

アメリカの金融自由化・証券化と S&L 危機*

清水正昭

はじめに——問題の所在

- I 第一次 S&L 危機と金融市場改革
 - II モーゲージ流通市場の発達と流動性の創造
 - III 1981年レーガン税制改革と不動産バブル
 - IV 第二次 S&L 危機の勃発
- むすび

はじめに——問題の所在

(1) 「サブプライム金融危機」後、先進各国のなりふり構わぬ世界的規模での金融システムの安定化策と不況対策の結果、ギリシャの財政破綻に端を発したソブリン・リスクの顕在化と欧州金融危機が表面化し、中国をも包摂するに至った世界大のドル体制が財政・金融政策に行き詰まり、世界経済は混迷の度を深めている。1970年代の段階的変容を経て、新自由主義とグローバリズムが席卷した戦後世界の潮流が大きく変質し、世界経済は新たな歴史段階に突入した様相を呈している。現下のこれら一連の深刻な世界的経済危機の連鎖の顕在化は、直接的には基軸通貨国アメリカの住宅金融問題に端を発していた。

「サブプライム問題」が2007年始めに表面化した当初、アメリカ国内の住宅バブルの崩壊によって発生した、地域的・限定的な問題に過ぎないと見られていた。しかし、それはわずか数ヶ月で世界の金融市場に波及し、更に翌年秋には、国際金融市場の中枢を占めるアメリカの投資銀行や保険会社が相次いで破綻するという事態へと進展し、深刻な実体経済の縮小を伴う世界的な金融危機として現出した。それ自体大きな問題を孕んでいるとはいえ、アメリカ国内の低所得者層向けの住宅金融問題に過ぎない「サブプライム問題」が世界的な金融危機へと発展したのは、金融工学を用いた様々なデリバティブの開発によって、「サブプライム問題」を「サブプライムローン証券化問題」へと転成させた、金融の証券化・セキュリティ化の発達があったからに他ならない。この「金融の証券化」現象は、アメリカでは1970年2月の政府住宅抵当金融金庫（Government National Mortgage Association, GNMA, 通称ジニーメイ）パス・スルー証券の発行を嚆矢とし、70～80年代に様々なモーゲージ担保証券（Mortgage Backed Securities, MBS）の発行と

* 本稿の作成にあたり、Prof. Gary A. Dymski には、筆者が UCCS (University of California Center Sacramento) 客員研究員として調査・研究に携わる機会を与えて頂いた。また、Ms. Lina Woo (当時 Center Manager) には資料・文献の蒐集に協力して頂いた。記して謝意を表したい。

その流動化を基軸として急速に進展した。そしてそれは、これまでアメリカの住宅金融の主たる貸し手であった貯蓄貸付組合 (Savings and Loan Association, S&L) の行動様式を一変させ、すでに80年代後半にはS&L危機を惹き起こす槓杆として機能したのである。それは更に2000年代以降、投資銀行をはじめとする大手金融機関によって、サブプライムローンを担保としたMBSをも組み入れた債務担保証券 (Collateralized Debt Obligation, CDO) や債権倒産保険 (Credit Default Swap, CDS) 等の新たな証券化商品・金融派生商品の開発を促すと同時に、過剰な流動性を抱える国際金融市場において新たな格好の投資対象を提供して過度な信用膨張を惹き起こし、世界的規模での金融危機が生み出されるうえで規定的な役割を演じたのである。とすれば、現段階に至る問題分析の方向性は、先ず以て、80年代に金融の自由化・規制緩和が推し進められ、金融の証券化・セキュライゼーションが進展し、金融システムが大きく変貌していくなかで、サウンド・バンキングを旨とする銀行・金融機関の行動様式がどのように変容し、新たな信用拡張手法を用いた金融取引の大膨張が、いかなるリスク管理のもとでどのようなメカニズムを通じて実現されたのか、そしてその結果、いったい何故、いかにして「バブル」の発生とその破綻・危機が現出し、それが世界的規模で波及していくことになったのか、として定置されなければならないであろう。

小論はこのような問題関心から、まずその基礎的作業として、アメリカにおいて金融の証券化・セキュライゼーションが急速に進展していくなかで、「金融の証券化」の矛盾の最初の発現形態であり、80年代のアメリカにおいて深刻な金融危機を惹き起こしたS&L危機を考察対象として、「金融の証券化」に対応した金融機関の行動様式の変容が、何故、いかにして金融システムを不安定化させたのか、その論理とメカニズムを究明することに限定されている。しかしながら、かかる考察は、経済のグローバル化が進展していくもとで、新たな収益機会を求める投資銀行・大手金融機関の積極的な参入によって金融の証券化・セキュライゼーションが世界的規模で推し進められ、複雑なデリバティブを駆使した金融取引が「シャドウ・バンキング・システム (shadow banking system)」と呼ばれる独自のメカニズムを通じて更に膨張していった現段階固有の経済状況のもとで、ソブリン・リスクをも顕在化させるまでに深刻化した世界的規模での経済・金融危機分析のための不可欠な歴史的かつ論理的な前提をなすであろう。

(2) アメリカの住宅金融の担い手は、1980年代初頭までは伝統的にS&Lを中心とする貯蓄金融機関 (Thrift Institutions)⁽¹⁾が卓越した地位を占めていた。S&Lの淵源は1831年に溯るが、イギリスの住宅金融組合 (Building Societies) をモデルとして創設されたことから明らかなように、S&Lは組合員の住宅建築資金の積立と借入の便宜を図るために生み出され、そしてその後、永続的な住宅金融専門の金融機関へと発展していった。それ故、S&Lのバランス・シートは、比較的短期で小口の貯蓄性預金勘定を開設し、資産面では圧倒的に長期・固定金利の住宅モーゲージ・ローンで運用する、というものであった。

(1) 伝統的に、「貯蓄金融機関」という範疇にはS&L以外に貯蓄銀行 (Savings Bank, SB) が含まれ、協同組合の性格が強い信用組合 (Credit Union, CU) は別個に取り扱われることが多い。しかし、近年、金融機関としての同質化が進展している状態を反映してか、「貯蓄金融機関」にCUを含める場合もあるが、本稿では伝統的な定義に従っている。貯蓄金融機関の規定については、例えば、高木仁『アメリカの金融制度改定版』(東洋経済新報社、2006年)第3章、等を参照。

このような資産・負債構造から、S&Lは期間ミスマッチのために常に金利リスクにさらされてはいる。しかしながら、1930年代のニューディール型福祉政策の一環として住宅金融政策の中核に組み込まれ、1966年まで預金金利が規制されなかったS&Lは、預金金利規制や不動産融資規制が厳格に課された商業銀行に比して、預金吸収と住宅モーゲージ業務において競争上優位な立場に立つと同時に、戦後、安定的な低金利水準が維持されてきたもとの、金利リスクは表面化することなく比較的安定した経営を維持・発展させることができた。

ところが、1960年代後半以降、インフレが激しくなり、市場金利が上昇してくると事態は一変する。1966年、69年、そして73～74年の金利の急騰は、S&Lの預金勘定からTBやその他の高利回り証券へと預金をシフトさせ、ディスインターミディエーションを惹き起こしたのである。それは更に、第二次オイルショックを契機とした激しいインフレとそれに伴う金利の急騰によってS&Lの預貸金利は逆転に陥り、この金利ミスマッチを主たる要因としてS&Lの経営破綻が相次ぎ、1979～82年に第一次S&L危機が発生した。理論的には、S&Lが晒されている金利リスクは、変動金利モーゲージ（Adjustable Rate Mortgages, ARM）の導入や金融先物市場でデリバティブを活用することによってリスクヘッジすることが可能ではある。しかし、1979年以前に変動金利モーゲージは、カリフォルニアの州免許S&L以外には認められていなかった。連邦住宅貸付銀行理事会（Federal Home Loan Bank Board, FHLBB）が業界の保有資産額で最大部門である連邦免許S&Lすべてに変動金利モーゲージを認めたのは、1981年4月になってからのことである。また、金利リスクをヘッジするために、FHLBBがS&Lに金融先物取引の活用を認可したのは1981年7月であった。当時、デリバティブを活用した複雑なリスクヘッジの手法はまだ一般化しておらず、スワップやオプションが用いられるようになったのは、もっと後のことである。「それ故、S&Lが金利リスクをヘッジするために現在有している手法は、使用するには余りにも遅かったので、1970年代と1980年代初頭の金利リスクの諸問題に対処することができなかつた」のである。⁽²⁾

この70年代末から80年代初頭に発生した第一次S&L危機に対する政府の対応策は、S&Lの経営基盤の強化を図るために、次のような「2つの方針に従って」⁽³⁾進められた。それは、一方では、「規制緩和（deregulation）」を行うことによって、資産運用面では、住宅モーゲージ・ローン以外の融資の多様化を認め、負債管理に関しては、S&Lから流出した預金を還流させるために、1986年3月までに預金金利の上限規制を段階的に廃止して、市場性預金の調達を拡大することができるようにしたのである。と同時に他方では、経営危機に陥ったS&Lに再建のために必要とされる時間的猶予を与えるために「規制猶予（regulatory forbearance）」政策が採られた。⁽⁴⁾このような「規制猶予」政策が採られ

(2) Brewer, Elijah III and Thomas H. Mondschean, "Ex ante risk and ex post collapse of S&Ls in the 1980s", *Economic Perspectives* (Federal Reserve Bank of Chicago), Vol.16, No.4. 1992, p.4.

(3) Brumbaugh, R. Dan, Jr. and Andrew S. Carron, "Thrift Industry Crisis: Causes and Solutions", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2. 1987, p.355.

(4) 「規制猶予」政策は多岐にわたるが、それは、まず第一に、一時的に自己資本規制を免除しようとするものと、第二に、様々な手法を用いてS&Lの自己資本を増加させようとするものとに大別することができる。自己資本規制「免除」策としては、具体的には、①S&Lの自己資本比率の引下げの容認（1980年11月には5%から4%へ、1982年1月には4%から3%に引下げ）、②「一般会計原則（Generally Accepted Ac-

た背景には、まず第一に、政府のこの S&L 危機に対する認識が反映されていた。それは、この危機は金利リスクが S&L の脆弱な財務構造を直撃することによって生じた一時的な流動性危機にすぎず、金利が通常の水準に回復すれば解決するだろう、という期待を反映したものであった。⁽⁵⁾ また第二の要因として、レーガン政府の掲げる「小さな政府」という財政抑制政策の影響が大きかった。『『レーガノミックス』の頑強な信奉者たちであるこのグループ（大統領経済問題諮問委員会のメンバーたち——引用者）は、規制緩和と規制猶予の政策を巧みに作り上げ、そして S&L 問題を解決するための政府のいかなる資金拠出にも頑として反対した。……それ故、財務省と連邦政府行政管理予算局は、FHLBB に、連邦財政赤字を増大する直接的影響を持たない FSLIC 手形やその他の種類の規制猶予方式を用いるよう迫った』⁽⁶⁾ ののである。

このような、問題の先送りを企図した「規制猶予」政策が行われるなかで、S&L「業界を救ったものは、1982年の予期せざる金利の大幅な下落であった。貨幣市場レートは、16%を超えたそのピークから1983年には9%以下に低下した」⁽⁷⁾ のである。そして更に、不動産投資の優遇税制が採択された1981年のレーガン税制改革を契機とした不動産ブームのなかで、「規制緩和」によって非住宅融資枠の拡大が認められることになった S&L は、商業用不動産融資の拡大を基軸として1982年末から85年末にかけて急成長を遂げた。S&L の総資産は、この間に6860億ドルから1兆680億ドルへと56%——貯蓄銀行と商業銀行の成長率（約24%）の2倍以上——も増大した。（第1表）また、それは S&L 業界への新たな参入をも促し、1980年と1986年の間に414の S&L に新たな免許状が交付されたが、1983年～85年の268の新規参入数はそれ以前の3年間の免許状交付数119に比して2倍以上に達した。（第2表）しかも、成長率の高い積極的な経営を行った S&L ほど、商業用モーゲージ・ローンや不動産貸付といった非伝統的な資産を拡大した割合が高かったのである。⁽⁸⁾

counting Principles, GAAP)」よりも緩和された基準の「規制会計原則 (Regulatory Accounting Principles, RAP)」の採択、を挙げることができよう。他方、自己資本「増加」策としては、①1981年9月、S&L の発行する収益資本証書 (Income Capital Certificates, ICC) を連邦貯蓄貸付保険公社 (Federal Savings and Loan Insurance Corporation, FSLIC) が現金または手形で購入することが許可され、それを S&L の自己資本に算入することを認可、②預貸金利逆ザヤが発生した時、資産売却によって生ずる損失の「10年以上にわたる」繰延べと、損失の未償却部分を「資産」として記載することの容認、③「のれん」(被買収 S&L 資産の「購買価格」と「市場価値」との差額) を純資産の増大として計上し、自己資本 (資産と負債の差額) に算入することを容認、④1982年4月、新規資本の流入を促すために、株式会社 S&L に対して株式所有制限を撤廃し自由化する、等といった内容を含むものであった。(Cf. National Commission on Financial Institution Reform, Recovery and Enforcement, *Origins and Causes of the S&L Debacle: A Blueprint for Reform, A Report to the President and Congress of the United States*, 1993, pp.35~39. (以下、National Commission と略記) Moysich, Alane, "The Savings and Loan Crisis and Its Relationship to Banking", in FDIC, *History of the Eighties — Lessons for the Future*, Vol.1, 1997. Ch.4, pp.173~5.)

(5) Cf. National Commission, *op. cit.*, p.1. Barth, James R., *The Great Savings and Loan Debacle*, The AEI Press, 1991, p.3.

(6) Moysich, Alane, *op. cit.*, p.177.

(7) Brumbaugh, R. Dan, Jr. and Andrew S. Carron, *op. cit.*, p.356.

(8) 「1984年に急速に成長した貯蓄金融機関と、非伝統的な投資に充てられた彼らの資産との間にある相関関係は、実際、非常に高かった。更に言えば、彼らのポートフォリオに占める住宅モーゲージ（およびモーゲージ担保証券）の割合と彼らの成長率は、負の相関関係を示していた。」(White, Lawrence J., *The S&L Debacle: Public Policy Lessons for Bank and Thrift Regulation*, Oxford University Press, 1991, p.103.)

第1表 FSLIC 加盟 S & L の主要財務指標 (1980-1989年)

(単位：10億ドル)

年	機関数	資産総額	純利益	有形資本	有形資本 総資産 (%)	債務超過	
						機関数*	資産額*
1980	3,993	604	0.8	32	5.3	43	0.4
1981	3,751	640	-4.6	25	4.0	112	28.5
1982	3,287	686	-4.1	4	0.5	415	220.0
1983	3,146	814	1.9	4	0.4	515	284.6
1984	3,136	976	1.0	3	0.3	695	360.2
1985	3,246	1,068	3.7	8	0.8	705	358.3
1986	3,220	1,162	0.1	14	1.2	672	343.1
1987	3,147	1,249	-7.8	9	0.7	672	353.8
1988	2,949	1,349	-13.4	22	1.6	508	297.3
1989	2,878	1,252	-17.6	10	0.8	516	290.8

* 資産に対する有形資本の比率に基づいて算定。

(出所) Moysich, Alane, "The Savings and Loan Crisis and Its Relationship to Banking" in FDIC, *History of the Eighties — Lessons for the Future*, 1997. p.168.

第2表 新規貯蓄金融機関の FSLIC 預金保険受入れ認可数^(a)
(1980-1986年)

年	連邦免許機関数	州免許機関数	総計
1980	5	63	68
1981	4	21	25
1982	3	23	26
1983	11	36	47
1984	65	68	133
1985	43	45	88
1986	14	13	27
総計	145	269	414

(a) 州支援保険基金から FSLIC へ転換した州免許貯蓄金融機関は除外。

(資料) FHLBB データ

(出所) White, Lawrence J., *The S&L Debacle: Public Policy Lessons for Bank and Thrift Regulation*, Oxford University Press, 1991, p.106.

第3表 FSLIC 付保貯蓄金融機関の資産増加とその資産構成（1984年6月）

貯蓄金融機関の年間 資産増加率 ^(a)	15%以下	15～25%	25～50%	50%以上
	%	%	%	%
住宅モーゲージおよび モーゲージ担保証券 ^(b)	68.1	67.1	63.4	53.0
商業用モーゲージ	6.6	8.3	8.2	10.8
不動産貸付	1.2	1.8	2.5	5.8
非モーゲージ貸付	3.7	3.6	4.6	5.0
不動産投資	0.2	0.6	0.7	1.2
その他の資産	20.2	18.6	20.6	24.2
総計	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

(a) 1984年前半の増加から推測される年間増加率

(b) 「その他のモーゲージ関連資産」というカテゴリーを含む。

(出所) White, Lawrence J., *op.cit.*, p.103.

(第3表)とところが、この間に業容を拡大したS&Lのなかには、収益を拡大し高成長を追求するあまり、乱脈な経営と、融資や引き受け基準の緩和のためにリスク管理が甘くなったものも数多く現れ、その結果、資産が劣化し、再び経営危機に陥るものが相次いで出現した。⁽⁹⁾かくして1986年～89年に再度、第二次S&L危機が勃発し、S&Lの預金を付保してきたFSLICまでもが破綻した結果、巨額の公的資金を投じざるを得ない事態に陥った。⁽¹⁰⁾「金利の上昇から生じた一時的な業界の損失が、誤った信用の巨大な拡張によって惹き起こされた恒久的な損失に取って代わられた」⁽¹¹⁾のである。

(3)大略、以上のような経緯をたどった1980年代のS&L危機に対してアメリカでの支配的な研究は、かかる経済的災厄を惹き起こした政府の政策的対応の誤りと預金保険制度の不合理性、といった政策・制度両面からする批判が大勢を占めている。⁽¹²⁾

まず、政策的対応の誤りに対する批判というのは、第一次S&L危機に際して採択された「規制猶予」を伴った「規制緩和」政策が、事実上破綻したS&Lの営業の継続を許し、その経営者たちに（次に指摘する付保預金を利用しながら）「投機的で思慮分別のない、

(9) 「S&L 互解のほとんどの説明はこのような傾向に注目している。それは、経験不足、詐欺、急成長、そしてより高い貨幣コストのために生じたハイリスクな事業への投資の必要性など、原因は様々であるとしている。」(Moysich, Alane, *op. cit.*, p.185, fn., 60)

(10) 脚注90（後出）参照。

(11) National Commission, *op. cit.*, p.2.

(12) アメリカでのS&L危機の研究をサーベイしたものとしては、例えば、Gupta, Atul and Lalatendu Misra, "Failure and Failure Resolution in the US Thrift and Banking Industries", *Financial Management*, Vol.28, No.4, 1999, 等を参照。

そして時には詐欺的活動に従事する、強烈な動機と機会を生み出した⁽¹³⁾という批判である。とりわけ、すでに第一次S&L危機の際に事実上破綻してしまい、現存の事業を継続したとしても回復の望みは薄く、勢い失敗したとしても失うものが何もなくなかったS&Lは、このような政策が継続されるもとの「復活に向けてのギャンブル」として新規事業へ参入しようとする強い動機を有することになった、と指摘されている。⁽¹⁴⁾次に、より基本的には、このような「安全性と健全性に無頓着なS&L経営者」⁽¹⁵⁾をその瓦解にまで駆り立てたのは預金保険制度の存在であり、これこそがS&L「崩壊を必然化させた基本的条件」⁽¹⁶⁾であるとしてFSLICが厳しく批判されている。この見解によれば、連邦預金保険制度の存在のために、S&Lの経営者と預金者双方からするS&Lの監視機能に歪みが生じ、「モラル・ハザード」が惹き起こされた、というのである。即ち、S&Lの経営にとって、もともと「連邦預金保険は、S&Lが長期・固定レートの住宅モーゲージ・ローンを融資することができるように、市場金利よりも低い金利で巨額の資金を調達することを認める助成金」として作用した。それ故、「預金保険のために、S&Lはかれらの業務や投資の安全性あるいは健全性を顧みることなく預金を引き寄せることができ」、それを「不動産開発、直接投資、金利の投機のようなリスクな分野」に投ずることによって急成長した、⁽¹⁷⁾とされる。したがって、デイスインターミディエーションを緩和するために行われた、1980年3月の預金保険限度額の口座当たり40,000ドルから100,000ドルへの引き上げは、一層「問題を悪化させ」るものでしかなかったのである。更にまた、預金保険の料率は均一であるが（預金総額の1%の1/12）、「問題は、保険掛金が機関の破綻可能性、そのポートフォリオのリスク、あるいは破綻した場合の保険者に対する推定費用を無視して設定されていることである」。そのために、それは、S&Lが破綻のリスクが高くなるにつれてより高い保険掛金を支払うことなしに、預金債務の拡張を許すこととなった、⁽¹⁸⁾と指摘されている。他方、預金者にとっては、預金保険制度が存在するために「金融的損失の重大なリスクもなしに利益を得ることができた」。もし預金保険が存在しなければ、預金者はS&Lの破綻リスクが増大するにつれてより高い金利を求めたり、終には彼らの預金を引き出してしまふであろう。したがって、このことは、預金保険制度によって預金者によるS&Lの監視機能が弱体化してしまったことを意味している、という訳である。こうして、預金保険制度は、S&Lの経営者・預金者双方にとって「リスクをコントロールするために必要な市場原理のシステムを奪ってしまった」。その結果、S&Lの経営規律が乱れ、「業界の内部に急速に成長し過大なリスクを引き受けようとする強い動機が生み出された」ために、ハイリスク・ハイリターンを追求する顕著な「モラル・ハザード」が現れた、と批

(13) National Commission, *op. cit.*, p.2.

(14) Cf. *ibid.*, p.45.同様の指摘は数多くあるが、例えば、Brumbaugh, R. Dan, Jr., *Thrifths Under Siege: Restoring Order to American Banking*, Ballinger Publishing Company, 1988, pp.59~88. Barth, James R., *op. cit.*, pp.44~7.等を参照。またE. J. Kaneは、彼の造語ではあるが、これを「ゾンビ」S&Lと呼んでいる。(Kane, Edward J., *The S&L Insurance Mess: How Did It Happen?*, The Urban Institute Press, 1989, p.4.)

(15) National Commission, *op. cit.*, p.46.

(16) *Ibid.*, p.5.

(17) *Ibid.*, pp.1, 5.

(18) Brumbaugh, R. Dan, Jr. and Andrew S. Carron, *op. cit.*, p.359. Cf. National Commission, *op. cit.*, p.47.

判されるのである。⁽¹⁹⁾

しかしながら、このような S&L 危機をめぐる支配的な議論には検討すべき根本的な問題が存在しているように思われる。まず第一に、S&L 危機はこのような政策的対応の誤りに起因した人為的・政策的な危機である、という認識に関してである。近年、金融の自由化・規制緩和を強行した多くの国において金融システムは不安定化し、程度の差こそあれバブルの発生と金融危機を経験してきた。それは、たまたま発生した偶発的・例外的な経済現象ではなくて、各国の金融制度の相違を反映してそのメカニズムは異なるとはいえ、金融市場が大きく変貌していく過程で個々の金融機関が「健全な経営」を維持しようとするそれ自体としては経済合理的な行動が、かえって金融システムの不安定化を惹起するという、市場経済固有の転倒性を反映した「合成の誤謬」ともいべき不可避的な現象に他ならなかった。⁽²⁰⁾したがって、問題は、1980年代に大きく進展した金融の自由化・規制緩和と「金融の証券化」が推し進められる過程でアメリカの金融市場はどのように変貌したのか、またそのなかで「経営の健全性」を維持しようとする S&L の行動様式はいかに変容し、その信用膨張メカニズムはどのような変化を遂げたのか、そしてその結果、いったい何故、いかなるメカニズムを通じてバブルの発生と金融危機が現出することになったのか、その論理とメカニズムこそが問われなければならないのである。さもなくば、S&L 危機は単にアメリカにおいて政策的対応の誤りによってたまたま発生した人為的・偶発的な経済事象として矮小化されることになりかねず、S&L 危機が、「金融の証券化」の矛盾の最初の現象形態として、金融の自由化・証券化のなかで不可避的に不安定化する金融システムの脆弱性を象徴的に表現した、その先駆的で普遍的な性格が看過されることになるであろう。それ故、「復活に向けてのギャンブル」を行なおうとする「安全性と健全性に無頓着な S&L」が、銀行経営の原則を逸脱した投機師や詐欺師紛いの行動を採ったがためにたまたま支払い不能に陥り経営破綻したという経済的エピソードと、新たなリスク・テイクを行う際には、それを可能とするポートフォリオの再構築（流動性の確保と自己資本の充実）に不断に留意し、「安全性と健全性に」配慮したサウンド・バンキングを旨とする S&L の行動様式が、「金融の証券化」と規制緩和・自由化政策に伴って金融市場が大きく変貌していく過程でかえって金融システムを不安定化させ、S&L 危機を惹き起こした、ということとは理論的に明確に峻別して考察すべき問題なのである。

次に、預金保険制度が S&L 「崩壊を必然化させた基本的条件」である、とする批判にも問題があるように思われる。S&L を被保険機関とする（＝付保する）連邦貯蓄貸付保

(19) National Commission, *ibid.*, pp.5~6. わが国においても、S&L 危機に言及する際には、このようなアメリカでの支配的な見解に依拠しつつ、同様の批評が繰り返されることが多い。例えば、日本銀行「米国の貯蓄金融機関を巡る最近の動きについて——経営悪化の背景と制度面での対応——」（『調査月報』1989年8月号）、12~8頁。柴田武男「アメリカにおける金融機関破綻のケーススタディ——S&L 問題を中心にして——」（『証券資料』No.117, 1992年）、86頁。地主敏樹『アメリカの金融政策』（東洋経済新報社、2006年）、131~4頁、等。

(20) かかる視点から、われわれはこれまでに、日本およびイギリスの金融市場改革とバブルの発生メカニズムについて検討したことがある。併せて参照されたい。拙稿「『バブル』発生の金融メカニズム——銀行行動の分析を通じて——」（『千葉商大論叢』第36巻第1号、1998年）、「イギリスの金融市場改革と Secondary Banking Crisis ——わが国の『バブル』経済との比較研究という視点から——」（『同上』第42巻第4号、2005年）。

險公社 (Federal Savings and Loan Insurance Corporation, FSLIC) は1934年に創設されたが、しかし商業銀行 (Commercial Bank) と貯蓄銀行 (Savings Bank) は連邦預金保険公社 (Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC) を、信用組合 (Credit Union) は全国信用組合出資金保険基金 (National Credit Union Share Insurance Fund, NCUSIF) と、それぞれ同様の連邦預金保険機関を有しており、アメリカの連邦預金保険制度は被保険機関の異なる3つの制度から構成されている。とすれば、一体何故、1980年代半ばのこの時期に、主としてS&Lだけに預金保険制度によって過大なリスク・テイクを惹き起こす「強い動機」が生み出されたり、「モラル・ハザード」が生じたりしたのかが改めて問い質されなければならないであろう。80年代後半にはS&Lの抱える不良債権が累増し、「スリフト問題は、1980年代初頭の金利スプレッド問題から、その後半には信用の質の問題へと転化した」⁽²¹⁾とするならば、単に預金保険制度の存在によって「モラル・ハザード」が現れたと指摘しただけでは、それは常に存在する一般的な問題であって、何故、それ以前には現れなかったS&Lの「信用の質の問題」、即ち、不良債権問題が80年代後半のこの時期に至って一挙に顕在化することになったのか、その最も肝要な点が全く明らかにされてはいない、と言わざるを得ないのである。

とまれ、これらの諸問題を念頭に置きつつ、アメリカのS&L危機勃発のメカニズムとその論理・意義を究明するためには、まずS&L危機の歴史的背景を形成した、80年代初頭の金融市場改革の過程を一瞥しておくことから始める必要があるだろう。

I 第一次 S&L 危機と金融市場改革

(1) 今日に至るアメリカの独自の住宅金融システムの原型は、1930年代の大不況下で大きな打撃を受けた住宅・不動産市場を再建するために、連邦政府の公的支援のもとで形づくられた。それは、次のような機関を設立することによって、新たな住宅金融システムを再構築しようとするものであった。まず第一に、1932年7月に連邦住宅貸付銀行制度 (Federal Home Loan Bank System, FHLBank 制度) が成立した。それは、預金の流出に直面し、流動性危機に陥ったS&Lを中心とする貯蓄金融機関に対して、その保有する住宅モーゲージを担保とした流動性を供給し、それを通じて住宅金融市場の信用収縮に対して歯止めをかけるために独自の流動性供給機構を確立しようとしたものであった。次いで、1934年に成立した全国住宅法 (National Housing Act of 1934) に基づいて三つの連邦政府機関が設立された。まず、連邦住宅局 (Federal Housing Administration, FHA) である。この機関は、住宅金融機関が供与するモーゲージ貸付けの返済を保証するFHA保険制度を創設することによって、貯蓄金融機関の信用リスクを大きく軽減させようとするものであった。第二に、その設立は当初の規定より遅れたが、1938年に復興金融公社 (Reconstruction Finance Corporation, RFC) の子会社として連邦抵当金庫 (Federal National Mortgage Association, FNMA, 通称ファニーメイ) が創設され、民間金融機関が保有する住宅モーゲージを流動化するための買い取り機関として機能することによって、既存モーゲージが売買される流通市場の発展を促進する機構が構築された。更に、商

(21) Gupta, Atul and Lalatendu Misra, *op. cit.*, p.91.

業銀行のための連邦預金保険公社（FDIC）と同様に、貯蓄金融機関についても預金保険制度が導入され、連邦貯蓄貸付保険公社（FSLIC）が設立された。

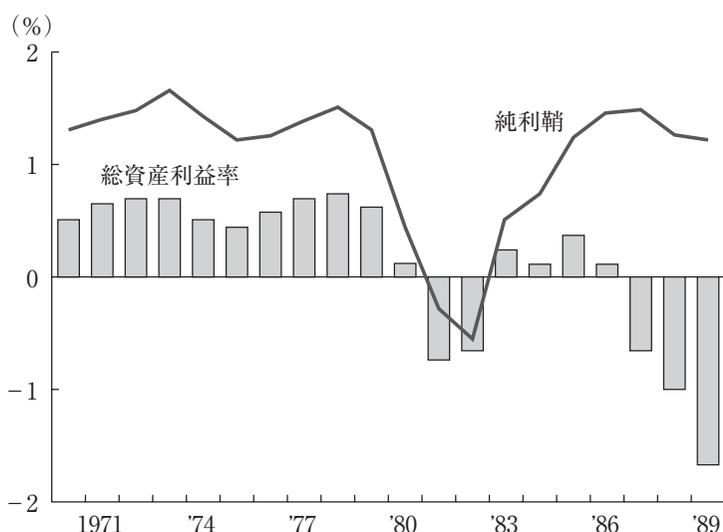
このような連邦政府による住宅金融市場を支える公的支援策のもとで、その市場の主たる担い手である貯蓄金融機関は、第二次大戦後の住宅需要の急増と住宅建築ブームのなかで大きな発展を遂げた。それは、アメリカ型福祉国家建設のための重要な一環を構成する住宅政策において、安定した住宅資金供給体制を確立するために、貯蓄金融機関に対して様々な優遇措置が取られたことが大きく影響した。それは、上述の機関による住宅金融逼迫時の貸付・住宅モーゲージの信用保証とリファイナンスといった公的金融支援だけではなく、税制面においても優遇措置が取られたが、それだけにとどまらない。商業銀行に比べて、預金金利規制や準備率規制の面でも優遇され、小口の貯蓄性資金の吸収と資産運用面で有利な立場に立ったのである。こうして、貯蓄金融機関は1960年代半ばに至るまで収益性を高め、高い成長率を実現したのである。

しかしながら、すでに言及したように、1960年代後半以降、貯蓄金融機関をめぐる経済環境は大きく変貌し、インフレの激化に伴う市場金利の上昇は預金金利規制下にある金融機関、就中、貯蓄金融機関の預金を流出させ、しばしばデイスインターミディエーションを惹き起こした。これに対処するため、S&Lは連邦住宅貸付銀行（FHLBank）からの借入れ依存度を増大させたが、政府もまた住宅金融市場に多様な資金を取り入れるために、住宅モーゲージの証券化政策を積極的に推進しただけではなく、市場性預金の取り入れをも認可した。しかしながら、このようなS&Lの流動性維持政策にもかかわらず、1966年、1969年、1973～74年にはS&Lの急激な預金流出を押しとどめることができず、そのためにS&Lはモーゲージ貸付額を減退させ、それはそのまま住宅建設の減少に直結したのである。⁽²²⁾そして更に、1979年に第二次石油危機とアメリカの深刻なスタグフレーションが表面化すると、P. ボルカー連邦準備制度理事会議長のもとで1979年10月～82年10月にわたって強力な反インフレ政策が採られたために（ピーク時にはプライム・レートは20%超を記録）、S&Lは一挙に預貸金利の逆転に見舞われ深刻な経営危機に陥ったのである。（第1図）

かかる事態に対して、1980年代初頭に政府は二つの包括的な銀行立法を制定することによって対処しようとした。1980年3月に成立した「預金金融機関規制緩和・通貨管理法（Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980, DIDMCA）」と、1982年10月の所謂ガーン＝セント・ジャーメイン法（Garn-St. Germain Depository Institutions Act of 1982, DIA）がそれである。⁽²³⁾預金金融機関に対する預金金利の上限規制がデイスインターミディエーションとその結果生じた住宅資金供給の減少の原因であるという認識から、DIDMCAはその上限規制を6年間の経過期間を経て段階的に廃止し、新たに設立された預金金融機関規制緩和委員会（Depository Institutions Deregulation Committee, DIDC）のガイドラインに沿って預金金利の自由化を推進しようとした。また、これまでの低金利期に長期・固定金利で実行されたモーゲージ貸付が貯蓄金融機関の収益性を圧迫したために、その支払能力の増強を図るべく業務範囲の拡大が規定された。S&L

(22) Cf. National Commission, *op. cit.*, Figure 1 & 2. (p.25)

(23) 二つの銀行立法の主要内容については、例えば、*ibid.*, pp.33～4や、伊東政吉『アメリカの金融政策と制度改革』（岩波書店、1985年）第5章、等を参照。



(資料) *Combined Financial Statements*, various issues, Federal Home Loan Bank Board, and Office of Thrift Supervision.

(出所) Brewer, Elijah III and Thomas H. Mondschean, "Ex ante risk and ex post collapse of S&Ls in the 1980s", *Economic Perspectives* (FRB of Chicago), Vol.16, No.4, 1992, p.5.

第1図 FSLIC 付保貯蓄金融機関の総資産利益率と純利鞘

には資産の20%まで消費者ローン、CPや社債の保有が認められ、クレジット・カード業務が新たに認可されたのである。しかし、このような改革にもかかわらず、81年に入ると二桁のインフレと高金利は一段と昂進したために、預金金融機関はディスインターミディエーションを抑制することができず、とりわけ預金から高利回りの短期金融資産投資信託 (Money Market Mutual Fund, MMMF) への資金シフトが深刻なものとなった。S&Lのなかには総資産利益率を大幅に悪化させ (第1図)、自己資本が減少・枯渇したために経営困難に陥るものが数多く現れた。こうしたなかでガン=セント・ジャーメイン法は、一方では預金金融機関の「業務規制緩和」については、証券会社の MMMF に対抗しうる新たな金融商品として決済性が付与された市場金利連動型の貯蓄性預金である短期金融市場預金勘定 (Money Market Deposit Account, MMDA) の創設を認可しただけではなく、S&Lには一層の非住宅融資枠の拡大を認めた。即ち、消費者ローンを総資産の30%にまで拡大し、商工業貸付・リース業務をそれぞれ総資産の10%以内まで認めたのみならず、商業用不動産担保貸付を総資産の40%まで認可したのである。と同時に他方では、自己資本の不足から経営危機に陥った貯蓄金融機関を救済・再編するために、一連の「規制猶予」政策が実行に移された。すでに DIDMCA は預金の5%という法定準備を3~6%の範囲内へと弾力化し、その基準を設定する権限を FHLBB に移管していたが、FHLBB は1980年11月にそれを5%から4%へと引下げ、1982年1月には更にそれを3%に引下げた。これに対して、ガン=セント・ジャーメイン法は経営難に陥った預金金融機関の自己資本を「増強」するために、その金融機関に3年間に限り自己資本証書 (Net Worth Certificates, NWC) の発行を許し、預金保険機関が自己宛ての約束手形と交換に

それを買い入れることができる権限を付与した。それは、1984年以降実行された収益資本証券 (Income Capital Certificates, ICC) プログラムと相俟って、⁽²⁴⁾問題のある貯蓄金融機関の自己資本を新たに「創出」し、破綻を免れるためにその自己資本比率を名目的に引き上げようとするものであった。

それだけではない。貯蓄金融機関は監督機関 (FHLBB) に半期毎に財務報告書を提出する義務があるが (1984年以降は四半期毎)、その財務報告書は「規制会計原則 (Regulatory Accounting Principles, RAP)」に基づいて作成された。RAP とは、FHLBB が制定した会計基準であり、それは FHLBB への報告以外には通用せず、その他の目的で作成される財務諸表は通常「一般会計原則 (Generally Accepted Accounting Principles, GAAP)」が用いられる。それ故、例えば、S&L 持株会社が証券取引委員会 (Securities and Exchanges Commission, SEC) に財務報告書を提出する場合には、GAAP に基づいて作成されるのである。したがって、FHLBank 制度の内部でも RAP と GAAP の二重の会計基準が見られた。RAP が GAAP と一致していれば問題はない。ところが、FHLBB は、1980年代初頭に問題のある貯蓄金融機関の自己資本を名目的に「補強」するために二度にわたってこの RAP の基準を緩和したのである。その結果、自己資本に関して両者の間に著しい乖離が生み出されることになった。

まず1981年9月に、FHLBB は財務の悪化している S&L を支援するために、損失の繰延べを認めた。即ち、記録的な高金利の下では、住宅モーゲージ・ローンの市場価格はその簿価を大幅に下回った。GAAP はモーゲージ・ローンの売却損を、発生した期間に償却することを求めていたので、ローンの売却は多額の営業損失の計上に繋がる。そこで、FHLBB は経営難に陥った S&L を救済するために「GAAP から逸脱して、古い、低金利の不動産担保ローンの売却損失を繰延べ、数年に渡って償却する会計方法を採用することを認め」⁽²⁵⁾たのである。その結果、償却されずに繰延べられた損失部分は帳簿には資産として記されるので、正味資産は水増しされることとなった。次いで1982年11月には、FHLBB は RAP の資本項目にもう1つの基準緩和を付加し、資産再評価による名目的な自己資本の底上げを、FSLIC 加盟貯蓄金融機関に許可した。「この会計上の手続きは、資本資産 (建造物と土地) の市場価値と簿価との間の差額のみだけ、一度に限り正味資産として計上することを認めるものであった」。⁽²⁶⁾

(24) 1981年9月、FHLBB と FSLIC は問題のある貯蓄金融機関に対して、FSLIC が現金または約束手形で購入する ICC の発行を認め、それを自己資本に算入することを認可した。そして、当該金融機関が収益を上げられるようになった時、その証券は償還されることになっている。この ICC と NWC は、両者とも FSLIC 加盟貯蓄金融機関の自己資本比率を名目的に引上げる点で同様の効果をもつものであったが、NWC の発行は一定期間に限定されていた。また「NWC は ICC のように移転可能ではなく、破綻機関を再編したり合併を取りまとめる目的では用いることができなかった。」(坂口明義「1980年代におけるアメリカ貯蓄金融機関の危機——GAO (米国会計検査院) の議会報告を中心にして——」『証券資料』No.117, 1992年, 48頁。) それ故、ICC は NWC よりはるかに多く用いられたが (同上, 表7参照)、「ICC は RAP の下では正味資産 (自己資本——引用者) に算入可能であったが、GAAP の場合、FSLIC が現金で買入れない限り算入されなかった」(同上, 56頁)、という制限があった。

(25) 染谷芳臣「アメリカの貯蓄金融機関に対する会計規制——1980年代初頭の経営危機を前提とする経済的政治的影響の解明——」(『北海学園大学経済論集』第38巻第1号, 1990年), 18~9頁。

(26) Mahoney, Patrick I. and Alice P. White, "The Thrift Industry in Transition", *Federal Reserve Bulletin*, March 1985, p.151. (井村進哉訳, 「移行期の貯蓄金融業界」『証券資料』No. 93, 1986年, 161頁)

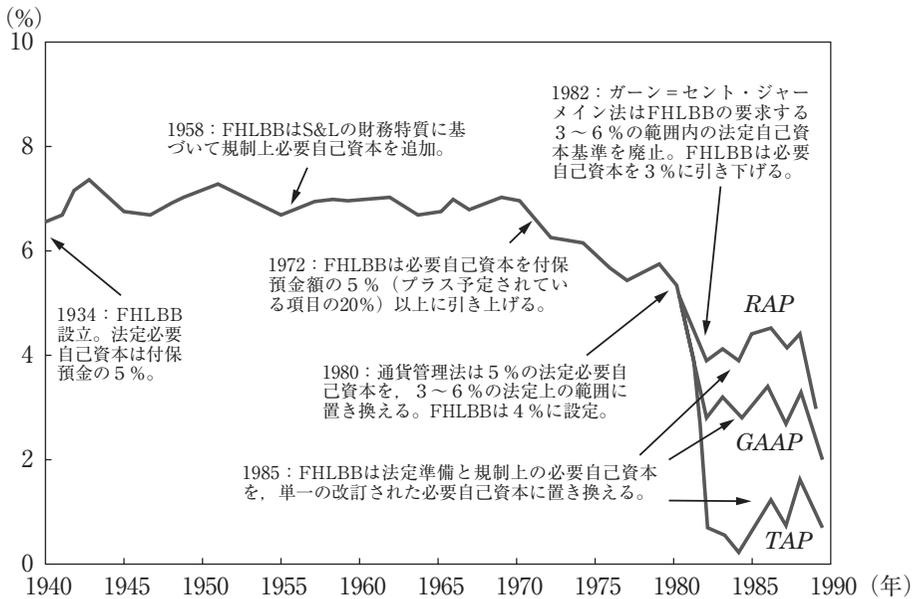
かくして、このように緩和された規制基準によって名目的な自己資本の水増しが行われた結果、RAP 基準と GAAP 基準でみた自己資本比率は乖離することとなったが、しかし GAAP それ自体にも業界の実態を大きく歪曲する問題が内包されていた。それは、経営破綻した貯蓄金融機関を買収・合併した際に発生する「のれん (goodwill)」のような無形資産の取り扱いに関わる問題である。1980年代初頭の S&L 危機に際して、FSLIC 加盟機関数の減少のうち営業停止や閉鎖によるものは少なく、そのほとんどが自発的あるいは FSLIC の指導・財政助成に基づく合併に起因していた。それ故、「FHLBB が承認した合併件数は、1970年から80年にかけて、FHLB 加盟機関全体のうち、平均して2%であったが、81年には年率7%、82年には10.5%を超える記録的なものとなった」。⁽²⁷⁾ その際、合併の会計処理においてパーチェス方式が採用されると、被買収・合併機関の純資産（資産から負債を引いたもの）は時価で評価されるので、買収価格が被買収機関の純資産の市場価値を上回ると——80年代初頭の歴史的な高金利下では、以前の低金利下で設定された長期・固定金利の住宅モーゲージ・ローンを中心とする主要資産の時価は大幅に下落した——、その超過分は「のれん代」と称して、ひとまず買収機関の資産の増大として計上され、自己資本（資産と負債の差額）の増大に資するものとなったのである。しかも、買収機関は被買収機関の項目別・タイプ別に評価される資産を割引現在価値で取得し、簿価との差額は5年から10年という比較的短期間で金利償却法 (interest method) を用いて累積的に利益として計上されるので、40年間の定額償却が認められた「のれん」の償却よりも短期間に利益計上されるために、合併後の報告利益は高くなり、業界の収益性の「回復」に寄与したのである。⁽²⁸⁾

したがって、これらの結果、財務報告書において表示される S&L の自己資本比率も、採択される会計基準の相違によってその実態から大きく乖離するものとなった。RAP 基準でみた S&L 業界全体としての自己資本水準は88年までは4%前後で推移するが、FSLIC によって購入される ICC・NWC や損失の繰延べと資産再評価による名目的な自己資本比率の引き上げを除いた GAAP 基準では3%前後に低落した。更に、「のれん」などの無形資産を取り除いた有形資産原則 (Tangible Accounting Principles, TAP) では、それは82年以来1~2%の低水準で低迷しており、RAP 基準だけではなく、GAAP 基準に基づく財務報告においてもその実態は大きく隠蔽されていたのである。(第2図) しかしながら、その実態と乖離しているとはいえ、このような規制的会計基準の緩和によって、S&L が法定自己資本基準を満たすことが「可能」となったことの意義は大きかった。相次いで引下げられた法定準備と相まって、S&L は、その最低限の法定自己資本水準を「維持」することによって規制監督当局たる FHLBB による閉鎖・合併指導を免れて、財務的には表面上「経営の健全性」を保ち続けたまま、規制緩和によって新たに可能となった業務分野に積極的に進出していくことができるようになったのである。

(2) 1982年後半以降の金利の低下を背景として、貯蓄金融機関の収益は83年に回復した。しかし、金利リスクの低減によって収益が改善したといっても、70年代後半のそれと比べれば低いものであり、84年第2四半期においても FSLIC 被保険機関のほぼ25%が欠損を報告している。この比率は、81年後半の85%という異常な数値に比べれば大幅に改善して

(27) *Ibid.*, p.154. 訳, 164頁。

(28) Cf. Barth, James R., *op. cit.*, p.50. National Commission, *op. cit.*, pp.37~9. 染谷芳臣, 前掲論文, 21~2頁。



(出所) Barth, James R., *The Great Savings and Loan Debacle*, The AEI Press, 1991, p.49.

第2図 S&Lの自己資本比率の推移(1940-1989年)

いるとはいえ、貯蓄金融機関は依然として深刻な問題に直面していることを示していた。⁽²⁹⁾

すでに指摘したように、貯蓄金融機関の抱える基本的な問題は、規制緩和と高金利という新たな経済環境の下で、これまでの長期・固定金利の住宅モーゲージ・ローンからなる伝統的なポートフォリオ構造を維持できなくなったことに起因していた。それ故、依然として存続するこのような苦境に対して、貯蓄金融機関は伝統的なポートフォリオへの過度な依存から脱却するために、資産ポートフォリオを再構築し、資産収益の利子率感応性を高めるための新たな対応を迫られることとなった。そして、そのために、80年代初頭に実行された一連の規制緩和政策を背景として、主として三つの戦略に基づく行動様式が展開された。急成長を通じた資産の再構築、非住宅モーゲージ・ローン比率の上昇によるポートフォリオの多様化、そしてモーゲージ・ポートフォリオそのものの再構築、がそれである。⁽³⁰⁾

第一の急速な資産の拡大戦略というのは、預貸金利の逆鞘が解消していくなかで、当時の相対的な高金利で、新規の、長期・固定付モーゲージ・ローンを積極的に拡大することによって、低金利の旧資産が収益に与える影響を緩和しようというものである。実際、すでに指摘したように、S&Lの総資産は1982年末から85年末にかけて56%もの急成長を遂げ、その伸び率は商業銀行や貯蓄銀行のその2倍以上にも達したのである。しかしながら、このような行動様式には、多くの問題が含まれていた。まず、この戦略は、金利が

(29) Mahoney, Patrick I. and Alice P. White, *op. cit.*, Figure 1. (p.140). 訳, 145頁。

(30) *Ibid.*, pp.145~50. 訳, 152~8頁。

第4表 FSLIC 付保貯蓄金融機関の「非伝統的」資産の保有（1982年と1985年）

	1982年		1985年		増加額 1982-1985年 (10億ドル)
	金額 (10億ドル)	総資産に占め る割合 (%)	金額 (10億ドル)	総資産に占め る割合 (%)	
商業用モーゲージ・ローン	43.9	6.4	98.4	9.2	54.5
不動産貸付	6.9	1.0	31.0	2.9	24.1
商業用貸付 ^(a)	0.7	0.1	16.0	1.5	15.2
消費者ローン	19.2	2.8	43.9	4.1	24.7
直接株式投資	8.2	1.2	26.8	2.5	18.6
総計	78.9	11.5	216.1	20.2	137.2

(a) 「ジャンク・ボンド」を含む。

(出所) White, Lawrence J., *op.cit.*, p.102.

安定または低落することに依存していることである。というのは、S&Lが新規の固定利付モーゲージ・ローンを急速に拡大した後、金利が上昇し続けたならば、金利ミスマッチの発生によって再び深刻な打撃を受けることにもなりかねず、何ら問題を解決するものではないからである。それだけではない。急成長をもくろむ貯蓄金融機関は、一般的に、高成長を支えるために必要な資金をRPや大口CDといった市場性資金に依存する傾向が強いだけでなく、しばしばプレミアム・レートが必要とされるブローカー預金にも依存することが多い。これらは、当該貯蓄金融機関の金利負担を重くするばかりでなく、仮に急速な資産取得が信用供与基準の低下を惹き起こすならば、将来のデフォルト・リスクの増大による損失の増加を招き、法定自己資本基準を維持することも困難となるであろう。

第二の戦略は、住宅モーゲージ・ローンに過度に依存した伝統的なポートフォリオから脱却して、その多様化を図ろうとするものである。そして、それは、しばしば第一の戦略と結合して実行されることが多かった。⁽³¹⁾すでに言及したように、80年代初頭のDIDMCAとガン=セント・ジャーメイン法によって貯蓄金融機関の業容の規制緩和が行われ、貯蓄金融機関は商業用不動産担保貸付だけでなく、消費者ローン、商工業貸付、リース業務等への非不動産担保貸付をも大幅に拡張する権能を与えられた。これらの非不動産担保貸付は、固定利付モーゲージ・ローンに比して満期はかなり短くなっている。それ故、このような資産の満期の短縮化が資産収益の利子率感応性を高め、旧来の長期・固定利付モーゲージ・ローンの低収益性・不安定性の影響を緩和すると考えられたのである。かくして、貯蓄金融機関は非伝統的な多様な資産の保有を拡大することとなったが、しかしながら、その資産の増大の多くは商業用不動産融資に集中していた。1982年から85年の間に、貯蓄金融機関は「商業用モーゲージ・ローン」と「不動産貸付」を786億ドル増額し、その資産総額に占める割合を7.4%から12.1%へと増大させた。(第4表)しかも、84年6月時点の貯蓄金融機関の資産構成を見てみると、急成長を遂げた機関ほど商業用不

(31) 脚注8（前出）参照。

動産融資の割合が高く、年率50%を超える急成長を達成した貯蓄金融機関は、すでにこれら2つのカテゴリーで彼らの資産の16.6%を保有していたのである。(第3表)しかしながら、ここにも検討すべき問題が存在している。いま仮に新規の業務分野で高収益が見込まれたとしても、その分野に参入するために必要とされるノウハウの蓄積が不十分であったり、また初期投資がかなりの金額に達するならば、その市場の将来の予測の不確実性と相俟って、多くの金融機関はその参入を躊躇するであろう。更にまた、商業用不動産市場は高度に組織化された市場ではないので、特殊なプロジェクトや市場に関する情報を得るのが困難であるばかりでなく、それは伝統的に循環的市場であり、周期的な過剰建設循環による困難に晒されている。このように、新規の事業分野でベンチャー・ビジネスを立ち上げたり、商業用不動産市場に参入しようとする際には、将来予測の不確実性に起因する固有のリスクに直面することとなるので、貯蓄金融機関がその業容の拡大に向けて積極的な銀行行動を取りうるためには、このようなリスクに対する管理体制を確立しておくことが不可欠なのである。とすれば、貯蓄金融機関、とりわけS&Lが、この時期に、一体いかなるリスク管理体制を構築することによって、商業用不動産融資を中心とした積極的な業容の拡大・リスク資産取得の拡大を実現していくことが可能となったのかが改めて問われなければならないのである。そして、それは第三の戦略と密接に関連していた。

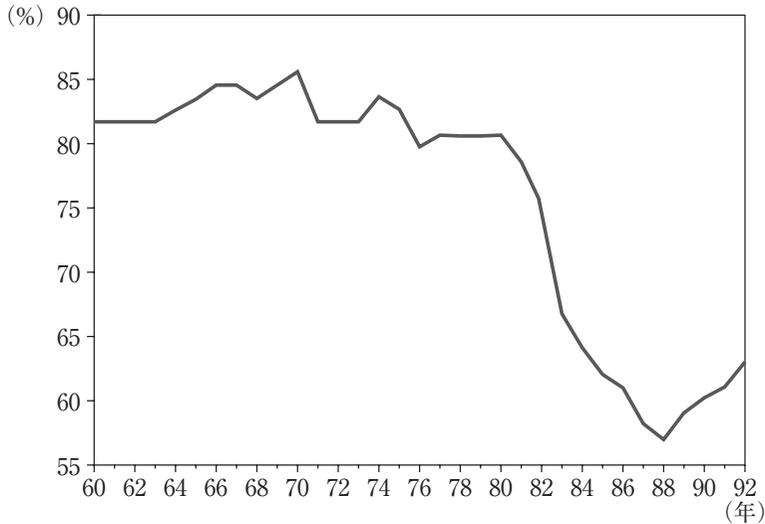
モーゲージ・ポートフォリオの再構築という第三の戦略は、貯蓄金融機関の伝統的な業務を保持するものではあったが、しかしながら、その保有する資産の形態が大きく変化している。モーゲージ資産構成の最も重要な変化は、変動金利モーゲージ(ARM)の導入とモーゲージ担保証券(MBS)の保有割合の急増である。

ARMは、月々の返済額が一定日ごとに改定される金利の変化に応じて変動するモーゲージ・ローンで、そのポートフォリオ収益の利率感応度を高めたものである。これによって、金融機関は金利リスクを借り手に転嫁することができるようになったが、ARMの契約時の当初の金利は固定金利モーゲージ(Fixed Rate Mortgages, FRM)のそれに比して低いために、金利上昇局面では、借り手はARMを選好する傾向が強い。したがって、1981年4月にすべての連邦免許貯蓄金融機関に認可されたARMは、83年に金融危機を脱した後、回復し始め、84年半ばには新規モーゲージ・ローンに占める割合は68%に達した。⁽³²⁾

これに対して、ポートフォリオの多様化戦略に対応して、伝統的なモーゲージ・ローンの構成比は急速に低下し、1980年まで常にS&Lの総資産の80%以上を占めていたモーゲージ・ローンは80年代後半には60%を割り込む水準にまで急落した。(第3図)それに代わって、モーゲージ資産構成で急増したのがMBSであり、1980年にS&Lの総資産に占める割合は4.4%に過ぎなかったが、88年には16.0%を占めるに至った。(第8表(後出))「1982年だけで、S&Lは500億ドル以上のモーゲージ・ローンを売却し、他方では、240億ドルのモーゲージ担保証券を購入した」⁽³³⁾のである。MBSの利回りは、その担保となっているモーゲージ・ローンのそれよりも低い。(パス・スルー証書の利回りは、通常、その基礎となるモーゲージのクーポン・レートよりも0.5%低い)それ故、MBSそのものは、

(32) Palash, C. J. and Stoddard, R. B., "ARMs: Their Financing Rate and Impact on Housing", *Quarterly Review* (Federal Reserve Bank of New York), Autumn 1985, pp.47~8.

(33) National Commission, *op. cit.*, p.45.



(出所) National Commission on Financial Institution Reform, Recovery and Enforcement, *Origins and Causes of the S&L Debacle: A Blueprint for Reform, A Report to the President and Congress of the United States*, 1993, p.46.

第3図 S&Lの資産に占めるモーゲージ・ローンの割合

ARMとは異なり、貯蓄金融機関のモーゲージ・ローン資産収益の利率感応度を高め、収益の改善に直接寄与するものではない。しかしながら、証券形態でのモーゲージには、大きな利点が存在している。まず第一に、住宅モーゲージ市場が資本市場に統合され、様々なMBS市場の拡大それ自体が多様なリスク選好を有する新たな投資家層を開拓し、住宅モーゲージに対する融資基盤を拡大強化したことである。⁽³⁴⁾ 第二に、貯蓄金融機関はこれらの証券を資金「借入目的の担保として利用できる」ことである。それは、預金流入が緩慢であった80年代初期に、貯蓄金融機関がMBSを通じて資本市場から新たな資金を調達することを可能にただけではなく、短期金融市場からも既存の資産を利用して新規の資金を取得するための新たな調達手段を獲得したことを意味していた。貯蓄金融機関がMBSを「RP契約を結ぶ際に利用」したり、また「CPの発行に際しては、担保として利用する」ことによって、その資金の調達範囲と多様性を飛躍的に拡大させることができるようになったのである。更にまた、「貯蓄金融機関は、モーゲージ抵当債券(CMO)やユーロ・ボンドを発行して、長期資金を調達するためにも、MBSを利用している」⁽³⁵⁾のである。

(34) 「金融分野では、その人口統計上の強大な勢力(1980年代に大きな住宅需要を生み出したベビー・ブーマー世帯——引用者)が、住宅モーゲージ信用に対しても膨れ上がる需要を生み出した。資本市場は、住宅モーゲージの証券化を通じて、その信用需要の大部分に独創的な便宜を図った。この住宅モーゲージ金融の創意に富んだ方法は、モーゲージ担保証券(MBSs)の爆発的な成長を惹き起こした。それはまた、MBS市場を資本市場の主要な部門となるよう統合した。もっと重要なことには、証券化は実質的に投資家の底辺を拡大した。そして、住宅モーゲージのための資金調達源泉を増大させた。」(Hu, Joseph, "Housing and the Mortgage Securities Markets: Review, Outlook, and Policy Recommendations", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 5 (June), 1992, p.167.)

(35) Mahoney, Patrick I. and Alice P. White, *op. cit.*, p.146. 訳, 153頁。

MBSの第三の利点は、「その高い流動性」⁽³⁶⁾にある。即ち、それは、モーゲージ・ローンに比して、モーゲージ流通市場で容易に流動化することができるのである。このことの有する意義は大きかった。それは、まず「短期借り、長期貸し」の特殊な資産・負債構造のために、常に金利リスクに晒されているS&Lが、MBSを用いて流動的なモーゲージ・ポートフォリオを再構築することによって金利リスクをヘッジし、その脆弱な財務構造からの脱却を可能とするものであった。それだけにとどまらない。それは、S&Lが資産流動化の格好の手段を手に入れることによって、流動性危機が生じた際にそれに対応しうる能力を強化したばかりでなく、S&Lの保有するモーゲージ・ローンがMBSの形態で容易に転売されると、それはS&Lのバランス・シートからも消滅するので、自己資本比率の改善に寄与するところが大きく、その結果、支払い能力を格段に強化し、信用リスクの管理能力を飛躍的に高めたことを意味していた。更にも、それは、長期のモーゲージ・ローンに拘束されていた資本を開放することによって、資本の回転速度を上昇させ、総資本利益率(ROA)を高める効果をも有していたのである。

このように、第一次S&L危機後も依然として収益性が低迷している業界において、その改善の兆しが見られないまま欠損を計上することを余儀なくされていた多くのS&Lは、ARMの導入によって金利リスクを削減すると同時に、MBSを用いてモーゲージ・ポートフォリオそのものの再構築とその流動化を図り、これらの金利リスクや流動性リスクに対する管理能力を強化していった。そして、それを基礎として、旧来の伝統的な長期・固定利付住宅モーゲージ・ローンへの過度な依存から脱却しつつ、非伝統的なポートフォリオの多様化を実現し、新たな収益機会を追求しようとする積極的な経営行動を打ち出していったのである。それ故、このようなS&Lの積極果敢な行動様式を可能としたモーゲージ・ポートフォリオの機動的な再構築・流動化は、ひとえにモーゲージ流通市場の発達に決定的に依存していた。モーゲージ市場の構造とその発達過程については、節を改めて検討しよう。

II モーゲージ流通市場の発達と流動性の創造

(1) 1960年代中頃から激しさを増したインフレとそれによって惹起された金融引締め政策は、市場金利と預金金利の大きな格差を生み出し、1966年金利規制法によってレギュレーションQと呼ばれる預金金利の上限規制を課された貯蓄金融機関からの預金流出＝ディスインターミディエーションを惹き起こす主因となった。そのため、資金の調達が困難に陥ったS&Lは資金ポジションを悪化させ、モーゲージ貸付額を減少させたので、モーゲージ第一次市場(primary mortgage market)の停滞を招いた。他方、モーゲージは長期固定金利の債権であるので、インフレが進むと、資本市場では市場金利を反映した他の金融商品よりも利回りが低くなり、投資対象としての魅力が薄れるので、第二次市場(secondary mortgage market)での売買取引も低迷し、モーゲージ市場は双方から挟撃され苦境に陥った。

かかる事態を前にして、政府の採択した住宅金融市場政策は、住宅モーゲージの証券化

(36) *Ibid.*, p.146. 訳, 153頁。

政策を推進することによって、従来のように、政府関連機関がモーゲージ債権を直接買い取るのではなくて、モーゲージ市場に保険や年金基金などの多様な機関投資家の資金を取り入れて、市場を再編成しようとするものであった。そして、それを実現するために、連邦政府機関の機構と機能の抜本的改革を行ない、公的金融システムの機構改革を更に推し進めることとなった。⁽³⁷⁾

すでに指摘したように、連邦政府は、1930年代大不況による住宅金融業の低迷のもとで住宅難に陥った国民を救済するために、FHAによる信用保証制度の創設によってモーゲージ債権の安全性を保証し、そしてそのモーゲージ債権の買取機関としてFNMAを設立することによって、これまでほとんど存在しなかったモーゲージ債権の移転・流動化を促す機構を立ち上げた。その後、それは第二次大戦後の住宅建設ブームのなかで、アメリカ型福祉国家政策の一翼を担う住宅政策の支柱として整備・強化されていった。1944年には復員軍人の住宅建設を支援するために、退役軍人省（Department of Veterans Affairs, VA）がFHAに類似した信用保証制度を創設し、1954年住宅法（Housing Act of 1954）はFNMAの活動規模を拡大するために、FNMAの大規模な機構改革を行なった。それは、FNMAをこれまでのRFCの子会社から、半官半民の混合所有企業（mixed ownership）の法人へと改組すると同時に、その活動をそれぞれの機能に応じて3つの事業——モーゲージ債権に一定の流動性を付与する第二次市場でのオペレーション機能、旧FNMAの市場価格以上でのモーゲージ購入業務を内容とする特別支援機能、そしてデフォルトに陥ったモーゲージの清算・管理機能、をそれぞれ担う3つの事業——に分割し、将来の民営化の方向性を見据えて独自の計算で運営されるものとした。

そして、1960年代半ば以降、新たに課された預金金利の上限規制と激しいインフレ・高金利のもとで貯蓄金融機関がその脆弱な財務体質を露呈させると、住宅金融政策の抜本的な見直しを迫られた連邦政府は、新たな対応策を講じることになる。それは、貯蓄金融機関が保有する住宅モーゲージを連邦政府の支援によって流動化し、それによって住宅金融市場に新たな資金供給ルートを構築しようとするものであった。そのために、まず1968年住宅都市開発法（Housing and Urban Development Act of 1968）は、FHAの信用保証業務の拡大等、従来からの住宅金融支援プログラムの強化と並んで、1954年法で区別されたFNMAの3事業のうち、モーゲージ流通市場運営事業の独立化を実現し、市場運営機能を民間に委ねるためにFNMAの組織改革を行なった。1968年法によって、それまで半官半民の混合所有形態にあったFNMAは「民営化」され、それに対応して新FNMAのFHA・VAモーゲージ・オペレーションは、第二次市場における市場価格の変動幅の枠内で行われることになった。と同時に、新FNMAには新たに民間金融機関が発行するモーゲージ担保証券に対する元利支払保証機能が付与され、第二次市場支援機能を担っていくこととなった。そのために、FNMAは保有するモーゲージ群の一部を裏付けとする証券を発行・売却する権限を得て、モーゲージ資産流動化のための新機軸を打ち出すことになるのである。⁽³⁸⁾

(37) 以下の証券化政策の導入過程については、青木則幸「アメリカにおけるモーゲージ証券化の過程——住宅モーゲージ市場の展開との関係を中心に」（『早稲田法学会誌』第51号、2001年）や井村進哉『現代アメリカの住宅金融システム』（東京大学出版会、2002年）第2、3章、等参照。

(38) 但し、FNMAが自身の資産の流動化を図るために、始めてFNMAパス・スルー証券（MBS）を発行した

他方、1969年の金融危機への対応策として上程された1970年緊急住宅金融法（Emergency Home Finance Act of 1970）では、FHLBBの管轄下で連邦住宅貸付抵当公社（Federal Home Loan Mortgage Corporation, FHLMC, 通称フレディマック）が新たに設立され、コンベンショナル・モーゲージ（FHAやVAの保険・保証がつかないモーゲージ債権）の売買と、それを組み込んだMBSの発行権限が与えられ、第二次市場拡大の途を拓くことになった。また、FNMAにもこの種のモーゲージのオペレーション権限が付与され、1972年からコンベンショナル・モーゲージの購入を開始した。その結果、もっぱらコンベンショナル・モーゲージをオリジネートしてきたS&Lは、預金増を上回る新規モーゲージ需要に対応するために、第二次市場で手持ちのモーゲージを売却することが可能となったのである。更に、FHLBankは、貯蓄金融機関に対して逼迫期には住宅モーゲージを担保とした短期の流動性資金を供給し、商業銀行に対するFRBと同様に、住宅金融独自の流動性供給機構を確立していった。

こうして、連邦政府は、政府関連機関の抜本的改革と公的住宅金融システムの機構改革を通じて、個々のモーゲージに対する信用を補強し、住宅金融機関に対してはモーゲージの流動化機構を市場経済システムの基礎上で再編成することによって、新たなモーゲージ市場の制度的枠組みを再構築していったのである。

（2）このような住宅金融システムの機構改革の基礎上で、新たな証券化政策が遂行されていった。

元来、住宅モーゲージとは、住宅不動産を担保とする貸付債権を有価証券化したものであり、第三者に譲渡可能な有価証券の形式を有している。更に、上述のごとく、FNMA等の政府支援機関（Government Sponsored Enterprise, GSE）の支援によって信用補強や流動性の補完が行われたのであるが、しかしながら、住宅モーゲージの個々の発行単位は極めて小さく、住宅ローンの借り手の信用度にも格差が存在し、また住宅ローン市場も地域間で偏りがあるために、流通証券としての規模や流通範囲とその均一性においても問題を残していた。しかも、その平均満期は25年を超えており、著しく金利リスクに脆弱な矛盾を内包していたのである。そこで、貯蓄金融機関の苦境の下で住宅金融市場の不振に直面した政府は、住宅モーゲージ市場に新たな資金を取り入れて市場を再構築する新機軸として、貯蓄金融機関などが保有する住宅モーゲージを基礎にして、モーゲージそれ自体よりもはるかに大きな流動性を与えられた流通証券を創出するために、連邦政府の支援によってそれを流動化しようとする証券化政策を推進しようとしたのである。住宅モーゲージの証券化政策とは、貯蓄金融機関などの民間金融機関が保有する住宅モーゲージをプールして、これを基に新たなモーゲージ担保証券を発行し、これにGSEの元利支払保証を付けることによって流動性の高い証券を創出して、多様な機関投資家の資金を住宅モーゲージ市場に導入しようとするものである。それ故、住宅金融市場の証券化とは、流動性の低いモーゲージを再証券化し、流動性の高い流通証券として投資家の間で広く売買できる仕組みを人為的に構築しようとするものに他ならなかった。

1970年代以降、様々なモーゲージ担保証券が現れ、モーゲージ流通市場は多層的に発達することになった。1968年法によって住宅都市開発省（Department of Housing and

のは、1981年であった。

Urban Development, HUD) の一機関として設立され、従来 FNMA が行っていた、市場価格以上でのモーゲージの買入れ業務をその内容とする特別援助事業とデフォルトに陥ったモーゲージの清算・管理事業を引き継いだ GNMA は、1970年2月に FHA・VA 保険付きモーゲージをプールして、そのキャッシュ・フローをそのままオリジネーターを通過(パス・スルー)して証券投資家に支払われる、最初のモーゲージ担保証券を発行し、住宅ローンの証券化プログラムを開始した。それは、とりわけ FHA・VA 保険付きモーゲージのオリジネーションとその転売を主たる業務とするモーゲージ・カンパニーにとって、モーゲージを流動化し、自らのポートフォリオを調整するうえで大きな意義を有していた。更に翌71年には、FHLMC がコンベンショナル・モーゲージを組み入れたパス・スルー証券(Participation Certificate (「参加証券」), PC)を発行し、コンベンショナル・モーゲージの主要なオリジネーターである S&L にとっては、資産流動化の格好の手段が提供されることになった。これらのパス・スルー証券においては、プールされたモーゲージの所有権は、モーゲージの貸手からパス・スルー証券の所有者に移転し、モーゲージがパス・スルー証券の発行者(モーゲージの貸手)の資産から消滅するので、自己資本比率の改善に資する効果があった。かくして、70年代のインフレ・高金利下のもとで深刻化した住宅金融市場の危機を打開する新機軸として導入されたパス・スルー証券——とりわけ GNMA パス・スルー証券——は、着実に増大した。「1970年にパス・スルー証券はわずか大凡4億ドルにすぎなかった。ところが、1979年までにそれらは250億ドルにまで成長した」のである。⁽³⁹⁾

このようにパス・スルー証券は、1960年代後半に深刻化した住宅金融危機の打開策として導入された独創的な一策であり、それは70年代を通じて着実に増大した。パス・スルー証券開発の狙いは、苦境に陥った住宅金融市場を救済するために、一方では、S&L等の住宅金融専門機関に対しては、その劣化したバランス・シートを改善するためにモーゲージ資産の流動化＝証券化を図り、パス・スルー証券の売却がバランス・シートからモーゲージを消滅させることによって、住宅金融専門機関のポートフォリオの再構築を促そうとするものであった。と同時に他方では、それは生保・年金基金等の機関投資家の資金を新たにモーゲージ市場に呼び込み⁽⁴⁰⁾、市場経済システムの基礎上で円滑に機能する流動的

(39) National Commission, *op. cit.*, p.26.

(40) E. J. Kane は、モーゲージ担保証券を広範囲にわたる機関投資家にとって魅力的なものにするためには、以下のような重要な問題が解決されなければならないとして三点を指摘している。曰く。「1. 種々の小口のモーゲージ・ローンの集積から生ずるキャッシュ・フローを、いかにして一つ概念上の大口の資産プールに集める(あるいは一括する)のか、2. これらのプールのなかで、投資家に、プールに組み込まれた個々のモーゲージの信用リスクを評価する必要性をいかにして軽減するのか、3. 借り手の任意の償還(期限前償還——引用者)がプールの実質的満期を徹底して短縮化するかもしれないリスクに対してどのように対応すべきか」と。(Kane, Edward J, "Change and Progress in Contemporary Mortgage Markets" in Florida, Richard L., ed., *Housing and the New Financial Markets*, The Center for Urban Policy Research, 1986, p.259.)そして、「パス・スルー証券」や「モーゲージ参加証券」と呼ばれている「モーゲージ担保証券の第一世代」は、最初の二つの問題を解決したが、第三の問題は明確に取り扱われていない、と指摘している。しかしながら、生保や年金基金のような機関投資家は、資産の長期的な運用を行うために「金利が低下する時期に期限前償還が集中し、その結果、その収益が不利な利回りで再投資されなければならない」(ibid., p.259.)リスクについて、本質的に強い関心を抱いている。それ故、このことは、広範囲にわたって機関投資家を大規模にモーゲージ市場に呼び込むためには、「期限前償還リスク」を克服した、更

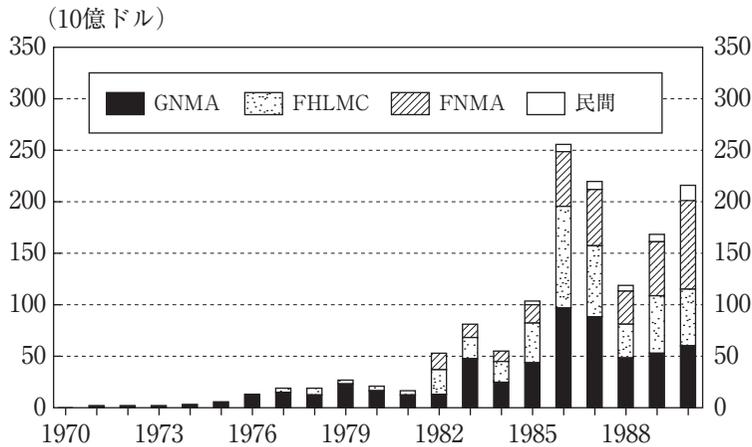
な市場を構築しようとしたものであった。これに対して、パス・スルー証券と対照的であるのが「モーゲージ担保債券」(Mortgage Backed Bond, MBB)である。MBBは、モーゲージ・プールを担保にして発行される担保付債券であるので、パス・スルー証券とは異なり、MBBはモーゲージの貸手の債務であり、MBBの発行者はモーゲージの所有権をそのまま保持している債券である。FHLMCは、1974年にMBB型の新商品である「保証付きモーゲージ証券」(Guaranteed Mortgage Certificate, GMC)を売り出したが、75年頃から民間でもMBBが発行されるようになった。いま仮に、S&Lが金利上昇期に利回りの低い手持ちモーゲージを売却しようとするれば、モーゲージの価格が低下するために大きなキャピタル・ロスが発生するであろう。ところが、S&LがMBBを発行すれば、手持ちモーゲージを売却してキャピタル・ロスを出すことなしに、必要とする新規資金を調達することができる。したがって、MBBはキャピタル・ロスを出すことなく、事実上モーゲージ資産を流動化して、新規の資金を調達する手段となったのである。⁽⁴¹⁾しかしながら、MBBの発行額は少なく、低迷することとなった。その原因は、まず第一に、MBBは通常、「超過担保」(overcollateralized)が設定されるために、「MBBの発行コストはパス・スルー証券に比べて高い」ことにあった。更に、MBBの発行者のバランス・シートには担保となるモーゲージがそのまま残るので、MBBを発行する金融機関が一定の自己資本比率を維持するためには、これらのローンに見合った追加的な資本を必要とされたからである。⁽⁴²⁾

かくして、MBBには更なる改善の余地が残されていたとはいえ、パス・スルー証券を基軸とする証券化政策は、70年代のインフレ・高金利下のもとで、S&Lなどの住宅金融専門機関の脆弱化したバランス・シートを再構築・流動化するうえで有力な手段となったのである。ところが、第二次オイルショックを契機とした激しいインフレに対抗するために、1979年後半から82年前半にかけて採択されたFRBの強力な金融引き締め政策は、パス・スルー証券の限界を一挙に露呈させることとなった。一時プライム・レートが20%を超えるまでに高騰した歴史的な高金利のもとでは、金融機関の保有する低クーポンの在庫および新規モーゲージのパス・スルー証券による流動化そのものが大幅なキャピタル・ロスを引き起こし、金融機関の経営危機に直結したからである。そこで、市場において直接パス・スルー証券を発行するのではなく、GSEの支持のもとで、低クーポンのモーゲージを市場から隔離しながらパス・スルー証券に転換する「モーゲージ・スワップ」(mortgage swaps)が開発された。この「モーゲージ・スワップ」は、1980年8月にFHLMCの保証人プログラム(guarantor program)によって導入され、翌81年末にはFNMAも同様のプログラムを開始した。このスワップ取引の特徴は、まず第一に、「民間金融機関が保有するモーゲージとFHLMCまたはFNMAのパス・スルー証券(PCまたはMBS)とが額面で交換売買され、民間金融機関が即座に手持ちのモーゲージをパス・スルー証券に転換できるという効果を持つ」っていた。更に、「このスワップを通じて取得したパス・スルー証券は、RP(買戻あるいは売戻条件付売買)取引の適格担保として利

なるイノベーションが必要であることを意味していた。

(41) 松井和夫『セキュリティタイゼーション 金融の証券化』(東洋経済新報社、1986年)、42~3頁。

(42) Pavel, Christine A., "Securitization", *Economic Perspectives* (Federal Reserve Bank of Chicago), July-August, 1986, p.18.



(資料) GNMA, FNMA, FHLMC and NSI (Nomura Securities International, Inc.)

(出所) Hu, Joseph., "Housing and the Mortgage Securities Markets : Review, Outlook, and Policy Recommendations", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 5(June), 1992, p.171.

第4図 固定金利モーゲージ担保付パス・スルー証券の保証機関別年間発行額
(1970年－1990年)

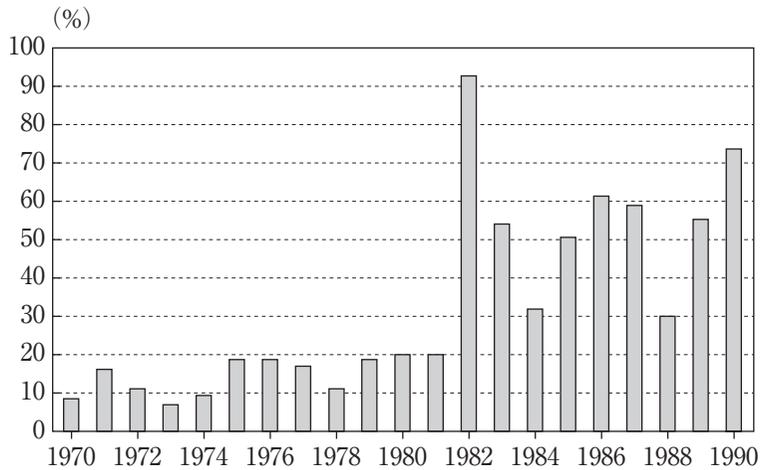
用できるというメリットを持つており、その場合には、それは「流動資産として扱われ、その取引の貸し手となる金融機関の流動性ポジションの改善につながるというメリットを有する」ものであった。⁽⁴³⁾

このスワップ取引を契機として、「貯蓄金融機関の保有するモーゲージの流動性と市場性は大いに改善され」、セキュリティゼーションの「爆発的成長」が始まった。⁽⁴⁴⁾ 実際、第4図に示されているように、パス・スルー証券の年間発行額は1982年以降500億ドルを超え——それ以前の発行額は200億ドルを超えることはまれであった——、86年には2,500億ドル超にまで急成長を遂げた。しかも、1981年以前にはモーゲージ・オリジネーションに占めるモーゲージ担保証券の割合は20%に届かなかったにもかかわらず、1982年にはこのスワップ取引を利用して、一挙にモーゲージ増加額の90%以上がFHLMCとFNMAの保証付きパス・スルー証券と交換され、その後も高い交換割合を示しているのである。(第5図) かくして、FHLMCとFNMAというGSEの支持のもとで、MBS発行市場でのイノベーションである「モーゲージ・スワップ」は貯蓄金融機関の資産の流動化・ポートフォリオの再構築のための有力な手段となったが、しかしその直後、それは更にMBS流通市場で克服すべき新たな問題に直面することとなった。

1982年後半から83年にかけて市場金利は一転して急速に下落したが、それは歴史的な高金利局面とは全く異なる形態で、住宅モーゲージとMBSとの間の矛盾を顕在化させた。即ち、モーゲージ・ローンには借り手がいつでも期限前に早期返済することができるコール・オプションが付いているので、金利が急速に低下する局面では、MBS発行の基礎と

(43) 井村進哉, 前掲書, 135頁。

(44) Hu, Joseph, *op. cit.*, pp.170~1.



(資料) Source : U.S. Federal Reserve System.

(出所) Hu, Joseph., *op.cit.*, p.171.

第5図 純増した1-4世帯向け住宅モーゲージ債務に占めるモーゲージ担保証券の割合 (1970年-1990年第2四半期現在)

なる住宅モーゲージの借り手は期限前償還を行うことが有利となる。そのために、モーゲージ・ローンから発生するキャッシュ・フローは不確定となり、パス・スルー証券の実質利回りは急速に低下する。その結果、MBSの投資家は、低金利局面では以前よりも低い利回りの投資物件しか見出すことができない可能性が高くなるために、不利な再投資リスクを新たに抱え込み、再投資利回りがモーゲージ証券の表面利率を下回る可能性が強くなるのである。⁽⁴⁵⁾ 実際、1984年にはMBS投資需要が減少してパス・スルー証券それ自体の発行額が低下し(第4図)、また1983~4年にはモーゲージのパス・スルー証券との交換割合も下落したのである(第5図)。

かかる事態に対処するために、1983年6月、FHLMCはモーゲージ抵当債券(Collateralized Mortgage Obligation, CMO)と呼ばれるペイ・スルー債券を発行した。ペイ・スルー債券とは、パス・スルー証券とMBBの双方の特徴を併せ持った新種のモーゲージ担保証券である。それは、MBBと同様に、モーゲージ・プールを担保にして発行される債券なので、発行者のバランス・シートには負債として計上されるが、モーゲージから生み出されるキャッシュ・フローは、パス・スルー証券と同じ方法で、債券の元利支払いにパス・スルーされるのである。そのため、ペイ・スルー債券は、その発行者のバランス・シートには担保として組み込まれたモーゲージ資産が消滅することなくそのまま残るので、自己資本比率の改善に直接結びつくものではないが、手持ちのモーゲージを売却してキャピタル・ロスを出すことなく、事実上モーゲージ資産を流動化して新たな資金調達手段として機能するのである。このペイ・スルー債券の第一の特徴は、CMOに典型的に見られる

(45) 脚注40(前出)参照。通常の証券の場合には、金利が低下すると証券価格は上昇するので、投資家はキャピタル・ゲインを獲得することができる。これに対して、MBSの場合には、金利低下局面では新たに「期限前償還リスク」が発生し、実質利回りが低下する、という特徴と問題点を内包している。

第5表 CMOの主要な投資家の構成

満期クラス (加重平均満期)	貯蓄金融機関	銀行	保険会社	年金基金	その他
クラス1 (4年未満)	26.9%	17.7%	18.1%	33.2%	4.1%
クラス2 (4.1-7年)	7.2	2.1	57.4	29.1	4.2
クラス3 (7.1-10年)	5.5	3.4	40.4	48.7	2.0
クラス4 (10年以上)	3.3	—	29.3	67.4	—

(資料) Salomon Brothers, "Comments on Credit," March 9, 1985, p.3.

(出所) Pavel, Christine A., "Securitization", *Economic Perspectives* (Federal Reserve Bank of Chicago), July-August, 1986, p.22.

ように、満期、利回り、元利支払いの順序が異なるいくつかのクラスに分けられ、多様な投資家に販売された、という点である。例えば、第5表に見られるように、このCMOは満期の異なる4つのクラスに分けられ、モーゲージから生ずるキャッシュ・フローは、まず各クラスの利子の支払いとクラス1の元本償還に充てられる。そして、クラス2、3、4の債券保有者は、クラス1の償還が終わるまで、利子だけを受け取るにすぎない。その後、クラス1の元本償還が終わって初めてクラス2の償還が始まり、更にクラス3、次いでクラス4、と順次元本が償還される、という構造になっている。このためCMOは、満期の異なる様々なクラスの債券を供給して期限前償還リスクを分散・軽減し、多様な投資家の需要を満たすことができるようになったのである。⁽⁴⁶⁾ 実際、第5表に示されているように、比較的満期の短いクラスのCMOには貯蓄金融機関や商業銀行が集中し、満期の長い中長期のクラスでは生保や年金基金等の機関投資家の投資割合が高いものとなっている。第二の特徴は、ペイ・スルー債券の発行者がFHLMCだけではなく民間企業へと拡大し、しかもCMOを発行する際の担保として、GSEの元利支払保証のあるパス・スルー証券が組み込まれ、担保総額の半分近くを占めているという点である。(第6表) 即ち、モーゲージ担保証券の「第二世代」⁽⁴⁷⁾ と呼ばれるペイ・スルー債券(CMO)は、モーゲージによって保証されているパス・スルー証券とは異なり、GSEの保証が付いたパス・スルー証券そのものを担保に組み入れて、「再証券化」された債券なのである。そして、このようなCMOの革新性は、担保に組み入れられたMBSから発生するキャッシュ・フローをその証券から分離し、それを「リパッケージ」して新たなマルチ・クラスの債券を創出することによって、これまでMBSが避けることができなかった期限前償還リスクを分散・緩和

(46) 「CMOsの構造は、証券の期限をより確実なものにしている。それ故、債券保有者は一種の『コール・プロテクション』(モーゲージの借り手に対する任意償還防御策——引用者)を与えられている。このコール・プロテクションはCMOsが成功した主要な理由の一つである。CMOsは期限前償還リスクを軽減し、モーゲージ証券のより短期の満期クラスを供給するので、さもなくばモーゲージに投資しなかったかもしれない投資家がモーゲージ証券市場に引き寄せられた。」(Pavel, Christine A., *op. cit.*, p.19.)

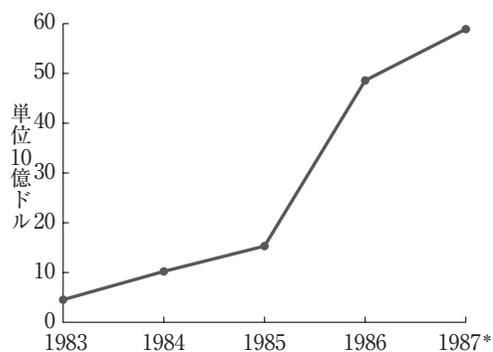
(47) Kane, Edward J., "Change and Progress in Contemporary Mortgage Markets" in Florida, Richard L., ed., *op. cit.*, p.259.

第6表 CMOの発行者別および担保別構成（1983年6月－1985年6月）

	発行額 (100万ドル)	構成比 (%)	発行件数
<u>発行者</u>			
投資銀行	7,377	34	22
FHLMC	4,869	22	7
住宅建設業者	4,459	20	33
モーゲージ・カンパニー	1,678	8	9
S & L	1,547	7	7
保険会社	1,522	7	2
商業銀行	500	2	1
<u>担 保</u>			
GNMA パス・スルー	8,808	40	38
コンベンショナル・モーゲージ	6,231	28	11
混合担保	5,833	27	26
FHLMC・PCs	728	3	4
FNMA・MBS	350	2	2

(資料) Hu. Joseph, "Proliferation of Mortgage-Backed Securities," *Mortgage Banking*, 45 (September 1985), p.38.

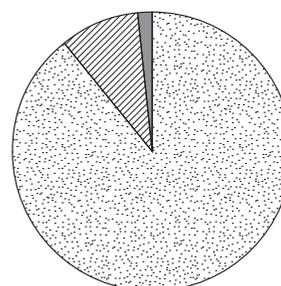
(出所) Pavel, Christine A., *op.cit.*, p.21.



(注) *1987年の数字は他のマルチ・クラス・モーゲージ証券を含む。

(資料) FHLMC.

(出所) Pavel, C.A., *SECURITIZATION—The Analysis and Development of the Loan-Based / Asset-Backed Securities Markets*, Probus Publishing, 1989, (株)アイ・ビー・ティ訳『ゼミナール セキュリティタイゼーション』（東洋経済新報社 1989年），52～3頁。



担保	金額	シェア
パススルー証券	1239億ドル	89.2%
未証券化モーゲージ	129億ドル	9.3%
モーゲージおよび証券	21億ドル	1.5%

(資料) FHLMC.

第6図

(a) CMOの発行額（1983～1987年，公募発行）

(b) 1983～1987年に発行されたCMOの担保

させた高度な仕組み債である、という点であった。

このように、CMOは多様な満期を有するマルチ・クラスの部分債券（トランシュ）を創り出し、様々な投資家の選好する満期に適合するように「仕立てられた」。このような「柔軟性」が、これまでモーゲージ市場とは全く関わりのなかった投資家たちに、「高利回り、流動性、安全性によって特徴づけられる市場に参加することを可能にした」のである。⁽⁴⁸⁾また、CMOは発行者自身にとっても有利な資金調達を可能にした。CMOは、多様な投資家の期間選好に適したマルチ・クラスの投資対象を提供するので、その分利回りを引き下げることができる。そのため、CMOはパス・スルー証券よりも低コストの資金調達手段となったからである。こうして1983年6月以降、FHLMCが先鞭を着けたにしても、CMOはむしろ投資銀行、住宅建設業者等の民間企業やS&Lの活発な発行活動によって急増し、1983年の発行額は47億ドルに過ぎなかったが、1987年にはその12倍を上回るCMOが発行された。（第6図（a））しかし、CMOの発行において民間部門が主導的役割を演じたとはいえ、導入後わずか4年半で1,400億ドルにも上るCMOの発行を保証した担保の内訳をみると、GSEによって保証されたパス・スルー証券がその90%を占めていた。⁽⁴⁹⁾（第6図（b））このことは、CMOが国債並みの高い格付けを付与される根拠となり、暗黙の政府保証があるGSEの支持のもとでCMOはその「安全性」を格段に高めた投資対象として、モーゲージ市場の自立的発展を促進していく槓杆として機能していくこととなったのである。⁽⁵⁰⁾

（3）かくして、種々のイノベーションを通じて資本市場と連結したモーゲージ市場の発達は、第一次S&L危機後の停滞局面で、苦境に陥ったS&Lが「サウンド・バンキング」を実現しつつ、自らのモーゲージ・ポートフォリオを再構築・流動化していくための格好の手段を提供したが、更にそれを通じて新たな信用拡張機構が創出されることとなった。

モーゲージ・ローンの証券化の意義についてはすでに指摘したところではあるが、モーゲージ・スワップを通じて取得されたパス・スルー証券は、S&Lのモーゲージ・ポートフォリオを再構築していくうえで、次のような役割を果たした。まず第一に、満期まで長い期間を要するモーゲージ・ローンとそのバランス・シートから取り除き、S&Lの抱える資産・負債の期間ミスマッチを緩和し、金利リスクを大幅に軽減したことである。もとより、金利リスクのヘッジ手段として、S&Lは、例えば、オプションや先物市場を利用することもできる。しかし、それらは「セキュライゼーションよりも高くついた」ので、その利用は限定的であった。第二に、そのモーゲージ資産の平均満期が短縮化されると、準備資産として必要とされる自己資本は減少するので、自己資本比率を向上させるうえで大きな役割を果たした。そして同時に、資本の回転速度を上昇させて総資産利益率（ROA）

(48) Hu, Joseph, *op. cit.*, pp.172~3.

(49) 「民間コンディット（税法上の配慮から、CMOの発行を目的として設立される金融子会社——引用者）によって発行されたCMOsは、直接、保証されているわけではないけれども、それらは少なくともある程度までは、政府モーゲージ機関の一つ（通常GNMA）によって保証されているモーゲージ資産の担保がつけられている。」（Kane, Edward J, "Change and Progress in Contemporary Mortgage Markets" in Florida, Richard L, ed., *op. cit.*, p.260.）

(50) 信託制度を利用して発行されるCMOの場合（パス・スルー証券の場合も同様である）、税制上・会計制度上の制約が存在していたが、しかしそれも、1986年の税制改革によって導入されたREMIC（Real Estate Mortgage Investment Conduit）によって取り除かれた。（井村進哉，前掲書，144～150頁，参照）

や自己資本利益率（ROE）をも改善させる効果があったのである。⁽⁵¹⁾

しかしながら、問題はそれだけにとどまらない。モーゲージ流通市場の発達によって生みだされた「流動性の創造」機能を通じて、新たな信用拡張機構が構築されたことに留意する必要がある。GSEによる元利支払い保証が付いているパス・スルー証券は高い流動性を持っており、必要な際にはモーゲージ・ローンにパス・スルー証券とスワップされ、モーゲージ流通市場で容易に流動化することができる。⁽⁵²⁾それ故、この「流動性の創造」機能を通じて、S&Lは流動比率と自己資本比率を改善し、新たな信用拡張能力を獲得することが可能となった。その結果、S&Lは「流動性ポジションを管理する能力」を飛躍的に高め、「かれらの資産を更に多様化させることができる」ようになったのである。⁽⁵³⁾しかしながら、すでに指摘したように、S&Lがパス・スルー証券を用いて自らの「流動性ポジションを管理」した手法は、パス・スルー証券そのものをモーゲージ市場で流動化させるだけでなく、これらの証券をCP発行の際に担保として利用したり、RP市場において適格担保であるパス・スルー証券を買戻し条件付きで売却して、必要な資金を調達するというものであった。1980年代半ばにかけて急速に資産を拡大し、バランス・シートを肥大化させたS&Lは、こうしてRP市場やCP市場から借入れた資金を商業用不動産融資をはじめとする「非伝統的な資産」で運用し、レバレッジを高めて高い投資収益率を実現していったのである。そして更に、パス・スルー証券を担保としたCMOを発行することによって、S&Lは更なる信用拡張能力を獲得し、それによって「流動性ポジションを管理」する能力が一層高められた。⁽⁵⁴⁾CMOは、パス・スルー証券のプールから生み出されるキャッシュ・フローを裏付けとしてリスク別のトランシュに切り分け、それをマルチ・クラスの新しい証券に仕立てたものであった。ここでは原証券であるパス・スルー証券が、新しい証券CMOに作り替えられるのである。このような「証券の証券化」が行われた結果、期限前償還リスクを緩和したCMOの販売を通じて、S&Lはモーゲージ・ローンに投下された資金を短期間で回収することができるというだけでなく、それを用いて更に低廉で容易に信用を拡張することができるようになった。それは、バランス・シートを拡大し、急成長を追求したS&Lは、自ら発行したCMOを用いて直接RP市場やCP市場から容易に資金を調達するか、あるいは又、CMOの販売によって低コストで調達した資金を再びパス・スルー証券に投じて、それを資金借入れの担保として利用することによって更にレバレッジ効果を高めることができるからである。とすれば、担保証券の価値が下落しない限り、CMOの再発行やRP市場とCP市場からの追加的借入れによって、短期資金の拡大された規模での持続的な資金調達が可能となるので、S&Lは謂わば「無制限に」信用を拡張することができるであろう。それ故、S&Lによってパス・スルー証券を利用したり、CMOの発行を通じて拡張される信用取引は、預金業務を通じて信用創

(51) Cf. Pavel, Christine A., *op. cit.*, p.22.

(52) C. A. Parvelは、1983年に、財務省証券が年間9.6回転したのに対して、パス・スルー証券はそれには及ばないにしても、それでも年間約5回も回転し、高い流動性を有していると指摘している。(ibid., p.31. endnote, 12)

(53) Ibid., p.23.

(54) 但し、CMOの発行の場合、発行者のバランス・シートには債務として残るので、追加的な準備資本が必要となる。しかしながら、S&Lは「債券の発行によって負債の平均満期を延長する」ことができるので、資産・負債の期間ミスマッチは緩和された。(cf. ibid., p.23)

造を行う商業銀行とは全く異なる形態で、独自の信用拡張機能が実現されることを意味している。「証券の証券化」による信用拡張機構の構築である。⁽⁵⁵⁾

こうして新たな信用拡張能力を獲得したS&Lは、パス・スルー証券の利用やCMOの発行を通じて調達した低コスト資金を「多様化」された資産の取得で運用し、自らの「流動性ポジションを管理」しながらモーゲージ・ポートフォリオを再構築していくことが可能となったのである。これらの意味するものは、しばしば巷間に伝えられるように、S&Lの行動様式は「安全性と健全性は無頓着」であったために野放図な経営が展開された、というようなものとは全く異なる。そうではなくて、S&Lは、モーゲージ流通市場の発達によって生み出された新たな「流動性創造機能」の獲得を槓杆として、自己資本比率の向上と流動性に配慮した「サウンド・バンキング」を実現していく中で、そのリスク管理能力を飛躍的に向上させた結果、活発な収益資産・リスク資産の取得が可能となった、ということに他ならない。第一次S&L危機後、苦境に陥ったS&Lが1980年代初頭に預金金利規制や業務規制の緩和・自由化政策が行われるなかで、81年レーガン税制改革を契機として、商業用不動産融資の拡大を基軸とした非伝統的な分野への進出によって資産の多様化とモーゲージ・ポートフォリオの再構築を図ろうとしたのは、このような「流動性ポジションを管理する能力」の強化があって始めて現実化した事態なのである。

III 1981年レーガン税制改革と不動産バブル

(1) 歴史的な高金利局面を経て1982年後半以降市場金利が急速に低下すると、その基礎上で、オイル・ショックを契機とした石油価格に関する好都合な予測と、アメリカ経済の競争力と成長力の回復を目指して設備投資を促進するために、商業用不動産投資に対する実質的な租税優遇措置を実施した1981年「経済再建税法 (Economic Recovery Tax Act of 1981, ERTA)」を契機として、多くの不動産開発プロジェクトが、とりわけ南西部（アリゾナ、テキサス、カリフォルニアの諸州）において推進され、不動産ブームが惹き起こされた。1980年代の商業用不動産市場に強い影響を与えた二つの主要な租税法——1981年のERTAと1986年の「税制改革法 (Tax Reform Act of 1986, TRA)」——のうち、ERTAは所得税率の引下げ（個人所得税の最高税率は70%から50%への引下げ）やキャピタル・ゲイン課税の引下げ（実効最高税率は28%から20%に引下げ）だけではなく、商業用不動産に対する減価償却制度の変更、特に「加速度コスト回収制度 (Accelerated Cost Recovery System, ACRS)」の導入を含んでいた。ACRSは、以前には40年が標準であった非居住建物の償却期間を15年に短縮したばかりか、単純な定額償却に代わって175%の定率法（逡減残高法）の採用を認め、償却の初期に多額の減価償却費を計上して利用可能な税の控除額を「加速化」した。これらは、他の部類の資産取得に比して、商業用不動産投資に対する税引後収益を増大させるうえで大きな効果があったのである⁽⁵⁶⁾（第

(55) これは後に、非預金金融機関によって信用拡張が行われる「シャドウ・バンキング・システム (shadow banking system)」として更に発達していくことになるが、そのメカニズムと問題点については稿を改めて論ずることとした。

(56) Freund, James, Timothy Curry, Peter Hirsch and Theodore Kelly, "Commercial Real Estate and the Banking Crises of the 1980s and Early 1990s" in FDIC, *History of the Eighties — Lessons for the*

9表(後出))。そして、80年代初頭の一連の規制緩和政策、とりわけガン＝セント・ジャーメイン法によって、「変動金利の負債でもって固定金利の住宅モーゲージに資金提供することによって生み出された困難を克服するための一つの方法」⁽⁵⁷⁾として、非伝統的な商業用不動産融資業務を認可されたS&Lは、「流動性ポジションを管理する能力」の強化を背景としてこのブームに沸く不動産市場に積極的に関与することとなった。

元来、商業用不動産投資は固有のリスクを有している。市場は伝統的に「循環的」であり、「周期的な過剰建設循環」を伴っているため、それは本質的に投資リスクの高い分野である。商業用不動産投資のリスクは多面的であるが、まず商業用不動産に対する需要は、地方の経済的要因や地域開発によるだけではなく、国家の経済的動向によっても強い影響を受ける。そのため、開発業者は、その地域の現在および将来の開発計画がプロジェクトに及ぼす影響だけではなく、競合する地域の市場条件が与える影響や国土開発政策についても幅広く考慮しなければならない、という困難性が存在している。また、政府税制やそれに関連する政策変更から生ずるリスクにも留意する必要がある。第二次大戦後、減価償却制度と税率は周期的に変化したが、これらの変更は不動産投資の需要と収益性に大きな影響を与えた。更に、不動産建設プロジェクトは長い懐妊期間を有しているため、そのプロジェクトの経済的将来性は、開始時と完成時の間でかなり変化するというリスクが存在している。他方、不動産市場は高度に組織化された市場ではないので、市場開拓に関するデータを集めることは容易ではないということがある。そのため特別なプロジェクトや市場に関する情報を入手することがしばしば困難である。その上、多くの取引が私的で、主要な投資条件、例えば、建設コストも開発業者と請負業者との間で私的な契約を通じて決定され、必ずしも公開されているわけではない。⁽⁵⁸⁾更にまた、開発業者はその資金調達を「エクイティ・ファイナンス」ではなく、「伝統的に相当なデット・ファイナンスを利用しており、そしてこの傾向は1980年代のアメリカにおいて特に強かった」。⁽⁵⁹⁾一般的に、レバレッジを効かせた投資は金利や全体的な信用条件の変化に大変敏感であるため、高いレバレッジをかけられた建設プロジェクトは金利変動局面では非常に不安定となり、その

Future, Vol.1, 1997. Ch.3, pp.140~1. 渋谷博史氏は、課税回避の「タックス・シェルター」がERTA以降増加したとして、それは「とりわけ不動産において、早期コスト回収制度(ACRS)と借入金ファイナンス方式を組み合わせた場合には投資の初期の段階できわめて大きな課税ベースの控除額が発生する」からである、と指摘されている。(『レーガン財政の研究』(東京大学出版会、1992年)、90頁。) 因みに「借入金ファイナンス方式」による節税効果というのは、「たとえば限界税率50%である納税者が自己資金10千ドルに借入金90千ドルを加えてタックス・シェルターに100千ドルを投資し、加速度償却制度によって初年度の30千ドルの『別の所得から差し引くための損失』が生じたとすると、その納税者にとって10千ドルのタックス・シェルター投資で15千ドル(30千ドル×50%)の節税ができたことになる」というものである。(同上書、89頁。)

(57) Barth, James R. and R. Dan Brumbaugh, Jr., "Turmoil Among Depository Institutions: Implications for the U. S. Real Estate Market", *Housing Policy Debate*, Vol.3, Iss., 4. 1992. pp.910~1.

(58) Cf., Freund, James, *et al.*, *op. cit.*, pp.138~9.

(59) Hendershott, Patric H. and Edward J. Kane, "Causes and Consequences of the 1980s Commercial Construction Boom", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.5, No.1, 1992, p.65. 80年代に「デット・ファイナンス」の傾向が強くなったのは、「ACRSと借入金ファイナンス方式を組み合わせた場合」の節税効果(脚注56、参照)ばかりではなく、70年代後半からの金利の急騰によって、借入金の利子控除という税制上の優遇措置に対するインセンティブが強まったことも大きかった。

第7表 S&L危機において最も大きな損害を被った諸州におけるS&Lの年間成長率(%)

	アリゾナ	カリフォルニア	フロリダ	テキサス	全米
1980	13.5	10.1	11.8	11.9	8.9
1981	9.4	8.2	10.5	9.7	6.0
1982	23.5	18.3	9.6	13.2	7.3
1983	18.3	28.0	17.1	33.3	18.7
1984	46.7	29.6	20.7	38.0	20.1
1985	23.8	8.8	7.6	18.4	9.5
1986	15.3	13.1	2.2	5.5	8.8

(資料) Federal Home Loan Bank Board

(出所) National Commission on Financial Institution Reform, Recovery and Enforcement, *op.cit.*, p.45.

ために商業用不動産価格はしばしば金利上昇期には突如下落するという事態に直面することとなったのである。

このように商業用不動産市場には固有のリスクが存在しているのであるが、80年代初頭に商業用不動産融資の拡大をはじめとして新たに非伝統的な貸付業務を認可されたS&L業界の資産規模は、1982年から85年の間に、6,860億ドルから1兆700億ドルへと1.56倍にも拡大した。しかもその内訳を見てみると、「商業用不動産モーゲージ」と「建設・土地開発融資」の総計は501億ドルから1,284億ドルへと、わずか3年の間に実に2.56倍もの急増を記録し、他の資産項目の伸び率と比較しても突出している。⁽⁶⁰⁾⁽⁶¹⁾このようなリスク資産を取得するためには、モーゲージ・ポートフォリオの再構築が不可欠であるが、S&Lは新たな流動性を獲得するために、一方では、大量のモーゲージ・ローンを売却あるいはスワップ取引を行い、1982年だけでも300億ドルの「単一世帯向け住宅モーゲージ」を放出すると同時に、他方では、その高い流動性のゆえにモーゲージ市場において容易に流動化・売却することができる「モーゲージ担保証券」の取得を拡大し、82年には270億ドルものモーゲージ担保証券を新たに取得しているのである。こうしてS&Lは、1980年以降88年にかけて、総資産に占めるモーゲージ・ローンの割合を急激に減少させると同時に、その利回りはモーゲージ・ローンより低いにもかかわらず、高い流動性を有する「モーゲージ担保証券」の比重を急速に増大することによって、ポートフォリオの流動性を維持しつつ商業用不動産融資を87年に至るまで一貫して拡大させていったのである。(第3図)(第8表)

(2) かくしてS&Lは、モーゲージ・ローンの流動化=証券化機構のもとで新たに獲得

(60) J. Freundたちは、「商業用不動産融資」とは、「建設・土地開発融資」、「非農業・非住宅用不動産担保融資」および「多世帯用不動産担保融資」をも含むものと定義しているので (Freund, James, *et al.*, *op. cit.*, fns. 19, 30. (pp.151, 158.)), 「多世帯向け住宅モーゲージ」を含めれば、「商業用不動産融資」は更に増大する。

(61) S&L業界全体をみれば、急速な拡大は1983年と翌84年に集中していたが、第二次S&L危機で最も大きな損失を被ることとなった諸州では、概ねその急成長の過程は1982年に始まり、そして85年まで続いた。(第7表)

第8表 S&L：機関数、資産および不動産モーゲージ・ローン（1980年－1990年）

(10億ドル，%)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
機関数	3,993	3,751	3,287	3,146	3,136	3,246	3,220	3,147	2,949	2,597	2,342
総資産	604	640	686	814	978	1,070	1,164	1,251	1,352	1,157	1,005
モーゲージ担保証券	26.6	32.0	59.0	88.7	108.6	111.3	152.5	195.2	216.3	158.5	143.7
(総資産に占める比率)	(4.4)	(5.0)	(8.6)	(10.9)	(11.1)	(10.4)	(13.1)	(15.6)	(16.0)	(13.7)	(14.3)
不動産融資総額	481.4	497.3	474.7	525.8	606.4	655.9	664.6	736.8	755.8	679.2	588.9
(総資産に占める比率)	(79.7)	(77.7)	(69.2)	(64.6)	(62.0)	(61.3)	(57.1)	(58.9)	(55.9)	(58.7)	(58.6)
単一世帯向け住宅モーゲージ	401.7	416.0	386.2	405.4	439.1	453.7	452.8	472.9	507.0	469.7	421.1
(総資産に占める比率)	(66.5)	(65.0)	(56.3)	(49.8)	(44.9)	(42.4)	(38.9)	(37.8)	(37.5)	(40.6)	(41.9)
多世帯向け住宅モーゲージ	36.2	35.8	38.4	48.8	62.6	73.8	79.2	82.6	81.1	69.4	62.3
(総資産に占める比率)	(6.0)	(5.6)	(5.6)	(6.0)	(6.4)	(6.9)	(6.8)	(6.6)	(6.0)	(6.0)	(6.2)
商業用不動産モーゲージ	38.1	39.7	43.9	59.4	82.2	98.4	101.3	103.8	91.9	81.0	66.3
(総資産に占める比率)	(6.3)	(6.2)	(6.4)	(7.3)	(8.4)	(9.2)	(8.7)	(8.3)	(6.8)	(7.0)	(6.6)
建設・土地開発融資	5.4	5.8	6.2	12.2	22.5	30.0	31.4	77.6	75.7	59.0	39.2
(総資産に占める比率)	(0.9)	(0.9)	(0.9)	(1.5)	(2.3)	(2.8)	(2.7)	(6.2)	(5.6)	(5.1)	(3.9)

(資料) Federal Home Loan Bank and Office of Thrift Supervision.

(出所) Barth, James R. & R. Dan Brumbaugh, Jr., "Turmoil Among Depository Institutions: Implications for the U.S. Real Estate Market" in *Housing Policy Debate*, Volume 3, Issue 4, 1992. Table 2 (p.903) より計算・作成。

された「流動性創造機能」を楨杆として、「サウンド・バンキング」を維持しつつ、モーゲージ・ポートフォリオの多様化とその再構築を実現し、その「健全な経営」の基礎上で商業用不動産融資の活発化と不動産市場の拡大との相互促進的な展開を牽引していったのであるが、しかしながら、問題はそれだけにとどまらなかった。かかる経営戦略の基礎上で、更にS&Lの商業用不動産融資を倍加・促進し、不動産ブームを一層過熱化させていった固有の契機・制度が存在していたのである。それは、S&Lに対する「規制猶予」政策とそれに適用された会計制度の更なる弾力的運用や、商業用不動産融資が行われる際の固有の融資形態に関わっていた。

すでに言及したように、S&Lの規制・監督機関であるFHLBBに財務報告書が提出される際に適用されるRAPルールは、S&Lが苦境に陥るなかで、その基準が次第に緩和されていった。それは、S&Lに再建のために必要とされる時間的猶予を与えようとするものであったが、現実とは全く異なる経緯をたどることとなった。元来、経営の健全化のために金融機関に高い自己資本比率規制が課されると、新たな自己資本の大幅な調達が必要となるので、それは必然的に金融機関の自己資本利益率(ROE)を低下させるこ

ととなる。そこで、金融機関はそれを少しでも回避するために、可能な限り収益性の高いリスク資産を取得して、出来得る限り ROE を改善しようとする強い内的衝動を有している。とすれば、一旦、自己資本比率基準が緩和されると、金融機関の行動様式がどのような展開を遂げるのか、ということは容易に想像がつくであろう。それは、所要自己資本を節約しつつ新たな収益資産の獲得を図って ROE の改善を実現する絶好の機会を提供することとなるので、更に新たな収益資産・リスク資産の取得を目指す金融機関の積極的な行動を鼓舞するものとなった。その結果、自己資本比率基準の切下げが事実上認められるようになると、規制当局が「公認」するもとで、S&L のリスク資産の取得はかえって一段と活発なものとなっていったのである。

1980年以降、苦境に陥った S&L の自己資本比率規制を一時的に「免除」するために、その基準は段階的に引下げられ、1982年には3%となった。しかし、それにもかかわらず、依然として多数の S&L がその要求基準を満たすことができなかつたばかりか、他の会計制度を適用すれば、その状況はさらに深刻であった。⁽⁶²⁾そこで導入されたのが、「20年段階的導入法 (twenty-year phase-in)」と「5年平均法 (five-year averaging)」である。「20年段階的導入法」というのは、新規に設立された S&L が自己資本最低必要額を満たすために、20年の歳月をかけて段階的に実現できるように、一定の猶予期間を与えようとするものである。その結果、設立後「20年以下のどの S&L も3%の RAP 基準よりもさらに少ない (自己資本——引用者) 必要額しか保有していなかった」のである。例えば、設立後5年の S&L は最低必要額の5/20を満たすだけでよく、その結果、この S&L の実際の自己資本必要額はわずか0.75%であった。 $(3\% \times 5 / 20 = 0.75\%)$ そしてこのことは、3%の RAP 基準と結合した「20年段階的導入法」の適用は、「非常に高いレバレッジ効果が実現される」ことによって、S&L 業界への参入が非常に有利な事業になることを意味した。例えば、新規に設立された S&L の所有者によって投じられた自己資本100万ドルは、経営の初年度には6億6,700万ドルの資産を取得することが可能となる。 $(100万ドル \div (3\% \times 1 / 20) = 6億6,700万ドル)$ 仮に新規 S&L の総資産収益率 (ROA) が、「1983年にその業界によって報告されたように、わずか0.24%であった」としても、これは160%の自己資本利益率 (ROE) を実現することになったのである。

このようなハイ・レバレッジの魅力は新規 S&L に限定されたものではなかった。既存の S&L にも同様の誘因が存在したのである。「5年平均法」のもとでは、自己資本必要額は、S&L の現在の預金額に対してではなく、過去5年にわたって平均化された預金水準に対して適用されたので、預金の増大は、必要とされる追加的自己資本の割合を減ずる効果があった。その結果、「5年平均法」は相対的に「自己資本必要額を減少させ、レバレッジを増大させる方法として」急速な預金の拡大を刺激し、新たな収益資産の大規模な取得を促していったのである。⁽⁶³⁾

それだけではない。S&L が新たな収益資産を求めて商業用不動産融資を拡大し、不動産ブームを加速化させていく際に、その大きなリスクを抱え込んだ現実的契機として、

(62) 「例えば、1983年に FHLBB の RAP 基準のもとでは、資産額120億ドルを有する債務超過の S&L は48にすぎなかった。GAAPのもとでは、資産総額790億ドルを有する債務超過の S&L は293となったが、有形資本基準では資産額2,340億ドルを有する515のものが債務超過であった。」(National Commission, *op. cit.*, p.35.)

(63) Cf. *ibid.*, pp.35~6.

「ADC ローン」と呼ばれる固有の商業用不動産融資形態が存在したことによる影響を無視することはできない。「ADC ローン」というのは、S&Lが開発業者に、土地を買収し（Acquisition）、それを開発して（Development）、オフィス・分譲マンション・団地・その他の施設を建設する（Construction）ために必要な資金を融資して合併事業を立ち上げ、そのリスクの共有化を図ろうとするものである。S&Lにこのような融資が認められるようになったのは、1980年代初頭の規制緩和以降であるが、「S&Lは手数料、金利、およびそのプロジェクトに自らの資産を何ら投じていない開発業者の報酬を含む、プロジェクトの全『費用』を貸し付けた。S&Lは、一般的にはそのプロジェクトの持分（equity interest）を引き受け、多分生ずるであろう利益の分配に与った」のである。⁽⁶⁴⁾このように、S&Lが巨額の融資を一手に引き受け、開発業者の責務を減免していた「ADC ローン」は、S&Lにとってもともとリスクの高い融資案件であり、その返済還流の円滑さは、プロジェクトが首尾よく完成し、予想通りの収益を上げることができるか否か、という点にかかっている。ところが、非伝統的な商業用不動産融資分野に新たに参入したS&Lは、そのノウハウの蓄積の不十分さや固有のリスク管理に対する甘さから、「ADC ローン」を「安全ではないやり方」で遂行することが多かった。経営破綻したS&Lの実態調査を行ったアメリカ会計検査院（United States General Accounting Office, GAO）は、S&Lの「ADC ローン」の「不健全な引き受け、資金の巨額さ、および過度な地理的集中」といった要素が、「FHLBB レギュレーションの違反や、損失に対する基本原則が規定されているガイダンスの無視と結びついた」ために、S&Lに大きな損失をもたらしたとして、次のような二つの事例を紹介している。⁽⁶⁵⁾一つはカリフォルニアの貯蓄金融機関の事例で、その機関は、事前に十分なその事業の「実現可能性調査」（feasibility studies）を行うことなく、主に分譲マンションやショッピング・センターを建設するために、ある借り手に4,000万ドルを貸し付けた。しかしながら、監査人が述べたように、適切な調査が行われていたならば、その地区はすでに分譲マンションやショッピング施設は「過剰建設」であることが解ったであろうにもかかわらず、強行されたのである。その結果、この貯蓄金融機関はこのプロジェクトで1,000万ドル以上の損失を出すだろうと予想されている。もう一つの事例はテキサスのもので、「ADC ローン」が地域的に偏在していた事例である。ある貯蓄金融機関はそのポートフォリオの22%を「ADC ローン」で有しており、もう一つのものは59%がそうであったが、これらのテキサスの破綻した貯蓄金融機関は、この業務をダラスとヒューストン地域に集中していた。他の諸州の破綻した貯蓄金融機関もまたテキサスの

(64) *Ibid.*, p.48.

(65) GAO, *Failed Financial Institutions: Reasons, Costs, Remedies and Unsolved Issues*. January 13, 1989, pp.26~7. 議会付属の調査機関であるGAOは、S&L危機に関して数多くの議会報告書を提出しているが、1989年1月のこの調査報告書は、FSLICが1985年1月1日から1987年9月30日までの間に助成を始めるか、または1987年9月30日時点で助成を予定している26の破綻貯蓄金融機関をサンプリングして、1987年に閉鎖された184のFDIC加盟銀行と比較しながら、両者の金融機関経営に共通する特徴と相違点を調べたものである。因みに、1987年9月30日時点で、合併・清算されたか、またはFSLICの問題リストに掲載されている貯蓄金融機関は284に上るが、ここでサンプルとして取り上げられた26の破綻貯蓄金融機関は、その清算・合併等の助成に起因するFSLICの損失額（推定を含む）の57%（114億ドル）を占めている。また、貯蓄金融機関に特徴的な「ADC ローン」を行っていたものは、26機関のうち19機関（73%）であった。（*ibid.*, pp.10, 24.）

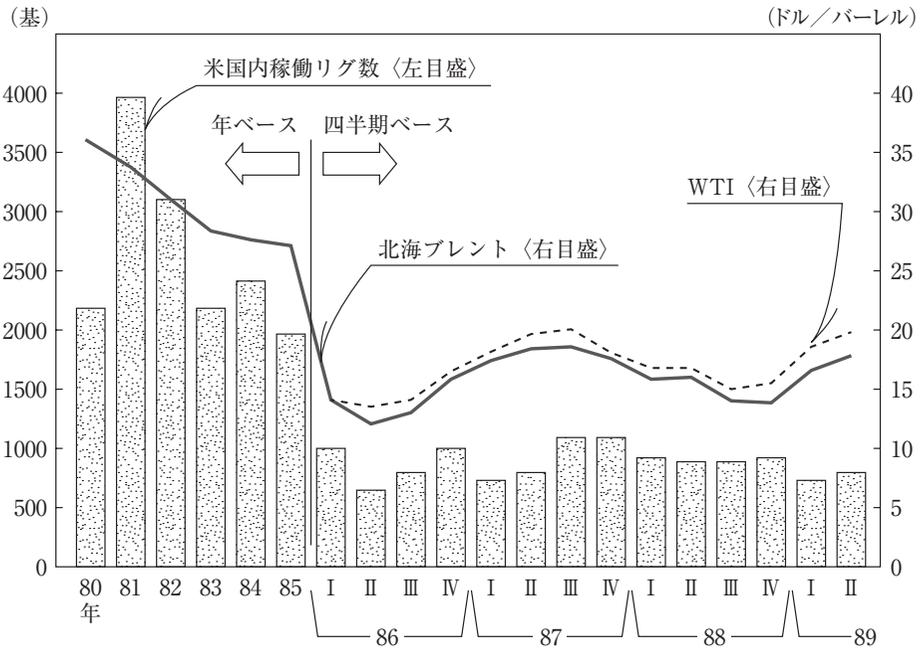
プロジェクトに投資した。その結果、この地域への「ADC ローン」の集中は、プロジェクトが完了した時に需要不足を生み出したり、この地域の経済的悪化に対して貯蓄金融機関を一層無防備なものにしたのである。

かくして、FHLBB による、S&L に対して好都合な会計制度の弾力的な運用や、S&L に特徴的にみられた「ADC ローン」によって、商業用不動産融資の活発化と不動産市場拡大との相互促進的な展開は更に倍加され、市況は一層過熱化して不動産バブルの様相を呈するようになったが、そのような局面は長くは続かず、やがて不動産市場の供給過剰化現象が現れるようになる。

Ⅳ 第二次 S&L 危機の勃発

(1) すでに指摘したように、第二次オイルショックによる石油開発ブームや1981年税制改革による商業用不動産投資の優遇措置を契機として、80年代前半に不動産ブームに沸いたのは、石油関連産業への依存度が高い、テキサス州をはじめとする南西部の諸州が中心であった。しかし、OPEC による原油価格の引き上げは、世界的な不況による石油需要の減少や省エネ・石油代替エネルギーの開発・拡大を招き、1986年に原油価格は大幅に下落した。「逆オイルショック」である。この間のアメリカにおける原油生産の動向を見てみると、81、82年までは第二次オイルショック後の石油ブームによって稼働リグ数は高水準で推移したが、83年以降徐々に減少し、86年の「逆オイルショック」によって、原油価格の暴落とともに生産規模は大幅な減産を余儀なくされ、稼働リグ数はピーク時(81年)の1/4以下の1,000基を下回る水準にまで落ち込んでいる。(第7図)このような状況下で、産油地域である南西部の諸州は深刻な経済不振に見舞われ、石油関連産業だけではなく、不動産投資も転機を迎えることになった。

更にそれに追い打ちをかけたのは、商業用不動産投資収益に大きな影響を与えた1986年「税制改革法(TRA)」の成立である。1981年のERTA は、「サプライサイド経済学」の立場から投資税額控除と減価償却制度の緩和を組み合わせることで大幅な企業減税を実施し、スタグフレーションに悩むアメリカ経済の競争力と成長力を回復させるために、活発な設備投資を促進しようとするものであった。しかしそれは、同時に他面では、大企業や個人富裕層の過度な節税手段に利用され、税制への信頼が損なわれたばかりでなく、70年代からのインフレの中で個人所得税の累進税率が許容されなくなり、広範な税制改革の世論を惹き起こしたのである。こうして成立したTRA は、「包括所得税」(comprehensive income tax)の立場から——租税優遇措置を廃止・縮小し、それを財源として税率構造を比例的・低水準にする——税制の公平性、中立性、簡素化を実現しようとしたのであるが、それは商業用不動産投資収益にも大きな影響を与える税制項目の変更を含むものであった。J. Freund たちは、(第9表)に示されたERTA 以前と以降、およびTRA 以降の三つの時期において、不動産投資家の税引後内部収益率を比較するために、同一の不動産投資モデルを前提としてシミュレーションを行った結果、ERTA 以降急速に上昇した税引後内部収益率が、TRA 成立後にはERTA 以前とほぼ同じ水準にまで大幅に下落したことを明ら



(出所) 日本銀行「米国の貯蓄金融機関を巡る最近の動きについて——経営悪化の背景と制度面での対応——」(『調査月報』1989年8月) 7頁。

第7図 米国における原油生産を巡る環境

かにしている。⁽⁶⁶⁾そして「これは大部分、加速度的減価償却方法が取り除かれ、15年から31.5年へと商業用不動産の減価償却期間の延長を伴う定額償却法が復活したことが、その理由であった。その他の重要な変化は、受動的損失はもはや非受動的所得と相殺できなくなり、キャピタル・ゲイン税率が20%から28%へと増大したことであった」と指摘している。⁽⁶⁷⁾

かくして、1980年代の商業用不動産市場は、これらの諸契機の影響によって大きく規定され、80年代半ば以降、不動産投資の増大傾向に歯止めが掛かることとなった。その結果、80年代後半には深刻な過剰建設が表面化し、それは高い空室率と新規建設の急減として現れたのである。P. H. Hendershott と E. J. Kane は、1970年代と80年代の、全米「34の大都市のダウンタウンについて、平均的なオフィス市場の空室率」とオフィスビル建設を対比しながら、80年代の商業用不動産市場の建設循環の特徴を検討している(第8図)。それによれば、1970年代には「不動産投資信託(REIT)の爆発」によって「1971-73年のブーム」が発生し「過剰建設」が行なわれたが、「ブーム」崩壊後、オフィスビル建設の「縮小」が生じ、その結果、「次のブームを誘発するために空室の減少」が生み出され、新たな次

(66) Cf. Freund, James, *et al.*, *op. cit.*, Table 3-A. 2. (p.164.)

(67) *Ibid.*, p.165. 因みに「受動的損失 (passive loss)」というのは、租税優遇措置の適用を受けるような所得を得たり、別の所得の節税を目的として、自らが能動的に事業に関与しない「受動的投資」を行った際に発生する「損失」である。

第9表 商業用不動産投資収益に影響を与えた主要な税法の条項

	1981年 ERTA 以前	1981年 ERTA 以降	1986年 TRA 以降
商業用不動産に認められている減価償却期間	40年	15年	31.5年
認可されている減価償却方法	定額償却法	175%の逓減残高法	定額償却法
受動的損失は税額控除ができるか？	できる	できる	できない
最高の、通常所得税率	70%	50%	38.5%
キャピタル・ゲイン税率	28%	20%	28%

(出所) Freund, James, *et al.*, “Commercial Real Estate and the Banking Crises of the 1980s and Early 1990s” in FDIC, *History of the Eighties — Lessons for the Future*, Vol., 1, 1997, Table 3-A. 1, (p.163.)

の建設循環を「準備」する、という「典型的な不動産循環」が現れた。これに対して、「パートナーシップとS&L融資の結合」によって「過剰な不動産融資」が行われた80年代の循環では、「1981-82年の景気後退」によって一時的に減速したとはいえ、オフィスビル建設は80年代前半の6年間にわたって急増し、「1970年代末に達成したピークの2.5倍に達した」が、86年に「逆オイルショック」と税制改革を契機として深刻な「過剰建設」が表面化すると、その後オフィスビル建設は減少した。しかしながら、それにもかかわらず、85年半ば以降、16%を超える水準の空室率が持続し、高止まりしたままであったのである。そして「この持続的な供給過剰」を反映して、オフィス市場の賃貸料は1982年から91年の間に45%も下落したのであった。⁽⁶⁸⁾このような80年代の不動産ブームとその崩壊は、工業用不動産よりも商業用不動産のほうが、商業用不動産の中でも小口部門よりもオフィス部門のほうが、その変動が激しかった。⁽⁶⁹⁾また、石油産業への依存度の高い南西部では、他の地域に比してその変動が一層大きく、ブーム崩壊後の深刻な「過剰建設」が新規建設投資の急減と高い空室率を結果したのである。⁽⁷⁰⁾

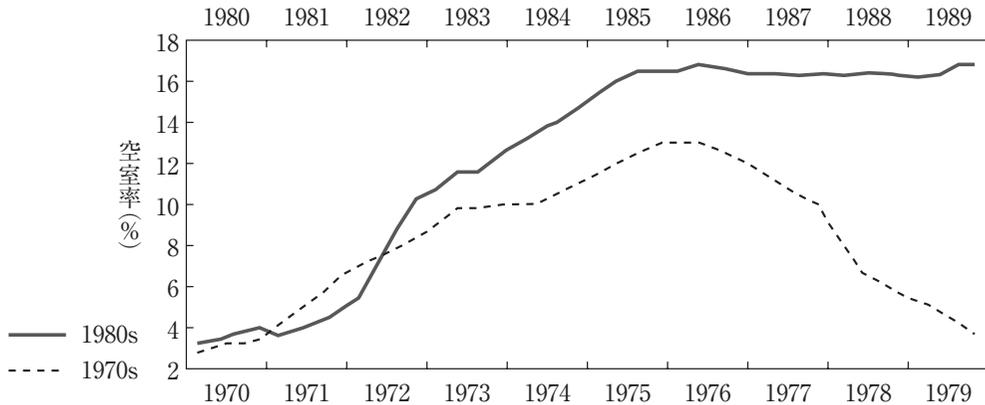
(2) このように、80年代の循環では80年代半ば以降すでに不動産ブームが去り、オフィスビル建設が縮小に転じてオフィス市場の需給ギャップも緩和しているにもかかわらず、

(68) Cf., Hendershott, Patric H. and Edward J. Kane, *op. cit.*, pp.62~3. 80年代建設循環において「パートナーシップとS&L融資の結合」によって「過剰な不動産融資」が行われたというのは、節税目的の「タックス・シェルター」への投資が有限責任の「パートナーシップ」という組織形式を通じて行われ、S&Lがそれに積極的に融資を行ったからである。そのような組織形式が選好されたのは、投資家の責任が限定されると同時に、「パートナーシップ」に発生した所得や損失は直接その投資家に帰属することとなり、その「損失」も投資家の節税手段として利用できたからであった。かくして、80年代前半に、租税優遇措置を利用するのに十分な所得がない場合やより高い限界税率の適用を受けるために、「パートナーシップ」とS&Lからの「借入金ファイナンス方式」を組み合わせ、不動産業を中心に「タックス・シェルター」への投資が急増したのである。(渋谷博史, 前掲書, 表2-11 (90頁) 参照)

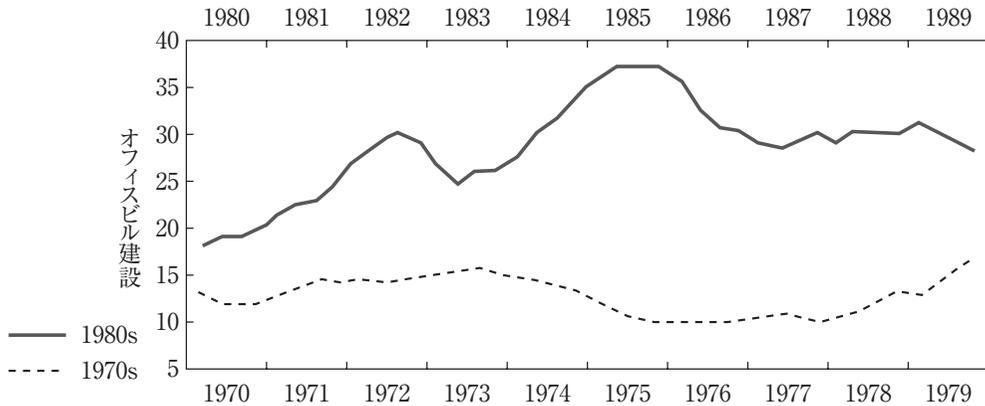
(69) Cf., Freund, James, *et al.*, *op. cit.*, Figure 3.4 (p.145.)

(70) Cf., *ibid.*, Figure 3.2 (p.143.)

ダウンタウン・オフィス市場の空室率，1970年代と1980年代。



オフィス市場供給額，1970年代と1980年代。(1987年のドル価値，10億ドル)



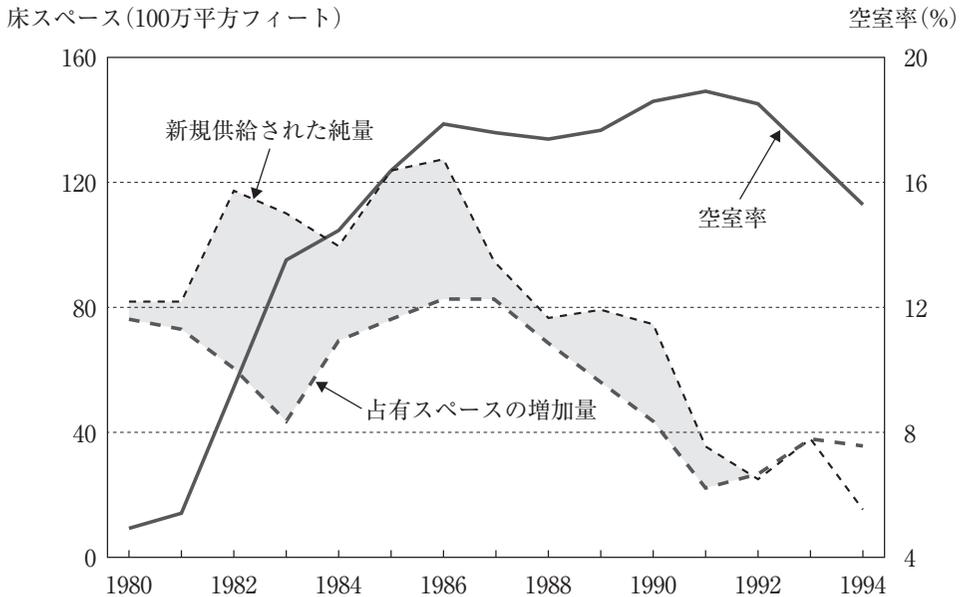
(出所) Hendershott, Patric H. and Edward J. Kane, "Causes and Consequences of the 1980s Commercial Construction Boom", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 5, No.1, 1992, p.63.

第8図 アメリカのオフィス市場の建設循環 (1970年代と1980年代)

前例のない高水準の「異常な空室率」⁽⁷¹⁾が90年代初頭に至るまで持続したことが，80年代不動産市場の建設循環に新たな特徴を刻印したのである(第9図)。とすれば，一体何故，80年代の不動産建設循環にこのような特徴が現れたのか，そして，それはまた新たに非伝統的分野で活動し始めたS&Lの行動様式といかなる関係があったのか，を検討する必要があるだろう。

P. H. HendershottとE. J. Kaneは，機関投資家の分散化投資という点からこの問題を論じている。曰く。「この1980年代の『狂乱融資』の議論は，たとえ空室率が異常な水準

(71) Hendershott, Patric H. and Edward J. Kane, *op. cit.*, p.65. (第9図)では，31の主要なオフィス市場の空室率が「1980年と1991年の間に4.9%から18.9%のピークへと，約4倍にもなる前例のない水準へ上昇した」ことが示されている。(Freund, James, *et al.*, *op. cit.*, p.146.)



(資料) CB Commercial/Torto Wheaton Research.

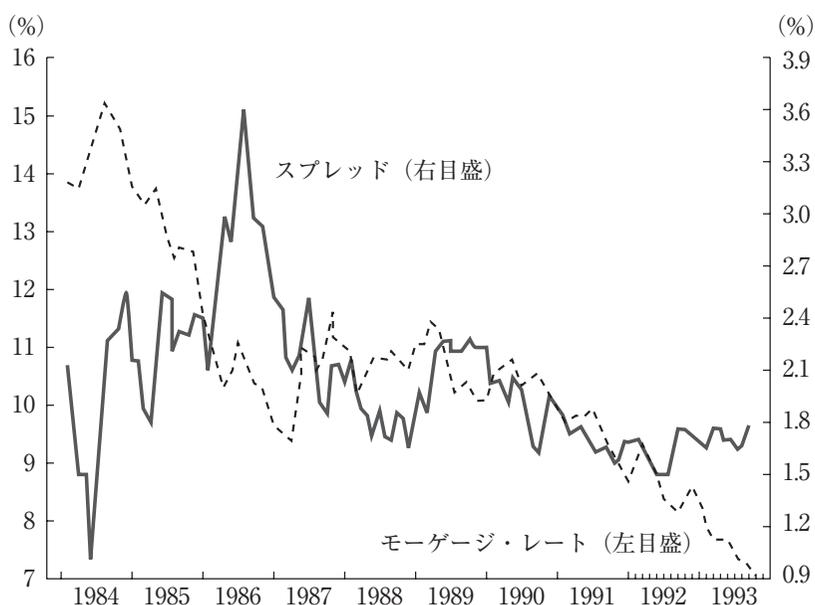
(出所) Freund, James. *et al.*, *op.cit.*, p.147.

第9図 オフィス市場の状況 (1980年-1994年)
(31の主要市場)

であっても、1986年以降も貨幣を商業用不動産に投入した、海外の(とりわけ日本の)投資家や年金基金や生命保険会社に言及することなしには完結しないであろう。何故、この一見したところ不合理な投資が行われたのかは必ずしも明らかではないが、アカデミックな研究は恐らく年金基金による投資に帰するであろう。資産査定に基づく不動産収益の分析に基礎づけられた多くの研究は、分散化の目的のために年金は不動産に更に多くの投資をすべきである、と論じていた」と。⁽⁷²⁾ モーゲージ証券への投資は期限前償還リスクがあるために、その内部収益率に基づいて計算される事前的予測と投資判断は複雑なものとなるが、しかしながら、80年代後半から90年代初頭にかけてモーゲージ・レートは下落傾向にあり、しかも86年以降、財務省証券とのスプレッドも急速に縮小していた。⁽⁷³⁾ (第10図)とすれば、この局面における機関投資家の投資行動は、P. H. HendershottやE. J. Kaneの主張とは逆に、むしろモーゲージ証券から安全資産である財務省証券へと逃避していく

(72) Hendershott, Patric H. and Edward J. Kane, *op. cit.*, pp.66~7.

(73) 1986年のスプレッドの急激な拡大について、Andrew S. CarronとR. Dan Brumbaugh, Jr.は「市場がモーゲージの繰上げ償還リスク (call risk) を過大評価したので、1986年夏にはスプレッドは150ベースポイント以上に拡大した」と指摘している (Carron A. S. & R. D. Brumbaugh, Jr., "The Viability of the Thrift Industry", *Housing Policy Debate*, Vol.2, Iss.1, 1991, p.13.)。なお著者たちの計算している数値は、The First Boston CorporationとFHLB of San Franciscoの未公開データに基づいているので、第10図の数値とは異なっている。



(資料) 利回り格差は、FHLMCによって行なわれたモーゲージ発行市場の調査から、30年の固定レート・モーゲージに関するデータに基づいて計算されている。

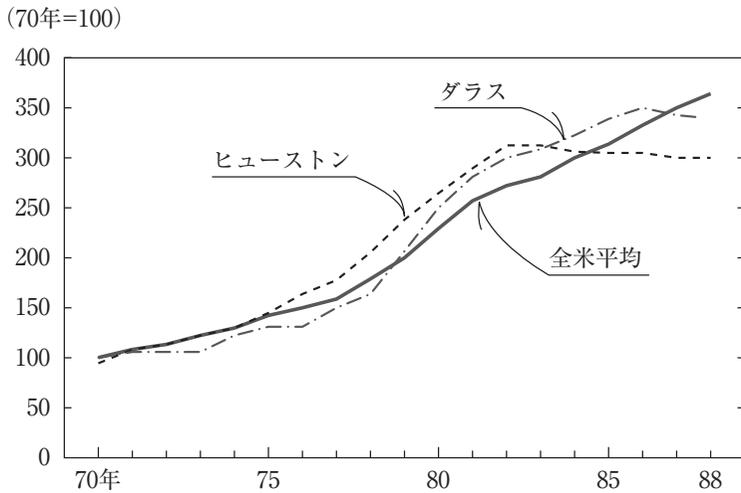
(出所) Fergus, James T. and John L. Goodman, Jr., "The 1989-92 Credit Crunch for Real Estate: A Retrospective", *Journal of American Real Estate and Urban Economics Association*, Vol. 22, No.1, 1994, p.26.

第10図 固定レートのコンベンショナル・モーゲージの実質金利と 10年物財務省証券との利回り格差 (1984年-93年第2四半期)

傾向が強くなるであろう。実際、「生命保険会社はモーゲージを購入するための（満期を迎えたバルーン型モーゲージのロールオーバーを含む）新規割当て額を、1989年第4四半期と1990年第4四半期の間ではほぼ半額にカットした（1991年アメリカ生命保険評議会）。割当て額は1991年の最初の3つの四半期の間に、一年前と比較してさらに半減された（1992年アメリカ生命保険評議会）。いくつかの生命保険会社は、その市場から完全に撤退した⁽⁷⁴⁾のである。それ故、これらのことは、すでに深刻な「過剰建設」が表面化している不動産市場に流入した資金は、機関投資家の投資行動のように、新たな収益機会を求めて投入された投資資金ではないことを意味している。従ってまた、この時期に不動産市場に投入するためにS&Lをはじめとする金融機関に対して殺到した資金需要も、新規投資のための購買手段に対する需要では決してなかったのである。

すでに指摘したように、1986年以降、不動産市場では「過剰建設」が表面化し、オフィスビル建設額は89年には、85年のピーク時に比して3/4へと縮小したが、「異常な空室率」は低下することなく「持続的な供給過剰」が存続していた。ところが、それにもかかわらず、80年代後半の全米の不動産市場の価格水準は急落または大幅に下落することなく、高

(74) Fergus, James T. and John L. Goodman, Jr. "The 1989-92 Credit Crunch for Real Estate: A Retrospective". *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association*, Volume 22, No.1, 1994, pp.22-3.

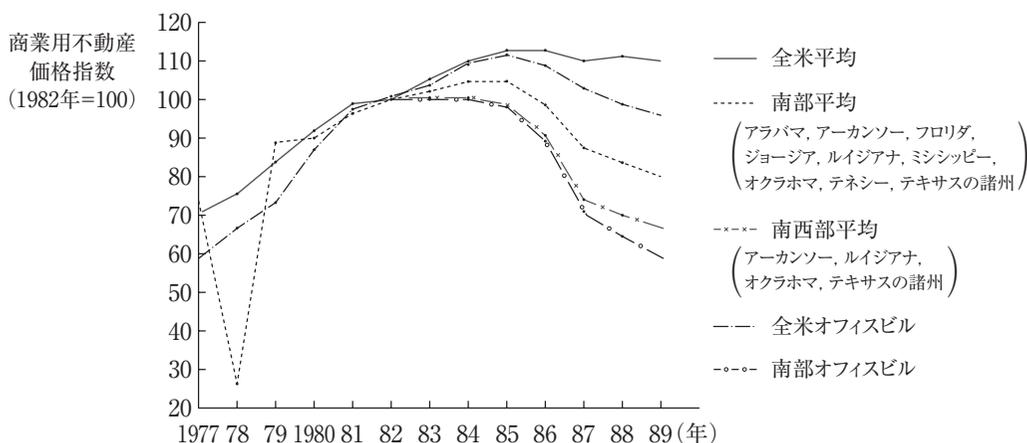


(注) 各地区のCPI住居を70年=100で基準化して作成
 (資料) 米労働省「CPI Detailed Report」
 (出所) 日本銀行、前掲論文、9頁。

第11図 住宅価格の推移

止まりあるいは若干の低下を示しただけであった。不動産ブームを反映して、全米比高めの伸びを示していたテキサス州の住宅価格も、例えば、ヒューストンではすでに82年から価格の頭打ちが始まってはいるが、ダラスでは86年を境に地区平均価格は頭打ちまたは若干の低下傾向を示しただけであった(第11図)。また80年代後半の商業用不動産価格の推移を見てみると、さすがに激しい不動産バブルを経験した南西部の商業用不動産市場や南部諸州のオフィスビル市場の価格下落は顕著であったが、全米平均では横這いあるいは全米オフィスビル市場ではいくらかの低下傾向を示しているとはいえ、70年代の建設循環のそれらの底値を大幅に上回る価格水準を維持している状態であった(第12図)。他方、このような全米の不動産市場価格の高原状態の持続に対応して、この時期のS&Lの商業用不動産融資において特徴的なことは、「建設・土地開発融資」が急増していることである。それは、87年776億ドル、88年には757億ドルと、86年の314億ドルに比して一挙に2.5倍もの信用拡張を記録したのである(第8表)。もとよりこの資金需要は、この時期すでにオフィスビル建設は縮小しているのに、新たなオフィスビルの新規建設や土地開発投資のための資金需要では決してない。そうではなくて、「この時期に行われた永続的な(即ち、すでに建設された商業用不動産建設物への——引用者)融資のかなりの部分は、既存の信用のロールオーバー」⁽⁷⁵⁾であり、オフィスビルやその他の商業用不動産に対する既存の融資の借換えによる返済期限の繰り延べに他ならなかったのである。換言すれば、「商業銀行のバランス・シート上にある永続的な非住宅モーゲージは1991年末に至るまで増大し続けたが、少なくともその増大した一部は、借手に対して長期不動産抵当貸付を行う他のど

(75) *Ibid.*, p.22. ここに「永続的な融資」というのは、具体的には「現存するオフィスビル、賃貸マンション、小売店舗や工業用建造物に対する融資」を意味している。(*ibid.*, p.19)



(注) 全データは明記された各年の第4四半期の価格に適用。
 (資料) Frank Russell Company不動産指数データ。
 (出所) White, Lawrence J., *op. cit.*, Table 6-10(p.111)に基づき作成。

第12図 商業用不動産価格指数の推移

のような資金源も存在しないために、銀行がロールオーバーを行った、満期を迎えている建設ローンを表している」た。⁽⁷⁶⁾それ故、これらのことは、建設・開発業者が不動産市場での「過剰建設」によって「持続的な供給過剰」傾向に直面し、投下資本の円滑な回収と借入資金の順調な返済が困難となるなかで、S&Lを中心とする金融機関から、たとえ差別的な高金利を課されたとしても、「ロールオーバー」を取り付けることによって、満期となった債務の返済を繰り延べてオフィスビルやその他の商業用不動産の強制売却を回避し、「異常な空室率」を抱える不動産市場の崩落を必死に阻止しようとしている姿を現していたのである。このように、80年代のオフィス市場の建設循環を特徴づけた、オフィスビル建設が縮小しているにもかかわらず前例のない「異常な空室率」が持続したという事態は、建設・開発業者の返済資金の繰延べ需要に応じて、新たに非伝統的な商業用不動産融資業務に参入したS&Lの「過度な」信用膨張によって始めて現実化した現象に他なら

(76) *Ibid.*, pp.22~3. ここでは「商業銀行」について語られているが、もとより「問題の核心」をなす「建設融資」に関する「経験は、貯蓄機関でも同様であった」(*ibid.*, p.13)。

因みに、商業銀行においても80年代に商業用不動産融資が活発化し、総資産に占める割合は1980~89年に5.9%から11.2%へと約2倍に拡大している (Barth, James R. and R. Dan Brumbaugh, Jr., *op. cit.*, Table 2 p.903.)。とすれば、われわれがS&Lのリスク管理に対して問題を提起したように、商業銀行はその際に新たに抱え込んだ金利変動リスクや信用リスクに対してどのような形でそれを管理し、自らのポートフォリオを再構築していったのが改めて問われなければならないであろう。これらの問題は小論の範囲を超えているが、W. B. Brueggemanは、商業銀行が商業用不動産融資を行う際に発生する金利リスクに関して、この時期に生じた「金利スワップ市場の爆発的な成長」によってそれをヘッジし、「変動金利で長期的な融資を効果的にできるようにした」と指摘しているのは興味深い。(Brueggeman, William B., "Comment on James R. Barth and R. Dan Brumbaugh, Jr.'s "Turmoil Among Depository Institutions: Implications for the U. S. Real Estate Market"", *Housing Policy Debate*, Vol.3, Iss. 4, 1992. p.939.)

なかった。かくして、この時期の商業用不動産市場の持続可能性は、S&Lを中心とする金融機関の信用拡張能力の限度に決定的に依存することになったのである。

(3) これに対して、不動産ブームの末期にS&Lに対してこのような支払手段需要が殺到してくると、S&Lはさしあたり信用供与の選別を強化しつつ⁽⁷⁷⁾、慎重に与信を拡大していった。しかしながら、どこまで信用供与を拡大することができるのかは、その融資の拡大に起因する信用リスクの増大に対応してどこまで自らの支払能力を強化することができるかに、即ち、モーゲージ流通市場において絶えず流動性を調整しつつ自己資本比率を斟酌しながら如何にして効率的なポートフォリオを再構築していくことができるのかに懸かっている。⁽⁷⁸⁾そこで、S&Lはリスク・テイク能力を強化するために、商業用不動産融資を拡大したまさにその時に、同時に、必要な際にはモーゲージ流通市場ですばやく新たな流動性を獲得することができるMBSへの投資やモーゲージ・スワップ取引を拡大することによって、自らのポートフォリオの流動性を維持・調整していったのである。即ち、S&Lが「建設・土地開発融資」を急拡大させた87、88年には、同時に「モーゲージ担保証券」の保有を急増させ、総資産に占める割合は、それぞれ15.6%、16.0%と80年代を通じて最も高い水準を実現していった。(第8表)そして、その基礎上で更にMBSを資金借入れの担保として活用し、レバレッジを効かせた信用拡張が一層大規模に展開されたのである。このように、商業用不動産融資の順調な返済還流が遅延していたにもかかわらず、S&Lが「建設・土地開発融資」を積極的に拡大することが可能であったのは、「モーゲージ担保証券」への投資やモーゲージ・スワップ取引を拡大することによって必要とする際には流動性を容易に確保することができたからに他ならない⁽⁷⁹⁾。それは、S&Lが不動産市場からの資金需要の拡大に対応して信用供与を拡大する際には、絶えず自らのポートフォ

(77) それは、「現在、未払いである融資額が返済されるまで、新規融資は行われな」かったり、「借入れ認可額が削減された」りしただけではなく、「現在、支払が継続されてはいるが、完全に資産のキャッシュ・フローからの収益ではない」というような、満期を迎えた不動産担保融資を抱えている借り手は、もしその不動産が新たな引受け要求に適合していなければ、融資の返済、元本の一部返済、償還請求条項の追加、または担保の増額を求められる」といった多様な形態をとって行われた。(Fergus, James T. and John L. Goodman, Jr., *op. cit.*, pp.14, 16.)

(78) J. T. Fergus と J. L. Goodman, Jr. も、逼迫期に「適切に発達した流通市場によって供給される流動性」が金融機関のポートフォリオを調整・再構築し、追加的な信用供与を「サポート」したとして次のように指摘している。曰く。「金融機関が彼らのポートフォリオのリスクを縮小しようとする圧力下にあった時期には、適切に発達した流通市場によって供給される流動性は住宅モーゲージ信用の入手可能性をサポートするのに役立った。追加的なサポートは、不動産融資の評価損や損失処理が多くの金融機関を資本不足の状態にした時に、リスクを基にした資本規制下では、他のタイプの融資と比べて住宅モーゲージやモーゲージ担保証券を支えるために必要とされる資本量をかなり少なくすることから生じた」と (*ibid.*, p.26)。このように、発達した流通市場における資産の容易な流動化と新たな流動性の獲得は、準備資産として必要とされる自己資本を減少させるので、その結果、自己資本比率は上昇し追加的な信用供与が可能になるというのは、もとより「住宅モーゲージ信用」の「サポート」だけではなく、追加的な商業用不動産融資をも「サポート」したことは言うまでもない。

(79) 片桐謙氏は「商業銀行の不動産金融」に関してではあるが、「延滞率の上昇という現象が認識されていたにもかかわらず商業銀行が住宅モーゲージ貸付を積極的に行ったのは、担保証券に転換することによってキャッシュ・フローを確保することができたためである」と指摘されている。『アメリカのモーゲージ金融』(日本経済評論社)、1995年、239頁。)しかし、かかる事態は「商業銀行の住宅モーゲージ貸付」の場合だけではなく、S&Lの商業用不動産融資においても同様であった。

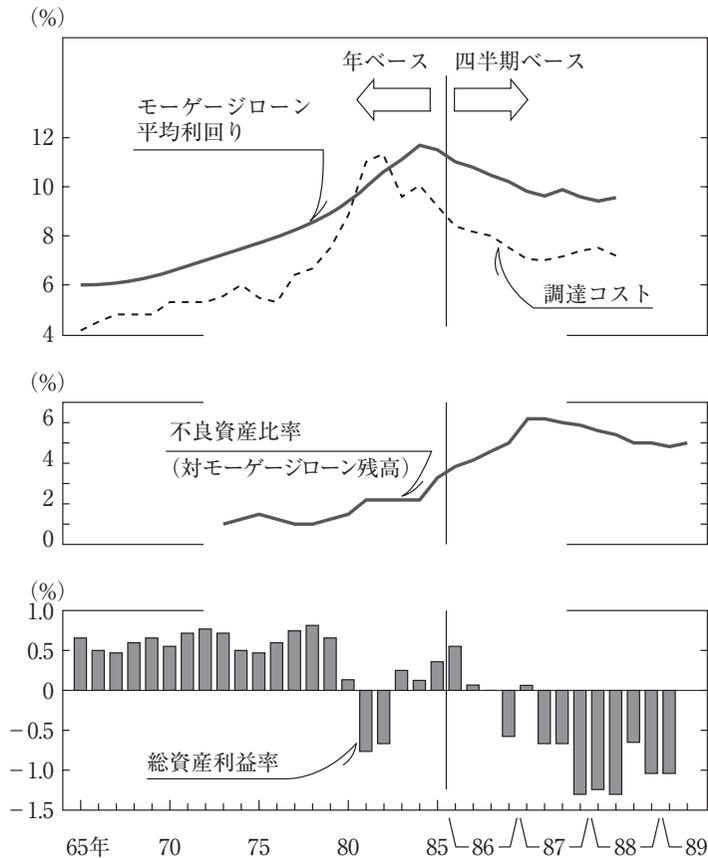
リオの流動性を維持・調整しつつ「サウンド・バンキング」を堅持しようとしていたことを意味している。それ故、これらのことは、世上に広く流布している見解にみられるごとく、S&Lは「安全性と健全性に無頓着」であったがために、銀行経営の原則を踏み外してハイリスク・ハイリターン融資を追求するあまり、たまたま偶発的にバブルを惹き起こしたというようなものでは決してない。そうではなくて、S&Lは発達したモーゲージ流通市場に依存して絶えず流動性を調整しつつ、自らの「経営の健全性」を維持していなかで不動産バブルの存続を支えていったのである。

こうして、S&Lはこのような局面においても自らのポートフォリオの流動性を維持・調整することができる限り、建設・開発業者の資金需要に応じていくことができたのであるが、しかしながら、同時に他面では、不動産市場の供給過剰化傾向を反映して貸付資金の円滑な返済還流が遅滞し始めるなかで、「ロールオーバー」を主たる内容とする信用供与が継続・拡大されると、S&Lの財務内容は急速に悪化していくこととなった。S&Lの業況の推移をみると（第13図）、「86年後半以降については、利鞘自体は確保されている中で不良資産比率が上昇し、それが元本固定化、利払遅延、償却負担増等さまざまな形で収益を圧迫していく（こととなった——引用者）。貯蓄金融機関のバランスシートをみると、貸倒引当金の急速な積増しが行われており、その総資産に占める割合は83年の0.15%から88年には1.18%とわずか5年でおおよそ8倍の上昇をみている。収益構造面では、貸付金の償却、貸倒引当金積増しを反映して、ネットの営業外収益が86年以降、収益悪化に寄与」⁽⁸⁰⁾するという深刻な状況が生み出されることとなった。しかも、S&Lは不良債権の表面化を避けるためには、建設・開発業者の「ロールオーバー」の要求に応じざるを得ず、そのことが却ってモーゲージ・ローンの支払の延滞と不良債権を増大させ、その結果、貸倒引当金を積増すことによって更に収益が悪化するという、悪循環に見舞われたのである。

そこで、こうした状況下で、S&Lは財務内容の急速な悪化を隠蔽するために、しばしば新たな「ADCローン」を組成しようと画策した。すでに指摘したように、「ADCローン」は商業用不動産市場の供給過剰を惹き起こす現実的契機として大きな役割を演じたが、金融が逼迫してくると、今度はそれを格好の「錬金術」⁽⁸¹⁾として活用しようとしたのである。それは、「ADCローン」に関する次のような会計処理上の慣例に基づいたものであった。「ADCローン」が新たに組まれる際には、「RAPとGAAPは、その貸付が承諾された時点で、貸し手が貸付けられる金額の一部を融資手数料収入として申告することを認めた。またRAPとGAAP双方とも、金利を『課された』借り手には（「貸付けられる金額」が——引用者）所得として表示されることを認めた。S&Lは、融資手数料や金利収入が記帳された時には何も受け取っていなかった。S&Lは、開発業者が数年後にローンの返済をした時にのみ、そしてもしそれが可能であったならば、（始めて——引用者）実際の支払いを受け取るであろう。融資手数料は即座に収入として記帳されたが、ローン金利は、（金利を含む——著者）ローンが承諾された時に設立される金利支払準備勘定から定期的

(80) 日本銀行、前掲論文、5～6頁。なおA. S. CarronとR. D. Brumbaugh, Jr.は、期限前償還リスクを考慮した固定利付モーゲージローンでは、すでに86年末以降大幅な逆鞘に陥っていたことを示している。（Carron A. S. & R. D. Brumbaugh, Jr., *op. cit.*, Figure 4. (p.13)）

(81) National Commission, *op. cit.*, p.49.



(注) 不良資産は以下のように定義。

86年以前は、60日以上延滞しているモーゲージローン

87年以降は、①60日以上延滞の1～4世帯向けモーゲージローン

②その他のモーゲージローンのうち支払期限を経過したもの

不良資産比率 = 不良資産 / モーゲージローン残高

(資料) 連邦住宅貸付銀行理事会「Savings & Home Financing Source Book」

(出所) 日本銀行、前掲論文、5頁。

第13図 貯蓄金融機関の業況推移 (FSLIC加盟ベース)

に『支払われた』。金利の定期的な支払いは純粹に会計的な処理であった。貨幣は何ら持ち手を変えてはいないが、借り手は常にローンとともに現存しているように見えた⁽⁸²⁾。それ故、「ADCローン」に関してこのような会計処理が慣例化しているもとでは、S&Lの財務内容が悪化した時に、新たな「ADCローン」の組成を企てて自ら信用を拡張すれば、それはまだ支払われていないにもかかわらず、融資手数料と金利収入が「即座に」、あるいは「定期的に」会計処理上「収入」として記帳されるので、S&Lの悪化した収益構造はバランスシート上では大幅に「改善」され、自己資本の「拡充」と不良資産の隠蔽

(82) *Ibid.*, p.48.

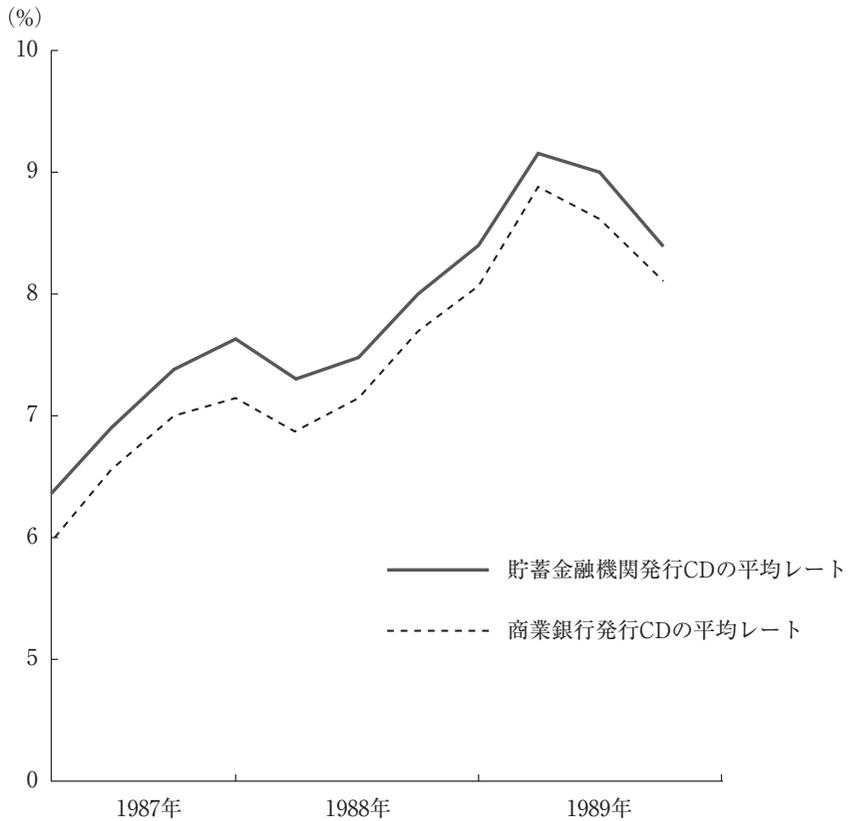
に利用されるであろうことは想像に難くはない。そして実際、建設・開発業者が債務不履行に陥った時に、こうした手法を用いれば、「S&Lは会計上の損失をカバーするために、新たなADC融資から創り出された十分な量の自己資本を持っているように見えるであろう。債務不履行を隠蔽し、自己資本を守ろうとする試み」⁽⁸³⁾がこうした会計操作を通じて実現され、問題はさらに複雑化していった。

(4) しかしながら、このような会計操作を通じた自己資本比率の「改善」も一時的・表面的なものに過ぎず、S&Lの財務内容が急速に悪化していく下では自己資本の持続的な拡充は困難であり、自己資本比率の低下は不可避である。そして、このような状況下で更に信用供与の持続・拡大を求められたS&Lは、一方では、流動資産の流動化を図ると同時に、他方では、新たな資金源泉を求めて貨幣市場を奔走することになった。S&Lは従来の伝統的な小口の貯蓄性預金を中心とする「コア・デポジット」ベースから、新たな「非伝統的な資金源泉」の拡大を求めて、負債構造の多様化とその調達額の増大を迫られることになったのである。これらの新たな資金源泉には、流動性の高いMBSを担保として企業や投資銀行から資金を借り入れるRP取引やMMMFなども参加するCD市場、更には個人投資家から資金を集めて投資するブローカー預金などが含まれ、自由金利の市場性資金への依存を拡大・強化させることとなった。

通常、RP取引は翌日物(overnight)契約が多く、超短期に取引が集中しているので、S&Lが資金調達をする際には、市場で借り入れた資金を必要とする期間借り換えでつないでいかなければならず、かえって調達コストが高くなることがあった。そのような場合には、S&Lは、当初RPによる場合よりも金利が高いとはいえ、書換えコストは不要なので、資金の必要とする期間に合わせたCDの発行を選好することが多かった。それ故、このような事情を反映して、不動産ブームの末期に短期金融市場で可能な限り長めの資金手当てを急ぐ金融機関はCD市場に殺到する傾向が強かったが、不動産市場の供給過剰を反映して貸付資金の円滑な返済還流が遅滞しているもとでは、それは市場金利の急騰を惹き起こした。とりわけ80年代に総資産に占める商業用不動産融資の割合が急増したS&L業界の発行するCDレートは商業銀行のそれを上回り(第14図)、しかも不良資産を抱えて自己資本が大きく毀損したS&Lの発行するCDレートは、適切な自己資本を有するS&Lのそれを更に上回ったのである(第15図)。こうして1988年春から89年夏にかけて貨幣市場は急速に逼迫していくことになったが、それは市場性資金への依存度を高めたS&Lを直撃し、資金調達コストの上昇と資産収益率の悪化を更に加速していくこととなった。また、市場が逼迫するとともに市場での選別も強化され、必要とする資金を調達することができなかったS&Lは、謂わば「最後の貸手」ともいべきFHLBankから高金利で資金の借入れを余儀なくされたが、次に指摘するように、この時期にはそれも不可能となるのである。

(補)ところで、このように1987~89年に貯蓄金融機関のCDと商業銀行のCDとの間で、更にまた、適切な自己資本を有するS&LとそうではないS&Lとの間で金利スプレッドが発生・拡大した問題や、あるいは又、S&Lに預金金利プレミアム(比較可

(83) *Ibid.*, p.49.



(注) 貯蓄金融機関のCDレートは、FHLBBとOTSによって収集された「スリフト金融報告」から、8万ドル以下で、183日から1年満期の新規発行CDレートの平均値をとったものである。商業銀行のCDレートは、FDICによって完全に保証された、183日から1年満期の新規発行CDレートの平均値であり、これらのデータは連邦準備制度の商業銀行利子率調査（約600行の階層別に分類された無作為抽出サンプル）に基づいている。

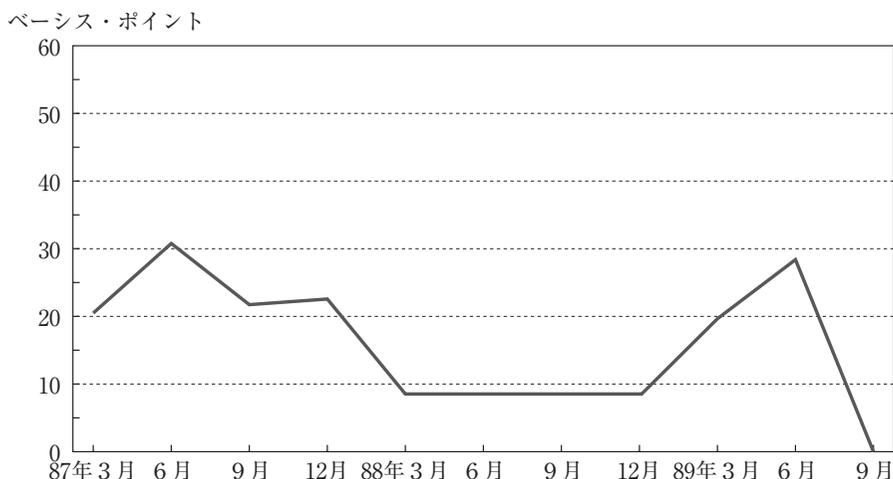
(出所) Strahan, Philip E. "Asset returns and economic disasters Evidence from the S&L crisis", *Journal of Monetary Economics*, No.36, 1995, Table 1 (p.191)より作成。

第14図 貯蓄金融機関と商業銀行によって新規発行された1年以下のCDレート

能なTBレートを超えるスプレッド)が発生した問題を、預金保険制度に起因する「モラル・ハザード」の問題と関連づけて論じようとしている議論が存在している。⁽⁸⁴⁾

その主張は、大略以下のようなものである。元来、S&Lの10万ドル以下の付保預金である「小口CD」はFSLICによって、即ち「連邦政府によって完全に保証され

(84) Cf. Brewer, Elijah III and Thomas H. Mondschean, "The Impact of S&L Failures and Regulatory Changes on the CD Market, 1987-1991", *Working Paper Series* (Federal Reserve Bank of Chicago), Dec. 1992, (WP-92-33). Shoven, John B., Scott B. Smart, and Joel Waldfoegel, "Real Interest Rates and the Savings and Loan Crisis: The Moral Hazard Premium", *Journal of Economic Perspectives*, Vol.6, No.1, Winter 1992. Strahan, Philip E., "Asset returns and economic disasters Evidence from the S&L crisis", *Journal of Monetary Economics*, No.36, 1995, etc.



(注) 債務不履行の貯蓄金融機関とは、RAPに基づいてマイナスの自己資本をもつものである。適切な自己資本をもつ貯蓄金融機関とは、負債の6%以上の自己資本を有しているものである。

(資料) Thrift Financial Report

(出所) Strahan, Philip E., *op.cit.*, Fig. 2 (p.192).

第15図 債務不履行となった貯蓄金融機関と適切な自己資本を有する貯蓄金融機関によって新規発行された1年物CDの間の平均スプレッド

ている」預金であるので、S&Lの「小口CD」と「リスクフリーのTBレート」との間に「金利スプレッド」は生ずるはずはない。それにもかかわらずS&Lの「小口CD」に「プレミアム」が発生するのは、「自己資本の脆弱なS&Lは、復活に向けて一か八かの冒険をするのに必要な資金を獲得するために、高いCDレートを提示しようとする動機を持っている。この『モラル・ハザード』による行為は、同様に健全なS&Lにも金利を引き上げるように圧力をかけるであろう」⁽⁸⁵⁾からである。あるいは又、「多くの脆弱な貯蓄金融機関は付保預金を調達し、危険な投機的事業の収益に投資することによって急速に成長した。したがって、債務超過に陥った貯蓄金融機関は多分リスクに対する保障ではなくて、追加的預金を素早く引き寄せるために高い金利を支払ったのだらう」⁽⁸⁶⁾と指摘されている。

しかしながら、このような議論には大きな誤解があるように思われる。いま仮に、自己資本の脆弱なS&Lが高い金利で付保預金を調達して、それを商業用不動産市場の「危険な投機的事業」に融資したとしても、市場が一定期間「予想通り」順調に拡大しているもとは、建設・開発業者は思惑通りの価格で完成施設を売却し、「投機的」利益を手にすることができるので、S&Lからの借入金の返済も順調に行われるであろう。したがって、たとえ「復活に向けて一か八かの冒険をするのに必要な資金

(85) Brewer, Elijah III and Thomas H. Mondschean, "The Impact of S&L Failures and Regulatory Changes on the CD Market, 1987-1991", (*op. cit.*,) p.10.

(86) Strahan, Philip E, *op. cit.*, pp.215~6.

を獲得するために、高いCD レートを提示」したとしても、貸付資金の返済還流が円滑に行われているもとでは、S&Lの預金金利が一方的・持続的に上昇していくことはあり得ないのである。「バブル」末期にS&Lの「預金金利プレミアム」が増大したり、自己資本の脆弱なS&Lの「金利スプレッド」が拡大するのは、商業用不動産市場において現れた供給過剰化傾向の基礎上で、貸付金の返済還流が遅延するにもかかわらず、支払決済のための資金需要がS&Lに殺到するからに他ならない。それ故、「バブル」末期に金融市場が逼迫し、S&Lの金利が急騰するのは、この局面で現れる資金需要が決して「復活に向けて一か八かの冒険をする」ために必要な「購買手段」に対する需要ではなくて、債務の返済を迫られた「支払手段」に対する需要がS&Lに殺到するからである。上述の議論は、このような局面において現れる資金需要の性格を見誤った論議であると言わなければならないであろう。

かくして、S&Lは増大した資金調達コストを資金の借り手に転嫁することができないならば、その信用供与を制限・縮小する他はないであろう。そして、不動産市場の供給過剰の顕在化と市場の瓦解を、S&Lの「ロールオーバー」を取り付けることによって辛うじて阻止してきた建設・開発業者は、S&Lからの信用供与を絶たれると、もはやそれが不可能となる。かくして不動産市場の崩落は避けることができなくなったが、それは同時に、S&Lの保有しているモーゲージ資産を一挙に不良資産と化し、その財務内容を急速に悪化させるので、不動産市場の崩壊とS&Lの経営破綻が相互促進的に進展していく事態が不可避となったのである。

(5) しかしながら、このような局面に立ち至っても経営破綻したS&Lの吸収合併を促し、業界を再編成することによって市場の崩壊を阻止すべく張り巡らされている最後のセーフティ・ネットが存在していた。連邦預金保険制度がそれである。預金保険制度の主要な目的は、一方では、預金を保護することによって取り付けによる大きな社会的コストを回避すると同時に、他方では、支払不能の連鎖の波及を食い止め、金融仲介や決済システムの崩壊を阻止することである。S&Lの一連の経営破綻は、アメリカの預金保険制度を本格的に機能させた最初の事例であったが、しかしながら、不動産市場の瓦解によってS&Lの抱える不良債権が累増していくもとは、連邦預金保険制度の抱える矛盾が一挙に表面化することとなった。

アメリカの連邦住宅貸付銀行制度（FHLBank制度）はS&Lに対して住宅金融拡大のための貸付や一時的な流動性補填を行う制度であるが、その上部機関である連邦住宅貸付銀行理事会（FHLBB）の傘下に12地区の連邦住宅貸付銀行（FHLBanks）と、S&Lを対象とした預金保険基金を運営する連邦貯蓄貸付保険公社（FSLIC）が存在している。そこには、FSLICが預金者保護を目的としてS&Lの規制・監督を行う機関であるのに対して、FHLBankのようなS&Lへの融資・支援を行うような機関が、ともにFHLBBの監督下に組み込まれており、危急時にはFHLBBがFSLICを通じて預金保険機関としての規制・監督機能を発揮するよりも、むしろ金融システムの安定化を至上命題として、貯蓄金融機関の破綻とその連鎖の波及を阻止すべくS&Lに対して謂わば「最後の貸手」として融資・支援を行う傾向が強くなるという「利益相反」問題が内包されていた。それ故、S&Lを中心とした多数の貯蓄金融機関が破綻し始めると、FHLBBはその処理のために多

第10表 FSLIC による S&L の破綻処理コストの推計と FSLIC 基金準備残高の推移

(単位：100万ドル)

年	FSLIC の助成を受けた処理									FSLIC から助成を受けない処理		FSLIC 基金準備額 (10億ドル)
	清算			合併その他の援助による処理			合計			経営委託プログラム	監督合併	
	機関数	総資産	総コスト	機関数	総資産	総コスト	機関数	総資産	総コスト			
1980	0	0	0	11	1,458	167	11	1,458	167	0	21	6.5
1981	1	89	30	27	13,820	728	28	13,909	758	0	54	6.2
1982	1	36	3	62	17,626	800	63	17,662	803	0	184	6.3
1983	5	263	61	31	4,369	214	36	4,632	275	0	34	6.4
1984	9	1,498	583	13	3,583	159	22	5,081	742	0	14	5.6
1985	9	2,141	630	22	4,227	392	31	6,368	1,022	23	10	4.6
1986	10	584	254	36	11,871	2,811	46	12,455	3,065	29	5	-6.3
1987	17	3,044	2,278	30	7,617	1,426	47	10,661	3,704	25	5	-13.7
1988	26	2,965	2,832	179	97,695	28,348	205	100,660	31,180	18	6	-75.0

注 (1) 総コストは、破綻処理に伴う推定現在価格コストを表わしている。

(2) 1988年の「経営委託プログラム」は、「安定化」(推定現在価格コスト総額は約70億ドル)のみである。

(出所) Barth, James R., *op.cit.*, pp.32~3, Moysich, Alane, *op.cit.*, p.168. より作成。

様な破綻処理政策を模索し始めるが⁽⁸⁷⁾、1980年代後半になると業界の円滑な再編成を実現するために、FSLIC による助成を受けた処理形態が支配的となった。破綻貯蓄金融機関を閉鎖し、預金者には付保預金の範囲内で被保険預金が支払われる「清算」だけにとどまらず、助成が必要とされる貯蓄金融機関と他の貯蓄金融機関との合併を促進したり、そのために必要とされるその機関の資産の買入れやあるいは負債の引受けなどを行う「資金助成付き合併 (assisted merger)」が大規模に行われたのである。したがって、このような局面における FHLBB の住宅金融システムの安定化策は、貯蓄金融機関の破綻処理コストの急増をもたらさざるをえず、それは FSLIC の経営に大きな影響を与えないわけにはいかなかった。そして、この矛盾は、終に FSLIC の保険基金準備金を枯渇させるという事態を招くこととなったのである。(第10表)

1987年8月に成立した金融機関競争力衡平法 (Competitive Equality Banking Act, CEBA) は、FSLIC の資金調達機関として資金調達公社 (The Financing Corporation, FICO) を設立し、毎年37億5000万ドル以下の債券発行によって総額108億ドルの追加的な

(87) 「FSLIC は、1980年から1989年にかけて破綻した機関に対して五つの異なるタイプの行動を取った。即ち、(1) 清算、(2) 資金助成付き合併、(3) 安定化、(4) 経営委託プログラム (MCP)、(5) 監督合併、がそれである。一般的に処理として言及される、清算と資金助成付き合併は最終的なものであり、FSLIC にコストを課すことを意味していた。監督合併もまた最終的なものであることを意味していたが、FSLIC にコストを賦課するものではなかった。安定化と MCP は、結局は、清算または合併がその後引き続き起こる一時的な行動であった。」(Barth, James R., *op. cit.*, p.31.)

資金調達をすることを認可した⁽⁸⁸⁾。そして、1988年にはFHLBBの新議長 Danny Wall のもとで222機関、資産額にして1,160億ドルのS&Lの破綻処理が行われたが、それにもかかわらず、88年末にはRAPの会計基準上で債務不履行となっている250機関、資産額にして808億ドルのS&Lが存在していたのである⁽⁸⁹⁾。その結果、FSLIC自身が750億ドルの債務超過に陥り、終には預金保険機関そのものの機能停止という事態に追い込まれたのである。かくして、もはやFHLICは最後のセーフティ・ネットとしての役割を果たすことができなくなり、S&Lの経営破綻と不動産市場の崩壊を阻止することが不可能となった。ここにS&L危機は最も深刻な局面に達したのである。

むすび

(1) その後、連邦政府はかかる事態に対処するために、1989年8月に金融機関改革救済執行法 (Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act, FIRREA) を制定して、巨額な財政支出を伴う破綻S&Lの整理を進めるとともに、貯蓄金融機関に対する監督制度と預金保険制度の大幅な改革を行なった。FHLBBとFSLICは廃止され、S&Lの新たな規制監督機関として、財務省の傘下に貯蓄金融機関監督庁 (Office of Thrift Supervision, OTS) が設立された。また預金保険制度改革では、FSLICに代わって、FDICのもとに新たにS&Lを対象とした貯蓄金融機関保険基金 (Savings Association Insurance Fund, SAIF) が創設された。これに伴い、従来、FDICの傘下にあった商業銀行を対象とした預金保険基金も銀行保険基金 (Bank Insurance Fund, BIF) と名称を変え、SAIFとは厳格に分別管理されることになったのである。更に、FSLICが積み残した破綻S&Lと1989年1月から92年8月までに新たに破綻したS&Lの処理を推進するために、整理信託公社 (Resolution Trust Corporation, RTC) が時限的に創設され、その活動を停止した95年末までに747機関が整理され、接收資産4,650億ドルの大部分が売却・回収された。しかしながら、S&Lの破綻処理には巨額の費用が必要とされ、その多くが国民の負担となって跳ね返ってきたことを看過してはならないだろう。それは破綻処理に伴い回収不能な直接的損失が発生したというだけにとどまらない。FSLICの残余資産・負債を承継するFSLIC整理基金 (FSLIC Resolution Fund, FRF) を設立するために公的資金が投入され、更にまた、RTCの要資を調達するために整理資金調達公社 (REFCORP) 債が発行されたので、その支払利子のための新たな負担が発生し、膨大な財政資金の投入を余儀なくされた。FDICエコノミストの推計によれば、FSLICの基金残高がマイナスとなった1986年から、RTCが解散した1995年までを対象期間とするS&Lの破綻処理費用は総額1,529億ドルに上り、うち政府負担は1,238億ドルに達したのである⁽⁹⁰⁾。

(88) Brumbaugh, R. Dan, Jr. and Andrew S. Carron, *op. cit.*, p.364.

(89) Moysich, Alane, *op. cit.*, p.186.

(90) Cf., Curry, Timothy and Lynn Shibut, "The Cost of the Savings and Loan Crisis: Truth and Consequences", *FDIC Banking Review*, Vol.13, No.2, 2000, Table 4. (p.31) これに対して井村氏は、財政支出削減を規定したグラム・ラドマン・ホリングス法 (1987年成立) を回避して連邦政府が破綻処理費用を小さく見せようとしたために、予算外 (オフ・バジェット) 機関を通じた借入や一時的に連邦資金調達銀行 (Federal Financing Bank, FFB) からの借入を急増させたので、直接的費用 (これもまた連邦政府債の発行によって賄われたために財務省の借入利子額を増大させた) に比して遥かに膨大な金利負担が生じた

(2) このように、S&L 危機は巨額な公的資金の投入を不可避とし、既存の住宅金融システムの再編成を余儀なくした深刻な金融危機であったが、それは「金融の証券化」の矛盾がアメリカにおいて現れた最初の現象形態に他ならなかった。「金融の証券化」はモーゲージ市場の発達に伴い、住宅金融専門機関である S&L に流動性を調整・確保するための便宜を図る「流動性創造」機構を構築したが、S&L はそれを楨杆として「サウンド・バンキング」を実現しつつ、規制緩和によって新たに可能となった商業用不動産融資業務に積極的に乗り出した結果、不動産市場の「供給過剰」を惹き起こし、かえって金融システムを不安定化させたのである。

ところがこれに対して、「モーゲージの証券化は、預金仲介機関が直面している混乱によって惹き起こされた多くの後遺症から、住宅モーゲージ市場を保護するうえで重要な役割を演じ続けるであろう」として、資本市場と直結している「モーゲージの証券化」は、貨幣市場の攪乱から「住宅モーゲージ市場」を守るうえで大きな役割を演じ、「住宅モーゲージ市場」の安定化に寄与する、という見解がある⁽⁹¹⁾。W. B. Brueggeman は、貨幣市場に依存している預金仲介機関が商業用不動産市場において積極的な融資活動を展開した結果、「供給過剰」を惹き起こして貨幣市場を混乱に陥れたが、住宅金融市場では、「この市場の証券化活動は…非常によく発達しており、それ故に、住宅金融は商業用モーゲージ市場ほど金融仲介機関に密接に依存していない」ために、今後、住宅金融市場は安定的に推移してゆくだろう、と楽観的に述べている⁽⁹²⁾。

しかしながら、「金融の証券化」は貨幣市場と資本市場を分断するものでは決してない。そうではなくて、むしろ逆に、二つの市場の連繫を一層強化するものに他ならなかった。すでに指摘したように、貨幣市場への預金の流入が緩慢な時には、貯蓄金融機関は MBS の発行を通じて資本市場から新たな資金を調達することが可能となり、資本市場は貨幣市場の資金不足を補完する役割を演じた。また、必要な場合には、貯蓄金融機関はその保有する MBS を RP 契約を取り結ぶ際に活用したり、あるいは CP 発行市場における適格担保として利用することによって、その資金調達の範囲と多様性を飛躍的に拡大させた。そして、貯蓄金融機関は、貨幣市場と住宅モーゲージ市場の連繫を強化することによって、新たな融資活動や商業用不動産融資を拡大していったのである。それだけではない。パス・スルー証券を担保として CMO が新たに発行されると、貯蓄金融機関はモーゲージ流通市場から一層安価なコストで素早く流動性を獲得することが可能となる。それは、S&L が自ら発行した CMO を用いて直接 RP 市場や CP 市場から資金を借入れるか、あるいは又、CMO を販売して低コストで調達した資金を再びパス・スルー証券に投じて、それを担保として更にレバレッジ効果を高めることができるようになるからである。かくして、貯蓄金融機関は「証券の証券化」によって新たな信用拡張能力を手に入れることができるようになり、資本市場を通じて貨幣市場の拡張は更に倍加・促進されていったのである。

と指摘し、そのことが「かえって財政負担を重くするという悪循環を生みだした」ことを強調されている。そして、1996年時点での GAO の破綻処理推計額を援用して、金利負担を含む S&L の破綻処理費用総額は 4,899 億ドルにも上り、納税者負担額は 4,280 億ドルに達したと推測されている。(井村進哉, 前掲書, 247~252 頁)

(91) Brueggeman, William B. *op. cit.*, p.938.

(92) *Ibid.*, p.941.

それ故、「金融の証券化」は、W. B. Brueggeman が想定するように、貨幣市場の攪乱の影響を希薄化し、住宅金融市場の安定化をもたらすというようなものでは決してない。そうではなくて、それはむしろ逆に、貨幣市場と住宅モーゲージ市場の統一を実現することによって、住宅金融市場においても攪乱を惹き起す槓杆として機能するであろう。実際、「金融の証券化」は、商業用不動産市場の破綻に起因した80年代のS&L危機だけにとどまらず、それは、今日、非預金金融機関によって新たな信用拡張が行なわれる「シャドー・バンキング・システム」として更に発達し、2000年代後半には、アメリカの住宅金融市場において発生した「サブプライム問題」を「サブプライムローン証券化問題」へと転成させ、世界的規模での金融危機を惹き起こすうえで、規定的な役割を演じたのである。とすれば、今日の経済・金融危機分析のためには、「金融の証券化」の矛盾が金融システムを不安定化させる論理とメカニズムを明らかにしたうえで、その矛盾の現段階における固有の現れ方を究明していくことが不可欠である、と言わなければならないであろう。小論は、そのための基礎的作業として行なわれた、一つのささやかな試みに他ならない。

(本稿は2008年度在外研究の成果に基づいている)

〔抄 録〕

1970年代の段階的変容を経て、新自由主義とグローバリズムが席卷した戦後世界は、「サブプライム金融危機」を契機として新たな歴史段階に突入した様相を呈している。この「サブプライム金融危機」は「サブプライム問題」を「サブプライムローン証券化問題」へと転成させた金融の証券化・セキュライゼーションの発達があったからに他ならない。「金融の証券化」はアメリカでは1970年代以降発展してきたが、それはすでに80年代にS&L危機を惹き起こす槓杆として機能した。

小論は、このような歴史的過程を念頭に置いて、「金融の証券化」の矛盾の最初の爆発形態であるアメリカのS&L危機を取り上げ、「金融の証券化」が何故、如何にして金融システムを不安定化させるのか、その論理とメカニズムを考察している。

「金融の証券化」は、モーゲージ市場の発達に伴い、住宅金融専門機関であるS&Lに新たな流動性を確保・調整するための便宜を図る「流動性創造」機構を作り上げたが、S&Lはそれを基軸として「サウンド・バンキング」を実現しつつ、規制緩和によって新たに可能となった商業用不動産融資業務に積極的に乗り出した結果、商業用不動産市場の供給過剰を惹き起こし、かえって金融システムを不安定化させる、という矛盾を現実化させた。それは、「金融の証券化」が貨幣市場と資本市場の統一を実現し、「証券の証券化」による新たな信用拡張機構を構築したからに他ならない。そしてそれは、今日、非預金金融機関によって信用拡張が行われるShadow Banking Systemとして更に発達し、現在の世界的な経済・金融危機を惹き起こす槓杆として機能している。それ故、「金融の証券化」の矛盾が金融システムを不安定化させる論理とメカニズムを明らかにしておくことは、現在のグローバル化した世界経済のもとで更に深刻化した経済・金融危機分析のための不可欠な基礎的作業である、と言わなければならない。小論は、そのための一つのささやかな試みに他ならない。