

日米の住宅ローン媒介産業と産業組織

——ローン媒介規制とその展望：総論編——

井村進哉

はじめに

1. 住宅産業・産業組織の複層性・分散性
 2. 住宅ローン産業・産業組織の多段階化の進展
 3. 証券化と住宅ローン産業の再編
 4. ローン媒介業務の分化・自立と産業組織の非対称的な分散性
- むすびにかえて

はじめに

グローバル化が転機を迎える中、第4次産業革命、「フィンテック」（「金融と技術の融合」）と呼ばれる各種産業の急速な変貌が進展している。インターネット技術を基礎に、人工知能（AI）、ビッグデータを取り込み、全ての財・サービス生産がインターネットでつながるIoTが急進展し、ブロックチェーンシステムを利用し始めたフィンテックも金融システムの地殻変動を起こしつつある。フィンテックそれ自体は、「仮想通貨」を含め、メインフレームコンピューターを基盤とした既存の銀行、証券、保険業務の高コストで中央集権的なオンラインシステムへのチャレンジとして、インターネット技術特有の分権性、分散性を有する対抗システムとなる可能性を秘めている。しかし同時にフィンテック技術は、支払・決済・送金業務を橋頭堡として、電子マネーや仮想通貨に典型的に見られるように、既存の銀行などの支払決済システムに依拠しつつ、その延長線上に展開されており、金融業内外で日々新しい技術、ビジネスモデルが生まれ、激しい相互参入が展開されている¹⁾。

住宅金融を中心に金融システムを研究する筆者にも、この領域でかつて異業種と見られた移动通信事業者などが電子マネー業務に進出するとともに、スマートフォンや携帯電話に住宅ローン、保険、電力などの販売広告が日々送られてくるようになった。交通、電力、ガス、情報通信といった公益事業の「ネットワーク産業化」が言われ²⁾、金融産業を含めた「産業融合」が「産業組

1) フィンテック、ブロックチェーンについては、さしあたり野口（2017.1）を参照。

2) 塩見監修、鳥居・岡田・小熊編著（2017.6）を参照。

織の発展の新しい方向」として提起されている³⁾。

筆者自身は、住宅金融というやや特殊な領域に焦点を当てながら、金融システムを、資金移転を媒介する金融手段（金融商品）とその専門的な担い手である金融機関の機能的な編成として捉え、金融手段と金融機関双方が絡み合った競争関係を含めた産業組織的特性の変化に即して検討してきた。金融システムは、税や補助金を使った権力的な資金移転を遂行する財政とは異なり、預金・貸出、投資・信託、保険といった各種の債権・債務、信託、保険契約などによる市場メカニズムを通じた社会的資金余剰・不足の調整機構であると言える。このようなシステムがどのような要因とメカニズムを通じて、どのように歴史的・構造的に変貌・発展を遂げてきたのか、また今後遂げることになるのかに関心を注いできた。

フィンテック時代を迎え、金融産業は、ネットワーク化する公益事業やサービス産業と同様に「産業融合」の中に組み込まれていくことになるのであろうか、住宅産業や住宅ローン産業はどう変貌するのであろうか。

本稿は、住宅金融システムの国際比較の一環として、アメリカの2010年ドッド=フランク法に至る住宅ローン媒介規制の系譜を概観し、金融消費者保護にかかわる規制整備状況を検討した前稿⁴⁾に続くものである。しかし本稿では、やや視座を変え、番外の総論編として、国際比較の視点を交えて日米の住宅産業・住宅ローン産業全体を捉え、住宅産業・住宅ローン産業における産業構造、産業組織の歴史的、構造的な変貌を再確認し、規制整備の到達点を確認することを目的とする。

このような分析視座は、前稿で見たようにアメリカの2010年ドッド=フランク法の焦点が、世界金融危機の引き金ともなったサブプライムローン問題への対応条項に「XIV章 住宅ローン改革と略奪的貸付禁止法」が表題（タイトル）として付されていることと密接に関連している。同法は、住宅ローンの組成（媒介）について、貸付真実開示法（TILA）による消費者への情報開示規制、規制当局への報告義務規制と、不動産決済手続規制法（RESPA）による報酬取得ルール、特に業者間のキックバック禁止などの厳格化、および連邦準備制度理事会（FRB）内の金融消費者保護局（CFPB）を通じた統一的、一元的規制・管理システムを確立・整備した。特に住宅ローン組成業務にかかわる零細な専門業者、独立業者間のキックバック禁止規制は、専門的業者と消費者との間の情報の非対称性や情報格差を是正する情報開示規制にとどまらず、これら業者間の結託による特定の住宅ローン供給者や付随業務従事者への誘導行為や不公正行為のために生じる消費者負担を抑制することを意図している。住宅ローン組成における高コスト体質を除去する金融消費者保護措置が「アンチ略奪的貸付法」（anti-predatory lending）の核心部分でもあるからである。「略奪的貸付」とは、単に返済不能者に対して住宅価格の上昇を当てにして貸し付け、返済不能と

3) 植草（2000.12）を参照。

4) 井村（2016.9）を参照。

なっても抵当権の行使（foreclosure：差押え、住宅の売却）によって返済する場合にとどまらないのである。

そこで本稿では、まず住宅という「財」、および住宅ローンという金融手段（金融商品）の特質とそれらの生産、流通のあり方に着目しつつ、日米比較を交えて住宅産業、住宅ローン産業の特質、産業組織を整理し、その基本的な要因と変貌の姿を歴史的、構造的に検討する。そしてその延長線上に住宅ローン媒介とその担い手が分化・自立する要因と実現条件を明らかにすることにした。

1. 住宅産業・産業組織の複層性・分散性

（1）「産業」・「産業組織」の概念

「産業」（industry）という言葉は、財・サービスの生産・分配を遂行する経済活動の総称であり、『経済学辞典』などでも一般にその活動の担い手である業者、企業など一体のものとして捉えられている⁵⁾。そのため「産業」という概念は、定義それ自体と事業所統計や標準産業分類などでの分類などとの間で「概念上の整合性が失われている」ともされる⁶⁾。しかしそれはまず、「財又はサービスの生産と供給において類似した経済活動（「業」＝「業務」：引用者）とその担い手である事業者、企業を一体として見たものであり、実際上は、同種の経済活動を営む事業所の総合体と定義され」ているという表現にあるように、業務それ自体とそのものとその担い手＝供給者が区

5) 『英語辞典』では、'industry' は、15世紀に用例が見られるラテン語の 'industrius'（行動的な、勤勉な様）を意味し、「中に築くこと」が原義とされている。（『ジーニアス英和大辞典』）国語辞典では、「生活に必要な物的財貨および用役を生産する活動」、あるいは「提供する事業」とされ、国民経済において付加価値や就業構造を分析する際の第一次・第二次・第三次産業分類、あるいは宇宙産業、エネルギー産業などに始まりハイテク産業、平和産業、レジャー産業といった用例が列挙されている。（『デジタル大辞典』、『明鏡国語辞典』）

6) 自明のことであるとされているためか、主要な『経済学辞典』には、「産業」という用語そのものに関する記述はない。ただし「サービス（産）業」は、アダムスミス以来の「生産的労働」概念にかかわり、経済成長、国民経済の編成態様を分析する概念として独自に扱われることが多い。

ただし同辞典の「サービス産業」の項目では、その「範囲」について、はじめから「狭義には営利を目的としたサービス（産業サービス）を供給する事業主体をいう」とされ、必ずしも供給活動そのものと供給主体が明確に区別された定義が与えられている訳ではない。

なおこの項目では、「機能」について、「供給の大部分は対個人（家計）に向けられている。したがって、サービス業の経済的機能は、個人（家計）の消費・社会生活における種々の便宜の提供や欲望の充足のために物財と労働力を不生産的に消費するものである」として、その存立が物財生産に支えられていることを指摘している。シュンペーターの「所得介入現象」、⁷⁾「社会生活に不必要なまでにサービスが介在している状態」、あるいは「虚業」（資本主義の腐朽性）の増大を取り上げており興味深い。（盛田常夫執筆、『大月経済学辞典』（1979）、360ページ。）

別されないで使われていることに起因する。実際の統計把握が、「国民にとって合理的な意思決定を行うための基盤となる重要な情報の体系整備」と、「その体系的かつ効率的な整備及びその有用性の確保」のための、行政による公的統計の整備を目的とした統計法の性格上、当然のことでもある⁷⁾。しかし同時に、こうした「産業」の「分類の基準」は、基本的には経済活動それ自体を意味する「業」、 「業務」生産される財またはサービスの種類（用途、機能等）、提供の方法（設備、技術等）、原材料の種類および性質、サービスの対象および取り扱われるもの（商品）の種類などに着目してなされていることも事実である⁸⁾。「業」と担い手である「主体」が一体で生産、供給されるにしても、複数の異種の財・サービスの生産・提供が同一の「主体」によって担われることも、また主体が分化、自立したり、統合されたりすることも分業が発生した太古の時代から見られることである。したがって「業」と「主体」の関連は常に変化しうるものであるから、両者は概念的にも区別して理解することが可能であり必要でもある。

それゆえ「産業」が、「業」と「主体」を統合した概念として使われる場合であっても、それぞれの技術進歩・革新・新しいビジネスモデルの導入や、それらの経済・金融環境の変化、規制政策などから影響を受けつつ、「業」（業務）それ自体は日々刻々と変化する。そしてこのように変化する各種の「業」の担い手は、それらを収益基盤としながら次々とその位置づけや比重を変えつつ互いに競争し合いつつ、「産業組織」を変化させるという視点を維持すべきではないかと考えられる。

「産業組織」は、すぐれて「財・サービスの生産、流通を担う事業体、企業、金融機関相互間の参入条件、価格、そして業務の連携関係に規定される競争関係を表す概念である。そして、翻って業務の担い手に対する市場への参入条件をはじめ、業務・兼業の範囲、価格設定、さらには市場退出条件を規定する規制政策は、事業主体間の競争関係、産業組織のあり方に反作用を及ぼし、いったん確立した競争を促進することもある一方で、競争制限関係を固定化したり、条件を変え

また「サービスの経済学」の項目では、宮沢健一氏が、その経済学的意味を取り上げたフュークスの「サービス経済の到来」にかかわって、サービスの就業人口における「非物財部門に従事する従事する就業率比率が有形財の生産に従事する就業率比率を超えた事実」を取り上げ、「サービス〔生産－引用者〕」は物財と異なって、生産と消費に同時性があり、生産性の上昇率が物財部門に比べて低く、物的資本投入よりも人的資本や非筋肉労働の投入に依存する率が高いこと、また公共的・準公共的サービスの比重が高まる傾向などを指摘し、「物財生産」と「非物財生産」を区別して述べている。（宮沢健一執筆、『大月経済学辞典』361ページ。）

7) 総務省によれば、「日本標準産業分類」それ自体は、個々の産業を認定するものでも、補助金などの対象指定を行うものでもなく、統計法に基づく公的統計そのものの統計の結果を表示するための分類であることを明示している。総務省「日本標準産業分類（平成25年10月改定）（平成26年4月1日施行）」（http://www.soumu.go.jp/toukei_toukatsu/index/seido/sangyo/H25index.htm, <http://law.e-gov.go.jp/htmldata/H19/H19HO053.html>。）

8) http://www.soumu.go.jp/main_content/000286955.pdf.

て強化することもあることに留意すべきであろう⁹⁾。

植草益（1997.7）は、公的規制の根拠を、基本的には「市場の失敗」に求め、これが大きいミクロ経済レベルでの「市場機構の補正」のための「公的関与」として、①公的提供（公共財の供給）、②公的誘導、および③公的規制を整理・定義し、公的規制を①公益企業、②電気通信業、③運輸業、④放送業、⑤金融・保険・証券業、⑥エネルギー産業を含めた「価格、参入・退出、合併、投資、財務など」として規定した。そして公的規制をその目的に着目して経済的規制と社会的規制とに分けて整理されている。

筆者もこうした定義に異議はない。しかし同時にアメリカの住宅ローン市場における産業組織は、1970年代以降の金融自由化、証券化を契機として著しい構造転換を遂げており、そこでは単に「金融コングロマリット」化した大手商業銀行、投資銀行グループへの統合のみならず、各市場段階において分業の細分化が進展した。特にローン組成段階における媒介領域では、業務の分化に伴い零細な独立系のモーゲージブローカーが群生し、それらがローン組成市場で圧倒的な市場シェアを占めるようになったことが注目される。住宅ローン債権の保有や元利取り立て業務では上位金融機関への著しい集中が見られる一方で、個々の消費者に接する市場では、集中度が低く分散性が高い産業組織が形成されているのである。

2010年ドッド=フランクリン法における規制、とりわけ「第XIV章 住宅ローン市場改革・略奪的貸付禁止法」の諸規定は、主としてこれらの零細業者のローン媒介業務に対する極めて厳格な直接的規制を網羅、整備するに至っている。これは、サブプライムローン問題がリーマンショックや世界金融危機の引き金となったばかりではなく、同時に大規模な住宅ローン破産、住宅喪失といった資源配分効率の歪曲や消費者利益の阻害をもたらした要因として、これを防止するための「社会的規制」¹⁰⁾としての性格を帯びているとも言える。

住宅は、国民全体が消費する「公共必需財」とも規定されている¹¹⁾。また財・サービスの生産、流通はもともと専門的事業者や、民間金融機関、公的機関によって提供されるとともに、長らくその主要な領域は、零細な業者に担われ、その産業組織も分散的な性格を強く保持してきた。そしてこのような住宅取得のための資金調達手段である住宅ローンの供給組織も、後に見るように、戦後のアメリカでは、しばらくの間、民間非営利を中心とする預金金融機関によって、日本では住宅金融公庫をはじめとする公的機関によって市場整備がなされてきた。このような産業の姿は、急速な技術革新、自由化・規制緩和、「産業融合」、そして「ネットワーク化」が指摘される産業においてより重要性を増しているように思われる。いわゆる分断された既存のセグメント産業で

9) 植草（1997.7）4-14ページ。

10) 同上、10-14ページ。

11) 同上、8-9ページ。

は、その内外で市場統合、相互参入が進展すると同時に、常に新たな「業」が生み出され、既存事業、ビジネスモデルの分化・自立、それに伴う事業者・事業体（企業・金融機関・専門業者）の分化・自立も生みだされているのである。

住宅産業、および住宅ローン産業とその産業組織の特質を検討してみよう。

（2）住宅財生産・流通の複層性・分散性

住宅産業が、マクロレベルの付加価値形成規模から見て、自動車、電機といった耐久消費財産業に匹敵するかまたはそれを凌駕する巨大産業であることはよく知られている。また住宅産業が生み出す住宅財それ自体は、自動車や電気製品と同様に、私的財として生産され、流通する耐久消費財の一つでもある。

また、住宅の需要者は、個々の消費者であり、住宅という財それ自体も生活様式や家族構成、趣味・嗜好によって著しく多様である。住宅素材生産技術の進歩やプレハブ住宅やツーバイフォー工法などの住宅建築工程・工法技術の発展により、部材、設備、および工法の標準化・規格統一が進みながらも、持ち家で見ると殆んどどれ一つとして同一の住宅が存在しないのも、住宅取得者＝消費者の個別性に起因していると言える。

加えて、住宅財は、土地・不動産の上に立地し、土地・不動産と一体をなす居住用不動産としても存在し、取引される。さらに住宅は孤立して存在するのではなく、集合体として存在するのであるから、交通・通信・電気・ガス・上下水道などの公益事業ないしは社会資本のネットワークに支えられた居住コミュニティの一環をなし、それ自体が環境・景観をなす街並みを形成するとともに都市計画の一環をなす社会的な性格を強く帯びている。

持家住宅が賃貸住宅と並んで私的財でありながら、同時に予てより「準公共財」、「価値財」と呼ばれることがあるのは、こうした財の生産、流通、消費（利用）の仕方を反映したのものである¹²⁾。

また住宅産業は、その生産、流通、消費（維持・管理）に至る過程で、土地の取引に始まり、住宅建設、流通、それに続く消費段階における維持・管理・補修に至る多段階の市場を形成することもよく知られている。住宅は、その需要者が個々の消費者であり、極めて個別性の高い財であることから、大規模開発や大規模分譲、マンションを除けば、大量建設（生産）には限界があり、多品種・少量生産、個別流通の典型でもあることから、地域社会に密着した生産業者によって担われてきており、「川上」の素材生産、流通段階や開発事業などの段階において大手メーカー、流通業者、大手デベロッパーなどが比較的高い集中度を示していることを除けば、長らく地場の中小零細建設業者によって生産され、流通段階においても比較的小規模な不動産業者、販売業者に

12) 五井・丸尾（1984）57-61ページ、平尾（1970）を参照。

よって担われてきた。

しかも住宅生産、流通過程は、極めて連続的で複合的な職能・業務とそれを担う専門業者によって担われてきた。生産段階における建築設計、測量業、基礎、外構・工事、屋根瓦、タイル業、組立て、外壁塗装業者、電気、ガス、水道工事、設備供給・工事業などに至るまで、各種の部分建築工程が細分化された分業が存在し、その連続性確保が生産（建築）事業の不可欠の要素をなしてきた。続く流通過程においても、その引き渡しに至るまで住宅販売業、不動産（宅建）業といった販売・仲介業務、土地家屋調査士・司法書士などの登記業務が、さらには消費段階での住宅管理・補修業が多段階にわたって複合的・連続的に連なっている。

また産業組織面では、伝統的に地域に密着した住宅供給業者として中小零細業者が群生しており、伝統的に財自体の地域的特殊性と相まって分散性が強く、集中度が低いこともよく知られている。

しかし、こうした生産・流通・消費に至る工程の多段階性、複合性、分散性も、素材生産技術、流通技術、住宅工法の発展により、部分建築工程を担う独立自営の零細業者が淘汰されつつあり、プレカット資材・部材の供給元を大手メーカーに依存するメーカー系列化が急速に進展し、産業集中、産業組織の寡占化が進んでいるのも日米を含む世界共通の傾向である。

（3）流通工程の多段階性・複層性

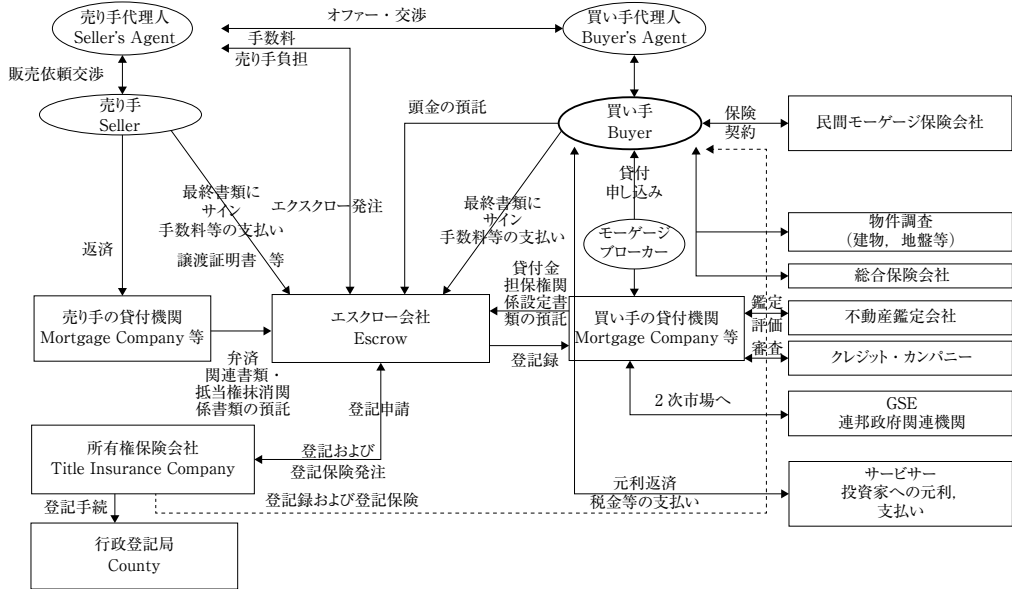
こうした住宅産業の特性を、「居住用不動産」の流通工程に即して、さらに詳しく見てみよう。通例、住宅取引は、日本では宅地建物取引業者<宅建士>によって仲介され、アメリカでは図1に示されるように、不動産業者（realtor）によって媒介（broking）される。またその権利関係の確定手続きは専門の登記業者によって担われることが多い。日本では、新築戸建住宅の場合、土地家屋調査士が行政への建築許可申請の提出と許可証の取得と建物の表示登記を行い、司法書士は、所有権移転登記、抵当権設定登記などの権利関係の登記を行うことが多い¹³⁾。アメリカでは、所有権は、所有権保険会社（title insurance company）を通じて行政区毎に設けられている郡（county）の登記所に登録され、所有権が法的に確保される¹⁴⁾。

新築注文住宅や分譲住宅では、住宅メーカー・建設会社、またはその販売業者が住宅取得者と

13) 少なくとも日本では、登記は法務局に向かうか電子的な手段を利用することにより消費者自身でもできるが、消費者が不慣れであることや手続きの煩雑性のため、専門の士業にゆだねられることが多い。（一般社団法人日本住宅ローン診断士協会監修・特定非営利活動法人日本資産証券化センター編著（2016）、特に第4章。）

14) 所有権保険会社は、単に所有権をめぐる第三者対抗要件を確保して法的紛争に備えるばかりではなく、ハリケーンや河川の氾濫といった自然災害による土壌喪失への付保といった損害保険業務を担うケースも少なくない。（筆者のアメリカ・カリフォルニア州におけるヒアリングによる。）

図1 アメリカの住宅取引・住宅ローン組成プロセスと主要業者の分業



(出所) 価値総研作成資料を筆者が修正。

の間で建築請負契約や販売契約を結び、住宅建設（生産）を担い、中古住宅では、再販業者や宅建業者が販売契約を結んで建設（生産）され、引き渡しが行なわれる。

日本では、長らくスクラップ・アンド・ビルド政策の下、集合住宅（マンション）を含め新築・分譲住宅の建設戸数に比して、中古住宅流通の比重が低いが、アメリカでは中古住宅の売買件数が新築住宅の数倍に及ぶという市場構造の相違があることも知られている¹⁵⁾。

住宅生産の初期段階においては、土地の測量業者、住宅デザイナー・建築士、技術者・エンジニアといった職能があり、アメリカではインスペクター（inspector）制度が導入され、日本でも2000年には、従来の建築許可制度に加えて、住宅の品質確保を促進するための住宅性能評価制度が導入され、関連業者が群生している¹⁶⁾。それらの業務は、大手の不動産業者や建設業者の内部スタッフによって遂行される場合もあるが、零細な独立事務所に所属する専門業者によって担われ

15) 前掲、特定非営利活動法人日本資産証券化センター編著（2016）、第3章を参照。

16) アメリカでは1930年代に、連邦住宅局（FHA: Federal Housing Administration）のローン保険制度が発足し、付保条件として住宅性能基準を認定するインスペクター（inspector）が住宅の建築基準維持において重要な役割を果たしてきた。日本では2000年代にようやく性能評価制度が発足し、基本構造（基礎・構造体力上の主要分・雨水の侵入を防止する部分）に瑕疵担保責任が明記され、法的紛争処理制度も整備されている。住宅金融公庫（現、住宅金融支援機構）の証券化ローンの買取りに際して、性能評価を受けた住宅への性能検査の省略などの誘導型規制が導入されている。（前掲書、59-62ページ。）

ることが少なくない。またアメリカでは、住宅コミュニティの開発から運営に至るまで CDC (Community Development Corporation) と呼ばれる民間非営利団体が全米2000を超える規模で存在しており、開発・プランニング、建設発注、分譲、完成後の運営に至るまでの住民と行政を含む交渉・調整が行われている。またアパート・コンプレックスの運営も多くが比較的小規模な NPO によって担われている¹⁷⁾。

以上見たように、住宅は、需要者が個々の消費者であることを反映して個別性の強い財であり、また住宅産業は、生産、流通、消費に至る多段階にわたる多様で複層的な業務の連携によって成り立っている。そしてその産業組織も素材・資材生産段階や設備機器関連生産段階、大規模プロジェクトの請負・建設段階を除けば、なお相対的に集中度が低く、地域的な分散性を強く有していることに特徴を見出すことができるであろう。

2. 住宅ローン産業・産業組織の多段階化の進展

(1) 居住用不動産担保ローンの商品特性と規格化

住宅ローンは、消費者の住宅取得を目的とした資金調達手段であり、アメリカではコモン・ローに根拠を持つ不動産担保金融契約 (mortgage) として、日本では民法587条に基づいた金銭消費貸借契約として成立する。貸し手は借り手に対してローンの返済に至るまで巨額で長期にわたって「期限の利益」を与える債権債務契約を成立させることになる。

住宅流通（販売・引き渡し）においては、居住用不動産の決済時（所有権移転時）に、建築業者や売り手に対して資金が交付されねばならないが、頭金 (down payment) や不動産決済に必要な手数料などを除けば、取得費用の大部分は、住宅ローンによって調達されることが通例である。

そこで建設請負契約、販売契約締結以前に、消費者は住宅ローンの借り入れの用途を立ておくことが求められ、住宅供給業者は時間的には先行して消費者との間で資金計画の相談にのり、住宅ローンの貸し手（金融機関）との間で借入可能性を打診して交渉し、事前審査を行うことが求められる。住宅供給業者が新規住宅ローンの媒介業務を遂行し、それが貸し手の金融機関にとっても客付け（マーケティング）ルートを中心をなすのは、住宅ローン契約が、消費者、住宅供給業者、および金融機関の相互間の住宅取引の前提をなしているからである。またそれらの業務は時間的にも前後したり、フィードバックすることもある。

こうした住宅ローンはミクロ的に見て家計部門最大の資金調達（負債）であると同時に、マクロレベルで見ても国内の負債市場の重要な構成要素の一つをなしている。そしてこの住宅ローンの供給（生産、分配）方式は、それぞれの国の歴史的経緯に規定された独自性を有している。戦後の

17) 上野・海老塚 (1992.11) を参照。

日米の住宅ローン市場は、住宅ローンそれ自体が規格化された金融商品でありながら、その供給主体である金融機関の業務も、産業組織も、それぞれ固有の歴史的経路の影響を受けて、多段階にわたる複層的な性格を有している。

(2) 金融形態・商品の独自性・規格性

まず住宅ローンの借り手は消費者、勤労者であり、その資金用途は住宅取得にある。消費者、勤労者は、それらの年収の何倍にも相当する価格で住宅を取得する。一部の富裕層を除けば巨額で長期にわたる住宅ローンを契約し、生涯にわたって返済を続けることも少なくない。

住宅ローンは、家計部門の債務という点では、産業金融・企業金融に対置される消費者金融の一形態と考えることもできるが、典型的な消費者金融が無担保の対人信用であるのに対して、居住用不動産の取得を資金用途とし、これを担保とした貸付（ローン）という点で、消費者金融との区別されることが多い。不動産担保ローン自体は、事業貸付資金としても利用され、中小企業金融の一部をなすこともあるが、消費者の住宅取得資金の供給業務を担うことから、独自のローン産業として導入され、定着してきた。

個々の消費者にとっては、住宅ローンの借入れは巨額の債務を負う人生において重大イベントであり、それ自体は、日米を含めた共通点であるが、アメリカでは、特に住宅取得契約における着手金、ローン契約の際の頭金（down payment）、さらには返済が始まった後も続く財産税（property tax など）の支払資金¹⁸⁾を、エスクロー（escrow, 日本の信託会社にあたる）と呼ばれる独特の業者に預託する慣行がある。エスクローは、図1においても、住宅の売り手の代理人（不動産業者、弁護士）から業務を受注して、売り手の譲渡証明書をはじめとする書類や手数料を預かり、売り手側のローン弁済書類や抵当権抹消関係書類の預託を受け、所有権保険会社への登記依頼を行う。また買い手の側の頭金や住宅売買契約書類の預託を受けるとともに、ローン契約後にも新たな貸付機関への登録を提供する。このようにエスクローは、わが国では見られない第三者的機関として不動産決済取引を中立公正に遂行するための中核的な業務を担っている¹⁹⁾。

(3) 証券化を通じた市場の多段階化、産業組織の転換

住宅ローンの供給は、日米ともに預金金融機関を中心に担われてきた。日本では、戦後の「住宅不足」の中で、まず公的部門である住宅金融公庫が持ち家の推進政策の一環として公的ローン

18) 全米の家計の財産税の年間平均支払額は、ニュージャージー州の2.35%、平均住宅価格評価額（中位値）では7,410ドルを筆頭に高水準にある。全米センサス局によれば全米平均で2,149ドルにのぼる。（Kiernan (2017. 3)）

19) カリフォルニア州では、北部ではエスクローは所有権保険会社とは独立して営業し、南部では、同一事業所が兼営する慣習が定着している。（筆者の現地における業者ヒアリングによる。）

の供給を開始し、民間銀行を代理貸し機関とする制度インフラ、市場基盤を整備した。1960年代の高度成長期には、民間機関としては労働金庫（東京労金、現中央労金）や長期信用銀行が住宅ローンの貸付を開始した。1970年代に入ると民間銀行、特に大手銀行を中心に住宅ローン供給方式が模索され、当時の大蔵省主導で、業界横断的な住宅金融専門会社（住専）が設立されたが、石油ショックを契機にした事業金融需要の減退を契機に、都市銀行本体での住宅ローン供給が本格化し、1980年代のバブル経済時には住宅金融公庫の固定金利ローンと民間銀行の変動金利ローンの併存供給が見られた。

しかし1990年代には、バブル崩壊による事業貸出需要の低迷を反映して、公庫ローンによる「民業圧迫」論が台頭し、2000年代に入ると公庫の改組による住宅金融支援機構の公的直接貸付（公庫ローンの直貸し）は原則廃止され、原則として民間銀行からローン債権を購入し長期固定金利ローンを証券化の仕組みで供給することとなった。その結果、住宅ローン供給の主体は、民間預金金融機関中心で、しかも大手銀行（メガバンク）の貸出が高いシェアを占めるようになった²⁰⁾。

アメリカでは、住宅ローンは、商業銀行や生命保険会社によっても供給されたが、長らく貯蓄貸付組合（S&L）や貯蓄銀行といった民間非営利の伝統を持つ専門金融機関がコミュニティの貯蓄性資金を吸収し、消費者に住宅モーゲージ（residential mortgage）方式で貸し付けるシステムが形成された。ローン供給は預金金融機関を通じたものが中心をなしており、1930年代の大不況・ニューディール期には、これら専門機関を対象とした連邦政府の重層的な規制・支援システムが形成された。戦後においても少なくとも1970年代までは、専門金融機関制度が維持され、これを政府の規制・支援システムが支える縦割りの分業が続いており、産業組織は、商業銀行業界と同様に分散的で、集中度が低いという特徴を保持してきた。

しかし戦後のインフレ・高金利というアメリカの経済・金融環境は、預金金融機関を中心とする住宅ローンの供給システムを大きく転換させることとなった。預金金融機関は、1980年代まで続いた預金金利上限規制下で、インフレ・高金利が昂進すると預金金融機関のマチュリティ・ギャップが拡大するという金利変動リスクにさらされており、逆鞘や預金流出に対応するため、1970年代には連邦政府関連機関（GSE）による長期固定金利ローンの買い取り、ローン債権のモーゲージ担保証券（MBS）の発行システムが導入され、証券化が推進された。

証券化は、伝統的な預金金融機関などのポートフォリオ貸付に代わって、ローン組成後に債権を転売する仕組みを組み込んでおり、大手銀行やノンバンクの系列子会社などのモーゲージ・カンパニーの市場参入を可能にした。また証券化に伴って、連邦政府機関のリファイナンス資金の供給やモーゲージ担保証券（MBS）の保有を通じた年金基金その他の機関投資家の資金供給の比重が急上昇した。

20) 井村（2012）

このような中、1980年代のS&L危機を契機に住宅ローン専門金融機関が整理淘汰され、預金金融機関の商業銀行への統合、全米規模での銀行合併・再編が進展した。ローン組成市場における上位機関の集中度は急速に上昇し（2006年段階で78%）、産業組織は著しく高い集中度を示すようになった²¹⁾。またウォールストリートの投資銀行による証券化商品の組成業務も証券化機構において突出したプレゼンスを示すようになり、国際債化したMBSの海外保有も増加した。

日米の住宅ローン供給システムの変化を歴史的、構造的に見ると、インフレ・高金利問題や官民競合問題など直接的な契機や程度の違いはあるが、日米ともに証券化を通じた業務の多段階化、主要なローン供給段階における担い手の集中度の上昇が認められる。

特にアメリカでは、住宅ローン市場が2000年代の住宅バブルとその崩壊を契機に、サブプライムローン問題、リーマンショック、およびそれに続く世界金融危機の引き金となったことも重なって、民営化された連邦政府関連機関が連邦政府の管理下に置かれる一方で、住宅ローン資金の供給の担い手である預金金融機関が長期ローンとしての住宅ローン資金を供給するポートフォリオ貸付業務はもはや存続できず、金利変動リスク、信用リスクに対応できるシステムの再構築が規制面、財政金融システム面、両面にわたって重要課題となっている。

また日米ともに、住宅ローン組成や債権保有、保証業務に占める大手金融機関や公的部門の比重の高まりが見られる。このように、少なくとも住宅ローンの資金供給主体に即して見ると、日本は大手銀行の主導性が高まり、アメリカは大手銀行への集中・再編の急進展と同時に公的部門の比重が増すというパラドクスが認められる。

（４）信用補完の複層性と関連業務の集中

住宅ローン供給では、それに付随する信用補完措置が複合的で多段階にわたって組み込まれていることも他の金融業務とは際立った特徴が示される。住宅ローンは借り手の年収の何倍にもものぼる巨額の資金を長期にわたって供給する金融業務であるため、信用リスクに対応した特有の信用補完措置が、抵当権設定、借り手の信用補完、抵当物件の保全措置、元利取り立て（サービシング）、および証券化機構におけるMBSの投資家への公的な元利支払い保証に至るまで多段階にわたって組み込まれている。

１）抵当権設定による信用補完

巨額で長期にわたる住宅ローンの信用補完は、まず抵当権設定契約によって支えられる。日本では、銀行などによる金銭消費貸借契約は、担保物件となる土地・建物を抵当とする抵当権設定契約が同時に締結される。アメリカでは、不動産担保ローンをモーゲージと呼び、モーゲージそれ自体は、直接には住宅ローン債権（mortgage：借り手が貸し手に交付する約束手形〈promissory

21) 井村（2007・a/b）

note〉、不動産等の契約証書〈contract documents〉、保険証券〈insurance policy〉など）の書類の総称を意味する。住宅ローン契約時に借り手がこれらの証書を貸し手に対して交付することにより、借り手が返済不能になった場合に、担保資産を処分する（抵当権を行使する）ことで資金を回収するいわゆる「差押え」〈foreclosure〉が行われる²²⁾。

これは、貸し手が設定した担保が債務不履行時のみに所有権（title：権限）を主張できるという先取特権（lien）理論に基づく英米法のモーゲージ（mortgage：抵当貸付）を基礎としており、日本の制度も基本的にこれと変わるところはない²³⁾。

また抵当権設定業務それ自体は、日本では司法書士が、アメリカでは所有権保険会社が遂行しており、その労働集約的な性格もあり、産業組織は分散性を強く持っている。

2) 借り手支払い能力に対する信用補完

信用補完は、抵当権設定にとどまらない。長期にわたるローンの弁済過程では、借り手が失業・経営破綻、疾病・死亡等により返済不能となるリスクが存在する。この借り手の返済不能リスクをカバーする信用保証・保険が第二の住宅ローンの信用補完措置となる。

日本では、このような借り手の信用保証は、当初、公的ローンである住宅金融公庫ローンが、保証人保証と公的部門による信用リスクの負担が想定され、信用保証会社による保証を持たない形で導入された。また公庫は、任意加入の団体信用生命保険の形（「公庫団信」：契約主体は公庫、借り手の死亡・重度障害などに対応して残債を全額弁済する）で信用補完制度を導入した²⁴⁾。また一部民間金融機関に融資保険を提供している。民間金融機関は、当初から団体信用生命保険をローン供給の必須の条件としており、また個々の金融機関または業界毎の系列の信用保証会社を通じた信用保証システムを導入し²⁵⁾、多くの銀行、金融機関は、当初から保証会社による抵当権設定契約を締結し、ローンの延滞90日程度で金融機関本体から関連会社にローン債権を保証会社に移管し、保証会社によるローンの抵当権行使を可能にする形で金融機関本体から信用リスクを分離するバッファを設定している。

アメリカでは、大恐慌・大不況を契機に1934年に先述の連邦住宅局（FHA）が民間部門の住宅ローンに対して、ローン保険制度を創設し、1944年には退役軍人に対する住宅ローン保証を導入して公的保険・保証制度を開始し、市場の重要な一角を形成した。また1970年代以降の住宅ローンの証券化を機に、独立系の民間保険であるモーゲージ保証保険会社（mortgage guarantee insurance company：MGIC、別称PMI：private mortgage insurance）が、ローン債務残高と担保

22) 井村（2002.2）、26ページ。

23) 井村（2002.2）、25-27ページ。

24) 住宅金融公庫（2000）、185ページ。

25) 筆者の業界におけるヒアリングによる。

不動産の時価額との差額を付保する部分保険の形で参入を本格化させた²⁶⁾。

日米比較の議論では、しばしばアメリカの住宅ローンが借り手の返済不能時に、事実上、抵当権を行使するのみで、事実上担保価値を上回る債権の遡及権を認めないノンリコース条項が存在する本来のモーゲージローンであり、日本の住宅ローンが抵当権よりも、借り手の返済能力や信用保証システムを重視したクレジットローンであるという認識が見られる。しかしアメリカにおいても住宅ローン契約それ自体にノンリコース条項を組み込んでいる契約はほとんど存在しない。それとは別に州法による消費者保護措置として、抵当権行使の際に担保価値を上回る債務の請求を禁止している州が多いというのが事実である²⁷⁾。

日本では住宅ローンの保証業務は、独立系または業界団体が設立した一部の保証会社を除き、銀行などの系列保証会社が担っており、貸し手である銀行等の産業組織の一環をなしている。またアメリカでは、ローンそれ自体に対してはFHA/VAなどの連邦政府機関が、証券化商品の投資家に対する元利保証業務は比較的少数の保証会社（MGC）が担っており、比較的集中度が高いが、むしろFHAなどの連邦保証は政策的意味合いが強いと言える。

一方、日本では、近年の住宅ローンをめぐる競争激化の下で、金利に保険料を上乗せする形で保険業務の「第三分野」にあたる医療・疾病や失業時の所得補償を付帯した保険商品の供給が普及しており、日本の中古住宅価値の保全が難しく、むしろ借り手の返済能力を対人保証・保険でカバーする「クレジットローン」としての性格が強い点は否めないことも事実である。アメリカの住宅ローンが担保不動産の価値に重点を置いて信用補完を講じるウェイトが高く、これが本来の「モーゲージローン」であるとされ、ノンリコースローンをわが国においても導入すべきであるという主張も見られるが、ノンリコースローン制度と実態を踏まえた検討が求められると言える。

加えて近年の日本の住宅ローン市場の競争激化の下で、金融機関が借り手に対して各種の保証・保険をセット販売することが定着している。住宅ローンの貸し手である金融機関の保険代理業の兼営が、超低金利、マイナス金利下の銀行の補完的な収益源泉となると同時に、住宅ローン供給と保険商品供給のワンストップ化による消費者の利便性と選択肢の確保との兼ね合いをめぐる情報開示等の新たな規制課題として浮上する可能性があると考えられる²⁸⁾。

以上のような保証・保険業務は、アメリカでは、第一次住宅取得階層を中心とするFHAや退役軍人を対象とするVAによる公的保険・保証が一定の役割を果たしているのに対して、日本の信用

26) 秋山（2007）. アメリカのモーゲージ保証会社は、地方債、特にレベニュー債の保証業務を主業としていた業態が証券化を契機としてニッチ市場に参入した事例として興味深い。2007年以降モーゲージ担保証券（MBS）に組み込まれたサブプライムローンの債務不履行の激増に直面し、経営危機に陥った。

27) 長期優良住宅ローン研究推進協議会（2011）、89-113ページ。

28) 保険代理店報酬に対する規制は、損害保険や少額短期保険については保険料収入の20%を上限とされているが、生命保険分野ではこの種の規制はまだなされていないと言われている。（筆者の業界関係者への聞き取りによる。）

補完措置においては公的システムは主流ではなく、貸し手である銀行などと提携した大手民間保険会社が、団体信用生命保険や第三分野の保険業務において極めて高い集中度を示していると言える。

3) 損害保険による担保物件の保全

また住宅ローンの信用補完は、火災・自然災害・地震などのリスクに備えて担保物件の保全を図る損害保険・地震保険に及んでいる。火災や自然災害によって居住用不動産そのものが焼失・損壊・土壌喪失などの物理的損害を被ると、たとえ借り手の返済能力が保持されていたとしても、居住生活条件が失われ、結果として借り手の返済能力にも影響がおよぶリスクが存在する。こうしたリスクを金融面から見ると、ローンの借り手（＝住宅の所有者）の保険料負担によって担保物件の保全のための損害保険契約も担保物件が棄損した場合に備えて、住宅ローン契約時に抵当権と併せて抵当権の対象となる建物が滅失しても損害保険金から優先弁済を受ける質権を設定する、貸し手にとっての債権保全措置が取られていることを示す。

以上に見たように、住宅ローンという長期にわたる債権債務関係を維持するための信用補完措置は、多段階かつ複層的に設定されているが、産業組織は日米ともに保険を引き受ける三大大手損害保険会社への集約化、集中が進む一方で、住宅供給業者などが代理店として保険募集業務を担っており、集中度は急速に高まっている。

特に日本では、住宅ローンをめぐる競争激化と銀行の収益確保の強まりを反映して、失業時の所得補償や疾病保険・がん保険を含めて多様化しつつも、住宅ローンの貸付業務と一体となった市場集中が進んでいると見られる。

(5) サービサーの分化・自立と集中

貸付契約の締結に続く住宅ローン返済過程の中心的な業務は、元本と利子とを回収するサービシング（servicing）業務である。それは正常債権の回収業務とローンの返済が滞った場合のデフォルト債権の回収業務に分けられる。

日本では、正常債権の回収をサービシングと呼ぶことはなく、住宅ローンの貸し手の中心が銀行などの預金金融機関であることから、ローン実行（資金の交付）も、当該銀行に開設された預金口座に入金され、そこから預金払出伝票を通じて住宅資金などの決済が行われる。当然ローンの返済、すなわち元本利子の支払いも貸し手の銀行における預金口座からの自動引き落としでなされる場合が圧倒的である。消費者、勤労者にとっては、住宅ローンを借り入れた銀行に給与振込口座を設定することが事実上強制される²⁹⁾。

29) 銀行から見れば、住宅ローンの供給は、この給与振込口座を通じて公共料金なども自動的に引き落としされることにあるから、当該家計の「メインバンク」としての地位を獲得することになり、提携クレジットカードの契約の獲得手段ともなるリテール金融業務の中心ともなっている。

日本では、サービシング業務は、90日以上延滞債権にかかわる不良債権（デフォルト債権）が貸し手から保証会社に移管された時点から始まる。保証会社は、抵当権行使権限に基づいて、債権回収行為を開始し、借り手の任意売却や競売による回収が不可能な住宅ローン債権については、入札を通じてローン債権を売却することとなる。売却先は、一般に「サービサー」と呼ばれる法務大臣の許可を得た債権回収会社であり、これらを通じたデフォルト債権の回収業務が行われ、ローン債権の流通市場も定着している³⁰⁾。

アメリカの住宅ローンの元利回収業務は、19世紀の導入、普及段階からモーゲージそれ自体が譲渡可能債権であり、債権保有者が転々とする事情や消費者の元利の支払慣行に基づいて特有の分業を形成してきた³¹⁾。すなわち次項に見られるような住宅ローンの証券化の本格化以前から、住宅ローン債権がローン組成に続いて第三者にローン債権が転売されることが定着しており、正常債権の段階から借り手の近隣に所在するサービサー（元利取り立て業者）とローン債権の保有者との間の分化が生まれた。またサービシング業務の権利（servicing right）そのものもローン債権の売買と一体または独立して売買されており、ローン債権の流動化と並行して独自の業態として自立してきた。

アメリカにおける業務・担い手の分化・自立は、消費者による住宅ローンの元利金の返済が、預金口座からの自動引き落としではなく、小切手振り出しが可能な銀行預金（checking account）を開設して、個人小切手（personal check）を振り出して請求者に郵便で送り、小切手振出し口座を決済勘定として利用する慣行と密接に結びついている。このような支払方式は、電気、ガス、水道代などの公共料金の支払いでも同様であり、請求書を確認して自ら支払先と金額を記帳し、署名をして初めて支払いに応じるという慣行として定着してきた。高木仁（2006）によれば、消費者の支払・決済手段に占める小切手の比重は低下しているが³²⁾、2005年時点でなお30%台を占めている。近年は銀行預金口座からの引き落としで住宅ローンの元利返済を行う消費者も増えており、そのことが住宅ローンのサービシング業務における集中度の上昇を促している。

事実、アメリカにおける住宅ローンのサービサー上位25社の集中度は、表1に見るように、2006年時点で次項で見るようなローン組成業者（originator）のそれを上回る80%超に達しており、大

30) 債権管理回収業に関する特別措置法（平成10年10月16日法律126号：最終改正平成26年6月27日法律第91号）

31) アメリカでは、モーゲージは、南北戦争後の西進運動時代から、中西部の農村における農地取得資金の調達手段として普及し始め、ローンを組成するオリジネーター（originator）であるモーゲージバンクがこれを富裕層や生命保険会社に転売する譲渡性を当初から具備しており、それが1870年に入り都市部や都市近郊において、単一家族向け住宅モーゲージの普及が始まった。（Dennis（1988）、井村（2002. 2）25-28ページ。）

32) 個人小切手の利用は、そもそも消費者、勤労者は、給与も企業からの小切手で受け取ることが多いという慣行に基づいている。（高木（2006）、210-213ページ。）

表1 アメリカの住宅ローン・サービシング上位25社のプロフィール・残高
(2006年12月31日)

	100万ドル		Change	市場シェア	Mkt Shr % pt.
	2006	2005			
1 Wells Fargo Home Mortgage, San Francisco.	\$1,341,870	\$1,005,410	33%	15.62%	+3.49%
2 Countrywide Financial Corp, Calabasas, Calif.	1,298,394	1,111,090	17	15.11	+1.71
3 Washington Mutual, Seattle.	710,797	746,759	-5	8.27	-0.73
4 Chase Home Finance, Iselin, N J.	674,057	604,173	12	7.85	+0.56
5 CitiMortgage Inc., O'Fallon, Mo.	521,509	443,510	18	6.07	+0.72
6 Bank of America, Charlotte, N. C.	419,497	368,352	14	4.88	+0.44
7 GMAC Residential Holdings, Horsham, Pa.	337,454	288,813	17	3.84	+0.36
8 ABN Amro Mortgage, Ann Arbor, Mich.	229,889	205,953	12	2.68	+0.19
9 Wachovia, Charlotte.	175,244	38,745	352	2.04	+1.57
10 National City Mortgage, Miamisburg, Ohio.	171,006	169,557	1	1.99	-0.05
11 PHH Mortgage, Mt. Laurel, N J.	160,298	157,302	2	1.87	-0.03
12 IndyMac Bancorp Inc., Pasadena, Calif.	147,994	90,721	63	1.72	+0.63
13 SunTrust Mortgage Inc., Richmond, Va.	129,974	105,578	23	1.51	+0.24
14 Homecomings Financial, Minneapolis.	128,291	104,116	23	1.47	+0.21
15 First Horizon Home Loans, Irving, Tex.	101,755	95,284	7	1.18	+0.04
16 U. S. Bank Home Mortgage, Bloomington, Minn.	99,799	84,799	18	1.16	+0.14
17 Aurors Loan Services Inc., Aurors, Colo.	92,983	75,565	23	1.08	+0.17
18 EMC Mortgage, Lewisville, Tex.	71,954	59,215	22	0.84	+0.12
19 Dovenmuehle Mortgage, Lake Zurich, IN.	66,000	60,000	10	0.77	+0.04
20 Branch Banking and Trust Co., Wilson, N. C.	59,456	54,422	9	0.69	+0.04
21 GreenPoint Mortgage Funding, Novato, Calif.	49,581	50,071	-1	0.58	-0.03
22 Cenlar FSB Ewing, N J.	48,000	45,000	7	0.56	+0.02
23 American Home Mtg. Investment Melville, N. Y.	46,269	30,663	51	0.54	+0.17
24 Morgan Stanley/Saxon Mortgage, Glen Allen, Va.	45,295	42,891	6	0.53	+0.01
25 Regions Mortgage Inc, Montgomery Ala.	43,096	37,157	16	0.50	+0.05
上位25社計	7,170,462	6,075,146	18	83.46	10.08
全米残高計	8,501,000	8,291,000	4		

(出所) American Banker, June 15, 2007. p. 14.

手商業銀行や貯蓄銀行の系列子会社で主要な陣容が構成されている。このことは、住宅ローン証券化がいかにこの産業における新たな業務の分化・自立と産業組織の再編成を大規模に促したかの一端を示すものでもある。節を改めて検討してみよう。

3. 証券化と住宅ローン産業の再編

(1) 日米の証券化背景の総意と市場の多段階化・集中

住宅ローンの証券化とは、ミクロ的に見れば住宅ローン債権の譲渡・売却による流動化の一形

態をなす。居住用不動産を担保とした住宅ローンは、金融機関が組成した債権を完済に至るまでポートフォリオに保持する場合もあるが、債権である以上、財産権として捉えられ、原則として自由に譲渡が可能である。日本では、第三者対抗要件を具備するために、債務者の承諾、契約の確定日を付すことが条件となっているおり、ノンバンクのような貸金業者には、債権の譲渡者、譲受者による債務者への通知義務が規定されている³³⁾。この点は、基本的にはアメリカも変わりはないが、19世紀以来第三者への譲渡がモーゲージカンパニーの通常行為として定着してきた³⁴⁾。しかし少額で金利・満期が多様な個性の強い個々のローン債権の譲渡を大規模な形で実現する仕組みは、これらの債権を基にして小口のローン債権からの元本・利子からなるキャッシュフローの支払いを投資家に対して行うための証券＝モーゲージ担保証券（MBS）の組成・発行スキームであった。なお小口ローン債権からのキャッシュフローをMBS投資家に支払う技術は、コンピュータシステムなしには不可能であり、また1980年代にはコンディット（導管体）と呼ばれる各種の信託類似スキームも導入された。

アメリカの証券化は、1970年代の2桁に達するインフレ・高金利の現出と預金金利規制が残存する状況下で、預金金融機関の長期貸出資産（住宅ローン債権）の利回りと負債（預金）利回りの逆転（逆鞘）、デスイインターメディアーション（預金流出）が激化する中で、住宅ローン債権を流動化するために、連邦政府関連機関（GSE）が住宅ローン債権を買い取ってリファイナンスし、預金金融機関のポートフォリオの再構築を推進することを目的に大規模に推進されてきた。

連邦政府関連機関（GSE）が買い取った住宅ローン債権は、投資銀行・証券業者がこれら債権を基にして組成した新たな証券（モーゲージ担保証券：MBS）に組み込まれ、これらMBSを年金基金、投資信託をはじめとする機関投資家に分売する機構が形成された。こうした流動化・証券化機構は、1980年代に入るとMBSをさらにパッケージし、その延長線上に先物取引・デリヴァティブ市場を備えた重層的・複層的な再証券化市場を構築し、その仕組みはクレジットカードや自動車ローン債権などを組み込んだ証券化市場にも波及し、1990年代に入ると以降は国際債市場の一角をも形成するに至った。

（2）「金融仲介のアンバンドリング」と主要段階における集中

証券化は、住宅ローン産業において住宅ローンの組成（生産）とローン債権を組み込んだ証券の販売を分離するという点で、これは金融商品の「製造と販売の分離（組成〈生産〉と流通の分離）」とも呼ばれる。この現象は、金融機関が貸付契約を締結し、その完済に至るまで貸付債権を保持する場合（ポートフォリオ運用）には、生産と流通の分離（分業）は発生しない。しかし組成された

33) 民法第466条（債権の譲渡性）、同第467条（指名債権の譲渡の対抗要件）。

34) Whitman (2015 Fall), pp. 63-100.

ローン債権の売却が恒常化すると、金融仲介業務そのものにも変化が生じた。この現象は、預金金融機関が吸収する貯蓄性預金＝負債と住宅ローン債権＝資産とが金融機関のバランスシートに結合（bundle）された状態が解き放たれるという意味で、「金融仲介のアンバンドリング」とも呼ばれる。

証券化による「生産と販売の分離」、金融アンバンドリングは、アメリカの住宅ローン産業に、伝統的なローン債権をポートフォリオに保持する預金金融機関（主としてS&Lや商業銀行など）に代わって、ローンの組成後に即座に転売する専門の金融機関であるモーゲージカンパニー、およびモーゲージ担保証券雄（MBS）の組成・分売を担う連邦政府関連機関（GSE）と投資銀行・証券会社の役割と地位を飛躍的に高め、MBSの最終的保有者として年金基金などの機関投資家の住宅ローンへの事実上の参入をも推進することとなった。

住宅ローン産業における証券化は、住宅ローン業務とその担い手である各種金融機関の役割と地位を大きく変化させた。同時に住宅ローンを通じた収益は、住宅ローン債権をその貸付資産に維持することによる利鞘の取得から、ローン債権を組成することによる手数料収入や転売による債権価格差の取得への重点変化といったビジネスモデル自体の変化を促した。これは、ローンを組成して転売するOTD（originate to distribute）モデルと呼ばれるようになった。

アメリカにおいて政府機関に主導され大規模に推進された証券化は、住宅ローン産業におけるローン組成市場（primary market）からローン債権の流動化・証券化市場（secondary market）、そしてMBSの最終投資家市場の形成に至る市場の多段階化、重層化、複層化というべき市場機構の大きな変化を生み出した。同時に主要な市場段階において規格化され、標準化されたシステムを構築できた大手金融機関グループのプレゼンスは格段に高まったと言える。それは、表2に示されるように、大手銀行やノンバンクの関連会社で占める上位25社のローン組成会社のプロフィールや集中度の急上昇に示されている。

しかし日本とアメリカでは、このような証券化を推進した背景や要因に大きな違いが存在する。

日本では、証券化は、2000年代に入ってから財政投融资制度の解体・再編の一環として、住宅金融公庫（2005年より独立行政法人住宅金融支援機構に改組）が公的直接融資を原則廃止して、民間金融機関が長期固定金利ローン（フラット35）を供給し、この住宅ローン債権を買い取り、政府機関債を発行するスキームで、民間主導型の住宅ローンシステムを構築する政策の一環として推進された。直近（2017年3月末）の支援機構の債権買取残高も13兆6,000億円と国内住宅ローン残高、187兆、8,000億円弱のうちの7.3%を占めるにとどまっている。

表2 アメリカの住宅ローン・オリジネーション上位25社のプロフィール・組成金額
(2006年, 3.16兆ドル中)

	100万ドル			市場シェア	Change
	2006	2005	Change		
1 Countrywide Financial Corp. Calabasas, Calif.	\$455,638	\$490,947	-7.2%	14.4%	-0.6%
2 Wells Fargo Home Mortgage, San Francisco	397,641	392,329	1.4	12.6	0.6
3 Washington Mutual, Seattle.	196,181	244,319	19.7	6.2	-1.3
4 Chase Home Finance, Iselin, N J.	178,269	177,890	0.2	5.6	0.2
5 CitiMortgage Inc. O'Fallon, Mo.	169,219	130,433	29.7	5.4	1.4
6 Bank of America, Charlotte.	167,527	158,884	5.4	5.3	0.4
7 IndyMac Bancorp Inc., Pasadena, Calif.	89,951	60,776	48.0	2.8	1.0
8 GMAC-RFC, Minneapolis.	89,261	65,863	35.5	2.8	0.8
9 EMC Mortgage, Lewisville, Tex.	85,604	87,515	-2.2	2.7	0.0
10 GMAC Residential Holdings, Horsham, Pa.	73,986	91,536	-19.2	2.3	-0.5
11 Wachovia, Charlotte	69,427	57,714	20.3	2.2	0.4
12 American Home Mortgage Investment, Melville, N. Y.	58,899	45,298	30.0	1.9	0.5
13 SunTrust Mortgage Inc., Richmond.	56,216	47,655	18.0	1.8	0.3
14 National City Mortgage, Miamisburg, Ohio	43,116	59,032	-27.0	1.4	-0.4
15 PHH Mortgage, Mt. Laurel, N J.	39,837	48,185	-17.3	1.3	-0.2
16 ABN Amro Mortgage, Ann Arbor, Mich.	38,586	53,355	-27.7	1.2	-0.4
17 Aurora Loan Services Inc. (AA), Aurora. Colo.	36,836	51,931	-29.1	1.2	-0.4
18 GreenPoint Mortgage Funding Novato, Calif.	35,631	41,853	-14.9	1.1	-0.2
19 Golden West Financial Corp/World, Oakland, Calif.	33,791	50,860	-33.6	1.1	-0.5
20 First Horizon Home Loans, Irving, Tex.	31,214	41,392	-24.6	1.0	-0.3
21 First Magnus Financial Corp, Tucson.	30,067	27,072	11.1	1.0	0.1
22 MortgageIT, New York.	29,478	29,222	0.9	0.9	0.0
23 Homecomings Financial, Minneapolis.	27,630	17,960	53.8	0.9	0.3
24 Taylor, Bean & Whitaker, Ocala, Fla.	25,494	18,560	37.4	0.8	0.2
25 U. S. Bank Home Mortgage Bloomington, Minn.	22,360	23,080	-3.1	0.7	0.0
上位25社計	2,481,859	2,513,881	-1.3	78.5	1.5

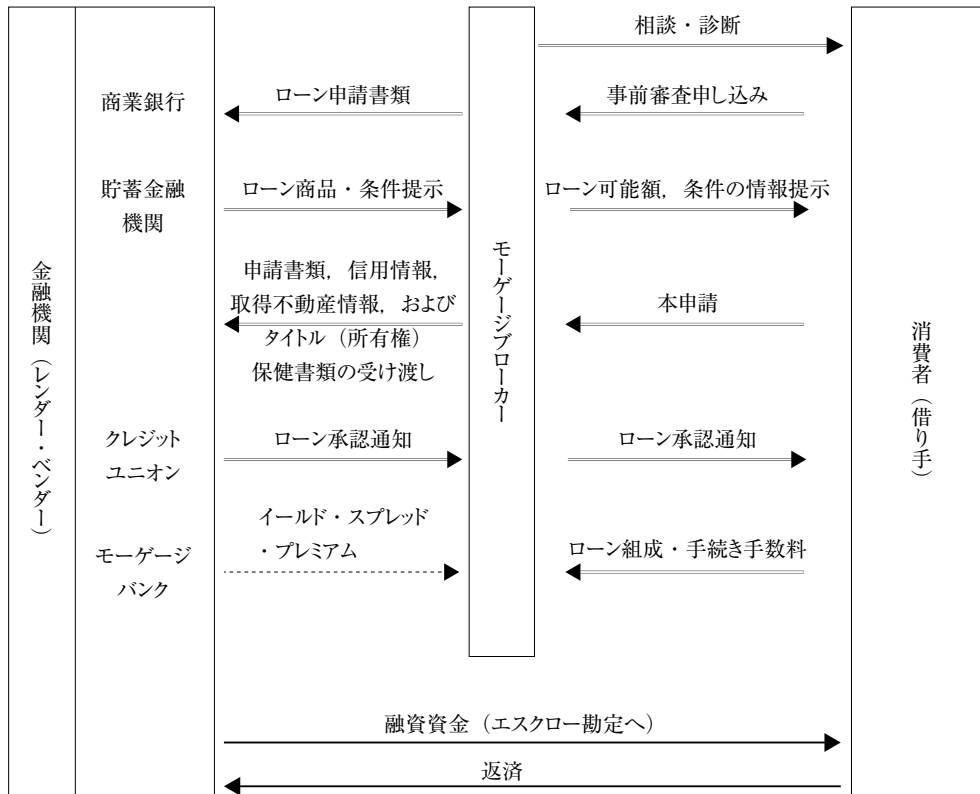
(出所) American Banker, June 15, 2007. p. 14.

4. ローン媒介業務の分化・自立と産業組織の非対称的な分散性

(1) 専門媒介業者=モーゲージブローカーのプレゼンス

以上に見たような住宅ローン市場の主要な段階において、産業組織の集中の急進展が見られるのに対して、それと同時並行的にローン媒介市場では、比較的小規模で分散性の強い金融業態が急速にプレゼンスを拡大した。戦後、1950年代の住宅ブームを契機にモーゲージブローカー(mortgage broker)という零細の独立系業者が、消費者から依頼を受けて相談・診断を行い、住宅ローンの貸し手である銀行、モーゲージバンクとも交渉ができる独自業態が定着し始めた。住宅

図2 アメリカの住宅ローン媒介業務の流れ：
オリジネーション、事前審査、およびプロセッシング



- (備考) ※1 給与を含む所得照明, 銀行取引履歴を含む信用情報等, 全ての借り手の属性情報が添付される。
 ※2 給与を含む所得照明, 銀行取引履歴を含む信用情報等の借り手の属性情報に加え, 住宅販売契約書等の物件情報が添付される。
 ※3 当初申し込み時に比べて, 融資実行時の実効ローン組成手数料が低く, また, 適用金利が高くなった場合に, その差額を銀行からモーゲージブローカーが受け取る手数料を指す。
 (出所) Shinya Imura (2006. 3) に加筆, 修正。

ローンの媒介を担うモーゲージブローカーである。モーゲージブローカーは、2000年代の初頭には40,000業者、従業員にして40万人を超え、今日でも住宅ローン組成市場全体の6～7割を占める一大産業を形成している。

モーゲージブローカーは、前項で見たように、サブプライムローンを利用した略奪的貸付の主犯とされたが、その業務は、情報の非対称性、情報格差が著しい消費者（借り手）と金融機関（貸し手）との間に介在して、消費者の資金相談に乗り、返済能力やローン商品の適合性を診断、提案しながら、金融機関と交渉し、契約代理行為をも遂行する業者である。冒頭で見たように、ドッド=フランク法では、ローン組成業者（originator）として業務内容が規定され、特定の金融機関や関連業者から報酬の分け前にあずかるキックバック行為を顧客誘導行為等への禁止をはじめとして全国統一基準での免許制度が導入され、最も厳格な規制対象となった業態でもある。

また表2のような『アメリカン・バンカー』紙などの大手ローン組成業者ランキングでは、これらの業者が登場することはない。それは、ローン契約の当事者ではなく、あくまでも第三者としてローン組成の媒介を行うに過ぎず、たとえ自己資金で住宅ローンを貸し付けたとしても、大手銀行、ノンバンク系列の貸し手となるオリジネーターやサービサーにローン債権を転売してしまうので、公式統計としてランキングに記録するのが難しいからでもある³⁵⁾。

(2) 情報の非対称性と消費者のローンアクセス

ローン媒介専門の業態が生成・定着した理由を、まず実務的に組成プロセスに沿って見てみよう。

アメリカでは、住宅ローン資金の資金需要者である消費者は、必ずしも貸し手である銀行やモーゲージバンクの店舗などに直接足を運ぶわけではない。特定の貸し手にアクセスすること自体が特定のそれらのローン商品を推奨、誘導されるなど、金融商品の選択肢が狭まる可能性があるからである（マーケティングにおける貸し手主導のレンダーアプローチ）。住宅ローンを住宅販売・売買の媒介の手段として捉え、顧客にとってのローンの適合性や有利性のインセンティブが必ずしも働かない不動産業者もローン媒介の相談者としては限界がある（業者〈リアルター〉アプローチ³⁶⁾）。

多くの消費者が第三のアプローチである「ブローカー・アプローチ」を選択する理由は、消費者の利害・利便性を考慮すれば比較的容易に理解が可能である。すなわち消費者は、ホームページや職業用電話帳（イエローページ）で検索してモーゲージブローカー事務所を訪問し、本人確認ができると、まずオンライン化された端末を通じて自分のクレジットスコア（通常、FICO）³⁷⁾を取得したうえで、給与所得や年齢などの属性情報、希望購入住宅の価格や性能などの物件情報、および借入希望金額・期間、返済条件などの情報を提供し、モーゲージブローカーが提案する複数の金融機関に事前審査を申請する。通常、借換えローンを含め、早ければ30分程度で金融機関の審査結果が出るなど、極めて迅速で利便性が高いことが、レンダーアプローチや業者アプローチに比べての競争優位を形成している。

35) *American Banker, various issues.*

36) カリフォルニア州のモーゲージブローカー免許の取得試験は、リアルター（不動産業者）とブローカーがほぼ同一の試験を受け、合格者はどちらかの資格登録を選択する制度となっている。

37) Fair Issac Company は、全米の個人信用情報をローンの申込状況や契約内容、延滞履歴、破産情報などの信用履歴情報（クレジット・ヒストリー）を保有・管理する代表的な個人信用情報機関で、我が国の全国銀行個人信用情報センター（KSC）、㈱シー・アイ・シー（CIC）、あるいは㈱日本信用情報機構（JICC）にあたる。信用履歴は、クレジットスコアリングシステムとして点数化され、620ポイントに満たないものはいわゆる「サブプライムローン」として、プライムローンに比べて格段に高い金利が適用される。（<http://www.fico.com>）

住宅ローン商品の多様化、複雑化を反映して、住宅ローンの貸し手である銀行、モーゲージバンクと借り手である消費者との間の情報の非対称性、情報格差は著しい。また住宅ローンは、今日ATMでも利用できる消費者ローン（クレジットカードのキャッシングやカードローン）や保険商品と同様に、住宅ローンそれ自体は借り手の返済能力などの属性条件や抵当物件などの諸条件をクリアできれば、貸出が可能な規格化された金融商品ともなっており、レンダーが課す借換え手数料も比較的安価でもある。モーゲージブローカーのローン選択の中立性・公平性が確保され、ブローカー手数料の水準や提案の妥当性、受託者責任が確保されるならば消費者の情報の非対称性を解消しうる極めて重要な存在たりえている。このような第三者的なブローカー・アプローチの有用性が、アメリカのローン組成市場において圧倒的なプレゼンスを獲得した理由とも言える。

（3）ローン媒介の分化・自立の要因

アメリカでモーゲージブローカーによるローン媒介業務が定着した要因は、まず上記のような業務が住宅ローン商品の複雑化・高度化に伴う貸し手と消費者との間の情報の非対称性を緩和する機能を有することにある。加えて、分化・自立を可能にした要因として①アメリカ社会における独立系の専門業者を受容する社会的環境が存在すること、②モーゲージブローカーに対するレンダー側のニーズ、③モーゲージブローカー資格取得の相対的容易性（日本の司法書士や税理士と同程度の難易度の資格であり、市場参入障壁が低いこと）、④モーゲージブローカーの人材供給面での要因を指摘することができる。

まず①は、アメリカ生命保険募集の代理人・代理店（agent）や証券・投資信託ブローカー・販売業者金融商品の媒介を独立の業態として生み出してきた金融システムの歴史的な発展経路と密接な関連を有する。

モーゲージブローカー自体は、1950年代の住宅ブームの時代に信用度の低い住宅ローンの契約の成立に向けて尽力するハード・マネー・ネゴシエーター（hard-money negotiator）として生まれた。アメリカでは金融商品の媒介それ自体は、歴史的にある程度規格化された金融商品の販買を仲介する業務として、保険外務員制度や証券外務員制度が定着しており、歴史的にも20世紀初頭以来、保険会社や証券会社の周辺に保険商品の募集や証券販買を担う引受・分売業者であるブローカー、ディーラーが複層的に関与する業態として発展してきた³⁸⁾。

38) アメリカでは、19世紀以来鉄道、鉄鋼、石炭産業などの重化学工業の資金調達において、株式、債券をロンドンなどの金融市場で売りさばく投資銀行業務が重要な役割を演じてきた。一方、商業銀行業務は、国内業務では、真正手形原則（real bill doctrine）や支店設置規制の下、支払決済・送金業務や短期の手形割引業務に限定され、金融システムにおける資金仲介、金融資産の比重は必ずしも大きくなかった。（呉（1971））（財）日本証券経済研究所（1975）第三章、第四章を参照。）このような中で生命保険会社の金融資産の集積が顕著であり、1907年恐慌におけるマネー・トラスト調査を通じて明らかとなった

②のローン媒介業務の分化・自立は、1970年代以降の証券化を契機に独自業態としてのモーゲージブローカーへのニーズが急増したことを契機としている。住宅ローン組成業務それ自体は、伝統的にS&L、商業銀行などの本・支店における内部貸付担当者（lending officer）がローン・マーケティングの一環として消費者への相談・提案・ローン契約手続きを内部業務として遂行してきた³⁹⁾。こうした内部業務が外部委託されるようになった契機は、1970年代以降の証券化過程において、支店ネットワークを持たず、ローン債権を他の金融機関や連邦政府関連機関に転売するモーゲージバンクがモーゲージブローカーを外部マーケティング要員として大規模に活用したことにある。これは、モーゲージブローカー業務に対する大きな需要要因となった。

③の資格制度は、州の整備が進められたが、④の担い手については、1980年代に、住宅ローン専門機関であったS&Lの大規模破たんがあり、90年代に入ると全国規模の銀行合併が進展し、それを契機に大量のホワイトカラー失業が生み出されたことが重要な人的資源としての供給要因となった。こうした失業者がモーゲージブローカーとして独立したのである。そしてこれらの需要と供給双方にわたる要因は、証券化とそれに伴う住宅ローン産業の転換にかかわるものであり、市場機構そのものの転換の産物であるとも言えよう。

日本では、すでに見たように住宅ローンの証券化は、2000年代の初めに変動金利ローンを中心に供給する民間金融機関を補完する固定金利ローンの供給手段として「フラット35」などの証券化ローンが官民連携ローンとして導入され、30社程度のモーゲージバンクが設立された。⁴⁰⁾その後の長期にわたる低金利と競争激化の下で、証券化ローンの比重は必ずしも高くなく、証券化によるローン供給構造の激変、モーゲージバンクルートで住宅ローン供給需要に付随する形で独立系のローンブローカーが分化・自立する誘因は必ずしも大きく働いていない。

また2000年代初頭のメガバンクの統合を機に、それまで支店ベースで行われてきた住宅ローンの審査・契約が地域ごとの「住宅ローンセンター」に集約され、客付け、物件審査は住宅ローンセンターで、信用審査は系列子会社を中心とする信用保証会社で抵当権設定契約を含めて行われ、

ように、ニューヨーク生命、メトロポリタン生命、およびエクイットブル生命の三大生命保険会社に代表されるプレゼンスは極めて大きく、その基礎には保険外務員（保険ブローカー）の業態としての定着・発展があった（堺（1993））。また第一次世界大戦の戦時国債（自由公債、戦勝国債）売りさばき活動を契機に、メリルリンチに代表される証券会社の証券外務員（証券ブローカー）が業態定着の嚆矢となったことが知られている。（財）日本証券経済研究所（1975）、（Soule（1947））。

39) ただしアメリカにおける銀行の貸付担当者（lending officer）や信用審査担当者（credit officer）の職能的自立性は極めて高く、全国規模の業界団体として Robert Morris Assosiation, Philadelphia（客員研究員として筆者自身が1990年から91年にかけて2年間在籍、2000年7月11日に、The Risk Management Associationに改称）がある。

40) 日本モーゲージバンカー協議会には、大手住宅メーカー系、宅建協会系、商社系、農協系を中心に、現在、13社が加入し、住宅金融支援機構の証券化ローン＝フラット35の約8割の供給主体となっている。（<http://www.mbj.or.jp/member.html>。）

住宅不動産の決済に際してのみ、口座開設や支払・不動産決済の際に銀行支店が利用されるという業務の合理化・再編が進展した。

これ自体は、住宅ローン組成業務の分化・自立の必要条件ではあるが、あくまでも銀行グループ内部での集客、審査、契約にかかわる業務再編であり、先に見たようなレンダーアプローチ業務の合理化・効率化にとどまるものと言える。

日本の新規の住宅ローン組成で媒介業務の分化・自立がなお大きく進展していない理由の一つは、住宅会社や宅建業者の住宅ローン媒介が、貸金業の適用除外となっており、貸金業法に基づく登録義務を免除されていることがあるが、この点はアメリカでも変わりはない。

むしろ日本では、貸金業の適用除外を受けない借換えローンの媒介を無登録で行う独立系の業者が放置されており、一部モーゲージバンクや銀行ローンセンターなどがこれら無登録業を集客手段として利用している現状がある。法令遵守体制の不備が問われていると言えよう。

とはいえ日本においても、「金銭の貸借の媒介」に関する金融庁の見解が明確化される一方で、貸金業法などの法令遵守に基づくローン媒介を掲げ、ビジネス基盤を確立する事例が生まれている。日本住宅ローン診断士協会の株式会社トービルや連携する株式会社JMPパートナーズ⁴¹⁾や、フィンテック関連サービスとして家計簿アプリ（モゲチェック）を提供し、貸金業登録による法的枠組みを確保して推進している株式会社MFS⁴²⁾があり、今後の動向が注目されている。

以上に見たような住宅ローン組成に見られる生産（契約締結による資金供給そのもの）と販売（ローン媒介）の分離は、日米の「金融業務のアンバンドリング」と呼ぶことができ、ローン媒介業務の分化・自立は、預金金融機関の貸付資産（住宅ローン債権）を流動化・売却による「金融仲介のアンバンドリング」に促迫されながら、これと密接に結びついて生じたものと言える。

むすびにかえて

本稿では、日米の住宅産業・住宅ローン産業をとりあげ、業務の多段階性、複層性に着目しながら、各種の業務の複層化とそれに対応した産業組織の変化を検討してきた。そしてそれらの延長線上にローン媒介業務の分化・自立とその担い手であるモーゲージブローカーが群生するプロセスと論理を見てきた。

これまでの金融システム研究では、金融産業とその産業組織の研究対象を資金移転を遂行する金融手段とその担い手としての各種の金融機関の編成態様の分析にとどめている⁴³⁾。本稿で取り上

41) <http://www.j-mpa.jp/>, <http://tobill.co.jp/>, <http://each.rojapan.com/jmp/>.

42) 薬品（2017.8）, <https://mogecheck.jp/plaza/index.html>.

43) すでに世界共通で確立している金融業を、以下の4つの領域に分類整理している。①債権債務契約を中心に預金・貸出・為替業務を行う銀行業、②投資家の財産を信託譲渡の形で預託者から受託し、財産

げた住宅ローン産業における媒介市場と担い手である媒介業者の産業組織の生成と定着は、AIやビッグデータの活用で業務そのものの自動化や省力化が進んだとしても、情報の非対称性が極めて強く、個別性の強い消費者への労働集約的サービスを提供する領域においては、単純な形で産業集中が進むとは限らないことを示唆している。

異業種間の相互参入が顕在化しているフィンテック時代にあつて、中央集権化し、高コスト体質への対応が問われている既存の銀行システムへのチャレンジとしての可能性を秘めるインターネット技術やブロックチェーン技術が各種の金融業務に適用され始めている。保険募集や投資信託販売にとどまらず住宅ローン媒介のように情報の非対称性が著しく、消費者ニーズが極めて多様で個別性が高い領域では、零細で独立した新たな業務が常に生成し、分散的な産業組織も次々とあらわれることを示しているように思われる。

最後に、内外の異業種間の相互参入が著しい金融業は、公益事業、その他の事業との「産業融合」を推進することになるのかということについて言えば、コングロマリット化した金融機関が、たとえ各種のプラットフォームを形成し、それを通じた各種のサービス提供のワンストップ化が進展するとしても、銀行、信託、保険といったそれぞれの金融商品の区別がなくなり、「同質化」するわけではないと考えられる。金融自由化や証券化やそれを支えてきたICT技術の発展は、たしかに経済的機能として従来の縦割りのセグメント化された部門市場間の資金移動を容易にし、また預金勘定と投資勘定、預金勘定と保険・年金勘定が連動する「金融商品のハイブリッド化」を推進した。しかしそれにもかかわらず預金勘定、投資信託勘定、そして保険勘定との区別が消滅してしまう訳ではないと考えられる。

金融規制は、消費者との間の情報の非対称性が著しく、利益相反が顕在化する領域においては、特に本稿でとりあげた住宅ローン媒介や保険募集、投資信託販売などの消費者との直接の接点を有する金融業務領域においては、多様な金融商品を提供するワンストップ化が可能な金融機関においても、また独立的で零細な業者においても、より厳格な規制整備が進まざるをえないこ

の運用益を受益者に配分する特殊な契約として遂行する信託業、③加入者の死亡や損害事故といった偶発的な債務を負うことにより保険料を徴収し、貸借対照表上の責任準備金を計上することにより資金の運用を行う保険業、そして、④主として長期資金を需要する企業や政府から株式・国債などの証券を引き受け、投資家に分売するとともに投資家の換金需要や資金運用需要に応じて取引所・市場などで売買を取り次ぐ証券業である。

これらの金融業は、周知のようなガーレー&ショーの金融仲介モデルによれば、最終的貸し手と借り手との間の直接金融を媒介する証券業を除けば、①、②、③ともに預金、信託証書、保険証券といった間接証券を不特定多数の「貸し手」に対して発行することにより資金を調達し、貸出、有価証券投資、不動産投資を通じて資金を運用する金融仲介機能を果たしている。

こうした金融業は、不特定多数から間接証券を通じて資金を調達し、広範な先に貸付、投資を展開することから、その公益性は高く、金融仲介機能が円滑に遂行されるか否かは国民経済の安定的な成長を左右するものとなる。

とを示している。

参考文献

- 秋山義則（2007）『アメリカの州・地方債の研究』特定非営利活動法人日本資産証券化センター。
 一般社団法人日本住宅ローン診断士協会監修・特定非営利活動法人日本資産証券化センター編著（2016）
 『住宅ローンコンサルティング・媒介業務の基礎知識（改訂版）』。
 井村進哉（2002.2）『現代アメリカの住宅金融システム』，東京大学出版会。
 井村進哉（2007・a/b）「アメリカにおける住宅金融市場の証券化の歴史と現状（上：歴史編／下：現状編）」，
 住宅金融支援機構『季報 住宅金融』 春季号／秋季号。
 井村進哉（2012）「住宅ローン『奪い合い市場化』で消耗戦：競争戦略とビジネスモデルの転換を」『金融
 ジャーナル』12月号。
 井村進哉（2016.9）「住宅ローン媒介の法規制とその展望—その3：アメリカ編（1）ドッド＝フランク
 法に至る法規制の概観—」『中央大学経済研究所研究年報』第48号。
 植草益（1997.7）『社会的規制の経済学』，NTT出版。
 植草益（2000.12）『産業融合：産業組織の新たな方向』，岩波書店。
 上野真城子・海老塚良吉（1992.11）「アメリカの州および地方の住宅政策に関する研究」（財団法人住宅
 総合財団『研究』No.9103）。
 『大月経済学辞典』（1979），大月書店。
 五井一雄・丸尾直美編（1984），『都市と住宅：経済学の提言』，三嶺書房。
 吳天降（1971）『アメリカ金融資本成立史』，有斐閣。
 堺雄一（1993）『アメリカ私募証券市場の発展と構造』有斐閣
 塩見英治監修，鳥居昭夫・岡田啓・小熊仁編著（2017.6）『自由化時代のネットワーク産業と社会資本』，
 八千代出版。
 住宅金融公庫（2000）『住宅金融公庫50年史』，財団法人住宅金融普及協会。
 高木仁（2006）『アメリカの金融制度（改訂版）』，東洋経済新報社。
 財団法人日本証券経済研究所（1975）『アメリカの公社債市場』，日本証券経済研究所。
 野口悠紀雄（2017.1）『ブロックチェーン革命』，日本経済新聞社。
 平尾光司（1970）「アメリカの住宅産業」竹中一雄編『住宅産業』東洋経済新報社。
 長期優良住宅ローン研究推進協議会（2011）『次世代住宅ローンシステム構築に関する報告書』
 薬品和寿（2017.8）「フィンテック企業」信金中央金庫『信金中金月報』，第16巻，第9号（通巻541号）。
American Banker, various issues.
 Kiernan, John S. (2017. 3), '2017's Property Taxes by State', <http://wallethub.com/edu/states-with-the-highest-and-lowest-property-taxes/11585/>
 Soule, G. (1947), *Prosperity Decade*,
 Whitman, D. A. (2015 Fall), 'Transferring Nonnegotiable Mortgage Notes', *Florida A & M University Law Review*.

（中央大学経済学部教授 経博）