



# 研究レポート

---

No.260 April 2006

---

---

住宅建設・取得に関わる新たなリスク負担の仕組み

主任研究員 米山秀隆

---

富士通総研（FRI）経済研究所

## 住宅建設・取得に関わる新たなリスク負担の仕組み

主任研究員 米山秀隆

[yoneyama.hide@jp.fujitsu.com](mailto:yoneyama.hide@jp.fujitsu.com)

### 要旨

これまでの日本の住宅市場では、住宅の建設・取得に際して、持ち家の場合には消費者、賃貸住宅の場合には建築主である地主が、リスクの多くを負担せざるを得ない仕組みになっていた。持ち家の場合にはそれが供給業者に対し売り逃げる的な建設、販売を行う誘因を生み、賃貸住宅の場合には、個人の地主は節税目的を達することが重要で、その目的を達する以上のリスクを負担してまで良質な住宅を供給する動機はなきに等しかった。こうした状態が、住宅の質の低下を招く一因になってきたと考えられる。

これに対しアメリカでは、住宅金融について証券化の仕組みが普及し、投資家が資金供給する中、さまざまな主体が住宅建設に関するリスクを分担し合う構造となっている。住宅市場全体の仕組みの中で、各主体にとって、良質な住宅が供給され、それが長く維持されることが望ましいという状態が形成されている。

日本でも新たな仕組みが形成される素地がすでに現れつつあるが、そうした方向性をより一層確かなものにしていくためには、住宅性能表示制度の普及、住宅の履歴情報の蓄積、ノンリコースローンの普及、良質な賃貸住宅供給プロジェクトに対する証券購入を通じた支援などの政策措置が必要である。

## 目次

1. はじめに .....	1
2. これまでの住宅建設・取得に関わるリスク負担の問題点 .....	2
2.1 質が確保されない持ち家の供給システム .....	2
2.2 質が考慮されない賃貸住宅の供給システム .....	6
2.3 偏ったリスク負担の構造 .....	8
3. 証券化を活用したリスク負担の仕組み .....	11
3.1 アメリカにおけるリスク負担の構造：持ち家 .....	11
3.2 アメリカにおけるリスク負担の構造：賃貸住宅 .....	17
4. 新たなリスク負担の仕組み .....	19
4.1 目指すべき住宅市場の方向性 .....	19
4.2 新たな仕組みの可能性：持ち家 .....	19
4.3 新たな仕組みの可能性：賃貸住宅 .....	23
5. 新たな仕組みを普及させるための課題 .....	27
参考文献 .....	29

## 1. はじめに

日本の住宅が抱える問題は、持ち家、賃貸住宅のいずれも質が劣るという点に象徴されている。これまでの日本の住宅市場では、住宅のスクラップ・アンド・ビルドが当然と考えられ、30年程度の短命の住宅が多く供給されてきた。

この原因については、これまで様々な角度から検討が加えられてきたが、本稿においては、これまであまりとりあげられてこなかった、住宅を建設・取得する際のリスク負担の視点から考えてみることにしたい。日本の場合、持ち家を建設・購入する消費者、あるいは賃貸住宅を建設する地主がリスクの多くを負担せざるを得ない状況になっていることが、質の低下をもたらしている一因になっている可能性がある。これに対して、アメリカなど他の先進国では、リスクが多くの主体にシェアされる形となっており、良質な住宅が供給されることが、すべての主体のメリットになるような仕組みが形成されている。

本稿の構成は以下のとおりである。続く2. では、日本におけるこれまでの住宅建設・取得に関わる問題点について、持ち家、賃貸住宅に分けて整理する。3. では、アメリカの住宅市場、住宅金融の仕組みを分析し、それがどのような形で良質な住宅供給を促す仕組みになっているかについて検討する。4. では、日本でも従来の仕組みに代わる新たな仕組みの形成に向けた萌芽が現れていることを示し、その今後について展望する。最後に5. では、新たな仕組みをより一層望ましい方向に推進していくために、どのような政策措置が求められるかについて考察する。

## 2. これまでの住宅建設・取得に関わるリスク負担の問題点

### 2.1 質が確保されない持ち家の供給システム

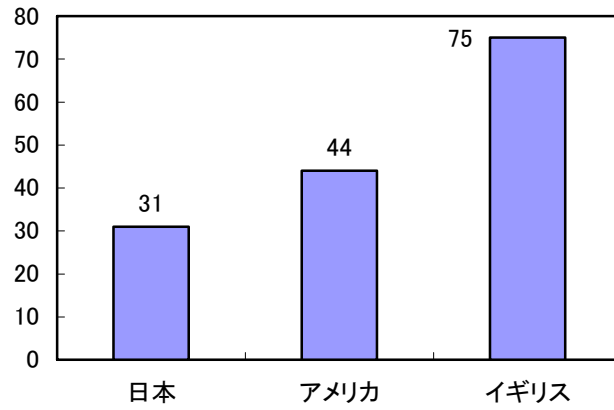
日本の住宅の品質が高くないことは、最近では伸びる傾向にはあるものの住宅寿命が他の先進諸国に比べ短いことや（図表1、2）、欠陥住宅がなお根絶されないなどの点から従来から指摘されてきた。この問題は、直接的には住宅の施工や検査の問題として捉えることができる。施工、検査がよい加減な状態でも建築物が建ってしまうことは、05年末に発覚した耐震強度偽装事件でも改めて明らかになった。この事件を契機に、検査を強化したり、売主が瑕疵担保責任を果たせるように保険加入を義務付けるなどの改善を図ることが検討されている（社会資本整備審議会建築分科会基本制度部会「建築物の安全確保のための建築行政のあり方について」2006年3月）。検査強化や保険加入の義務付けによって、確かに問題はある程度は改善されるだろう。しかし、より広い視点で日本の住宅の問題を捉えれば、単に検査や瑕疵担保責任の問題だけに矮小化せず、日本の住宅供給システムがトータルとして、質の高い住宅が供給されるような仕組みに変えていくことが必要と思われる。

日本の住宅が短命であるのは、戦後顕著になった現象であるが、戦争直後の絶対的な住宅不足への対応とその後の高度成長の過程で住宅着工が急増する中で、質を度外視しても量を確保しなければならなくなったという事情が深く関わっている。このため、戦前であれば住宅は、適切な維持を行いながら長く使うことが当たり前であったものが、戦後はスクラップ・アンド・ビルドが普通になった。質が低く短命な住宅を作っては壊すということを繰り返してきたため、中古市場が発達せず、築後20年もたてば、建物の価値はゼロになり、土地だけの価値になってしまうというのが、最近に至るまでの日本の住宅市場の現実であった。それでも地価が右肩上がりであり上昇を続ける間は、土地をいち早く取得できれば、資産形成という面で有利であった。この間、住宅建設の資金面では、住宅金融公庫による融資が大きな役割を果たした。こうして戦後は、都市部でも持ち家率が上昇していった。

こうした戦後の住宅供給システムは、これはこれで一つの完成された仕組みであったといえる。しかしこの仕組みでは、住宅について品質を保つという要素や、質の高い住宅を建設してそれを中古市場で流通させながら長く使っていくという要素が、当初から組み込まれていなかったと考えられる。一定の品質を保つという点については、施工責任の一切を担うという戦前の棟梁のモラルが残っていた頃まではまだ良かったが、住宅着工が急増する中、多くの業者が参入し、請負構造が重層化し施工責任が不明確になる中、ないがしろにされていった（この点について詳しくは米山（2005a）を参照）。また、土地を取得することが最大の資産形成になるという風潮の中では、消費者はとりあえず土地付きの住宅を取得することが最優先事項であって、上物である住宅の品質についてはさほど気に留めず、また、業者にとってはスクラップ・アンド・ビルドを前提にした安い住宅を供給することが業績を伸ばす近道であった。

図表1 滅失住宅の平均築後経過年数

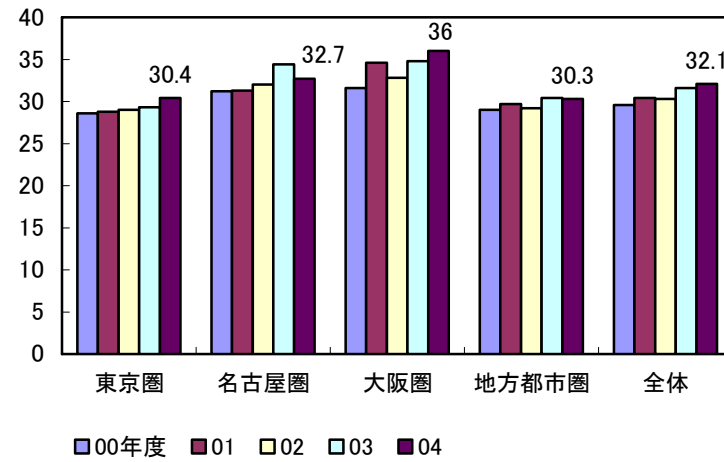
(年)



(出所) 国土交通省「住宅事情について」2005年2月

図表2 持ち家建て替え時の平均築後経過年数

(年)



(出所) 住宅生産団体連合会「戸建て注文住宅の顧客実態調査」

一方、金融機関にとっては、右肩上がりの地価上昇が続く中では、住宅・土地の担保価値を十分精査しなくとも融資することには、さほど問題があるとは考えられなかった。そもそも、長期安定雇用（終身雇用）に守られ、所得も年々上昇していくという経済・経営環境の下では、債務者のデフォルトリスクは小さかった。また、融資の仕組みはリコース（遡及型）ローンであったため、債務者は返済不能になった場合、担保物件を売却しても返済できない時には、担保物権以外の資産からの返済義務が生ずる仕組みになっていた。

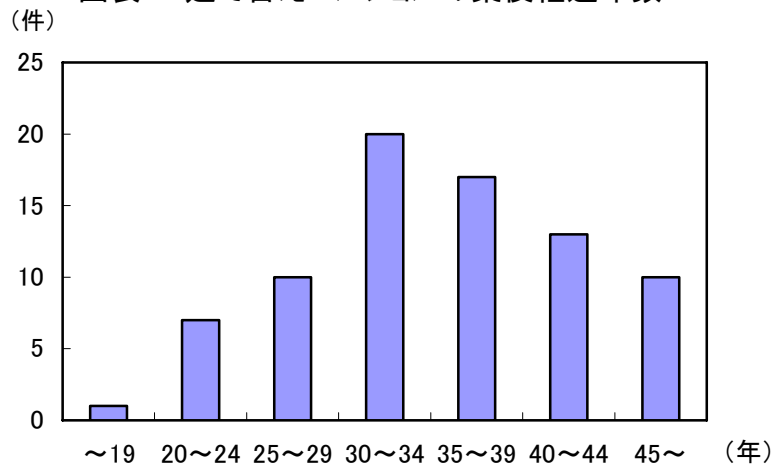
こうした融資の仕組みについては、かつて、住宅ローンを支払えなくなった債務者が自殺する一因になっているとして、社会的な批判を受けたことがある。しかしこの点は、必ずしも金融機関が一方的に非難されるべきことではない。中古住宅の価値が限りなくゼロになるという日本の住宅市場の環境の下では、弁済義務を担保物件のみに限るノンリコース（非遡及型）ローンにすることは、難しかったと考えられるからである。

このように、これまでの日本の住宅市場では、質については十分配慮されない住宅が供給されることを前提として回ってきた。消費者にとっては、住宅の価値が必ずしも高くなくとも、いち早く土地を取得すれば資産形成になるというメリットがあり、供給業者にとっては、安い方がよく売れる上、将来、住宅が更新時期を迎えれば建て替え需要が発生するというメリットがあった。金融機関は資金面で消費者と供給業者をつなぐ役割を果たしたが、住宅の担保価値に対してというよりは、債務者の支払能力に対して融資を行い、最悪の場合でも、担保資産以外にも求償権を持つという点でリスクをカバーしていた。住宅の質が必ずしも高くなくても、すべての主体に有利な点があるからこそ、これまでの仕組みが続いてきたといえる。

こうした市場の構造は戸建て住宅だけではなく、分譲マンションの場合も基本的には同じある。マンションを分譲する方式が急速に広がったのは 60 年代から 70 年代にかけてであったが、高度成長に伴い地価が持続的に上昇を続ける中、分譲マンションは、一戸建ての取得が困難な層に対しても、区分所有という形ではあるが持ち家取得の夢をかなえ、地価上昇のメリットを享受させる仕組みとして機能した。分譲マンションの購入は、いずれその売却益によって、一戸建てに移るワンステップとも考えられた。

こうして、マンションに永住することやいずれ建物が更新期を迎えた場合の対応などについてはほとんど考慮されないまま、短命な上、設備更新の行いにくいマンションが多数供給された（この点について詳しくは米山（2005b）参照）。これまでに建て替えられたマンションの平均寿命は 30～40 年であった（図表 3）。日本の住宅市場では、マンションもスクラップ・アンド・ビルドを前提に供給されてきたといえる。また、これまで日本では、マンションブームが何回も起きたが、分譲マンション市場への参入は比較的容易であったため、多くの業者が参入し品質低下に拍車がかかるという弊害も現れた。

図表3 建て替えマンションの築後経過年数



(出所) 国土交通省監修『マンション建替えマニュアル』

2003年のデータにより作成

しかしそれでも消費者にとっては、賃貸マンション・アパートは貧弱で永住に適さないため、良好な共同住宅に住もうとすると、どうしても分譲マンションを購入せざるを得ないという事情があった。一方、供給業者にとっては、マンションを売却すれば、早期に資金回収できる上、その後の管理責任からは逃れることができる（管理は住民の責任）というメリットが大きかった。金融機関にとっては、たとえ欠陥マンションで担保価値がなくなっても、他の資産への求償権を持つという点でリスクをカバーできていた。このように、たとえ寿命が長くないマンションであったとしても、消費者、供給業者、金融機関のそれぞれにとってメリットが見出せる仕組みになっていたため、これまでの仕組みが維持されてきたと考えることができる。

このように戦後の持ち家（戸建て、分譲マンション）の供給システムは、全体として質を担保するという機能は欠けていたものの、各主体がそれを超えるメリットを見出せていたため、これまで曲りなりにも機能してきたといえる。しかし、やはり質を担保する仕組みやインセンティブを欠いているという点は、ひとたび供給者側がモラルを喪失し、儲けのために住宅の質を下げるということを確信犯的に行うと（例えば、手抜き工事や耐震強度偽装など）、消費者が大きな被害を受けるという根本的な問題を抱えている。さらにいえば、最終的に消費者がリスクの多くを負担せざるを得ない状態を逆手にとり、劣悪な住宅を、言葉は悪いが「売り逃げ」という事態も引き起こされやすい危険性を秘めているといえる。実際のところ、これまでこうしたことを行う業者が後を絶たなかったのが現実であった。

こうした事態に備え、売主には10年の瑕疵担保責任が課せられるようになったが（「住宅の品質確保の促進等に関する法律」00年4月施行）、耐震強度偽装問題で明らかになったよ



うに、この責任が十分果たされない場合には、住宅建設・取得のリスクについて、最終的に消費者が多大な負担をせざるを得ない状況になっているのが現状である。こうしたことが今後は起こらないよう、先にも述べたように、検査や瑕疵担保責任の改善を図る方向で検討が行われている。こうした改善はもちろん必要であるが、今後は単にそれだけに留まらず、住宅供給システム全体の中で、住宅の質を積極的に向上させていくことが各主体のメリットになるような仕組みの形成が必要と考えられる。

## 2.2 質が考慮されない賃貸住宅の供給システム

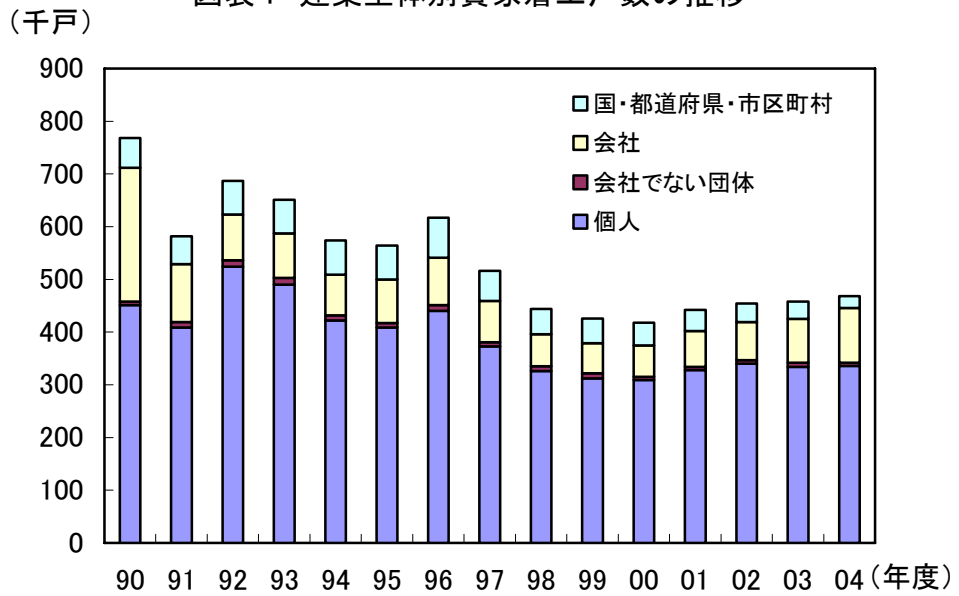
ここでもうひとつの住宅の形態である、賃貸住宅（賃貸マンション・アパート）の質の問題に目を転じよう。持ち家が供給システム全体の中で、必ずしも十分な質を確保する必要性が乏しい仕組みになっているとすれば、賃貸住宅はそもそも質を考慮する必要のない仕組みになっていたといえる。賃貸住宅を建設する場合、建築主は個人の地主が7割前後を占めており（図表4）、建設する動機は相続税対策や土地活用などが多い。そうした場合には、居住性や耐久性など住まいとしての本来の機能が十分確保された良質な住宅を供給するという意識は最初から念頭に置かれまいと考えられるからである。むしろ、節税効果を含む投資効率や採算性が最重要視されることになる。また、個人の資金調達力には限界があるので、自ずとその範囲で賃貸住宅が供給されるということにもなる。

一方、賃貸住宅を建設する際、主たる入居者のターゲットを単身者や若夫婦とすることが多く、面積の広くない物件が多く供給されてきた。日本の賃貸住宅の面積が狭いという点がかねてから指摘されてきたところである。住宅の床面積を国際比較すると、日本は持ち家と借家の平均では、すでに欧米水準並みとなり、その意味では国際水準に達しているが、借家だけをみると極めて狭いものに留まっていることがわかる（図表5）。

日本の賃貸市場でファミリー向けの物件が十分供給されてこなかった主な要因としては、次の二つをあげることができる。第一に、借地借家法に家主に不利な条項があったことと、第二に、分譲マンションとの競合があったことである。

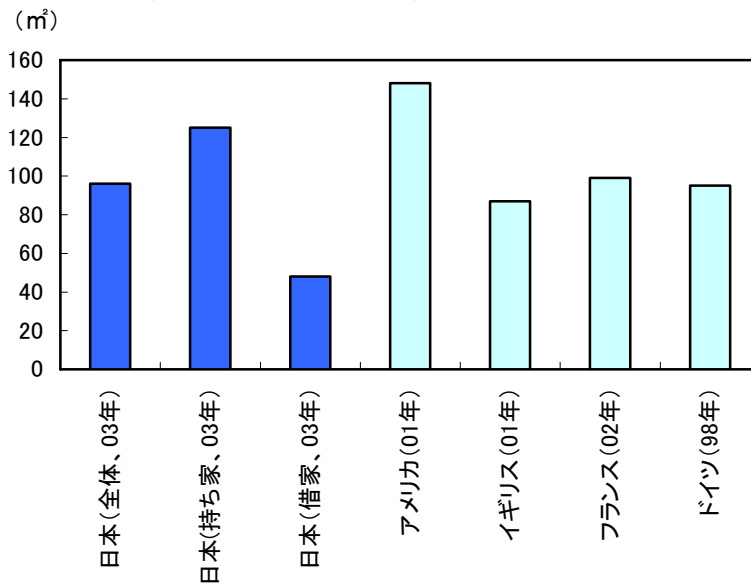
第一については、借地借家法に家主に不利な「正当事由条項」があり（契約期間を過ぎても、家主に正当事由がない限り、賃借人が延長を望むならばそれを断れないという条項）、このため入居者の回転が速く、賃貸住宅に居座られる心配がない単身者や若夫婦向けの供給が主力になったという要因である。この問題の解決を図るため、契約期限後は必ず明け渡しを要求できる「定期借家権」を創設する法律が2000年に施行されたという経緯がある（定期借家契約では、契約で定めた期間の満了により、更新されることなく確定的に借家契約が終了）。

図表4 建築主体別貸家着工戸数の推移



(出所) 国土交通省「住宅着工統計」により作成

図表5 戸当たり床面積の国際比較



(出所) 国土交通省「住宅事情について」2005年2月

(注) 壁心換算値

第二については、戦後の日本では、先にも触れたが、区分所有権を分譲するというマンションの販売形式が普及し、右肩上がりの地価上昇が続く中では持ち家志向が強まっていき、賃貸住宅を借りるよりは分譲マンションを購入する方が消費者に好まれたという要因である。これに伴い、とりわけファミリー向けマンションでは、分譲形式が主流となっていた。デベロッパーは一戸建て取得が困難な層にも、持ち家志向に応えるべく、分譲マンションの供給を増やしていった。前述のように、分譲するという形式は、投下した資金を早期に回収できる上、その後の責任からは基本的に解放されるという点で、デベロッパーにとって好都合という要因もあった。

こうした住宅市場の環境の下、賃貸住宅については、相続税対策や土地活用目的で、個人の地主が、単身者や若夫婦向けの狭い物件を供給してきたというのがこれまでの状況であった。これは、日本の賃貸住宅市場の環境は、より多くのリスクをとって、永住可能な良質な物件を供給する誘因のあるものではなく、せいぜい個人の地主が自らの資金調達能力の範囲内でリスクをとって供給するものであったということを意味する。このほかの形の賃貸住宅の供給方式としては、個人投資家狙いで、デベロッパーがワンルームの賃貸マンションを供給することもあったが、これは限られたものであった。

### 2.3 偏ったリスク負担の構造

これまで述べてきた点を整理すると、日本の住宅市場では、住宅の建設・取得に際して、持ち家の場合には消費者、賃貸住宅の場合には建築主である地主が、リスクを負担せざるを得ない仕組みになっているという問題を抱えていることになる。持ち家の場合にはそれが供給業者に対し売り逃げる建設、販売を行う誘因を生み、賃貸住宅の場合には、個人の地主は節税目的を達することが重要で、その目的を達する以上のリスクを負担してまで良質な住宅を供給する動機はなきに等しかった。こうした状態が、住宅の質の低下を招く一因になっていると考えられる。

この問題は、住宅を建設する場合に、そのリスク負担、より具体的には資金負担と、万一資金の借り手が返せなくなった場合（デフォルト）の負担を誰が負うかという問題に帰着する。

単純化していえば、これまでの日本の住宅市場では、持ち家の場合には、消費者が自らの信用力で金融機関から資金を借り入れ、供給業者は代金を受け取って物件を引き渡した段階で責任の多くは消滅し（10年の瑕疵担保責任はあるものの、業者がその負担能力がなければ消費者が泣き寝入り状態にならざるを得ない）、後は消費者が金融機関に借り入れた資金を返済していくことになる。金融機関から借り入れる際には、保証機関が保証を行い、消費者が返済できなくなった場合に代位弁済を行うが、消費者は物件を手放しても弁済義務が消滅するわけではなく、他の資産からも弁済しなければならないというリコースローンの形になっていた。金融機関は物件を担保にはとるが、担保価値の審査は形式的で、事実上、資金を借り入れる消費者の返済能力すべてを担保に融資を行うという点で、リスク

をカバーする状態になっている。物件に欠陥がみつき担保価値がなくなったとしても、金融機関はその点に配慮して返済を免除するなどということはない。むしろ、物件の担保価値が毀損されたとして、追加担保さえ要求される可能性も生ずるほどである。

これは、住宅建設を一つのプロジェクトとして捉えれば、消費者が資金調達とその後の返済について、ほとんどすべてのリスクを負っているということを意味する。供給業者もあてにできないし、物件の担保価値を審査したはずの金融機関もあてにできないということである。しかし先に述べたように、これまでは消費者はリスクのほとんどすべてを負担したとしても、それ以上に持ち家を取得することが魅力的であったし、賃金が右肩上がりで見舞われる中では、返済できなくなるリスクも小さかった。また、まれに欠陥住宅などの問題が発覚することがあっても、自分がそうした問題に巻き込まれるとはほとんど考えず、住宅を建設・購入してきたといえる。しかし、現在では雇用形態が多様化する中で、将来にわたって借金を確実に返済できるかという点でリスクが高まっている上、耐震強度偽装問題の発覚により建設業界の悪しき体質が明らかとなり、住宅の品質が確保されない場合のリスクに対する認識も高まっている。こうしたことを背景に、最近では、これまで続いできた仕組みが、少しずつではあるがその基盤が揺らいでいるようにもみえる。

一方、賃貸住宅を建設するというプロジェクトの場合には、資金調達とその後の返済についてリスクを負担するのは建築主である個人の地主である。個人としての資金調達能力には自ずと限界がある。また空室が多くなり、借入金が返済できなくなったとしても、リコースローンであるため、物件を売却しても済まず、他の資産から借金を返済する必要がある。地主はリスクも冒してまで、多くの資金を投入して、良質な住宅を供給するインセンティブはほとんどなかった。収益性が高いのは単身者向けなどの物件で、分譲マンションとの競合がある上、投資費用もかさむファミリー向けの物件が積極的に建設されることはなかった。

しかし近年は、こうした環境にもいくらか変化の兆しがみえつつある。**REIT**（不動産投資信託）の増加に象徴されるように、不動産の証券化市場が急速に拡大し、シングル向けの物件のほか、**DINKS** 向けの物件やファミリー向けの物件などにも投資が行われるようになったからである。これは、これまでのように限られた個人の地主のほかに、賃貸住宅市場にリスクをとって資金を大量に提供する主体が現れたということの意味する。最近では、**REIT** や機関投資家に売却されることを前提にした賃貸マンションの開発も増えている。投資家にとっては、リスクをとって投資するため、賃貸マンションが将来にわたって収益を生む条件を備えた資産であるかどうかの精査が重要になる。投資に際しては、入居の見通しはもちろんのこと、物件の耐久性などの物理的条件など様々な観点からチェックされることになる。こうした仕組みは、うまく回れば良質な賃貸住宅が供給される仕組みに発展する可能性を秘めている。

それぞれ問題を抱えながらも、最近では少しずつ変化の兆しがみられる日本の持ち家、賃貸住宅市場であるが、ここで問題にした、偏ったリスク負担の構造を含め、住宅供給シス

テム全体をどのように変化させていけば、より良質な住宅が供給されるようになっていくだろうか。そのヒントを探るために、次章では、他国における住宅建設、住宅金融の仕組みがどのようなものになっているかについて、アメリカにおける事例を中心に考察を加えることにしよう。

### 3. 証券化を活用したリスク負担の仕組み

#### 3.1 アメリカにおけるリスク負担の構造：持ち家

##### 3.1.1 証券化とリスクシェアの仕組み

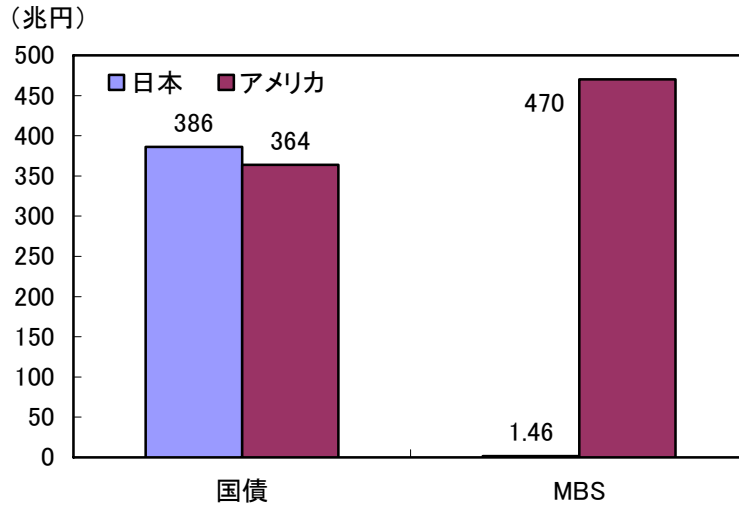
アメリカにおける住宅供給システムは様々な面で日本と大きく異なっているが、リスク負担の構造という面から捉えた場合の違いは、住宅金融のリスク、すなわち住宅ローンを貸し出す際のリスクを、住宅ローン債権の証券化を通じ、最終的に資金を提供する投資家を含め、住宅金融の枠組み全体の中で分担する構造になっているという点である。

アメリカでは住宅ローン債権の証券化が広く行われている。証券化することによって投資家から資金を調達する仕組みは、日本の金融機関が預貯金によって資金を調達してローン原資にするという仕組みとは、根本から異なっている。条件の類似した多数のローン債権がプールされ、それを裏づけとして証券が発行される。こうして発行された証券は、MBS (Mortgage Backed Securities：モーゲージ担保証券) と呼ばれる。アメリカの住宅金融市場では、民間金融機関が借り入れ者に融資を行う一次市場（貸出市場）と、その住宅ローン債権を証券化して売買を行う二次市場（債権流通市場）に分かれ、それぞれが機能分化して発達している。アメリカの MBS 市場は大きく、国債市場に匹敵する規模となっている（図表 6）。

証券化の仕組みには大きく分けて二つの仕組みがある。その第一は、民間金融機関が、FHA (Federal Housing Administration：連邦住宅庁) や VA (Department of Veteran's Affairs：退役軍人省) といった政府機関によって信用補完（保険・保証）された住宅ローン債権を MBS として投資家に売却する際、HUD (Department of Housing and Urban Development：住宅都市開発省) 傘下にある GNMA (Government National Mortgage Association：政府抵当金庫、通称ジニーメイ) が保証するという形態である（図表 7）。

より具体的には、政府機関（FHA、VA）が元利払いの保険・保証（FHA 保険、VA 保証）を付けた住宅ローン債権を、民間金融機関が特別目的体（SPV：Special Purpose Vehicle：信託、特別目的会社の総称）に信託し、それを担保として MBS を発行する。ジニーメイはこの MBS について元利払いの保証を行い、MBS の流動性を高める役割を果たしている。この仕組みは、もとの住宅債権とそれを証券化した MBS のそれぞれについて政府機関が保証を行うという点で、保証型と呼ぶことができる。つまり、政府機関が保証を付けることで、二次市場で債権が流通しやすくしている仕組みといえる。

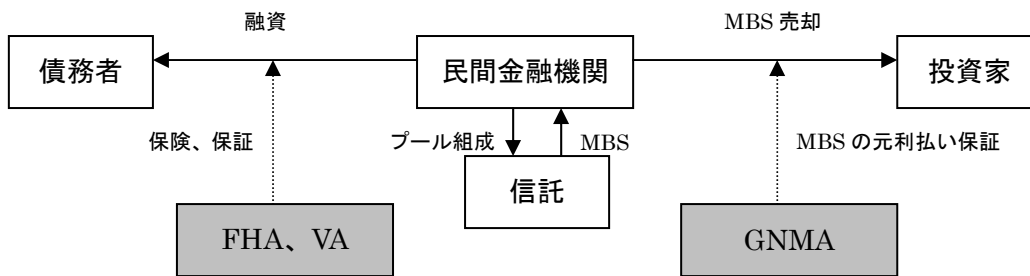
図表6 日米の国債とMBSの発行残高



(出所) 国土交通省「住宅金融の現状と課題」2004年10月

(注) 日本のMBSは04年8月末、それ以外は03年末

図表7 アメリカの証券化の仕組み（保証型）



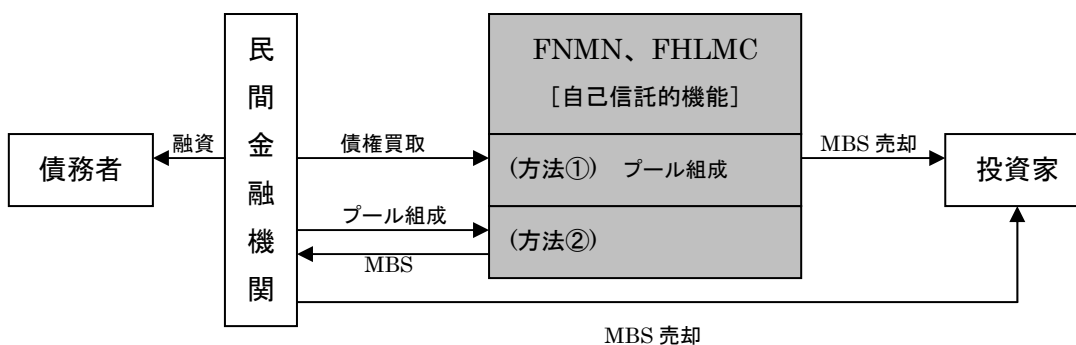
(出所) 筆者作成

第二は、FNMN（Federal National Mortgage Association：連邦抵当金庫、通称ファニーメイ）やFHLMC（Federal Home Loan Mortgage Association：連邦住宅貸付抵当公社、通称フレディーマック）といった政府支援機関（Government-Sponsored Enterprise/Entity：GSE）が、FHA 保険や VA 保証が付かない民間金融機関の住宅ローン債権（コンベンショナルローンと呼ばれる）のうち、自らの買い取り基準に合致したもの（コンフォーミングローン（基準内ローン）と呼ばれる）を買い取り、MBS を発行するという形態である（図表 8）。この MBS に対しては、政府支援機関が元利払いの保証をつける。

MBS を発行する方法としては、政府支援機関が買い取った債権から自らプールを組成し MBS として市場に売却する方式と、民間金融機関に対し債権プールの買い取りと交換に MBS を引き渡す方式がある。後者の方式では、MBS を取得した民間金融機関が市場でそれを売却するが、比重としてはこちらの割合の方が高くなっている。

この仕組みは、政府支援機関が住宅ローン債権の買い取りを行うという点で、買取型と呼ぶことができる。政府支援機関が買い取って自らの信用で MBS を出すと仕組みであるが、政府支援機関には、「暗黙の政府保証」があると考えられているため、高い信用力を有している。政府支援機関とは、特定の政策目的のための融資や保証業務を行う、連邦法で設立が規定された株式会社、協同組合である。

図表 8 アメリカの証券化の仕組み（買取型）



(出所) 筆者作成



このようにアメリカの住宅ローンの証券化は、政府機関ないし政府支援機関の保証の下で、MBS が投資家に売却される仕組みになっている。すなわち、民間金融機関が証券化を行う際に政府機関が保証をつけるか（保証型）、あるいは政府支援機関が政府機関の保証のついていない住宅ローンを買って自らの信用で証券化するか（買取型）という二つのタイプがある。

住宅ローンに関わるリスクとしては、信用リスク（債務者による返済が不能となるリスク）、プリペイメント（期限前返済）リスク（債務者の借り換えや住み替えなどによる一括返済により満期前に償還され、当初期待されていたキャッシュフローが得られなくなるリスク）、金利リスク、流動性リスクがある。アメリカの証券化の仕組みでは、信用リスクを政府機関や政府支援機関が負担し、投資家がプリペイメントリスク、金利リスク、流動性リスクを負担する仕組みとなっている。

このようにアメリカでは、住宅ローンのリスクを証券化市場で分担することで、長期固定金利（30年）の住宅ローンを提供できる仕組みとなっている。民間金融機関にとっては、住宅ローン債権を証券化することですぐに資金を回収できるメリットがある。投資家にとっては、プールされた住宅ローン債権が証券化によって小口化されているため、購入しやすいというメリットがある。流動性が高いため、長期保有を目的としない投資家であっても購入でき、売買を通じ、市場全体として満期まで保有されることが可能になっている。

アメリカでは、住宅金融の業務のアンバンドリングも進んでいる。住宅融資の多くを占めているのが、モーゲージバンクと呼ばれる金融機関で、通常の金融機関のように預金は集めず、もっぱら住宅ローン債権を証券化引き受け機関に売却する業務を行っている。また、複数の金融機関と提携して、フィナンシャルプランナーなどが相談にのって、最適な住宅ローンを仲介するモーゲージブローカーと呼ばれる業者も発達している。

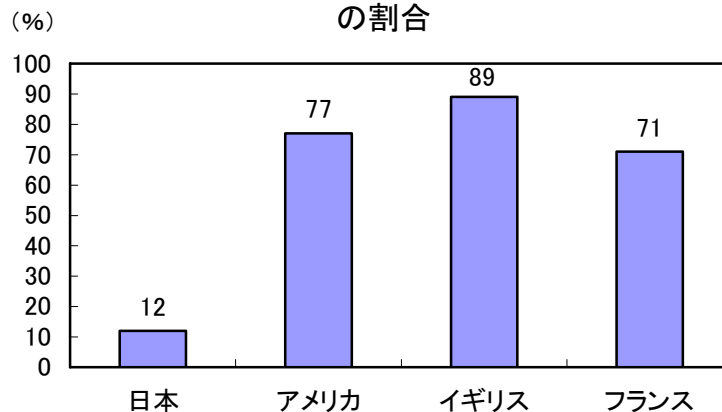
### 3.1.2 信用リスクの負担

ここで、信用リスクの負担について詳しくみておこう。先に述べたように、政府機関、政府支援機関が、債務者がデフォルトした場合のリスクを負担しているが、これらの機関は債務者が支払い困難になった場合、どのように対応するのだろうか。FHA の場合を例にとると、債務者が返済困難になった場合には、①支払猶予期間の設定、②支払い条件の変更、③保険金の一部を金融機関に支払い返済継続、④抵当権実行前に担保物件を販売、⑤住宅を引き渡しと引き換えに負債免除という選択肢が用意されている。できるだけ住宅を手放さなくても済むようにするが、無理な場合には債務者の損失を最小にするような形で物件処分を行うように運営している。

ここで注目すべきは、物件を処分せざるを得ない場合でも、物件引渡しと引き換えに負債が免除されるという選択肢があるという点である。これは、住宅を手放せば、返済義務が他の資産に及ばないという形になっていることを意味する。なぜこのようなことが可能かといえば、アメリカの場合、中古住宅の流動性が高く、物件を売却すれば債権の多くを

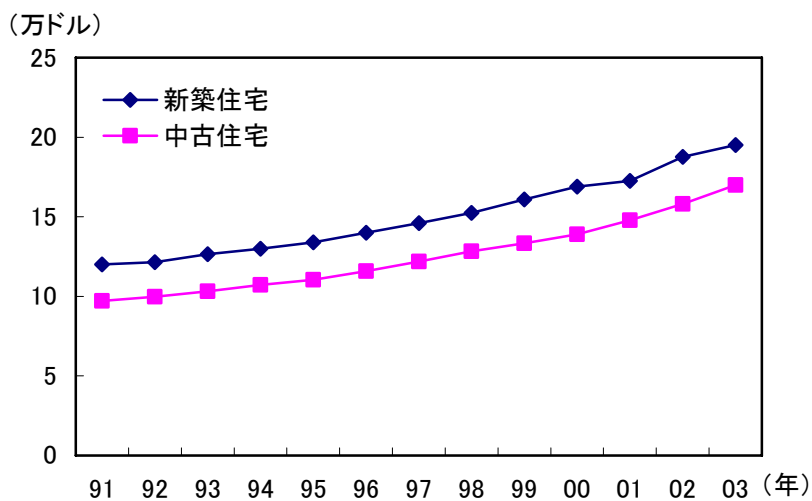
回収できる環境にあるからである。アメリカの中古市場は大きく、全住宅取引に占める8割近くを中古住宅が占めている（図表9）。また、アメリカでは住宅価格は、中古住宅であっても新築住宅とさほど大きな違いはなく、中古住宅であっても住宅市場で高く評価されている（図表10）。

図表9 全住宅取引に占める中古住宅流通量の割合



（出所）国土交通省『国土交通白書 平成16年版』

図表10 アメリカの平均住宅価格の推移



（出所）アメリカ統計局、仲介不動産国家組合のデータにより作成

アメリカでは、住宅ローンの融資を受ける際は、担保住宅と評価と債務者の信用力（返済能力）がポイントになるが、担保については、融資金額の担保価値に対する割合（LTV：Loan to Value）は80%が基本とされている（ただし民間モーゲージ保険への加入により、80%を超えて95%まで融資することが可能）。担保価値の80%の範囲内であれば、万一、デフォルトした場合でも、担保物件を売却すれば十分回収できる水準にあると考えられる。中古市場の価値と流動性の高さは、住宅ローンを保証機関が保証する際の保証料を相対的に低い水準にすることを可能にしていると考えられる。

アメリカではこうした住宅市場の環境の下、カリフォルニア州などいくつかの州では、住宅ローンについてノンリコースローンとすることが法定化されている。これは、住宅ローンがノンリコースローンになっていても、信用リスクを十分カバーできる環境にあることを示している。また、先に示したFHAの例にみるように、デフォルトした場合でも、担保物件以外の資産に遡及することがない債権回収方針になっているため、法定化されていなくとも、事実上、ノンリコースローンのような形になっているとみることができる。

なお、ここまで、証券化されることを前提として、各種の保証が付けられた住宅ローンについて述べてきたが、アメリカではこれ以外に、保証を付けない住宅ローンも存在する。この場合には、デフォルトした場合に他の資産からの支払い義務も生ずるリコースローンの形態となる。ただ、州によっては他の資産に求償権が及ぶことを制限しているため、その場合は保証なしの住宅ローンでもノンリコースローンとなる。

### 3.1.3 検査と履歴情報の蓄積

アメリカで中古住宅であっても高い価値が保たれる要因としては、まず、新築時点の検査で住宅の品質が担保されているという点あげられる。アメリカのインスペクター（住宅検査官）の権限は強く、建築中に15回程度検査に入り、インスペクターの了解なしでは次の工程に進むことができない。厳格な検査により、中古住宅の売買においては、構造上の欠陥がないことは当然のこととして取引が行われている。

こうした要因に加え、購入後は、居住者による住宅のメンテナンスが十分行われるという要因もあげられる。転職や転居が頻繁なアメリカでは、いずれ住宅を売却することを考えて、住宅の資産価値をできるだけ高めようとするインセンティブが働いている。しかも単に自分の住宅のみならず、周辺地域も含めて良好な環境・景観を維持することが、高い価値につながるという考え方が浸透している。

新築はもちろんであるが、建築許可申請は、住宅の改修時にも事前に必要とされる（一定の金額以上のもの）。これにより、住宅の履歴情報が蓄積されるようになっており、中古住宅を取引する際の重要な情報となる。また、中古住宅売買の際にはホームインスペクター（住宅検査人）が検査を行い、住宅の質に関する安全性を確保している。アメリカで行われる不動産取引の8割程度は検査が行われている。主に買主がホームインスペクターに住宅の検査を依頼することが一般的であるが、売主が検査によって不動産の市場性を高め

る目的で検査を依頼する場合もある。ホームインスペクターが行う検査は、基礎、構造、屋根、遮断材、配管、暖房・空調設備、内装、外装等のうち、ホームインスペクターがアクセス、目視可能な部分についてである。

このほか、中古住宅の市場性が高い要因としては、住宅の標準化が進んでいるということがあげられる。日本では注文住宅が多いが、アメリカでは建売住宅が多い。建売住宅は、より多くの人のニーズに応えられるような仕様とされるため、自ずと標準化が進むことになる。

このようにアメリカでは、しっかりとした検査と住宅の履歴情報の蓄積、中古住宅が価値を持つ市場特性などに支えられて、良質な物件が供給されるよう住宅市場が機能している。住宅金融面では、そうした住宅市場の特性を前提として、最終的には住宅の資産価値を担保として融資を行うことが可能になっている。中古住宅としても価値を持つ良質な住宅を供給されることは当然で、そうした条件を満たすために、あるいはそうした条件を満たされることを前提に、住宅に関わる様々なプレーヤーが市場に参加している。その結果として、住宅を取得することが最大の資産形成になるような環境が実現されている。

### 3.2 アメリカにおけるリスク負担の構造：賃貸住宅

次に、アメリカにおいて賃貸住宅を建設する際のリスク負担がどのようになっているかをみよう。MBSについては、住宅ローン債権のほか、商業（収益）不動産ローン債権を証券化したものもある。住宅ローン債権を証券化したものを RMBS（Residential Mortgage Backed Securities）、商業不動産ローン債権を証券化したものを CMBS（Commercial Mortgage Backed Securities）と呼び区別される。

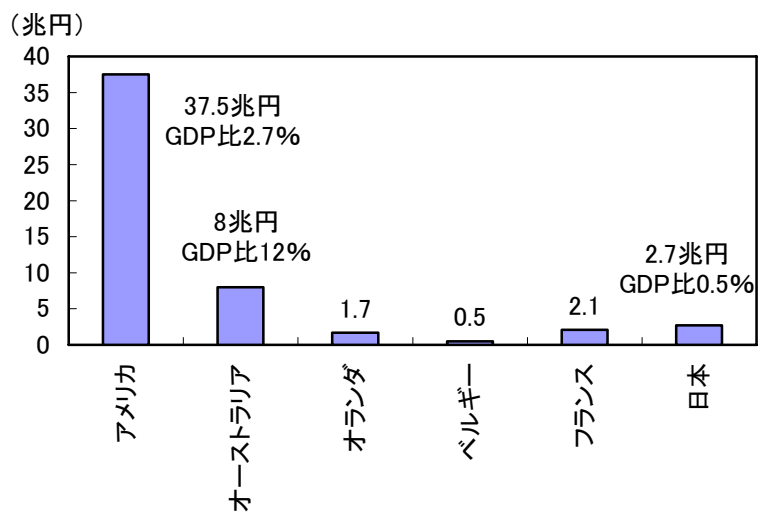
証券化の対象となる商業用不動産としては、大型商業施設、企業関連施設（オフィス、工場、倉庫など）、ヘルスケア施設のほか、居住用施設などがある。居住用施設では、賃貸マンション、学生寮、高齢者向け賃貸住宅のほか、建売住宅の開発が証券化される場合もある。

商業不動産の証券化にあたっては、ローン債権を証券化する CMBS のほか、不動産そのものを証券化する場合もある。これは、REIT（不動産投資信託）などが物件を購入し、その物件が生み出すキャッシュフロー（賃貸収入）に基づいて証券化を行うというものである。アメリカでは、REIT 市場の規模も大きい（図表 11）。

このようにアメリカにおいては、賃貸住宅を建設する際、証券化によって投資家から資金を調達する方法が広く行われている。商業用不動産の証券化の場合は、ローンの証券化でも不動産そのものの証券化でも、住宅ローン債権のように元利払いの保証はつかないため、デフォルトの危険は残る。商業不動産ローンは、デフォルト時に担保資産以外からの回収はできないノンリコースローンとされるのが普通である。デフォルト時の最終担保は不動産そのものになるため、証券化にあたっては、物件の収益性や将来の価値などについてデューデリジェンス（資産査定）が厳密に行われることになる。こうした査定を前提に、

投資家がリスクをとって賃貸住宅の資金を、証券化商品の購入を通じて提供している。

図表11 REIT時価総額の国際比較



(出所) 国土交通省「投資家が安心して参加できる不動産市場の  
在り方」2005年12月

(注) 日、米、豪は05年9月末、それ以外は05年3月末

## 4. 新たなリスク負担の仕組み

### 4.1 目指すべき住宅市場の方向性

ここまで、アメリカにおいて、持ち家、賃貸住宅を建設・取得する際のリスク負担構造がどのような形になっているかをみてきたが、アメリカでは多くの場合、最終的には証券化を通じて、投資家がリスクの一部を負担する形で、資金供給が行われている。投資家にとっては、一定のリスクは負担するものの、証券化商品は投資対象として魅力的なものになっている。

持ち家の場合には、中古住宅としての市場性が担保価値を支えており、賃貸住宅の場合にはそれが生み出すキャッシュフロー（賃貸収入）が担保価値を支えている。そして、そのような担保価値を持つ不動産が、市場に供給されるようになっている。デフォルトした場合には、持ち家の場合には保証機関が、賃貸住宅の場合には投資家はその負担を負うことになる。ノンリコースローンの形になっているため、ローン借り入れ者が担保物件以上の負担を負うことはない。こうしてアメリカでは、住宅を取得することが資産形成になるという状況がうまく実現されている。

こうしたアメリカのリスク負担構造は、日本において、持ち家の場合には消費者が、賃貸住宅の場合には個人地主が多くのリスクを負担している形とは大きく異なっている。日本の場合には、デフォルトした場合には、リコースローンのため、消費者や地主に過重な負担がかかるという現実がある。また、良質な物件を供給するインセンティブが住宅市場全体の中で十分働いておらず、むしろ、供給業者の売り逃げるような体質を助長するような仕組みになっている。これが住宅の質の低下を招く一因になっている。それでもかつては土地をいち早く取得することが資産形成につながったが、右肩上がりの地価上昇が望めなくなった中では、もはやそうしたメリットは失われている。

こうした問題の改善を図るためには、単に検査や瑕疵担保責任の改善を図るだけでは不十分で、住宅市場全体の中で、良質な物件が、様々な主体がリスクを分担し合う中で、供給されていくような市場を形成していく必要があると考えられる。そうした市場を形成していくことが、日本でも住宅を取得することが資産形成につながる環境をつくることになると考えられる。

### 4.2 新たな仕組みの可能性：持ち家

現在の日本では、そうした望ましい市場を形成する上で必要な、様々な要素が出始めている段階にある。検査と瑕疵担保責任については、耐震強度偽装事件を受け、改善が図られる見込みである（社会資本整備審議会建築分科会基本制度部会「建築物の安全確保のための建築行政のあり方について」2006年3月）。①一定規模以上の建物について、第三者機関による構造計算の再チェック、②多数の人が利用する建物は中間検査の義務付け、③指定確認検査機関（民間検査機関）に対する監督の強化、④懲役刑の導入など建築士に対す

る罰則強化、⑤住宅の売主に対する瑕疵担保責任保険の加入義務付け、などの措置が検討されている。

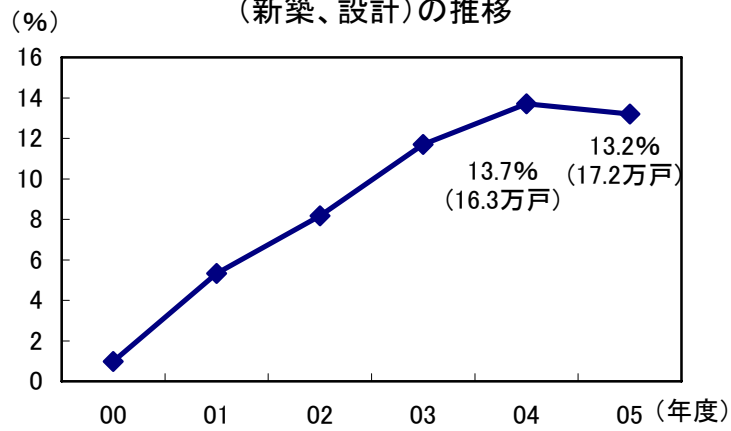
住宅の質を客観的に評価する仕組みについては、住宅性能表示制度がすでに導入されているが（新築住宅については00年、中古住宅については02年）、その普及状況ははかばかしくない。新築ではようやく十数パーセントに達するようになったが（図表12）、将来的には、ほとんどすべての住宅がこの制度を利用することが望ましい。中古住宅については、住宅性能表示制度が、アメリカにおけるホームインスペクション的な役割を果たすことが期待されていたが、02年12月の制度運用以来、05年末までにわずか580戸が評価書の交付を受けたにすぎない（図表13）。

マンションの履歴情報の蓄積については、「マンション未来ネット」が06年度から本格稼働する（財団法人マンション管理センターが運営）。マンション未来ネットは、既存マンションの管理に関わる様々な情報を随時登録しデータベース化して、ホームページで閲覧できるようにするというものである。管理組合や一般ユーザーはインターネットを通じて、登録されたマンションの管理体制や維持管理状況を知ることができる。このシステムの稼働により、個々のマンションが適切に管理され、その資産価値の維持向上につながっていくことが期待されている。今後は、このシステムの利用促進を図るとともに、一戸建てについても、維持管理やリフォームの状況が蓄積されていく仕組みを作ることが望ましい。

中古住宅の評価の仕組みについては、現状では、住宅の維持管理状況が中古住宅価格に適切に反映されるような状況ではなく、20年以上経つと上物の住宅の価値はほとんどなくなり、もっぱら土地価格の上下によって売却益や売却損が生ずる状態になっている。実際、最近売却された住宅は、多くの売却損を出している（図表14）。したがって、今後は履歴情報の蓄積とともに、維持管理状況が適切に中古住宅価格に反映される仕組みも必要であるが、そうした仕組みはまだ整えられていない。

また、中古住宅が汎用性の高い仕様になっていけば、中古市場における価値も高まると考えられるが、注文住宅の割合が高く、様々な住宅供給業者が独自の工法で競争している日本では、標準化を進めようとする動きはない。しかし、一部のパワービルダーといわれる、主に都市部を中心に建売住宅を大量に供給する供給業者の中には、仕様や間取り、部材の標準化を図って低価格を実現するとともに、住宅性能表示制度にも積極的に対応することで質も確保された住宅を供給する業者が現れている。こうした動きがさらに進展すれば、将来、標準化されかつ品質の高い住宅が中古市場に多く登場することで、中古住宅の市場性が高まっていく可能性もある。

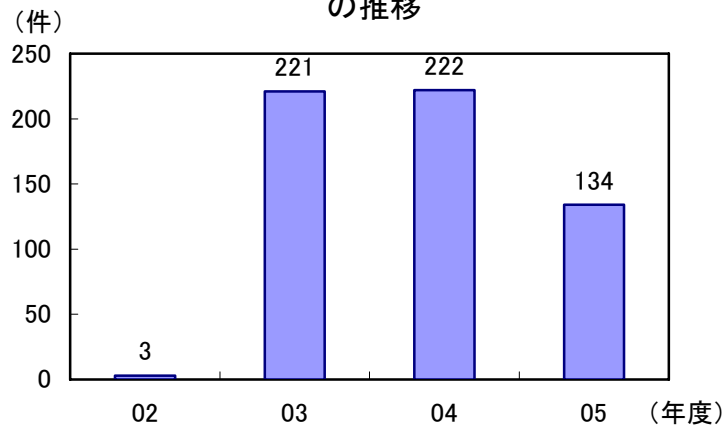
図表12 住宅性能表示実施率  
(新築、設計)の推移



(出所) 国土交通省「住宅の品質確保の促進等に関する法律に基づく住宅性能表示制度の実施状況について」、「住宅着工統計」により作成

(注) 05年度は12月までの数値

図表13 住宅性能表示実施件数(中古)  
の推移

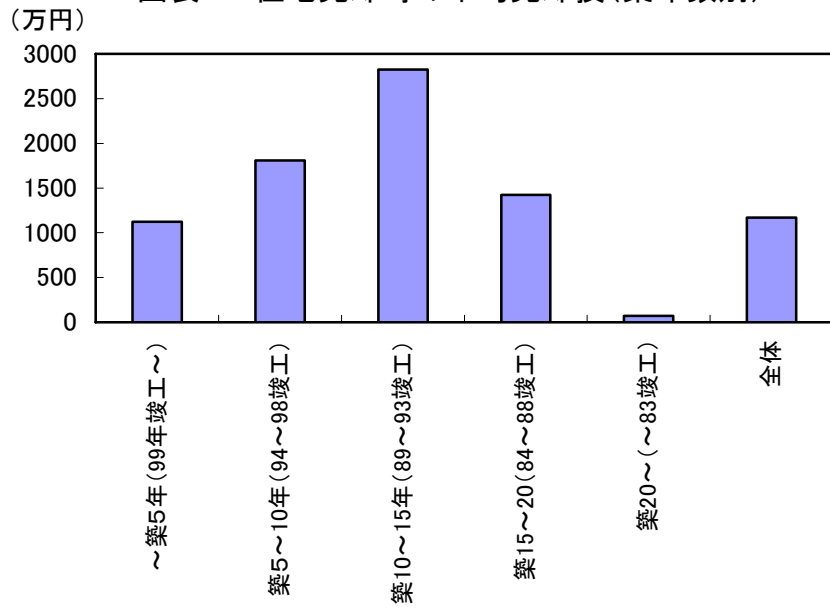


(出所) 国土交通省「住宅の品質確保の促進等に関する法律に基づく住宅性能表示制度の実施状況について」により作成

(注) 05年度は12月までの数値

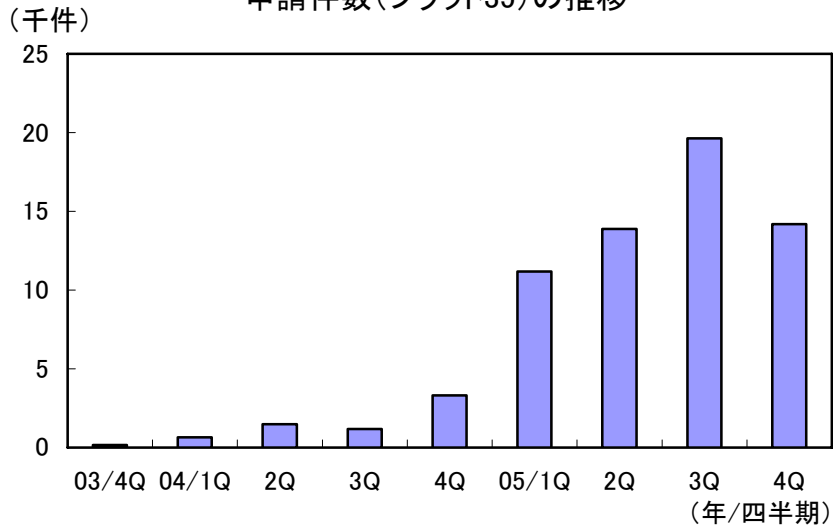


図表14 住宅売却時の平均売却損(築年数別)



(出所) 不動産流通経営協会「不動産流通業に関する消費者動向調査」  
2005年7月により作成

図表15 民間金融機関からの公庫への買い取り申請件数(フラット35)の推移



(出所) 住宅金融公庫のデータにより作成

住宅金融面では、特殊法人改革に伴い、住宅金融公庫（07年度に住宅金融支援機構に移行）が直接融資を縮小し、住宅ローンの証券化を支援する業務に重点を置くようになった（公庫の証券化ローンの愛称は「フラット 35」）。これにより、公庫が民間金融機関から住宅ローン債権を買い取り、証券化して投資家に売却するという仕組みが作られた。公庫の買い取り件数（フラット 35 の取り扱い件数）は比較的順調に伸びており（図表 15）、今後のさらなる伸びも期待されている。しかし、公庫による証券化は、リコースローンであるため、最終的な担保価値を住宅の価値に置くのではなく、債務者の支払い能力に置いているという点で、アメリカの仕組みとは異なっている。その意味では、現状では日本の住宅ローンの証券化商品は、担保価値の裏づけのないものになっているといわざるを得ない。

このように最近の日本でも、市場において良質な住宅が供給されるようになるための様々な道具立てが整えられつつある。しかし、個々の仕組みが相互に連携を保ちながら、全体としてうまく機能するという状態にまでは至っていない。

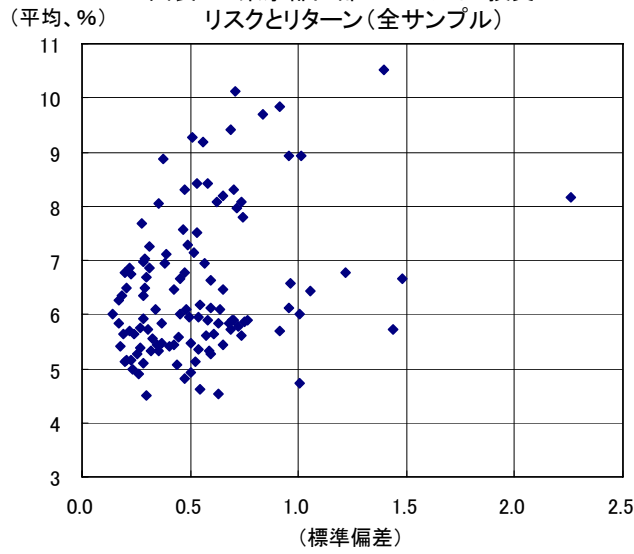
#### 4.3 新たな仕組みの可能性：賃貸住宅

一方、賃貸住宅については、日本でも収益物件としての特性に注目し、REIT に組み入れられるケースが現れてきた。また、投資家に一棟売りをすることに前提として、賃貸マンションの開発が行われることも増えている。これまで個人の地主が節税目的で建設することが多かった日本の賃貸住宅市場にも、投資家の資金が流入することによって、今後大きく変化する可能性が高まっている。

ここで賃貸住宅の収益物件としての特性を確認しておこう。東京都区部におけるマンション（新築、中古）を、区別に、大型タイプ（80 m<sup>2</sup>以上、高級タイプ）、標準タイプ（40 m<sup>2</sup>以上 80 m<sup>2</sup>未満、ファミリータイプ）、小型タイプ（40 m<sup>2</sup>未満、ワンルームマンション等）に分類し、98年上期から05年上期までのマンション投資の平均利回り（リターン）と平均利回りの標準偏差（リスク）を算出してみた。

すべてのサンプルをプロットするとその特徴は明らかではないが（図表 16）、大型タイプ、標準タイプ、小型タイプに分けてプロットすると、それぞれの投資物件としての特徴が明らかになる。中型タイプは、リターンは高くはないがリスクも低いローリスクローリターンの傾向がみられるが（図表 18）、小型タイプはその逆で、ハイリスクハイリターンの傾向がみられる（図表 17）。大型タイプは総じてリスクとリターンのばらつきが大きくなっている（図表 19）。

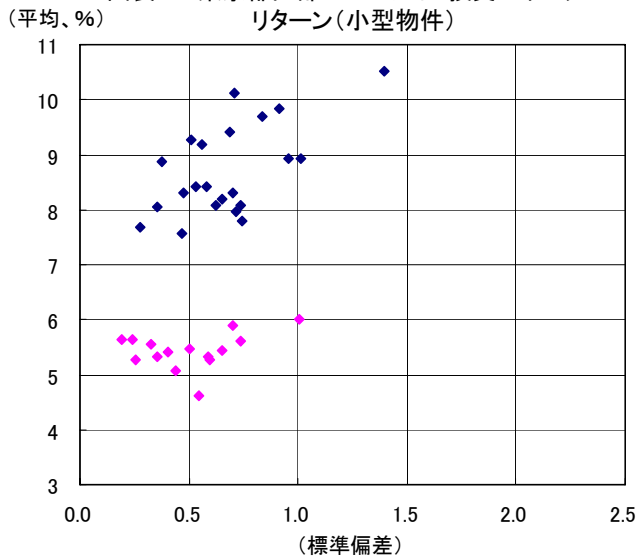
図表16 東京都区部のマンション投資の  
リスクとリターン(全サンプル)



(出所) 住宅インデックス・フォーラムのデータにより作成

(注) 平均利回り = 平均賃料年額 / 平均売買価格

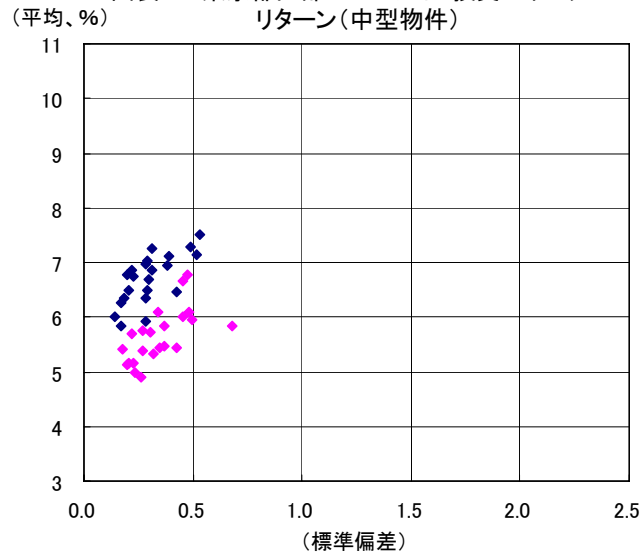
図表17 東京都区部のマンション投資のリスクと  
リターン(小型物件)



(出所) 住宅インデックス・フォーラムのデータにより作成

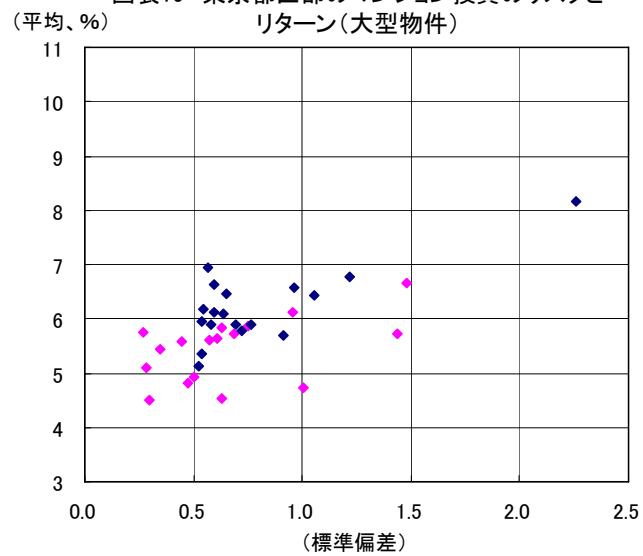
- (注) 1. 薄い点は新築、濃い点は中古  
2. 平均利回り = 平均賃料年額 / 平均売買価格

図表18 東京都区部のマンション投資のリスクとリターン(中型物件)



(出所) (注) 図表 17 と同じ

図表19 東京都区部のマンション投資のリスクとリターン(大型物件)



(出所) (注) 図表 17 と同じ

物件のタイプによってこうした特性があることは、マンション投資のポートフォリオを組む際に、様々なタイプの物件を入れることによってリターンを向上させる一方、リスクを低下させることができる可能性があることを示している。実際、居住用物件に専門に投資を行う REIT では、様々なタイプの物件を組み入れている（図表 20）。従来は、賃貸住宅が投資物件として供給される場合は、ワンルームマンションなど高収益が期待できる物件がほとんどであったが、今後は、REIT のように多くの投資家の資金を集める際には、そうした物件だけでなく、ファミリータイプも含め、様々な物件が必要とされるようになる可能性が高い。投資物件として組み入れる際は、収益性はもちろんのこと、物件の価値についても厳しく査定されることになる。

一方、物件開発に対する金融機関の融資は、最近では、ノンリコースローンで行われることが多くなっている。ノンリコースローンは、金融機関がデフォルトリスクをより多く負担する分、金利を高め設定できるなど、ビジネスとして旨みがあると認識されるようになったためである。融資の際は、物件開発に対する金融機関の査定も厳しく行われることになる。このように今後の REIT の発展は、うまくいけば、日本の賃貸住宅の質と多様性を向上させる役割を果たす可能性を秘めている。

一方、消費者の側では、最近では、分譲マンションを購入して、ローンを抱えることへのリスクに対する認識が強まっている。こうした消費者の意識の変化から、良質な賃貸住宅に対するニーズが今後さらに強まっていく可能性があることは、賃貸住宅の供給促進にとって追い風になると考えられる。

図表 20 REIT のレジデンス専門銘柄の投資基準（組み入れ比率）

	日本レジデンス シャル投資法 人	ニューシティ・ レジデンス投 資法人	プロスペクト・ レジデンス ル投資法人	アドバンス・レ ジデンス投資 法人
シングルタイプ	15～30%	20～40%	35～65%	30～50%
アーバンファミリータイプ (コンパクトタイプ)	25～40%	20～50%	35～65%	30～50%
ファミリータイプ	25～40%	20～50%		10～30%
プレミアムタイプ (ラージタイプ)	5～20%	5～20%		0～10%

(出所) 山崎成人「アドバンス・レジデンス投資法人の目論見書からの分析と解説」『月刊プロパティ  
マネジメント』2006年2月号

## 5. 新たな仕組みを普及させるための課題

日本でも最近、持ち家、賃貸住宅とも、これまでとは異なり、良質な物件が供給できるような新たな仕組みが少しずつ現れてきているが、今後、こうした動きをより推進していくためには、どのような政策措置が必要だろうか。

まず、持ち家については、住宅性能表示制度のより一層の普及が必要である。新築段階で住宅性能表示制度を利用した場合には、住宅減税など、税制上の優遇措置を与えることも有効と考えられる。中古住宅性能表示制度についても、それを利用した場合、流通課税が減免されるような措置があってもよいと思われる。これらはすでに現在ある制度の利用について、税制上の優遇措置によって、より普及させるというものである。

履歴情報の蓄積については、マンションについてようやく緒についたばかりであるが、戸建て住宅の履歴情報の蓄積については、今後どのような形で導入できるかを検討していく必要がある。個々の住宅メーカーでは、おそらく顧客の住宅の維持管理などの履歴情報を蓄積していると考えられるが、今後はそうした情報のフォームや基準を整え比較できるような形にすることと、中古住宅の取引の際にそれを開示できる仕組みを整える必要がある。中古住宅販売の際の、必須の情報開示項目にするという方向性も考えられよう。そうしたことを通じ、適切に維持管理を行った住宅の市場価値が向上するようになることが望ましい。

ノンリコースローンについては、アメリカではそうした仕組みであることが、住宅の質の向上をもたらしたというわけではない。質が高く担保価値があるからこそ、事実上のノンリコースローンやノンリコースローンの法定化が可能になっているとみることができる。しかし今後の日本では、ノンリコースローンを積極的に導入することで、物件の質向上を図っていくという逆の方向性を考えてもいいのではないか。ノンリコースローンであることが普通の状態になれば、供給業者はノンリコースローンを受けられるような良質な物件開発を当初から迫られることになる。

そのための第一歩として、金融機関と供給業者が協調し、供給業者が良質な物件開発を行い、それに対して金融機関がノンリコースローンを付けるような形があってもよい。ノンリコースローンが付いた物件であれば、消費者にとっては、そうした点でも物件に対する安心感が得られることになる。また、金融機関にとっては、住宅ローン貸し出し競争が激しくなる中、金融機関がデフォルトリスクの多くを負担するノンリコースローンという形であれば、金利を高め設定することができるため、新たな収益源にできる可能性がある。今後こうした取り組みを進めていくためには、住宅金融公庫がノンリコースローンのパイロット融資を行うということも有用であろう。

証券化を通じた賃貸住宅の開発は、今後はさらに活発になっていくと考えられるが、それによってこれまであまり供給されてこなかったファミリータイプを含む多様な物件が供給されるようになると思われる。しかし、市場の働きのみで本当に良好な賃貸住宅が供

給されるようになるかは、何ともいえないという面は残る。REIT 市場に未来永劫投資家の安定的な資金が流入するという保証はないからである。そうした問題を側面から助けるために、良好な賃貸住宅の供給プロジェクトについては、公的機関（都市再生機構など）が証券購入という形で支援するということも考えられよう。

## 参考文献

- Brueggeman, William B. & Jeffery D. Fisher 2005. *Real Estate Finance and Investments 12<sup>th</sup> Edition*, McGraw-Hill
- 井出保夫 1997 『不動産投資革命』 総合法令
- 伊豆宏・斉藤広子編著 2003 『変わる住宅金融と住宅政策—どうなる金融、どうなる住まい』 ぎょうせい
- 住宅ローンの買取・証券化等に関する研究会 2005 「住宅ローンの買取・証券化に関する研究会報告書」 3月
- 住宅生産団体連合会 2002 『これからの住宅金融のあり方』 5月
- 河合敏男 2006 「『欠陥』住宅は、なぜつくられるのか」 『岩波ブックレット』 No.672
- 国土交通省住宅局 2001、2002 「市場機能を積極的に活用した住宅金融のあり方懇談会資料」  
<http://www.mlit.go.jp/jutakukentiku/house/juukinkon.htm>
- 国土交通省住宅局 2002 「市場機能を積極的に活用した住宅金融のあり方懇談会報告書」  
<http://www.mlit.go.jp/jutakukentiku/house/dai7kai/houkokusyopage.htm>、4月
- 国土交通省住宅局 2004 「住宅金融の現状と課題」 社会資本整備審議会住宅宅地分科会基本制度部会資料  
<http://www.mlit.go.jp/jutakukentiku/house/singi/syakaishihon/bunkakai/1seidobukai/1seido1-4.pdf>、10月
- 倉田剛 2004 『少子高齢化社会のライフスタイルと住宅—持家資産の福祉的選択』 ミネルヴァ書房
- 大類雄司・格付投資情報センター 2006 『住宅ローン証券化のすべて』 日本経済新聞社
- 島田晴雄・住宅市場研究会ワーキンググループ編著 2003 『住宅市場改革』 東洋経済新報社
- ヴァンデル, ケリー D. 2000 「米国不動産ローン市場の証券化：発展と欠陥、日本への教訓」 第7回土地政策フォーラム発表要旨、10月
- 米山秀隆 2005a 「工務店のネットワーク化による住宅産業の革新」 富士通総研『研究レポート』 No.224
- 米山秀隆 2005b 「マンションの終末期問題と新たな供給方式」 富士通総研『研究レポート』 No.239