84年に約65%に達している（図-1参照）。変動金利は、固定金利よりも低位なので借入当初の負担が小さくて済むという利点があり、金融機関にとっても信用供与の拡大が可能となる、また、金融機関にとっては、貸出期間中の期間損益を平準化する効果をもつ。

図-1 アメリカの全モーゲジ・ローンに占める変動金利モーゲジのシェア



借手にとっても、固定金利制であれば生ずる借入時点での金利の高低からくる、借入タイミングによる不公平性を除去することができ、メリットである。しかし、一定期間毎に返済額が変動して、返済計画が確定しにく

上昇となると推計されている。

いずれの説が正しいかは一概には言えないが、アメリカでは②の方がやや説得的であるようである。

4. 住宅ローンの金利のあり方

(1) 民間住宅ローン金利と公的住宅ローン金利

住宅ローン金利のあり方を考えるとき、民間ローン金利と公的ローン金利の問題が併存している。しかし、住宅金融市場の中心は民間住宅金融であり、他方公的住宅金融は政策金融つまり補完であり、公的ローン金利も金利自由化のコンテキストでは、一応排除して考えることができよう。ただし、公的ローン金利とくに住宅金融公庫の貸出金利については、その調達金利である財投金利が市場連動型になると、金利自由化の中での位置付けが重要となる。低利抑制であれば、利子補給金が必要であるし、利子補給金が抑制されれば、貸出金利は市場実勢にもとづくことになる。その際、調達原資の問題も含めて議論すべきことは、すでに論じた。

金利自由化のコンテキストで考えるべき問題は、民間住宅ローン金利のあり方であろう。預金金利の自由化がタイム・スケジュールにのぼっている中で、住宅ローンの原資の調達コストは上昇する。住宅需要が飛躍的に増加するのでない限り、住宅ローン需要も急増しないものと考えられ、住宅ローン残高の総貸出残高に占めるシェアも急伸しないであろう。つまり、住宅の建替え需要が主になる中で、資金的には、償還金の枠内で新規の住宅ローンがまかなわれることになるとすれば、資金コストの問題も自ら異なるかもしれない。しかし、償還金の原資である預金コストが上昇していることに変わりはない。

(2) 変動金利制

住宅ローンは、超長期融資であり、固定金利ならば一度借入れると金融

Adu and Zionによれば、モーゲジ金利と貯蓄貸付組合の預金金利との関係はマイナスで、 t 統計値も低く有意ではないことから(期間は1963年第3四半期から78年第2四半期)、住宅ローン金利は預金金利の上昇・下落とは無関係であると考えているのである。

これに対し、⑤は金融機関は預金金利に利鞘を上乗せしてローン金利を決めるとするものである(mark-up theory)。Jaffee and Rosen (1979)によれば、住宅ローン金利であるモーゲジ金利(RM)はその均衡値(RM^*)に収斂するものと考えられ、

$$\Delta RM = k(RM^* - RM_{-1}) \quad ①$$

で示される。 k は調整速度である。 RM^* は、

$$RM^* = f(RS^{\oplus}, RD^{\oplus}, V^{\ominus}) \quad ②$$

で示され、 RS は他の金融資産の収益率、 RD は預金金利(貯蓄貸付組合 S & L の平均実効預金金利)、 V はその他の要因(S & L の預金額対住宅着工額、政府機関等の新規保証額対住宅着工額)である。 RS は、 RM^* のいわば機会費用である一方、 RD は S & L の費用そのものであるから RD の上昇は RM^* の上昇となると考えられる。すなわち、

$$RM = (1 + \pi)RD \quad ③$$

と考えられ、 π はマーク・アップ率である。住宅ローン金利は、その調達コストである預金金利に一定のスプレッドを上乗せして決定されることになるので、住宅ローンの供給額はもっぱらその需要額ないし信用割当額によって決定されることになる。

Jaffee and Rosen (1979)では、1965年3月から78年2月の期間について、 ΔRM の決定要因を①②から推計し、 RD の符号条件、 t 統計値が有意であることを検証して、預金金利の変動が住宅ローン金利の変動とリンクすることを示した。彼らの1979年論文では、預金金利1%の変化はモーゲジ金利0.37%の変化となるとされていたが、1982年論文では、1965年3月から80年4月の期間について預金金利1%の上昇がモーゲジ金利0.54%

この効果に加えて、税制の効果を考えると、現行の住宅取得税額控除方式（ローン控除）では、借入当初に最大約1.8%の金利軽減効果をもつ。したがって、控除率を高め控除上限を除くと、控除率25%で最大2.58%の金利軽減効果をもち、年間返済額の下限（現行30万円）を設定しないと、軽減幅は3.59%になる⁴⁾。

アメリカ的な利子所得控除方式を導入すると、さまざまな前提があるが、最大約2.2%の金利軽減効果があるといわれる（住友信託銀行資料による。アメリカでは戦後の持家増の25%はこの税制によるものであるといわれ、この税制がないと持家率は4%下落したという（Rosen et al. (1980)）。

(2) 住宅ローン供給側の問題

金融機関にとっての調達金利である預金金利が自由化され、預金金利が上昇したとき、貸出金利の一つである住宅ローン金利は上昇するであろうか。この点については、独占的競争モデルを使って論じたことがあるので（村本（1985b））再論しないが、預金金利上昇が貸出金利上昇につながるが、エレクトロニクス化によるコスト引下げ効果などから必ずしも貸出金利上昇幅は大きくないものと考えられる。アメリカでは、④両者がリンクしないとする説（Adu=Zion（1983）など）、⑤預金金利引上げが住宅ローン金利引上げになるとする説（Jaffee=Rosen（1979, 1982）など）、の両説がある。

④は、住宅ローン金利が市場の需給によって決まり、預金金利の上昇には無関係とする考え方で（competitive market theory）、むしろ、預金金利上昇→預金量増加→貸出量増加→資金需給緩和→ローン金利低下、のこともあるとする。

4) 借入当初の効果であり、したがって、借入期間中のものではない。借入条件は名目金利7.92%、借入額1,140万円、借入期間20年、元利均等返済方式とした。但し、住宅税制は1986年度に改正される。

一方、金融政策的には景気の繁閑にかかわらず、住宅ローンのおこなわれ
る可能性があるため、引締時に尻抜けとなることもありうる。この尻抜け
の効果を防止する点で、住宅ローン金利の自由化は金融政策の有効性を強
めるものと期待されるのである。

反対に、住宅の安定的供給にとっては、固定金利の方が望ましく、自由
化がマイナスに作用するともいえるので、金融政策的な配慮だけでなく、
住宅政策的な配慮も、住宅ローン金利の自由化を考える上で必要である。

3. 住宅ローン金利の効果

住宅ローン金利のあり方を考えるとき、現状ではいかなる効果、影響を
もつかをみておくことが大切である。

(1) 住宅ローン金利の波及経路

住宅ローン金利が住宅需要に与えるインパクトは次の2つのルートであ
る。それは、

- ① 持家と貸家の資本コストの変化、
- ② 返済負担の変化、

である。住宅ローン金利は、持家と貸家の資本コストを変化させるので、
持家の資本コストが貸家のそれよりも相対的に低ければ、持家需要増とし
て作用する。また、住宅ローン金利の低下は金利負担を減少させ、返済負
担を軽減する効果をもつ。アメリカでは、1%の名目金利の下落がこの2
つのルートを通じ年間14.6万戸の着工増になるといわれる(1983年に新築戸
数171万戸なので約1割弱の水準、Esaki et al. (1984))。

わが国でも、住宅ローン金利変化の着工戸数への影響度は、有意であり、
1%の名目金利下落は約15万戸の着工増となるとの推計もある(84年の新
設戸数の約12%)。このように住宅ローン金利の住宅投資に与える効果は大
きいものがある。

債権をバックとした証券などの発行が容易になり、資本市場で流通すれば、資金の効率的運用が可能になる（債権の証券化）。そして、金融機関の住宅ローン債権が流動化され、リファイナンスが可能となるので、住宅ローン市場が活性化する。このことは、借手にとっても、資金のアベイラビリティの増大を意味し、メリットとなる。

〔借手の場合〕

一方、借手である個人は、金利が低利抑制され、金利負担が低い状態（つまり、「事実上の補助金」を受けている状態）に比べ、金利負担は増大し、その限りでは不利をこうむることになる。借手にとって、金利負担、返済負担を考えると、住宅ローン金利は低利である方が望ましいであろう。しかし、貸手である金融機関は、低い金利では貸出意欲を失い、より高い収益機会を求めて、他の貸出先へシフトし、住宅金融市場では信用割当の発生するおそれがある。この場合には、借手は低い金利のローンを受けようとしても、却って十分なローンを受けられないことになり、資金調達とすれば、不利な状況におちいることになる。

それに比べて、自由金利で必要な資金を調達できる方が、信用割当を免がれる点で、借手にとっても有利と考えることができる。借手の負担を軽減するという意味では、金利だけではなく、税利上の措置（減税など）の手段も考えられよう。

〔金融政策との関連〕

住宅ローン金利が自由化されることは、金利の景気調整機能が発揮されることになるので、金融政策の効果を補強することになる。住宅ローン金利が低利抑制されていることは、住宅の安定的供給にとっては有効である

でその機能を果たすことも重要である（証券発行・取引費用などの適正・最小化）。また、変化への適用・革新をできるだけ早く行うという動学的効率性(dynamic efficiency)もあげられる。このミクロ的効率性の他に、貯蓄投資のリンクの促進、市場安定性といったマクロ的効率性も考えられる(Bain(1981))。

などである。

金利自由化のコンテキストでは、㉔は陳腐であるので、㉑～㉓が考えられる。ただし、㉓として現状の住宅金融公庫の低利融資が、民間ローンへの利子補給と代替的であると一応考えられるので、㉓を公庫融資として存在するものとする、金利自由化の中で住宅金融市場に介入するには、他に民間ローンへの政府保証、税制上の優遇措置が考えられよう。㉓の政府保証による方法はアメリカの住宅政策の柱であり、㉒の税制はアメリカでは支払利子所得控除方式で、これももう一つの住宅政策の柱である。わが国では、㉑はなく、㉒についても限定的である。

〔公庫融資とその金利〕

また、住宅政策としての公庫融資がこのように位置付けられるならば、公庫金利の役割も自ら明らかである。したがって、利子補給に財政上の制約が存在する以上、低利資金の調達が必要であるし、民間住宅ローン金利よりも若干でも低利であれば効果的であるので、その限りで他の機能（住宅の審査、情報提供、コンサルティング機能など）を発揮することも公庫にとって有益となる。

むしろ、住宅政策として住宅金融公庫の金利を考えると、金利自由化のコンテキストには含まれないものといえよう。金利自由化はもっぱら民間住宅ローン金利についての問題なのである。

(4) 住宅ローン金利の自由化と意義

〔資金利用の効率化〕

住宅ローン金利を自由化した場合にも、前項のような自由化の意義が考えられよう。すなわち、住宅金融市場の効率化が図られることになり、資本市場などからの資金が効率的に活用されよう³⁾。たとえば、住宅ローン

3) 市場の効率性にはこの資金配分上の効率性 (allocational efficiency) だけでなく、運営上の効率性 (operational efficiency) もあり、市場が最小費用

〔住宅政策との関連〕

市場メカニズムで充分供給可能な住宅も多く（たとえば、投資マンション、別荘、豪邸など）、居住環境への効果という意味の外部性は有するが、公共財的性格は有していない。住宅政策は、ナショナル・ミニマム的な本来の住宅政策を第一とし、質的水準の相当に高い住宅の供給を第二とするならば、このような分野こそ介入の対象とすべきである。

大まかなカテゴライズをするならば、表—1のようになろう。先の個人金融としての特殊性との関連でいえば、表の④⑤、とくに④が住宅ローン市場の対象となる住宅になると思われ、この分野にこそ介入、規制が必要となるのである。

表—1 住宅政策

| | |
|---|-----------|
| ④ 外部財としての住宅 (外部効果の強い住宅)……………規制・介入 | } 住宅政策の対象 |
| ⑤ 質的水準高い住宅……………介入ないし市場メカニズム | |
| ⑥ その他の住宅 (別荘、投資マンションなど)……………市場メカニズム—住宅政策の対象外 | |

(3) 住宅金融市場への介入

〔介入の方法〕

個人金融の特殊性（逆選択の存在など）と、外部財としての住宅（外部効果が強い住宅）の存在は、外部財としての住宅に対する住宅金融についての介入の必要性を意味する。

その介入ないし規制には、次の方法が考えられる。すなわち、

- ① 民間ローンの金利規制
- ② 民間ローンの政府保証
- ③ 民間ローンへの利子補給
- ④ 税制上の優遇措置
- ⑤ 政策金融

個人金融の問題——情報の不完全性（情報偏在）——があるが、これについては村本（1985b）で触れたので、再述は避けることとする。結論だけいえば、個人金融市場は、情報偏在が一般化であり、貸手の逆選択効果のため、借手が市場から排除される危険が大きく、十分な資金供給を受けられない可能性が強い。したがって、個人ローン市場については、規制を残すことが必要であるといえよう。とくに、住宅ローン市場は、企業金融に比して限界的であるので、住宅ローン金利を完全に自由化することが必ずしも借手である個人にとって望ましいとはいえないであろう。

しかし、つねに住宅ローン市場へ介入することが望ましいわけではない。介入の対象となるべき住宅には自ら限定があり、政策対象となるものないし外部性の強いものに限られるべきであるので、次にこの点を考えよう。

（2）住宅の性格——住宅政策との関連

〔外部財としての住宅〕

住宅は耐久財であり、住宅の保有はフローとしての住宅サービスの消費と、ストックとしての資産形成の両面の性格をもつ。また、住宅は立地条件、保有形態、内部設備などにより、製品差別化の強い財である（Palmquist（1984））。

しかし、これ以上に住宅には外部性があることが注目される。一つは、住宅が一つの立地点を有し、住宅の質が近隣の居住環境に対して影響を与えると同時に、周囲の環境から相当な影響を受けるという外部効果の存在である。もう一つは、ある種の住宅はメカニズムでは充分供給されず、公共財的性格が強い財であることである（Palmquist（1984））。後者の意味は、市場メカニズムにまかせておいたのでは良質かつ適正価格の住宅が供給されにくく、政策目的（ナショナル・ミニマムの性格）に合致する住宅は外部経済財である、という意味である（ただし、純粋な公共財ともいえないので、準公共財という性格ともいえよう）。

住宅金融が、金融機関の貸出の中でも、最長期であるため、その金利も長期金利の性格をもつが、借入当初の固定金利が借入期間中続くことは、経済金融の変動の中で対処しにくく、変動金利の活用が検討される。また、金融機関の調達資金は、普通銀行で2年、長期信用銀行で5年程度のものが最長期間である。預金の底溜りを考えるとしても、超長期の住宅ローンに対応するには、一定の期間対応が必要である（但し、銀行の資産変換機能に留意すべきである。Niehans (1978, 1984)）。したがって、変動金利制と期間対応が、住宅金融に要請される課題である。

〔中小企業金融との対比〕

不動産金融であること、信用補完制度（信用保証）があることは、中小企業金融においても同様であり、住宅金融と中小企業金融の同質性を考えることもできるかもしれない。しかし、中小企業金融のそれは、もっぱら信用力の不足、規模の零細性の故に、事業金融としての要件を十分に満たさないことにその存在理由があると思われる。

したがって、住宅金融が不生産的金融・消費金融であるのに対して、中小企業金融が生産的金融・事業金融・企業金融であるという金融としての性格上の異質性を考えると、類似の制度を有するとしても、同じカテゴリーとして扱うことに問題がある。中小企業金融の場合には収益力補完であるのに対して、住宅金融の場合には所得補完の性格をもつのである。

また、不動産金融といっても、山林、田畑を担保するのは異なり、住宅金融は自ら居住する不動産を担保とするものであり、社会政策的見地からの配慮を必要とするものであろう。中小企業金融の場合、担保とした自ら居住する不動産を事業失敗のため手放すとしても、これは事業活動の結果であるが、住宅金融の場合、自らの勤務先の倒産などの理由で所得がなくなり、自らの家を処分せざるを得なくなるとしたら、これは自らの事業活動の結果ではないので、同列に扱うことはできない。

住宅金融の特色は、むしろ個人（家計）にかかわる金融という意味で、

しての性格をもつこと。

- ② 企業金融に対して、個人金融ないし消費者金融であり、所得予見にもとづく不生産的金融であること。
- ③ 不動産を担保とする不動産金融であること。
- ④ 住宅という外部性の強い財の金融であり、外部効果に対する配慮、政策的介入の余地が大きいこと。

以上を念頭に置き、本稿では住宅ローン金利の性格を明らかにしたい。

2. 住宅ローン金利の性格

(1) 住宅金融の特色

住宅金融は、消費金融、個人金融、超長期金融、不動産担保金融という特色をもち、小口かつ個別性が強い。したがって、事業金融・企業金融とは異なる性格をもつといえよう。

〔住宅金融の特徴〕

個人（家計）の消費金融であることは、それによって調達された資金が住宅という資産形成および住宅のサービスを消費することに向けられる点で、積極的負債行動にもとづくものであり、いわゆる消費支出の赤字補填に用いられる消費者信用とは異なる¹⁾。また、事業金融とは異なり、住宅ローンは収益をうむ金融ではない。したがって、事業金融が原則として、そのは事業活動によって得られる収益で返済するという性格をもつ、生産金融であるのに対し、住宅金融は、家計の所得によって返済されるという、所得予見にもとづく金融であり、いわば不生産的金融という特色をもつ。

このため、所得予見を信用補完するため、保証（人的担保……保証人，機関保証）が第1次的担保として行われ、第2次担保として融資対象の不動産を物的担保とする制度が確立している²⁾。

1) 負債行動については、村本（1984，1985a）参照。

2) 住宅金融における信用補完制度については、村本（1982，1983）。

金利自由化と住宅ローン金利

村 本 孜

1. はじめに*

金融の自由化、とりわけ金利規制が緩和される中で、住宅ローン金利の問題をいかに考えるかが、注目されている。住宅ローン金利は、金融機関の貸出金利であるとともに、個人の資金調達金利という性格をもつ。さらにわが国の現状を念頭に置くと、公的住宅ローン金利と民間住宅ローン金利とが併存しており、それぞれの課題をかかえている。

一方、個人の金融資産選択における金利選好が高まっているが、これが借入れ金利にも反映されているのではないかと考えられる。とくに、民間住宅ローン金利低下に伴う借換えの急増は、金融機関側の事情もあるが、借入れについての金利選好のあらわれであろう。したがって、住宅ローン金利の変動が家計の金融行動に与える影響は大きい。

従来、住宅ローン金利は、住宅政策上の配慮もあり、規制されてきた。しかし、他の諸金利が自由化される中で、その位置をいかに考えるかは重要である。民間金融機関にとって、新金融商品は高利回りであり調達コストは上昇している。公的金利も財投金利が市場連動方式になれば、従来のような基準金利制の維持に問題が生じよう。

住宅ローン金利のあり方を考える場合、住宅金融の特質から次の点を考慮する必要がある。

- ① 住宅金融が超長期の金融であり、住宅ローン金利も超長期の金利と

* 本稿は、拙稿「金融自由化の論理——金利自由化を中心に——(Ⅰ)(Ⅱ)」『成城大学経済研究』第89、90号の補遺的性格をもつ。