

# 轉換期の住宅金融公庫

大阪大学経済学部経済学科 三年  
(30139703)

齋藤経史

大阪大学経済学部経済学科 三年  
(30209025)

久保田裕

## 要旨

住宅金融公庫（以下、公庫とも略す）は戦後、住宅量が絶対的に不足していた昭和25年に創設され、現在に至るまで住宅ローン市場で大きなシェアを占めてきた。数値例を挙げれば、平成10年度末の累積住宅着工数5111万戸のうち、一部でも公庫による融資を受けたものは全体の31.5%の1736万戸にのぼる。また平成10年度の新規融資は住宅ローン全体（25兆7000億円）の31%に当たる7兆9000億円を占め、現在でも公庫が住宅ローン市場におけるシェアは依然、高いままにある。

90年代前半までは、公庫が資金運用部から借り入れる財投金利が市場金利を大きく下回っていたこともあり、公庫が民間金融機関に比べ、恒常的に有利な住宅ローンを提供することができた。しかし現在、未曾有の低金利局面にあることや、金融自由化、競争により、公庫と同水準にまで民間住宅ローン金利が下がっている。当初の問題点は、民間金融機関が住宅金融公庫並の住宅ローンを提供できるようになったことで、公庫の役割が薄れ、その政策の必要性がなくなったのではないか、という点にあった。

しかし研究の結果、公庫と民間の金利が同水準になったことで引き起こされる問題は現時点の民間金融機関と公庫の競合だけではなく、過去の公庫ローンと現在の民間住宅ローンとの競合の問題である繰り上げ償還と借り換えが、非常に深刻であることが分かった。繰り上げ償還がなければ、公庫が得られるはずであった期待収益の喪失額を推計すると、金融自由化以降の総額で約5兆円となる。そして現行の体制を維持すれば、この額はさらに大きく膨らむことが見込まれる。巨額の損失を埋める巨額の収益は存在せず、この損失は国民負担となる以外に考えようがない。

また住宅実需からの資金需要も公庫と民間で競合関係にあることが分析の結果、証明された。これは財政投融资、本来の役割である市場補完を超え、民間金融機関と代替関係にあることを示している。

公庫は財政投融资システムの一部として、国民に広く利益があるとの名目のもと存在しているが、現実とは異なり、過剰な国民負担を強いる点、財政投融资本来の役割を逸脱している点から転換が急務となっている。住宅金融公庫は可能な限り早く、民営化を行い、私企業として競争市場に参入することが、真に国民の利益となる住宅金融事業となる。

## 第一節 住宅金融公庫の役割

住宅金融公庫の分析にはいる前に、財政投融资の役割を再点検しておきたい。公庫が行う政策的な住宅資金供給事業にはどのような意味があるであろうか。政投融资、出口機関には、外部性や市場の欠落といった点から、社会的に望ましいものとされているが、住宅金融の場合、どのような観点から社会的に望ましいと言えるだろうか？確かに国民が住宅を購入する場合、おそらく一生で最大の買い物であろう。そして住宅購入は、多くの人がローンを組み、将来の所得や返済を考えて購入するという点で他の財、サービスの購入とは異なっている。

しかし我々は住宅に限らず、どのような商品であっても、できるだけ安く買いたいと考えている。なぜ住宅に限って政策的に望ましいのであろうか？この答えは住宅金融公庫の資料に明記されているわけではない。

公庫の資料には、住宅投資の経済効果により景気の浮揚に大きく貢献しているとある。確かに住宅を一つ買ったり、借りたりすると住宅自体の購入もさることながら、追加的に家具や家電といった耐久消費財を購入するのが普通である。しかしこれは必ずしも、政策金融として住宅ローンを扱う正当性にはなり得ない。民間金融機関から住宅ローンを借り入れて住宅を購入した場合も、同じように追加的な耐久消費財の購入が行われるからである。

財投出口機関としてではなく、住宅金融公庫固有の役割には「国民大衆が健康で文化的な住宅の建設等に必要な資金で、銀行その他一般の金融機関が融通することを困難とするものを融通すること等」とある。端的に述べれば、住宅金融公庫による融資業務は、民間銀行では資金供給が円滑に行えないものに限定されるはずである。民間で供給できないものを一般会計から補助を行ってまで、政策的に供給する必要があるのか？という点と共に、民間金融機関で本当に供給できていないのかという点も検討する必要がある。

一方で住宅金融公庫の担う役割を財政投融资システムの財投出口機関としての位置づけで考えると、その機能は大きく「資源配分機能」と「景気調整機能」に二分される。「資源配分機能」は市場の欠落や外部性、価値判断等から公共部門が政策的に国民生活の基盤とされる住宅購入を促す。「景気調整機能」は公庫金利をコントロールすることで、波及効果の大きい住宅投資を調節し、経済の浮き沈みのショックを和らげようとするものである。

しかしこの二つの機能は独立したものではない。優先的に資源を配分できる能力があるからこそ、それをコントロールすることで景気を調節することができる。もし公庫融資が民間住宅融資と代替的なものであれば政策的な資源配分の必要性、景気調整の効果は共に小さくなる。資源配分に関しては、それが市場原理に沿った民間住宅ローンで十分に供給されれば、政策的な資源配分の必要性はない。また上述したように景気調節は公庫ローンの特性ではなく、波及効果の大きい住宅投資自体の特性である。もし公庫金利を下げた公

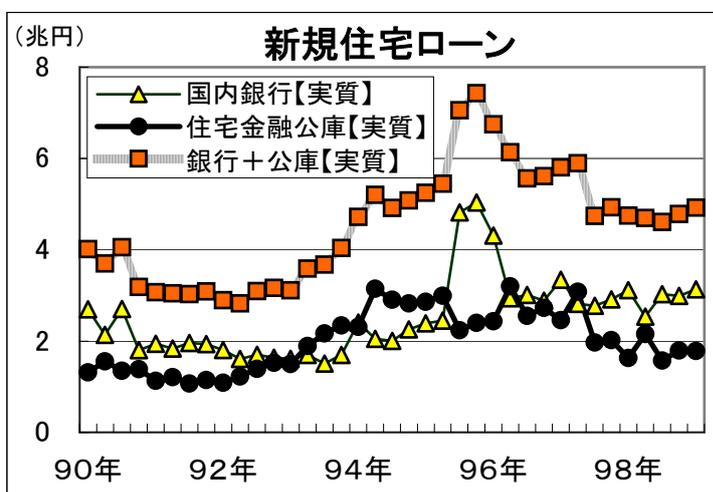
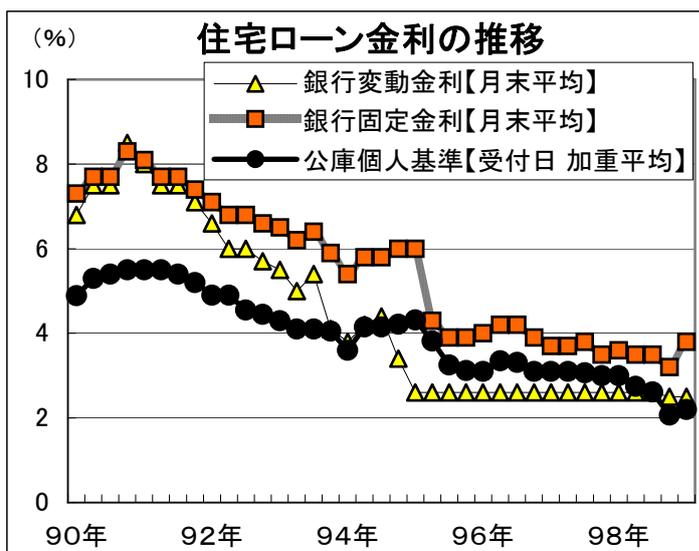
庫ローン需要を増やすことができても、同じだけ民間住宅ローン需要を減退させ、住宅投資全体として不変であるなら景気調整の効果はない。つまり、財投機関の役割は市場の補完とされ、市場を最小限に埋め合わせるように聞こえるが、住宅金融公庫が担う「資源配分機能」「景気調整機能」は、公庫が住宅ローン市場で強い独占力を持っていたからこそ、可能であった。

しかし公庫が独占力を喪失し、政策効果が弱まったとしても、その要因が民間住宅ローンの発達によるものであれば、喜ばしいことである。もともと政府系金融機関は市場の失敗を補正するために存在するのであるから、市場の失敗の大きさが縮小し、喪失していくことは、補正の必要性の縮小、喪失を意味する。過去、民間金融機関で融資できなかったものでも、市場の発達により、融資可能となれば公庫の役割自体がなくなる。政府系金融機関の役割から考えれば、公的機関として組織維持をしなければならない縮小、解散するか、民営化により民間企業として競争市場に参入しなければならない。

## 第二節 住宅金融市場の現状

住宅金融は、なにより金融であるのだから、金利は重要なパラメーターである。（以下、金利とあれば特に断りのない限り、住宅ローン金利を指し、民間金融、国内銀行は都銀、地銀、第二地銀、信用金庫、信託銀行などの住宅信用供与銀行勘定、住宅信用供与信託勘定の和である民間金融機関全般の住宅ローンを指す）右図を見れば分かるように、93年以前は公庫金利が民間住宅ローン金利に比べ、絶対的に低いものであった。しかし94年の金融自由化により、民間住宅ローンの金利決定方式が自由化、多様化することで、その格差は縮まり、95年から98年までは銀行変動金利が住宅金融公庫個人基準金利を下回る状況が続いた。

そこで新規住宅ローンを見ると、民間金利が低下し、住宅金融商品が多様化した95年3期、4期と96年1期には民間金融の住宅ローン貸し出し増加が牽引役となり、新規住宅ローンが大幅に伸びていることが



分かる。

この95年、96年の新規住宅ローンの大幅な増加は後に述べる住宅金融公庫への繰り上げ償還と、それによる民間金融への借り換えが大きな要因になっている。ゆえにこの時期の民間金融による貸し出し増加を、そのまま公庫の必要性の低下や公庫と民間金融機関との立場逆転に結びつけることはできない。しかし住宅金融公庫と民間金融機関との金利格差は縮小し、金利の観点からだけ見れば、住宅金融公庫の独占力（＝政策効果）は低下しているのではないかとも思える。この点に関する詳しい分析は後述する。一方で住宅金融公庫への繰り上げ償還、民間金融機関への借り換えが起こること自体、過去には表面化しなかった公庫貸付の制度的な問題であると言える。

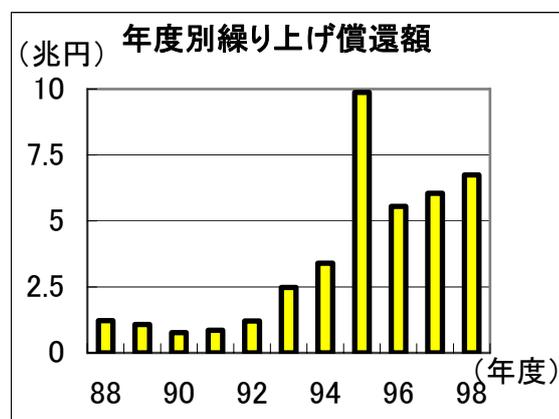
### 第三節 繰り上げ償還による公庫期待収益の喪失

前節で述べた繰り上げ償還とは、住宅金融公庫が長期間固定で貸し付けた住宅ローンを借り手の意思によって満期以前にその時点までの元利合計で返還してしまうことである。繰り上げ償還の要因としては、予想と実際の所得の乖離、退職金、意図せざる住宅売却も考えられるが、近年において特に金額が大きいのは民間金融機関への借り換えである。

例えば過去の公庫金利が5%の固定利子で貸し付けられ、現在は公庫金利、民間金融機関の住宅ローン金利が共に3%であるとする。当然のことながら借り手にとって金利負担は小さい方がよい。この時、住宅金融公庫同士の借り換えは制度上できないが、民間銀行から借り直すことは認められている。その時点までの過去の高金利貸付の元利合計を住宅金融公庫に返還してしまっ、民間銀行から現行の低金利住宅ローンを借り直す。いわゆる住宅金融公庫への任意繰り上げ償還と民間金融機関への借り換え需要が発生する。

事実、公庫資料を見ると、民間金融機関の金利決定方式が変更され、民間住宅ローン金利が大きく低下した直後の95年度には繰り上げ償還が非常に大きくなっている。95年度の繰り上げ償還額は9.87兆円であるから95年度の住宅金融公庫融資残高総額64.74兆円のうち約15%が計画外に返還されてしまったのである。

近年以前も金利変動はあったが、この問題が顕著に表面化しなかったのは、住宅金融公庫の金利が民間住宅ローンの金利よりも、恒常的に低く設定することが可能であったからである。1975年から90年までの住宅金融公庫の最高金利は5.5%であるが、銀行金利で最低金利は1987年度末の変動金利5.7%であり、金利低下局面においても、以前の公庫金利が、その時点の民間金利を上回ることはなかった。また85年以前、公庫



金利は、ほぼ5.5%で一定である。たとえ繰り上げ償還があったとしても、返還された資金を同じ金利で再び運用すれば、公庫が負担を負うことはなかった。

94年以前の民間金利と公庫金利が逆転するまでは、繰り上げ償還と銀行借り換えは制度上、可能であっても、借り手にはメリットはなかった。当時の繰り上げ償還は移転、退職金、意図せざる住宅売却などによるもののみであり、全体から見れば小額で、変化も一様であった。

繰り上げ償還による期待収益の喪失を例示した数値で考えると、過去の平均5%の貸付が繰り上げ償還され、それを新規公庫ローンなり、運用なりで現在の平均3%の貸付で行うと考えれば、金利差2%分が公庫の損失であると考えられる。95年度の数字で単純計算すると約10兆円貸付の2%であるから、当年度のみで公庫の損失は2000億円となる。

さらに深く考えて、返済が完了するはずだった将来までの公庫の損失を考えてみる。元利均等方式の総返還額Tは、元金P、返済回数n、金利rとすれば、以下の式で表せる。  
 <導出方法は巻末、補論参照>

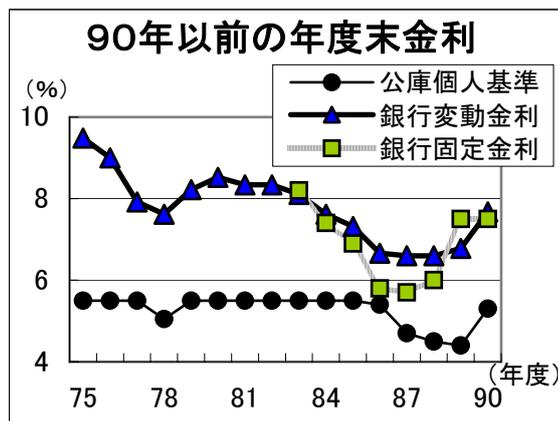
$$T = \frac{P \times r(1+r)^n}{(1+r)^n - 1} n \quad (r = \text{月利なら } n = \text{月数、} r = \text{年利なら } n = \text{年数})$$

右辺のnが返済回数であるから、その係数となっている分数が一回当たりの返済額となっている。後になればなるほど、返済額が少なくなる元金均等返済方式の存在や公庫ローンは、11年目から金利が上昇するが<sup>1</sup>、借り手は支払額一定となる元利均等方式をより好み、11年目からの金利の上昇分は過去の運用と新規の運用の間で相殺されると仮定し、単純化のため一律に定式化する。

1兆円の貸付があり年利5%の貸付、残存期間が20年<sup>2</sup>であれば、返済総額Tは

$$T = \frac{0.05(1+0.05)^{20}}{(1+0.05)^{20} - 1} 20 \approx 0.08024 \times 20 = 1.6048 \quad (\text{兆円})$$

この式より1兆円を貸し付けたことにより、毎年802.4億円の返済があり、20年で1兆6048億円の元利償還を得ることが分かる。1兆円に対して6048億円の運用利益を生むはずであった。しかしこれが予想外に返済され、3%の元利均等貸付で同期間



<sup>1</sup> 元利均等方式は11年目からの金利上昇分も考慮して、毎回の支払いを一定にしている。  
<sup>2</sup> 返済期間の上限は住宅の構造によっても異なるが、最長35年となり、5年単位で選択できる。公庫の新規融資、平均貸付期間は平成9年度で25.9年

の20年、運用することになると

$$T = \frac{0.03(1+0.03)^{20}}{(1+0.03)^{20} - 1} \times 20 \approx 0.06722 \times 20 = 1.3444 \quad (\text{兆円})$$

この式より毎年672.2億円の返済があり、20年で3443億円の元利償還を生み出すことを示す。毎年の収入差額は130.2億円であり、20年にわたっての潜在的な損失は2604億円となる。

この20年にわたる損失を、当期損失として現行金利3%で割引現在価値計算を行うと、

$$\frac{130.2}{(1+0.03)} + \frac{130.2}{(1+0.03)^2} + \dots + \frac{130.2}{(1+0.03)^{20}} = \sum_{k=1}^{20} \frac{130.2}{(1+0.03)^k} \approx 1937.047 \quad (\text{億円})$$

1兆円の繰り上げ償還、過去の貸付金利5%、現行貸付金利3%で考えると、損失の当期割引現在価値は1937億円になる。

この考え方で償還平均残存期間を20年間、過去の貸付時の平均金利を5%と仮定して、93年度以降の繰り上げ償還額から月利計算で運用差を求め損失の当年度割引価値で計上した。

【繰り上げ償還による公庫期待収益の喪失推計額】

	繰り上げ 償還額 (兆円)	公庫月末 平均金利 (%)	20年に わたる損失 (兆円)	損失の当年度 割引現在価値 (兆円)
93年度	2.4472	3.94	0.3391	0.2317
94年度	3.3994	4.13	0.3846	0.2584
95年度	9.8716	3.32	2.1124	1.5257
96年度	5.5560	3.22	1.2594	0.9183
97年度	6.0445	3.04	1.4981	1.1101
98年度	6.7398	2.41	2.1757	1.7107

公庫融資を元利均等方式に単純化、一本化し、過去の貸付平均金利を5%、平均残存期間20年とした上で、新規の運用利回りを現行の貸付金利と同じと仮定した計算であるため、表の損失金額の数字に厳密な意味があるわけではないが、繰り上げ償還を承認することによる損失は現時点までの合計で5兆円以上になると考えられる。(この数字は、現行金利での新たな公庫ローンの借り手が、当年度に見つかることを仮定した計算のため、甘く見積もっているように思える)そして現在でも繰り上げ償還は続き、公庫の潜在的な損失は拡大しつつある。公庫は会計上、以前の繰り上げ償還による損失を考慮していないので将来、現在までに返還された繰り上げ償還による損失が表面化すると考えられる。

繰り上げ償還を認めることによる公庫期待収益の喪失額の大きさを考えると、繰り上げ

償還を禁止しようという議論や繰り上げ償還をオプションとして設定し、選択する者にはより高い金利を提示する、もしくは繰り上げ償還時に相応の負担を要するといった住宅ローンの借り手の側に負担させようという議論も出てくる。

これは繰り上げ償還による期待収益の喪失額の大きさを考えれば、当然の流れだが、この方法は長期的な効果があるが、短期的には意味がない。住宅ローンに限らず貸付は、借り手と貸し手の間の契約である。繰り上げ償還は契約条項の一つで借り手は債務を満期以前に合理的なコストなく買い取ってしまう権利（一種のコールオプション）であると考えられる。契約時、借り手はその権利を使うことなど考えずに、存在すら知らなかったかもしれない。しかし貸し手がこの権利を契約半ばで禁止してしまうことは契約破棄である。以前の貸付に対する繰り上げ償還の禁止は、公庫の損失拡大を防ぐために望ましいが、現実的ではない。つまり住宅金融公庫は現状では、どうしてもない潜在的な損失を抱え込んでしまったことになる。

また今後の貸付に対してのみ、繰り上げ償還を禁止することは無意味ではないが、現在のこれ以上下がりようのない低金利では今後20年、30年たっても民間金利が現行公庫金利の2%代以下なることは考えにくい。つまり低金利下の現時点の貸付には繰り上げ償還のリスクがほとんどない。もし繰り上げ償還を禁止するのではなく、そのリスクを金利に反映させるのであれば、そのコストを見積もる必要がある。その場合、高金利時は繰り上げ償還によるリスクが大きく見積もられ、高金利時ほど上乘せ金利が大きくなるであろう。それは上乘せ金利がさらなる繰り上げ償還を促すという悪循環を生み出す上、景気変動、金利変動に大きく左右されず、国民に安定した住宅資金を提供するという公庫本来の目的と矛盾が生じることになる。

以上のように公庫と民間の金利差の縮小、逆転は合理的なコストを貸し手に転嫁しない繰り上げ償還の問題を浮き彫りにした。政策金融はそのメリットが国民に向けたものであると同時に、そのリスク、コストも最終的には国民に帰着する。損失を補填するために一般会計からの補填、つまりは国民負担を強いる可能性が高い。

#### 第四節 公庫への繰り上げ償還と民間への借り換え需要

次に住宅金融公庫への繰り上げ償還と民間住宅ローン需要の関係を、データを元に検証する。年度別データでは金融自由化後の資料としてサンプル数が少ないので、四半期別データを用いた。しかし公表されている繰り上げ償還額の資料は年度別データしか存在しないため、四半期別の繰り上げ償還額は推計する必要がある。

住宅金融公庫の残高は、当期における新規ローンを除いて考えれば、返済がある分だけ減少していく。その返済の中身が、月々の返済によるものか、任意繰り上げ償還によるものかを区別する必要がある。月々の返済は多くの人が多種、異なる期間でローンを組め

ば、各期の返還はほとんど平準化され、ほぼ一様の変化が出るはずである。

この一様の変化を外れることがあれば、それは繰り上げ償還による人為的な返済と予測をたてることができる。この予測を実証するために当期新規貸付を除いた残高純減分  $F_y$  を説明変数とし、年度別繰り上げ償還  $R_y$  を被説明変数とし単回帰分析を行うと（【】内は各  $t$  値）

$$R_y = 1.0609 F_y - 1.4237$$

【38.28】           【-8.692】

$$R^2 = 0.9952$$

$$D.W. = 1.3633$$

という極めて高い決定係数が得ることができる。つまり、当期新規貸付を除いた残高変化は繰り上げ償還によって、説明できる。

このことから四半期別の繰り上げ償還額  $R_q$  を推計するため、同じように四半期別の新規貸付を除いた残高純減分をとり、当該年度に占める残高純減分  $F_y$  で除し、当年度の繰り上げ償還額との積にて求めた。

$$R_q = \frac{F_q}{F_y} R_y$$

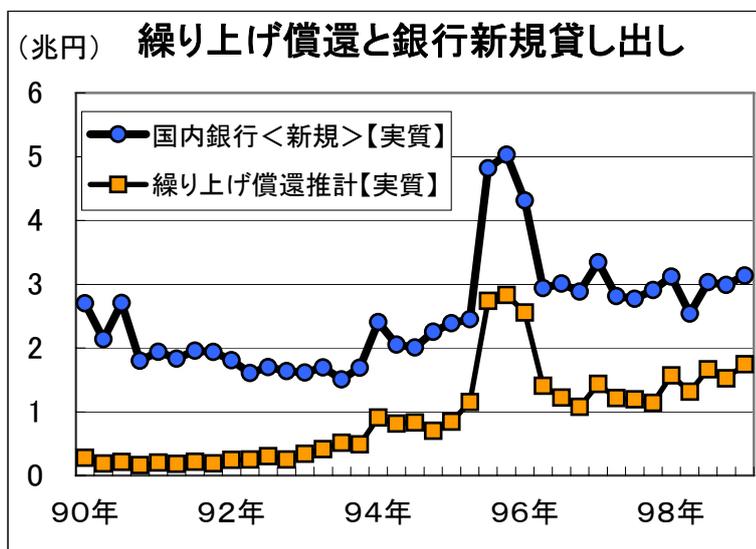
経済統計月報にある国内銀行住宅信用供与、新規貸付では当期におけるフローの新規貸付分のみを計測しているため、他の住宅ローンからの借り換え分と新規に住宅を建築、購入する実需分に分類する必要がある。実際に民間金融への新規住宅資金借り入れと公庫への繰り上げ償還の推移は、かなり似た動きをしていることが分かる。

公庫から民間金融に借り替える要因を

金利のみと考え、75年以來の公庫最高金利5.5%を当期の民間金利が下回らない状況では、民間への借り換えとなる繰り上げ償還は無視できるほど小さいと考える。民間への借り換えがなければ、退職金や移転等による繰り上げ償還は、数年の間では、実質値でほぼ一定の値と仮定し、民間への借り換えのための繰り上げ償還が起こり得ない90年から92年の12期のデータを取り、四半期ごとに平均値を算出した。

第1四半期=2132億円	第2四半期=1863億円
第3四半期=2137億円	第4四半期=2230億円

これを93年以降の各期の繰り上げ償還から除いて、繰り上げ償還より民間金融機関への借り換え需要の推計を行った。この推計により四半期ごとの住宅実需による資金需要と借り換え需要を分けることができる。民間金融機関による住宅実需への融資量を見ると、大きく金利が下がったのにも関わらず、実質価値では90年代を通してほぼ平準化されて

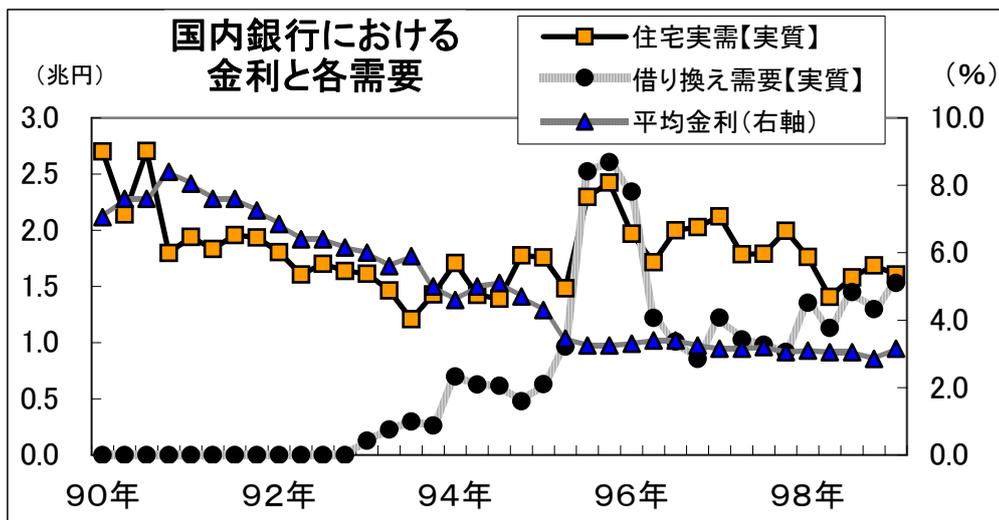


いると言える。

バブル、景気の停滞等の要因も考えられるが変動金利が7～8%であった90年初期と変動金利が2%代の90年代後半を比べても住宅実需による住宅資金需要は実質値でありあまり変わっていない。この表のみから考えると、民間金融機関に対する住宅資金需要は金利に対して感応的ではない。

他方、借り換え需要は金利に極めて感応的である。民間金利が急激に下がった後の95年第3、第4四半期、96年第1四半期は繰り上げ償還が急激に大きくなり、公庫住宅融資から民間住宅融資へ大きくシフトしている。そして現在でも年換算7兆円前後の繰り上げ償還による民間金融機関への借り換えは継続中である。

この三期間の借り換え需要急増は民間金利が大きく下がり、低金利で安定したこと、借り換えによる金利負担の軽減が公庫ローン保持者に浸透したこと、民間銀行が資金需要を求め、公庫ローン保持者に借り換えの勧誘を始めたことから、突発的に需要が喚起された特殊な時期として考え、三期間にダミー変数を設定し、借り換え需要が起こった93年第1四半期から、99年第4四半期までの回帰分析を行うと以下のようなになる。



$$\text{借り換え需要} = Rd$$

$$\text{銀行平均金利} = \frac{\text{銀行変動金利} + \text{銀行固定金利}}{2} = Ar$$

$$\text{3期間ダミー} = Du(p3)$$

$$Rd = -0.359Ar + 1.379Du(p3) + 2.228$$

$$\quad \quad \quad [-10.04] \quad \quad [12.68] \quad \quad [15.64]$$

$$R^2 = 0.9390$$

$$\text{自由度修正 } R^2 = 0.9334$$

$$D.W. = 1.975$$

この式から突発的に借り換え需要が急増した三期間を例外的に扱えば、借り換え需要は、ほとんど民間金利の影響で説明可能であることが分かる。民間金融機関への住宅実需による資金需要は金利に対して、結果的に無相関に近いが、借り換え需要は金利に感応的であり、以前の公庫貸付金利に対して現在の銀行金利が小さくなれば、借り換え需要は大きく増加する。

現実的に考えても借り手にしてみれば、借り換えは既に持ってしまった住宅ローンをいかに安く済ませるかという金利負担だけの問題だが、住宅購入や建設といった住宅実需は

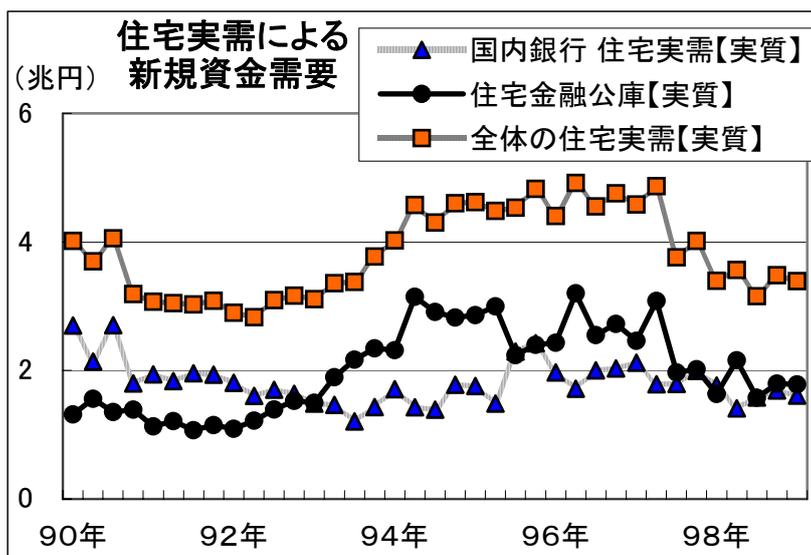
家の状態や現在所得、将来予想所得、ライフサイクルといった種々の要因が複雑に絡み合い、金利負担はその中の二次的な要因の一つでしかないと考えることもできる。

しかし、民間金融機関への借り換え需要と実需の金利感応度の大きな差は各需要の金利感応度のみの差だけではなく、借り換えは銀行のみに対する需要であるのに対して、銀行への住宅実需による資金需要は公庫融資と競合している可能性も考えられる。

## 第五節 住宅実需からの資金需要

住宅実需のみに焦点を当て、公庫と民間金融機関への資金需要に関する分析を行うため、住宅金融公庫の融資と民間金融機関の住宅実需に対する融資をグラフに描くと、右図のようになっている。

第二節にて住宅ローン全体のグラフを示したが、借り換えを含めた全体の新規住宅ローンとしては、90年代後半は民間金融機関が住宅資金供給を伸ばしているかのように見えた。

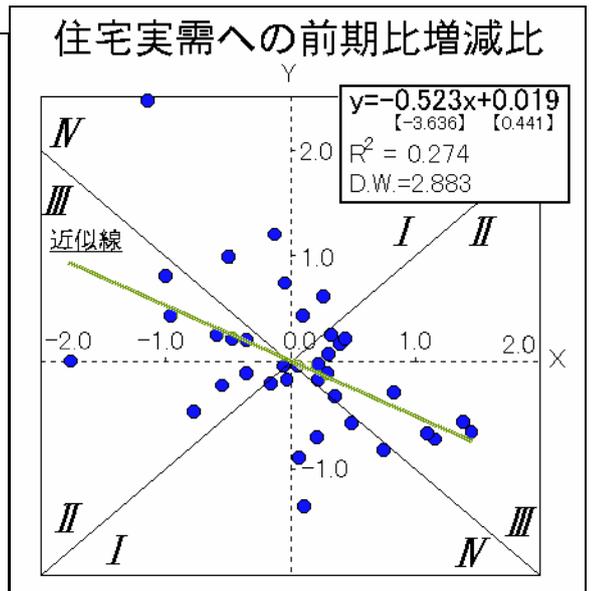
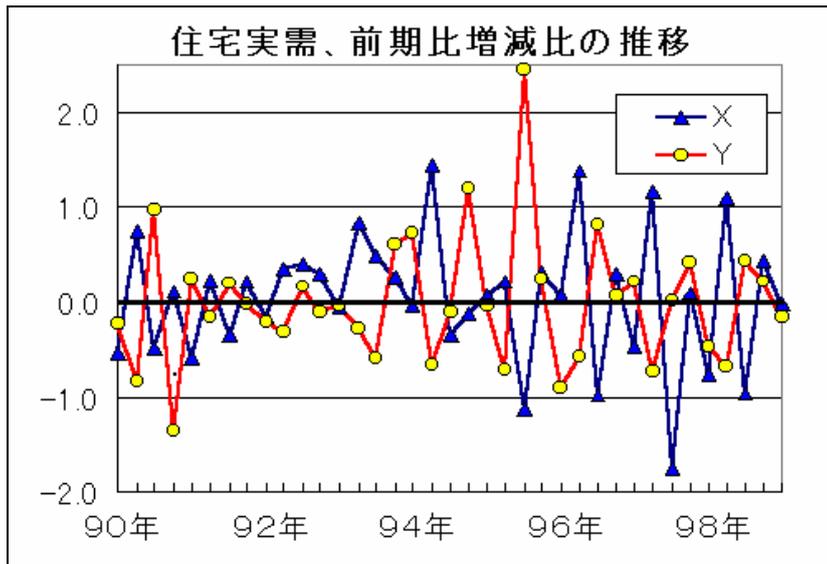


しかし住宅実需としてみると、全体の住宅実需が膨らんでいる94年から97年の牽引役は住宅金融公庫であることが分かる。98年以降全体の住宅需要が落ち込んだのも、住宅金融公庫の貸出量が低下したことによっている。実質化した値では民間金融機関への住宅実需は、大体は均一化されているのに対して、住宅金融公庫による融資が増減することで全体の住宅資金需要が増減している。

また大きく見て、公庫と実需に対する民間金融機関の貸し出しの増減が対称的であり、公庫が民間金融を補完奨励しているのではなく、代替関係にあるのではないかと推測することができる。この点をさらに詳しく考察して、

$$X = \frac{\text{公庫新規融資 前期比増加}}{\text{前期 公庫新規融資割合}} \quad Y = \frac{\text{民間新規融資 前期比増加}}{\text{前期 民間新規融資割合}}$$

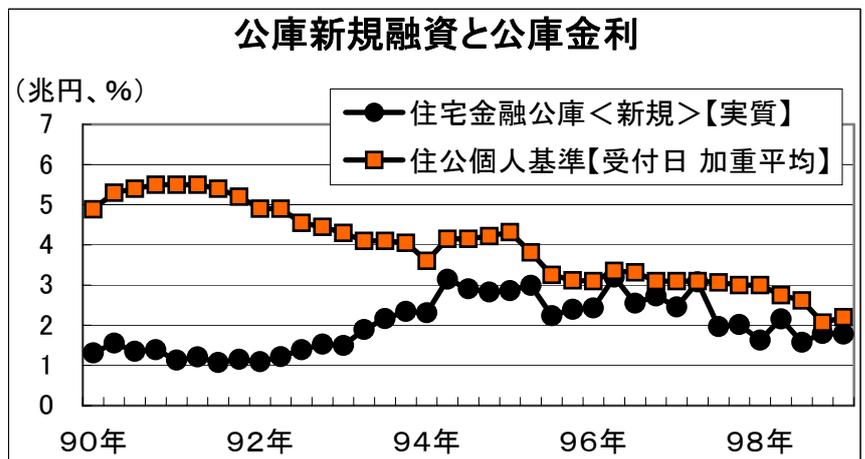
として推移をグラフに表し、散布図にもプロットした。



散布図では、x軸とy軸、 $y = x$ と $y = -x$ で8つに区切って考えることができる。エリアIとIIの間の $y = x$ の直線は公庫と民間が同率で新規融資を増減させる線である。そのライン上では、住宅資金供給全体も公庫と民間と同率で増減する。エリアIならば公庫の増加率、減少率以上に銀行が新規融資を増加、減少させ、公庫融資に呼び水効果があることを示す。エリアIIならば公庫の増減には及ばないものの、公庫融資が民間融資の増加減少を促していることを示す。エリアIIIとエリアIVの間にある $y = -x$ の直線は公庫による融資増加率（減少率）と民間の融資を減少率（増加率）が同じことを示す。エリアIIIは公庫が融資を増減させた率よりは少ないが民間は公庫にシェアを奪われていることを示し、エリアIVは公庫が増減させた率以上に民間への逆の影響があることを示している。

概して緩やかな負の相関があり、近似線をつけると第IIIエリアに直線が通る。民間が安定した低利貸付を行うようになった後も、逆の関係で連動する傾向にあることが分かる。DW値からも誤差間に一階の負相関があることが分かり、互いに前期、シェアを奪われると、今期に取り戻しているような動きを見せている。決定係数は低いので、明瞭な代替関係にあるとは言えないが、少なくとも財投レポートにあるような公庫の貸付が民間金融を補完奨励している（第I、第IIエリアを通る）関係ではないことが分かる。

次に公庫資金需要に大きな影響を与えると考えられる公庫金利に注目する。公庫金利が公庫資金需要に与える影響を見ると、94年までは金利の低下が需要増加に結びついていたが、94年以降、民間金利が大きく低下



して以来は、公庫の金利が公庫ローン需要に与える影響は小さくなっており、公庫の金利は低下しているのに公庫への資金需要は横這いか低下をしている。

借り手にとって公庫貸付が民間金融機関に比べ絶対的に有利なものであった90年第1期から94年第1期までを散布図にプロットし線形回帰を行うと、以下のような回帰式を得られる。

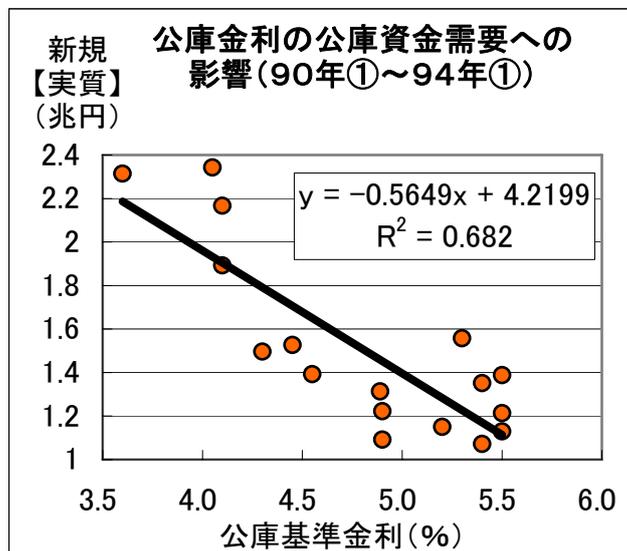
公庫への資金需要 =  $Dg$   
 公庫個人基準金利 =  $r$   
 (90年第1四半期から94年第1四半期まで)

$$Dg = -0.565 r + 4.220$$

【-5.672】                      【8.756】

$$R^2 = 0.682$$

$$D.W. = 0.798$$



金利のみを説明変数とした単回帰のため決定係数が高いとは言えず、単純な直線で回帰を行ったため、誤差間に正相関があることがDW値より分かる。しかしこの数式から単純に考えれば、公庫金利の0.1%の低下が565億円の住宅資金需要を喚起したことになる。しかし傾向として公庫金利が民間金利よりも恒常的に低かった94年第1四半期以前には公庫金利が公庫融資量に有意な影響を与えたことは間違いない。

ところが民間金利との金利差が小さくなった94年第二期以降はグラフを見ても分かるように金利は低下しているが、公庫への需要も同じように低下している。同じように単回帰を行うと以下のようなになる。

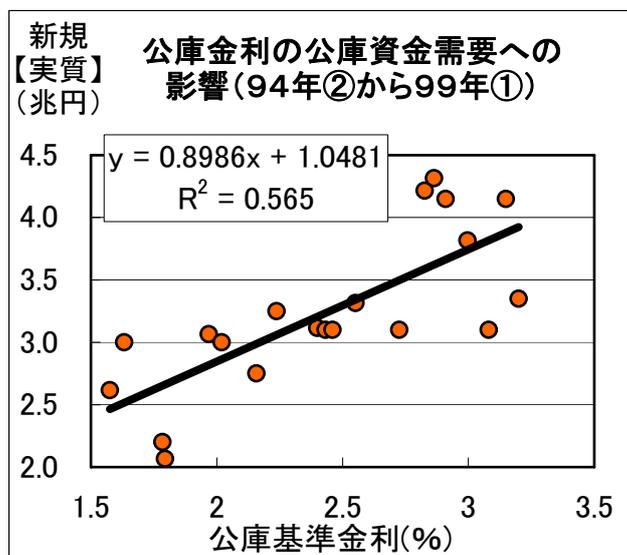
(94年第2四半期から99年第1四半期まで)

$$Dg = 0.899 r + 1.048$$

【4.8335】                      【0.9369】

$$R^2 = 0.565$$

$$D.W. = 1.857$$



94年第1四半期から99年第2四半期までは、金利が資金需要に与える理論的な影響と符号条件が逆になっている。DW値を見ても、誤差項間の一階の系列相関は極めて小さい。つまり重要な説明変数が抜けている可能性は低いにもかかわらず、金利と資金需要の関係は理論と逆になっている。この表から読みとれるのは、第一に公庫金利の効果の低下、第二に説明変数と被説明変数の逆転である。

第一の公庫金利効果の低下は、以前の公庫貸付が住宅ローンの最優遇条件であった時期には、公庫金利の変化が、そのまま最優遇条件の変化であった。しかし現状の公庫金利が民間金利と同水準もしくは民間金利以上にある状況では公庫金利低下のインパクトも小さく需要喚起に及ぼす影響は小さい。

第二の説明変数と被説明変数の逆転は通常、金利の低下が資金需要を増加させるが、この期間は現行の公庫と民間との金利差がなくなり、公庫への資金需要が小さくなった上、過去の公庫金利と現行民間金利が逆転し、公庫へ計画外の資金が環流してきた。増加した公庫の資金供給と減少した公庫への資金需要の格差を埋めるために金利を低下させたが、第一に示した公庫金利の効果の低下により従来ほどの効果はあげられていない。

財投からの硬直的な計画資金額と繰り上げ償還による資金環流で公庫の資金供給量が増えているのに公庫への資金需要量が低迷していること、公庫金利が効果を上げないことに共通する要因は民間金融機関との金利が、同水準になり逆転してしまったことである。

公庫へのローン需要は減少傾向にあるが、大きくは落ち込んでいない。問題は民間金利の低下により資金需要が少なくなったことではなく、民間金利が低下したにもかかわらず資金需要を保っている背景にある。民間金利が大きく低下したのに、住宅実需による民間金融機関への資金需要はほとんど変わってはいないのは、公庫が全体として少なくなった住宅資金需要を自らが金利を下げることによって吸収してしまったからである。さらには民間金利が低下し、公庫金利を下回ったことで、近いうちに公庫金利が民間金利以上に低下するという期待を国民が持てば、民間金利の低下によって民間金融機関への住宅資金需要は増加しない。逆に今後の公庫金利の低下を期待して、現在の住宅投資全体が落ち込む可能性もある。本節で公庫と民間金融の新規融資増加率に対する緩やかな競合関係を見たが、金利に関しての競合がその一要因となっている。借り換え需要に民間金利感応度が高いのは、上述した住宅実需には金利は二次的な要因であるが、借り換えには唯一の要因であるということ以外にも、借り換えは公庫同士では制度上できないために現行の低利公庫金利の影響を受けないことにある。

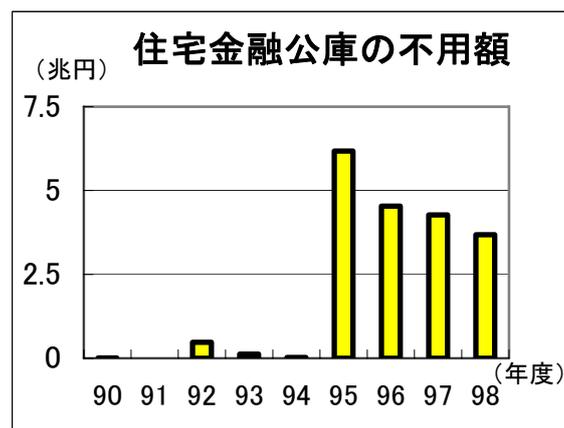
もし民間で十分に低利の住宅資金融資ができるなら、政策的な資源配分の必要性はなく、住宅投資による景気浮揚は民間低利ローンを通じて行われるはずである。しかし公庫は財政投融资のシステムを通じ、資金運用部により計画的に融資される硬直的な金額を消化するため、大きく低下した民間金利による民間金融への住宅資金需要の増加を相殺する水準にまで、効果が小さくなった公庫金利を低下させた。そして公庫金利の低下によっても埋めきれなかった公庫の資金供給と公庫への資金需要の差額は次節で述べる公庫の不用額と

なっている。また公庫の体力を上回る金利低下は公庫への補助金、特別損失金の増加につながっている。

## 第六節 住宅金融公庫の不用額、補助金、損失金

以前、公庫は融資金額が融資需要に満たず、抽選を行っていたが、前節までに述べてきた繰り上げ償還、財投計画による資金運用部からの硬直的な貸付、住宅資金需要自体の低迷などから、住宅金融公庫は財投計画で予定された資金を貸し付けることができず、多額の不用額を発生させている。

不用額は、特に繰り上げ償還と強い相関を持っている。繰り上げ償還額を事前に予測していないのためなのか、前年度に多額の不用額を出しているにもかかわらず、次年度も数兆円に及ぶ不用額を出し、硬直的な財政投融资計画の実態を反映している。



不用額といっても、出口機関の資金は、必要な時まで運用されているので、無駄になるわけではないが、上述した種々の理由により住宅金融公庫を通じた政策が計画通りに働いていない。民間金融機関に追随する形で金利が動き、本来、政策目的のための手段であった財政投融资から融資が、それを消化することが目的となっているかのような動きを見せ、政策の必要性、効果が弱まっていることを示している。

また現状の民間金融を意識し、金利変化や繰り上げ償還による潜在的な損失の表面化は今後、公庫財務状態に悪影響を与えるものと考えられる。特に後者の繰り上げ償還による損失の表面化は、三節で示したように、非常に大きな公庫の損失要因となりうる。現状においても一般会計からの

	出資金	一般会計より受け入れ	当期特別損失金	特別損失金の残高
90年度	0	3540	931	931
91年度	0	3740	1189	2120
92年度	0	3940	670	2790
93年度	0	4045	238	3028
94年度	0	4045	389	3417
95年度	0	4197	1098	4515
96年度	0	5266	983	5498
97年度	0	4400	2077	7202
98年度	550	5600	1573	8230

補助金は増加傾向にあり、次期以降に繰り越す特別損失金は累積赤字となっている。既に示したように、赤字は今後さらに拡大することが予想されるが、巨額の損失を埋め合わせる巨額の収入はなく、補助金つまり国民負担で補填される可能性が高い。

## 第七節 転換期の住宅金融公庫

これまで住宅金融市場の現状、繰り上げ償還による公庫期待収益の喪失、民間融資と公庫融資の関係を述べてきたが、公庫融資と住宅投資には三つのゼロサムの側面が存在する。一つ目は繰り上げ償還と借り換えのゼロサム、二つ目は公庫借り入れと民間借り入れのゼロサム、三つ目は住宅投資時期のゼロサムである。

一つ目の繰り上げ償還と借り換えのゼロサムは、借り換え需要は単に以前の公庫の貸し出しを民間金融機関に移すだけに過ぎず、新規の住宅需要とは関係がないばかりか、公庫の損失拡大につながっている。

二つ目の公庫借り入れと民間借り入れのゼロサムは、第五節で示したように公庫新規融資の増加が民間新規融資の減少を引き起こす傾向にある。逆に言えば、公庫新規融資の減少は民間新規融資を増加させる傾向にある。また民間金利が大きく低下したのに住宅実需からの民間金融への資金需要が増加しなかったのは公庫が金利を下げ、資金需要を吸収してしまったことが大きな要因となっている。どちらも私企業なら、このような競争プロセスが住宅ローンの借り手にとっては有益となりうるが、市場補完たる政策金融が民間金融と代替関係にあるのは、民間金融を補完奨励するという目的を外れ、民業圧迫を引き起こしている。

三つ目の住宅投資時期のゼロサムは、住宅は金利が安いとからといって、2つ3つ買おうというものではないし、衝動買いの対象ではない。住宅ローン金利の低下は近い将来、住宅を購入しようという者に対してのみの需要の喚起であり、住宅購入の前倒しにすぎない。住宅実需と同じく、各家計に多くとも一つしかない借り換え需要が、民間金利により受ける影響には顕著に現れているが、金利低下直後の需要は突発的に大きいのが、それ以降は緩やかになっている。金利低下による景気浮揚は一時的には需要を喚起するが、金利低下させたまま維持したとしても、次期以降の住宅投資の減退、景気後退を招く。金利操作による景気調整を行うならば、次期以降の景気後退も含めてコントロールする必要がある。そのため民間住宅投資を通じた景気調整は長期の不況には不向きである。実際に第五節で見たように、98年以降は公庫も民間も2%~3%の低金利であるにも関わらず、全体の住宅資金需要は低迷している。

第一、第二のゼロサムは公庫と民間金融機関の関係を再考する必要性を示し、第三のゼロサムは公庫の金利操作を景気調整手段とする危険性を示している。このような3つのゼロサムをふまえた上で、公庫事業を再検討する必要がある。

財投の役割は市場補完と言いながらも、公庫の政策が必要性、効果を持ち、低コストで可能であったのは公庫が住宅ローン市場で独占力を持つからこそであった。従来、公庫が自然に独占力を持ったからこそ、繰り上げ償還のような合理的な借り手負担なく、資金返還できるような制度が可能であり、第一のゼロサムが表面化することはなかった。

現状は民間金融機関の発達等により公庫の独占力が低下したにもかかわらず、そのシェ

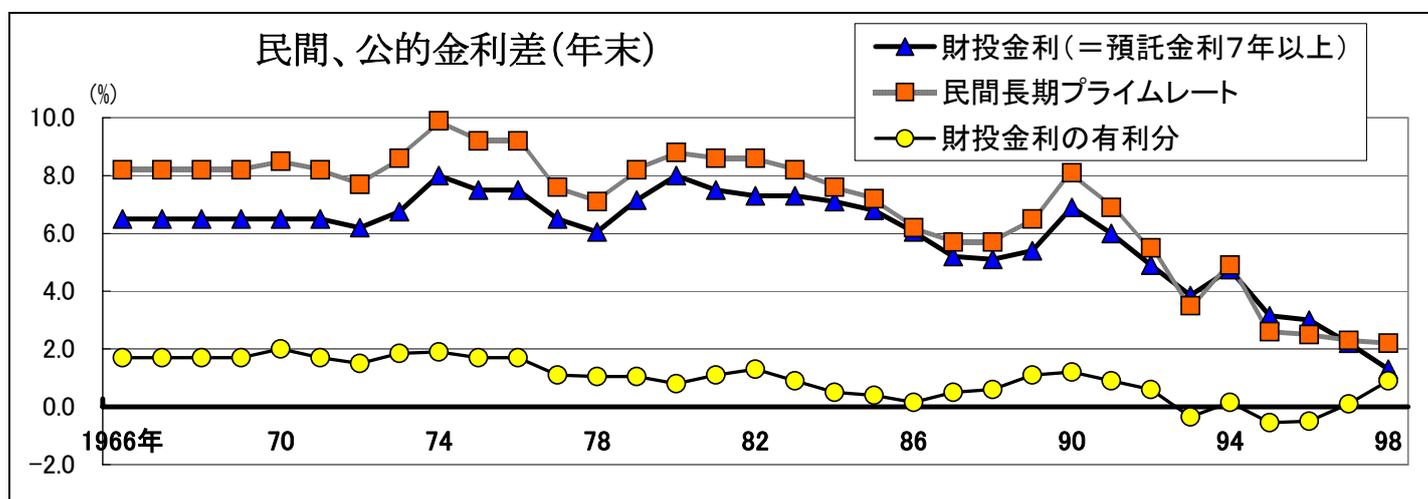
アを維持し、財政投融资から与えられた資金を消化するために民間と競合し、第二のゼロサムが現れるようになった上、公庫への補助金や損失金の増大をもたらしている。それでも財政投融资計画で事前に計画され、硬直的な資金融資を行う計画額に実績値が満たず、多額の不用額が発生していることにも公庫の政策効果の低下が見られる。

歴史的な推移を見れば、住宅金融公庫が設立された昭和25年は戦後復興の最中であり、住宅が絶対的に不足していたにも関わらず、民間金融は未発達で長期ローンが組めなかった上、不足していた資金を投資収益の高い重厚長大産業に傾斜的に融資していた。そのような状況であったからこそ、住宅金融公庫の存在意義は非常に大きかった。

しかし設立から50年が経過し、資本市場の規制が緩和され、経営状況の良い大企業は直接金融によって資金を調達することも多くなり、大企業の銀行離れが進んだ。そのため銀行は中小企業や個人住宅金融等のリテール取引に力を注ぐようになった。また現在の金融自由化、グローバル化、金融再編によって民間金融機関は公庫と同等か、それ以下の低金利での貸付を行えるようになり、今後もこの動きは継続するものと考えられる。

将来、金利上昇局面を迎えたとしても、2001年4月から始まる改革により財投システムに市場原理を導入することや、今後さらに進むと思われる民間金融機関の発達、グローバル化、自由競争の進展により、公庫金利と民間金利の差をかつてのように恒常的に大きく開くことはできない。そのような状況の中、長期固定金利の貸付でありながらも、繰り上げ償還を何らかの借り手負担なく容認するならば、高金利貸付は繰り上げ返還され、民間金融機関へと借り換えられるが、低金利貸付は満期まで維持される。公庫が持つ債権は全体として低金利貸付のみとなる。将来においても、旧態依然とした公庫事業が可能であるとすれば、それは一般会計からの補助金や公庫の特別損失金の増大を招くことによるはずである。

公庫の受益者は、住宅ローンを組もうとする一般の個人であるため、他の財投機関と異なり住宅金融公庫への批判は出にくい。公庫ローン借り手の繰り上げ償還による負担軽減額は、国民全体の負担として処理されると考えられる。公庫ローンを組む部分的な個人のメリットは、巡り巡って国民全体のコストとなりうる。広く国民の利益となるとの名目の



もと、政策金融が存在するが、現状の体制のまま公庫を維持すれば、国民全体に大きな負担を求めることになる。

また第三節で90年代以前の公庫金利の推移を見たが、85年以前は民間金利の動きにほとんど影響されず10年間、5%代にとどまっていた。この意味で住宅金融公庫の役割は、国民に良質の住宅資金を提供する資源配分機能に特化していたと言える。しかし民間市場が発達し、民間金融機関が良質の住宅ローンを提供できるようになると、住宅投資の波及効果から第三のゼロサムを引き起こす景気調整機能が強調されるようになった。

さらには公庫資料には住宅金融は量の補完は終わり、質の補完の時代に移ったとある。しかし民間機関による住宅資金供給が量的に充足したにも関わらず、質の補完と銘打ち、補助金や市場原理では許容されない損失金の繰り延べによって、民間よりも有利な住宅資金を提供し続けるならば、市場の失敗を補正し、最小限かつ時限的であるはずの公庫事業は永続的である。資源配分機能から景気調整機能へ、量の補完から質の補完へという目的の変化は公庫、本来の役割が終了したにも関わらず、公庫事業を維持、拡大するための名目であるように感じられる。厚生観点から最低限の文化的な生活を営むに足る住宅を提供する必要があるなら、財投から多額の直接融資を行うのではなく、財政から最小限の支援を行うべきである。

従来、公庫は財投金利が民間金利よりも恒常的に低利であった上、規制や民間金融が未発達であったために、住宅ローン市場で自然に独占力を持っていた。そのため長期固定の貸付を行いながら、繰り上げ償還のリスクを考慮せずとも良い状況が数十年続き、そこに公庫の存在意義があった。しかし現在は状況が変わり、公庫がそのリスクに対応せざるを得なくなった。対応しなければ、繰り上げ償還を行う一部の国民の利益を国民全体で負担することになる。しかしリスクに対応し、合理的に見積もった負担を借り手に転嫁するならば、住宅金融公庫は民間金融機関と変わらない。また現状では、硬直的な財政投融资の資金を消化するため、住宅ローン市場における公庫のシェアを維持するために、民間金融機関と競合するようになっている。

今後、公庫は市場原理、公庫自身の能力に見合った金利、資金供給量を決定し、融資対象を選定すべきである。今後の貸付に対する繰り上げ償還の禁止するか、繰り上げ償還を行う者、公庫ローンの借り手に合理的に見積もった負担を負わせるべきで、公益性や質の補完という曖昧な目的から補助金を得るのではなく、補助金や損失金繰り延べを削減、解消し、収益性に見合った融資を行うことが、民間金融がさらに発展していく中で真に国民の利益となる住宅資金供給事業となろう。そして最終的には民営化を行い、市場にて運営資金、融資原資を調達し、民間企業として市場に参加し、サービス競争を行うべきである。

(14800字)

## 【主要参考文献】

『金融自由化と公的金融』【1991】

吉野直行・古川彰（日本評論社）

『財政投融资改革への提言』【1997】（経済企画庁経済研究所）

『財政投融资の改革』【1995】

宮脇淳（東洋経済新報社）

『財政投融资の経済分析』【1998】

岩田一政・深尾光弘編（日本経済新聞社）

『財投レポート '99』【1999】（大蔵省）

『住宅の経済学』【1997】

岩田規久男・八田達夫編（日本経済新聞社）

『政策金融と期限前償還リスク』【1999】

西川雅史・川崎一泰（郵政研究所月報）

『転換期の財政投融资』【1996】

吉田和男・小西左千夫（有斐閣）

大蔵省ホームページ（<http://www.mof.go.jp/>）

住宅金融公庫ホームページ（<http://www.jyukou.go.jp/index.htm>）

## 【参考資料】

- ・住宅ローン金利の推移：経済統計月報（日本銀行）  
住宅金融公庫年報（住宅金融公庫）
- ・新規住宅ローン：経済統計月報（日本銀行）  
国民経済計算（経済企画庁）
- ・年度別繰り上げ償還額：住宅金融公庫資料
- ・90年以前の年度末金利：経済統計年報（日本銀行）
- ・公庫金利と公庫新規融資：経済統計月報（日本銀行）  
国民経済計算（経済企画庁）  
住宅金融公庫年報（住宅金融公庫）
- ・住宅金融公庫の不用額：財政金融統計月報（大蔵省）
- ・住宅金融公庫への出資金、補給金、特別損失金：財政金融統計月報（大蔵省）  
住宅金融公庫ホームページ
- ・公的民間金融金利差：経済統計年報（日本銀行）

## < 補論：元利均等方式の返済額計算 >

借り手が各期に支払う一定金額（←元利均等方式）を  $a$  とし、借り手が始めに借りた借入れ金額（もしくは、その期に存在する残高）を  $P$  とすると、各期における一定支払いの割引現在価値の総和が  $P$  にならなければならない。金利を  $r$  とし、返済回数を  $n$  とすると、

$$P = \frac{a}{(1+r)} + \frac{a}{(1+r)^2} + \frac{a}{(1+r)^3} + \dots + \frac{a}{(1+r)^n} = \sum_{k=1}^n \frac{a}{(1+r)^k}$$

この式は初項  $\frac{a}{1+r}$ 、公比  $\frac{1}{1+r}$  の等比数列の和であるから

$$\text{等比数列の和の公式にあてはめて } P = \frac{\left(\frac{a}{1+r}\right)\left\{1 - \left(\frac{1}{1+r}\right)^n\right\}}{1 - \left(\frac{1}{1+r}\right)} \text{ となる。}$$

これを各期の一定の支払いである  $a$  について整理すると

$$a = \frac{p \times r(1+r)^n}{(1+r)^n - 1}$$

毎回の定額支払い  $a$  が導出できれば、 $a$  に返済回数  $n$  をかけると返済総額  $T$  を導くことができる

$$T = a \times n = \frac{p \times r(1+r)^n}{(1+r)^n - 1} \times n$$

実際の公庫貸付のように 1 1 年目から適用金利が上昇することを考慮し、1 0 年目までの適用金利を  $r_1$  とし、1 1 年目からの適用金利を  $r_2$  とすると以下のようなになる。計算がより煩雑になるが、同じように数列の和として総額を求めることができる。

$$\begin{aligned} P &= \frac{a}{(1+r_1)} + \frac{a}{(1+r_1)^2} + \frac{a}{(1+r_1)^3} + \dots + \frac{a}{(1+r_1)^{10}} \\ &\quad + \frac{a}{(1+r_2)^{11}} + \frac{a}{(1+r_2)^{12}} + \frac{a}{(1+r_2)^{13}} + \dots + \frac{a}{(1+r_2)^n} \\ &= \sum_{k=1}^{10} \frac{a}{(1+r_1)^k} + \sum_{k=11}^n \frac{a}{(1+r_2)^k} \end{aligned}$$