米国における住宅ローン貸出市場の変化と将来像

～ 第６回　まとめと今後の方向について ～

要　　旨

米国の住宅金融システムはアンバンドリングを通じ広域市場へと変化していく過程で、激しい競争とリテール金融機関の大規模な再編を伴った。大手商業銀行は巨大化による規模の経済の追求だけでなく、住宅ローン業務をリテール金融として取り込む統合化で他業態に対し優位性を発揮している。今年以降住宅ローンの量的拡大が収束に向かう中で、安定した成長が期待できる新規ローンへの取組みを各業態とも強化しており、価格面だけでなく質の高い金融サービスの重要性が高まっている。

これまでみてきたように、米国の住宅ローン市場は長期にわたる過程の中で、非常にローカル性の強い市場から、海外資金をも取り込む広域市場へと変貌した。こうした過程はそれまで一つの組織や金融商品に束ねられていた金融機能を分解するアンバンドリング（unbundling）と表裏をなす形で進んだ。米国の住宅金融市場の歴史は、アンバンドリングを通じた資金流入の広域化の歴史だといってよいだろう。

一連のレポートの最終回となる今回は、なぜ米国の住宅ローン市場が今日のような姿になったのかその背景と結果についてもう一度整理したうえで、これからの方向性について考えてみたい。

1.なぜ米国でアンバンドリングが浸透したのか

米国の伝統的な住宅金融システムの下では、住宅ローンはS&Lや貯蓄銀行などの貯蓄金融機関が提供し、ローンの資金源も貸出先も同じコミュニティ内で行われてきた。これが次第にオリジネーション（ローンの組成）、サービシング（元利金回収）、様々なリスクの引受け等という形に住宅ローン商品が分解され、またそれぞれの業務も独立した金融組織に分割されていった。

なぜ米国の住宅金融システムがこうした経路を辿ったのか。結論的にいえば、アンバンドリングを通じた資金流入の広域化は、米国の住宅金融システムに内在する障害を克服しようとした試行錯誤の結果であり、その過程で生まれた制度や金融イノベーションを新たなビジネスへと発展させていったのが、こんにちの住宅金融システムの姿だと考えられる。

ではアンバンドリングをもたした主要因について、以下で3点具体的にみてみたい。

①　米国経済の歴史的、地理的な条件

米国は南北戦争を経て19世紀末に新興工業国として台頭するが、その過程は重工業の発展に資本蓄積が進む東部と、広大なフロンティアと激しい人口増加に特徴付けられる西、南部という大きく異なる経済構造を持っていた。これを反映して東部に資金が偏在する一方で、西、南部では慢性的な資金不足からモーゲージ金利も東部に比べ数％高い状態にあった（例えば、1920年で中央部大西洋岸が5.7%、南西部中央部で7.9%、山岳地域7.5%であった　片桐P.82）。

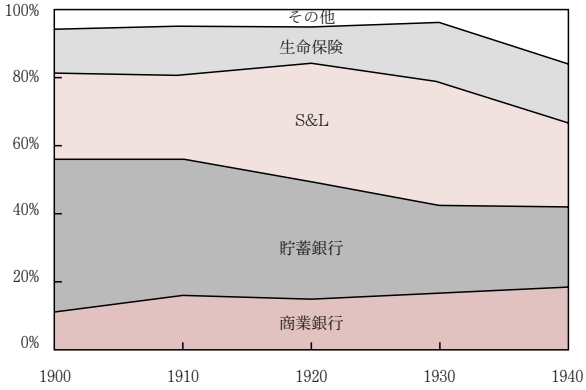
望ましい仕組みとしては、金利の低い地域から高い地域に資金が流れ資金需給が全米レベルで均衡することであろう。しかし、住宅ローンはその性格からして（担保評価や借り手の信用力等）地域性が強く、また米国では州際業務規制など公的規制もあり、住宅ローンの資金需給を広域的にバランスさせる障害となった。こうした条件の下で、米国で住宅ローンの中心的な担い手となったのは、ローカルな市場を前提とする貯蓄金融機関であった。

しかし一方、住宅ローン市場を広域化させる

仕組みが、部分的にせよ当時から存在していたことも注目しておきたい。代表的なものとしては、東部の生命保険会社が資金の出し手となり、モーゲージ・カンパニーが西、南部等で住宅ローンのオリジネートを行う関係である。モーゲージ・カンパニーは生保にローンを売却した後、引き続きサービシシング業務を受け持った。

こうしたチャネルが19世紀後半には形成され、1920年代には全オリジネーションの約1/5を占めていた（図1）。部分的にせよ、資金の出し手（レンダー）と組成（オリジネーター）が分化する仕組みが出来ていたことが、その後の米国でアンバンドリングが展開される素地となったと考えられる。

図１　1900～40年における金融機関別モーゲージ（非農地）貸出残高比率の推移



資料「Statistical Abstract of the US」より作成

②　政府による公的支援措置

米国の住宅金融システムの原型は、大きな資金偏在を残しつつ、ローカル性が強い小規模な貯蓄金融機関を中心的担い手として成立した。その後、この制度が経済金融環境の変化に対して機能不全を起こすと、政府は信用補完と資金流入の確保を柱とする支援措置を通じて市場機能の「回復」を図ったが、これは結果的に伝統的システムの基盤を掘り崩し、アンバンドリングを通じた資金流入の広域化を促進する効果を持った。

最初の住宅金融システムの危機は1930年代の大恐慌期で、実体経済の急激な収縮により住宅金融は機能停止状態となった。これに対する支援措置として、貯蓄金融機関等への流動性供給、モーゲージ買取機関（ファニーメイ）の設立、住宅ローンへの信用補完（FHAローン）などが、ニューディール政策の一環として実施された。

特に、FHAローンは政府が住宅ローンの信用リスクを補完すると共に、契約期間の長期化と定期償還方式を民間住宅ローンに普及させる契機となった。また、政府主導による住宅ローンの標準化・規格化、流動性向上は、70年代以降の証券化の基盤を用意した。

二度目の危機は、1960年代末以降の高インフレ・高金利の到来、金融自由化の進展といった状況下で、貯蓄金融機関からの資金流出、破綻が相次ぐ事態が発生し、これに対し政府による大規模な住宅ローンの買取支援が展開され、それらが後に証券化されることで新たな金融マーケットが形成されていった。

証券化の最大の意義は、ローカル市場の預金に依存する貯蓄金融機関、商業銀行以外の資金を住宅ローン市場に呼び込み、地域間の資金偏在を解消させた点にある。証券化の導入により、住宅ローンの原資の中心は、それまで預金から年金、投信等の機関投資家の資金にシフトし、証券化商品のイノベーションを通じて彼ら向けの商品開発が大きなビジネスとして発展した。

③　IT化・情報化

90年代以降、顕著になってくるIT化・情報化の流れがアンバンドリングに与えた影響は、住宅ローンの製造部門（システム、商品開発、資金提供等）では集中、受付・販売部門では分散という2つの再編の方向をもたらした。

レンダー側では大量の案件を迅速に処理するためのIT投資が巨大化し、システム開発の固定費の影響を大きく受ける製造部門、サービシング、証券化部門では規模の経済性が大きく作用するため、効率性の観点から組織を大型化するインセンティブが強まってくる。

一方で、前回（本誌2003年2月号）ふれたように、住宅ローンの顧客獲得、受付分野は製造部門と分離し、分散、多様化する傾向が近年高まっている。顧客獲得・受付業務は、製造部門に比べ規模の経済性が大きくなく、営業活動もモーゲージ・ブローカーにみられるようなフェイス・トゥ・フィエスが基本となっている。

そのため製造部門に強みを求める大手レンダーと、受付・販売業務に比較優位を持つ中小レンダー、異業種、モーゲージ・カンパニー等との間でのいわゆる製販分離が生じ、両者間で相互に業務をアウトソースし合う分業関係が構築されるようになった。

2.モーゲージ・レンダーの変化

次に、アンバンドリングを通じた資金流入の広域化によって、住宅ローンのオリジネーション市場及びその担い手がどのように変化したのかについて、2つのポイントを整理しておきたい。

①　巨大化・寡占化の傾向

伝統的な住宅金融システムの下では、住宅ローンはローカルな市場条件で決定されていたのに対して、証券化ベースのシステムではアンバンドルされた業務ごとに全米レベルでの価格形成が明確な形で行われるようになる。

このなかでオリジネーション業務は、オリジネーション手数料を求めるフィー・ビジネスへと変質した。手数料はモーゲージ・カンパニー等の新規参入による競争激化で低下していった。こうした傾向は、住宅ローン商品の差別化が難しいことや、政府支援機関等を通じて住宅ローンの標準化・規格化、取引ルールの基準化が進んだためいっそう厳しいものとなった。

こうした環境を生き残っていくには、いかに低コストで効率的に住宅ローン数量を確保するか、しかも地域分散を効かせるために全米から集めることが出来るかが第一の条件になっている。

そのため大手レンダーとしての基本戦略としては、大規模なIT投資と多様なチャネル網を強みとしながら、規模の経済を追求するのが合理的となる。具体的には、審査システムの自動化、CRMなどIT化の推進と効率的なチャネル戦略の構築に重点が置かれている。チャネルに関してはコスト面からコールセンター、インターネットを重視する一方、顧客との接点を重視する観点から軽量店舗（キオスク、カフェスタイル）の拡充も行われている。また、前述したような受付・販売部門のアウトソースも進んでおり、大手レンダーのチャネルは多様化の方向にある。

かたや大手レンダーに対し価格競争力、多様なチャネル網などで劣る中小レンダーは、ビジネスの変動過程で次第に淘汰されるか、アウトソースを利用し自らはローンの受付・販売に特化する傾向が鮮明になっている。

American Banker誌（Sep.11,2002）によれば、2001年のオリジネーションでは、上位25レンダーが全体の69%のシェアを占めており、このウエイトは過去10年間で倍増している。特に上位10レンダーは、合併・買収を通じた巨大化の指向が顕著である。(本誌2002年11月号参照)。

サービシング業務はオリジネーション以上に規模の経済が働く分野であり、IT投資負担も大きく、レンダーと共にサービサーが巨大化する要因といえよう。さらに、一昨年来のリファイナンス・ブームによる期限前償還の急増で、サービシング権利の売買価格は下落し、多くのレンダーがサービシング業務から撤退している。サービシング業務が「買い手」市場となっていることで、大手サービサーへの集中が進んでいる。

②　統合化を通じた大手商業銀行の優位性

米国の伝統的な金融システムでは、地域、業務制約が強く働いており、貯蓄金融機関と商業銀行は業態間での棲み分けが事実上存在していた。しかし、こうした棲み分け関係は、住宅金融システムの変化を端緒としながら、その後の規制緩和等を通じ崩れていくことになるが、その過程は大手商業銀行に主導されるリテール・バンキングの再編とほぼオーバーラップするものとなった。

商業銀行は70年代には住宅金融などリテール金融への関心を強めていくが、その動きは80年代に入ると加速した。特に大手商業銀行は、傘下にモーゲージ子会社を設置し、また本体でも住宅金融関連を強化、店舗展開も貯蓄金融機関を買収しながら、全米レベルでのリテール・バンキングに本格的に乗り出す戦略をとった。

これに対して、貯蓄金融機関は商業銀行へのイコール・フッティングを進めるが、一部の大手を除けば業態そのものが衰退するなかで、商業銀行による草刈り場のような状態となる。さ

らに1994年に州際業務規制が本格的に撤廃されると、これを契機に営業エリアを先行的に取り込む目的から、金融機関の合併・買収が一層加速した。

巨額なIT投資、店舗ネットワーク網、様々な金融子会社、強いブランド力と顧客ロイアリティ、預金調達によるローコスト・ファンディング等を強みとし、住宅金融に関してはオリジネーション、サービシング、自前の証券化機能と垂直的に統合していくと共に、消費者金融、カード、保険など関連リテール業務を水平的に展開し、縦横の統合で顧客の囲い込み、クロスセルで先行していった。

こうした大手商銀の統合化戦略をアンバンドリングの観点で考えてみると興味深いことに気付かされる。冒頭で述べたように、米国の住宅金融の歴史はアンバンドルと資金流入の広域化という方向で動いてきた。しかし、アンバンドル化された住宅金融システムは業務ごとに収益を分け合うシステムであり、なかでも市場参加者の多いオリジネーションやサービシングは収益性低下とともに業務量の変動性が高まった。

これに抗する形でレンダーの巨大化・寡占化へのインセンティブが強まるが、それがそのまま専業化していくよりは、巨大金融ブループへの再編、統合への力がより強く働いた。結果として「アンバンドリング＝資金流入の広域化」の枠組みは、次第に大手商銀を中心とする巨大金融グループ内で自己完結性を強めるようになった。

これを金融機能の面でみると、一度アンバンドルされた商品や業務を再び総て取り込むのではなく、IT技術やアウトソースなどを活用しながら、自然な形で自己に適合的に再構築、リバンドルする動きと理解できる。

例えば、30年固定のように収益性の低い商品や変動の激しいローンの販売・受付は外部に委ねる一方で、自らは製造部門、商品では変動金利やホーム・エクイティ・ローンなどをその他個人ローンと共にリテール金融の枠組みでリバンドルする、また顧客セグメントに対応しプライベート・バンキングとしてリバンドルしていく動きである。

図式的にいえば、①バンドル＝ローカル市場＝貯蓄金融機関、②アンバンドリング＝広域市場＝専門化、③リバンドル＝広域市場＝統合化・巨大金融グループ、という経過にまとめられるのではないだろうか。このうち②の流れを③の中に取り込んでいったのが、大手商業銀行に主導された統合化ではなかったかと考えられる。

こうした大手商銀の戦略に対して、巨大化を通じた専業化を指向してきた大手の貯蓄金融機関、モーゲージ・カンパニーも統合化による総合金融サービス業へ指向を強めることで生き残る戦略に転換してきている。

業態にかかわらず大手金融機関のリテール戦略が同質化する一方で、こうした展開が困難な中小金融機関との間での二極化が進んでいる。中小金融機関は、多かれ少なかれニッチ金融機関として生き残ることが求められる環境にあるといえよう。

彼らはアウトソースや提携を効果的に利用することで自らは提供できない商品やサービスを提供しつつ、地域密着という強みをニッチ市場で活かしていくのが共通な戦略といえよう。中小の商業銀行（いわゆるコミュニティバンク）は地域性の強い中小企業貸出に、また貯蓄金融機関は安定的で顧客との長期取引につながる新規住宅ローンに注力し、良質資産の積上げを図る方向にある。

3.住宅ローン市場の将来像

さて、最後に今後の米国の住宅ローン市場の方向性について若干考えてみたい。

①　収束に向かう住宅ブーム

2001、02年と低金利や住宅価格上昇を追い風とした空前のリファイナンス・ブームは、今年は一巡感が強まり、オリジネーション業務が縮小することは避けられないとみられる。モーゲージ・バンカーズ協会（MBA）の予測では、今年のオリジネーション額はリファイナンスが減少するため、昨年の2.46兆ドル（推定）から1.77兆ドルに低下すると見込んでいる。

加えて今後懸念されるのは信用リスクの上昇で、雇用環境の悪化を主因に延滞比率（90日以上の遅延）は既に上昇している。住宅ローン全体で4.77%（コンベンショナル・ローンは3.10

%)、抵当流れの比率は1.23%（同0.87%）とこれも記録的レベルとなっている（MBA調べ、2002年第2四半期)。信用リスクの高まりから、特にサブプライム、ホーム・エクイティなどでは、金融機関の融資姿勢は慎重化している。また、ファニーメイ、フレディーマックも、キャッシュ・アウト型リファイナンスの買取基準を今年2月に入り厳格化した。

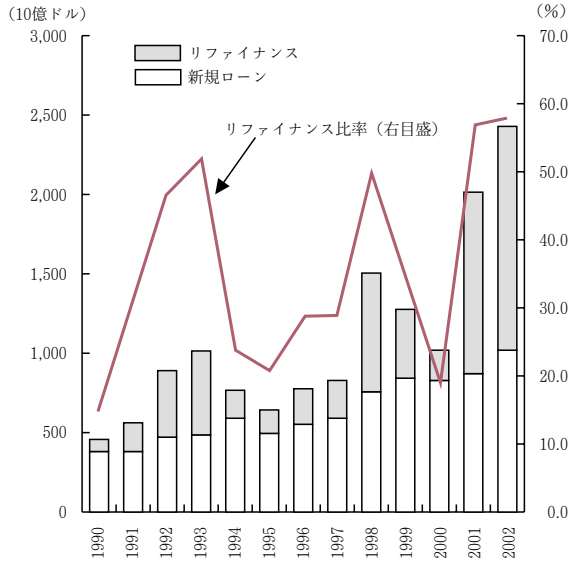
金融緩和が続き企業の需資が弱いため、レンダーの融資基準が急速に厳格化されないまでも、これまで量的拡大から質重視のマーケットへと変化するとみられる。

②　新規ローンの取組み強化

これまでもモーゲージ・ビジネスはブーム後の縮小過程で再編・淘汰を繰返してきた。今回もレンダーが過去2年の業務水準に対応して人員、IT投資などの能力増強を行っているだけに、こらからの下降局面で熾烈な生き残り競争を予想する向きが多い。

こうした中でレンダーの戦略は、規模の大小にかかわらず、変動の激しいリファイナンス依存から、より安定的で顧客との長期取引につながる新規ローンでのシェア拡大を目指そうとする動きが強まってくるとみられる。市場のポテンシャルとしても、今後着実な伸びが期待でき、

図２　住宅モーゲージのオリジネーション額及びリファイナンス比率の推移



資料　Mortgage Bankers Association
（注）2002年度は推定値。

またリファイナンスに比べローカル性が強く寡占化も進んでいないため、これからの発展余地が大きいとみられる（図2)。

③　進む製販分離の傾向

新規ローンやクロスセルの深耕等、新しい需要を作り出していく場合には、やはりフェイス・トゥ・フィエスの要因が非常に重要である。既にオリジネーション業務での製販分離の傾向が強まっているが、新規市場の開拓のために、大手レンダーによる受付・販売業務のアウトソース、モーゲージ・ブローカーの活用はより多様化しながら進むとみられる。

また、受付・販売業務はモーゲージ・ブローカーや中小レンダーだけでなく、顧客との接点を持つ不動産、建築業者、ファイナンシャル・プランラー等がブローカー業に参入する例が増えよう。また、顧客とのリレーションを既に持っている証券、投信、生保、クレジットカード会社などは、アウトソースを大胆に利用して伸びてくる可能性が高いとみられる。例えばブランド力があるAmerican Express、Merill　Lynch等は、総合金融サービス化を進めながら優位性を発揮できるポジションにある。

また、モーゲージ・ブローカー等のニッチ市場も拡大するとみられている。今後、米国で新規の住宅の買い手となるのは、移民やマイノリティに属する人々が中心になると予想されている。こうした人々のニーズは、言語や地域特性などの点で個別性が強いため、専門性の高いモーゲージ・ブローカー等が必要になるとみられる。

④　サービスとテクノロジーの結合

証券化以前のシステムでは、地域間での資金偏在と資金供給の不安定性が大きな構造的な問題であったが、証券化以後こうした点は解消され商品性も顧客ニーズに沿ったものとなっていった。総じてみれば、米国の住宅金融システムは公的支援を伴いつつ「効率化」され、住宅ローンの借り手サイドで改革されたといってよいだろう。

しかし、この反面リテール金融機関の大規模な再編過程で、金融サービスの水準低下という問題が鮮明になっていることも事実である。モー

ゲージ業界でも、M＆A等により短期間に巨大化したレンダーでは内部の組織統合がうまく進まず、大規模なシステム障害やサービス低下から顧客離れを起こしている事例もある。

また今回のリファイナンス・ブームおいては、オリジネーターのサービス低下に対する顧客の不満が広く指摘されている。不明瞭な手数料、時間がかかるオリジネーション、事務ミス等、これらは直接的には能力を超えた業務量の拡大・集中に起因しているものの、構造的な要因も無視できないとみられる。

それでもブーム時は業務量が多いため収益を上げることが出来たが、今後はどのように需要を作り出していくか、掘り起こしていくかというスタンスへの転換が迫られてくる。特に新規ローンや他の金融商品のクロスセルを目指す場合、顧客の信頼、満足度がより重要であり、それが長期取引につながるだけに、サービスの質改善は不可欠な要因となろう。

この点には関しては、大手より中小レンダーの方が概して高い評価を得ている。あるレンダーは顧客数を限定することで、サービスの維持を図る戦略を打ち出している。また一部の貯蓄金融機関ではモーゲージを売却しないことで顧客ロイアリティを獲得しようとしている。貯蓄金融機関等は、地域情報に詳しく新規の住宅取得向け融資では依然相当なシェアを持っており、ニッチ・プレーヤーとして生きる場合、こうした戦略もあり得るのかもしれない。

一方、大手のメイン戦略としては、テクノロジーをベースにした規模と範囲の経済の追求であり、製造部門への特化と販売・受付分野の多様化、分散化をこれからも進めていくとみられる。しかし、そうした方向だけで収益増や業務量の変動回避に直結するわけではないだけに、自らの強みと質の高い顧客サービスをどのように有機的に結合できるかが大きな課題として残されているといえよう。

＜全体を通した主要参考文献＞

・池尾和人「情報化と金融仲介」
（池田・奥野編『情報化と経済システムの転換』東洋経済新報社、2001年）
・井村信哉『現代アメリカの住宅金融システム』
（東京大学出版会、2002年）
・長田訓明「金融制度改革と住宅金融」第1～6回
（住宅金融公庫『House & Loan』、1999年11～2000年4月）
・片桐謙『アメリカのモーゲージ金融』
（日本経済評論社、1995年）
・沼田優子『米国金融ビジネス』
（東洋経済新報社、2002年）
・藤原康史「アメリカの個人ローン業務」(1)(2)
（信金中央金庫総合研究所『New York通信』2001年3月）
・箕輪圭樹「アメリカに学ぶ成功要因とビジネスモデルー審査・事務のスピードを高めるためのプロセス設計を」
（『金融財政事情』2001年7月）
・峰岸誠・石崎寛憲「米国家計支出はなぜ堅調かー資産価格依存型支出行動の光と陰―」
（日本銀行『日本銀行調査月報』2002年8月）
・L.T.ケンドール、M.J.フィッシュマン編『証券化の基礎と応用』（東洋経済新報社、2000年）
・デュワイト・B・クレイン他『金融の本質―21世紀型金融革命の羅針盤』
（野村総合研究所、2000年）
・住宅金融公庫編著『欧米の住宅政策と住宅金融』（住宅金融普及協会、2000年）
・Marshall W. Dennis, Mortgage Lending Fundamentals and Practices, Reston Publishing Company,1981
・Mortgage Bankers Association, ”Mortgage Channel Demographics Market Research”,May 1999
・Solomon Smith Barney,“ The Impact of the Internet on Mortgage Prepayments” February 2001
・American Banker, various issues.