

# 市場機能を生かした住宅金融のあり方：雑感

蛸山昌一

## 1．なぜ住宅金融に証券化は必要か

住宅金融：個人が住宅（という資産）を取得ないし改良する際の金融 住宅金融は個人金融か資産金融か。主流は個人金融の側面を重視して議論してきた。しかし、住宅金融の証券化を論じるときには、資産金融の側面をより重視すべきでないか。すなわち、証券化は住宅の生み出す将来収益（家賃あるいはみなし家賃）の分配、そのリスクの配分に関する手法。個人金融を重視する伝統的な観点では、住宅を取得した個人の将来所得の一部（金利支払い分）と個人の将来所得稼得能力に関するリスクが問題視される。

公庫は賃貸住宅建設への金融をまずは証券化の対象とすべき。

住宅市場の現実賃貸住宅と持家住宅との間の裁定がきわめて不十分。この不完全さをそのままにして証券化は可能か。言い換えれば、政策的な証券化推進のひとつの意義は住宅市場の正常化（不完全性の可能な限りの除去）にある。

## 2．住宅金融の流動化と証券化

政策的な関与を行うのである限り、流動化に終わらせてはならない。戦術的に流動化を推し進めるとしても、それは証券化への展望が担保されなければならない。より直截に表現すれば、住宅という資産の生み出す将来収益が同時に（当該住宅の所有者でも利用者でも建設者でもない）多数の投資家の投資対象となり、その間を転々流通するようなシステムを構築することが政策としての証券化である。単に住宅取得者への円滑な金融とか、そうした金融をになう金融機関の資金のアベラビリティを高めるといふことにとどめてはならない。

## 3．住宅金融公庫廃止論について

住宅取得者への資金の直接の貸出を行うとか保証をつけるという意味での住宅金融公庫は廃止されるべきである。しかし、これからの日本の金融をどのような構造のものにすべきかについてある種のビジョンをもち、その実現のための政策を考えるというコンテキストで公的金融を位置付ければ、住宅金融公庫（に代表される政府系金融機関のいくつか）は証券化支援機関として当面は存続すべきであるという論理が構築可能である。逆に言えば、したがって、日本金融の将来ビジョンをあいまいにしたまま、あるいは、銀行を蘇生させればよいといった伝統システム維持の観点からは住宅金融公庫の証券化支援機関化の論理は導けない。それでは廃止すべきという政治の声に対抗できない。

## 4．住宅金融公庫改革のポイント

住宅金融公庫は、民間金融機関が行った住宅ローン債権の真の意味での証券化を実現するため、証券化の過程で必要な民間では不可能な機能（将来は可能かもしれないが、当面は不可能な幼稚産業的機能をも含む）に経営資源を投じることが望ましい。なかでも、民間金融機関の住宅ローン債権を投資家が投資しやすいようプールする債権ポート

フォリオの組成、それが流通しやすいような清算決済の仕組みの整備（既存システムの活用をも含む）その組成したポートフォリオに関する基本情報、市場情報の提供といった機能が重要。住宅金融公庫がこうした機能の担い手として確定されれば、それを通して、いわば市場機能を通しての住宅政策（良質な住宅建設）が可能となる。また、その政策効果は金利補助金などによっていっそう強化される。

<参考>「住宅金融公庫改革に寄せて」

2001年11月末、住宅金融公庫の改革案がまとまった。公庫は5年以内に廃止し、住宅ローン債権の証券化を担う新法人を設立するというものだ。この基本的な方向は、市場メカニズムをより広範に育て、生かすというもので、高く評価できる。こうした施策が積み重ねられてこそ、金融システムは伝統的間接金融偏重から離脱できるのだ。今後、この方向性を見失うことなく、具体的な市場インフラを整備し、民間の創意工夫がそれを活用し、住宅金融ひいては日本の金融全体の成果改善に結びつくことが望まれる。もちろん、こうした望みを実現するには直接の改革当事者である公庫および国土交通省のいっそうの努力と民間の協力が不可欠である。しかし、それだけでない。こうした意味ある改革を既存の証券市場や民間金融機関およびそれらに関わる行政は我が事として受け止めなければならない。

金融庁は、去る2001年8月、小泉構造改革の一環として証券市場構造改革プログラムとその工程表を提示した。その案は、いかに個人投資家を証券市場の主役に押し上げるかに焦点を絞る余り、より広い視野から「間接金融よ、サヨナラ。証券市場よ、コンニチハ。」とするための包括的な施策とはなっていない。このたびの住宅金融公庫改革を現実に軌道に乗せるには、既存の証券市場や金融機関の側での積極的な対応が必要である。金融行政もそれを支援し、誘導しなければならない。

ふたつだけ課題を例示しよう。まず決済の問題がある。新証券化商品はどのようなシステムで決済されるのか。新たなシステムではなく、既存のものを活用すべきであろう。それはどうしたら可能となるのか。次に情報の問題がある。住宅ローンには繰上げ返済など固有の問題がある。こうした固有の性質は新証券化商品の商品設計に反映され、ひいては投資家の投資評価に影響を与える。したがって、住宅ローンに関するきめ細かな情報が開示されなければならない。銀行などの民間金融機関はその準備をしているのだろうか。こう見てくると、ことは国土交通省や公庫だけではなく、金融全体に関わる問題である。まずは行政が省庁の壁にこだわらず、協力して課題の解決に当たらねばならない。そうでなければ、新たな業際問題を引き起こすなど、せっかくの改革もとんでもない方向に行ってしまうかねない。