トピックス

米国の住宅金融システムと公的支援
―ファニー・メイ、フレディ・マックの現在―

郵政事業庁総括専門官　　大寺　廣幸

1．はじめに

昨年10月19日㈭、ワシントンの連邦議会議事堂Capitol Hillの南に位置する下院議員会館の一つRayburn House Office Buildingの2128号室で、米国の住宅金融で最大の影響力をもつファニー・メイとフレディ・マックが共同で、記者会見を行った。両社は、資本充実、リスク管理、情報開示を一層進めることを公約した。

フレディ・マックの会長・CEOのLeland C. Brendselは次のように述べた。「世界的レベルの資本とリスク管理基準をもってフレディ・マックがその重要な使命を果たしていることに、議会や規制当局、国民が信頼を寄せることは重要だ。私たちは、これらの約束を作るにあたり、フレディ・マックが先進的なファイナンス・リスク管理を行い将来的な安全性と健全性に関する疑念をなくそうと努力した。フレディ・マックは、将来世代の幾百万の米国家庭に貢献するよう求められている。」

また、ファニー・メイの会長・CEOのFranklin D. Rainesのコメントは次のようなものであった。「金融規制当局は、資本充実、より一層の透明性、市場の規律をすべての金融機関に求めている。ファニー・メイとフレディ・マックは、世界で最大かつ最良の経営を行っている金融機関である。両社の経営規模と米国住宅部門に占める役割の重要性にかんがみ、両社の事業活動が金融システムのリスクを与えないことは肝要だ。この目的のため、両社は、自発的な約束の検討に数ヶ月費やした。これらの措置を実施することにより、政策当局や金融市場は、両社の安全性と健全性を再確認するであろうし、これらの措置は、後に続く他の金融機関のモデルになるだろう。」

これに対し、今回の共同会見の予告プレス発表までセットした下院銀行・金融サービス委員会の資本市場・証券・GSE小委員会の委員長Richard H. Baker（ルイジアナ州選出。共和党）は、次のようなコメントを発表した。

「フレディ・マックとファニー・メイの本日のプレス発表は、米国納税者にとり大きな勝利の第一歩だ。両社の提案は、企業責任、市場の透明性、市場の自主規律、システミックリスクへの有効な防御の土台となるものだ。

2月に提案した住宅金融規制改革法案（Housing Finance Regulatory Improvement Act（H.R. 3703））には二つの目的があった。一つは、透明性を少しでも高め市場が十分かつ明確な情報をもつこと。もう一つは、住宅金融系GSEの安全性・健全性を担保する規制当局が、より強力で独立性をもったものにすること。

両社の提案は、金融機関の自主規制の新たなモデルとなるもので、他の金融機関も見習えば市場の不確実性は減少するであろう。

私は、単一の規制当局の新設を提案し、また、財

務省やOffice of Thrift Supervisionに監督機能を持たせる議論もしたが、この点は後日に議論をゆだねたい。問題は、規制当局の財政基盤が貧弱であること、GSEに対する規制当局が錯綜し、規制基準にも統一性を欠くことである。
また、GSEが開発する新金融商品に対する承認手続きがない点も問題だ。

私は、独立性をもち、予算実行手続きから独立した財政基盤があり、迅速に是正措置を講じる権限をもつ規制機関の新設を提案したい。」

この記者会見は、２月に議会に提出された住宅金融規制改革法案が第106会期終了間近で、11月に選挙が迫るなかで、地場の不動産会社経営で社会に出た下院議員Bakerと、フレディ・マックとファニー・メイで長年経営をリードしてきた、フレディ・マックの会長・CEOのLeland C. Brendselとファニー・メイの会長・CEOのFranklin D. Rainesとの間の一時休戦宣言とみることができる。

このファニー・メイとフレディ・マックをめぐる議論は、これまでも個人の住宅購入への公的支援、住宅ローンの証券化を含む資金循環システム、公法人の民間法人化、金融のシステミッククライシスなどの課題をテーマに、長年にわたり繰り広げられてきているものだ。この議論は多元連立方程式を解くようなもので、様々な要素が複雑に絡み合いなかなか正解は出ておらず、今年３月になって論戦は再開された。

この議論の足跡をたどることは、我が国にとって「対岸の火事」ではなく「他山の石」であろう。

２．米国で住宅を購入するには・・・

住宅を購入しようと決心すると、まず手始めに行うことは不動産仲介業者を選ぶことである。National Association of Realtors（NAR）の会員の業者だと間違いがないと言われている。不動産仲介業者を選ぶときに気をつける点は、その業者が、周辺地域の事情や住宅ローン、不動産法規、契約内容、住宅価格、検査・修繕、住宅保証、建築業者、交渉、登記、契約締結手続（closing process）について習熟しているかのチェックである。当然、自分の希望に真剣に耳を傾け適切なアドバイスをしてくれる業者を選ばなくてはいけない。多くの州では、不動産仲介業者は、自らの立場、すなわち、売り手側に立つSubagencyか、買い手側に立つBuyer's Agencyか、あるいはいずれの立場にも立つDual Agencyかを説明することが法的に義務づけられている。このような法律のない州では、仲介業者は、売り手から委任を受け仲介業務を行うとみなされる。仲介手数料は、売り手、買い手双方から半々ずつ、売買額の何％が業者に支払われるが、標準的には合わせて６％というのが相場だそうだ。この不動産売買仲介契約は、たとえばテキサス不動産委員会のような組織が標準約款を作っている。

不動産仲介業者の選定の次に決めなくてはいけないことは、住宅ローン（モーゲージ）である。NARの1999年の調査では、住宅購入者の９割がローンを組むという。頭金はどれほどあるか。退職年金や保険からの借入れは可能か。貸付け金融機関は、大抵、月収に対する返済所要月額の比率が基準（qualifying ratios）を満たすか否かを審査する。この比率は二つあり、月収に対して、１）月当たりの元本・利子・税・保険（PITI）所要額や、２）PITIに加えさらにその他の毎月の返済額を合わせた合計額が、各々どの程度の割合か、の比率である。住宅ローンは、いくつもの種類がある。

たとえば、FHAローン。これは連邦住宅・都市開発省（Department of Housing and Urban Development： HUD）の連邦住宅局（Federal Housing Administration： FHA）が債務保証す

るもので、返済期間：15年・30年、金利：固定・変動、quality ratios：各々月収の29%、41%で、借入れ上限額は地域で異なる。

適合一般型ローン（Conforming Conventional Loan）は、ファニー・メイ、フレディ・マックが定めたローン・ガイドラインに「適合」したものであり、最も一般的なタイプである。返済期間：15年・ 30年、金利：固定・変動で、借入れ限度額は居住家族数や地域によって異なるが、１家族向けで25万2,700ドルである。所要額の20%を頭金で支払うケースの quality ratios は、各々33%、38%である。モーゲージを流通市場（secondary market）で売却するには、quality ratios の基準を満たしていなければならない。住宅物件を選ぶに先立って、貸付け金融機関に、ローンの限度額を見積もってもらい（Good Faith Estimate)、仮承諾を得ておくほうがよい。

住宅物件を選ぶときのポイントは、日米でそう変わりはない。通勤先までの距離、通勤手段、学校、ショッピングなどのチェック。新築か中古か。寝室・バスルームはいくつ必要か。一階建てか二階建てか・・・。不動産仲介業者とよく相談することが必要だ。売り主との間で条件の詰めを行い、譲渡契約書を作成する。

売り手、買い手間で譲渡の合意に達した段階で、譲渡契約書のコピーを添えてローンの申請を金融機関に行う。資産・就業状況の審査をパスして融資承諾となり、契約締結（closing）の手続きに入る。家屋の検査、損害保険の付保などの手続きを経て、契約書の調印。その関係書類を金融機関にファックスし、その書類のチェックで不備がなければ融資実行となり、すべての手続きが完了することになる。

３．住宅ローン（モーゲージ）と証券流通市場（証券化と資金調達のメカニズム）

住宅購入者が借りたモーゲージの貸付け証書は、その貸付け金融機関の金庫に満期までずっと眠っているわけではない。貸付け金融機関からモーゲージは売却され、流通市場（secondary market）に舞台は移る。この舞台で、モーゲージの相当部分を買い取る主役として登場するのが、Federal National Mortgage Association （FNMA 「ファニー・メイ」）と Federal Home Loan Mortgage Corporation （FHLMC 「フレディ・マック」）である。この二つの組織は、GSE（Government Sponsored Enterprise）と言われている。

モーゲージの貸付け金融機関にとって、モーゲージ売却のメリットは二つある。まず、ローンの売却によって、短期返済を条件とする資金調達のコストと、長期償還を前提とする住宅ローンの元利償還の収益との間のミスマッチを避けることができる。利子率リスクをさけることができるのだ。また、貸付け金融機関は、ひとたびローンを売却すれば、もはや住宅ローンの借入れ者の返済不能（デフォルト）のリスク、つまり信用リスクも被らずにすむ。

他方、ファニー・メイ、フレディ・マックという GSE サイドは、モーゲージの証券化を行って市場に売り出す。モーゲージを束ね受益証券に組成しこれを投資家向けに出すわけだ。この証券は、モーゲージ抵当証券（mortgage-backed securities: MBS）と言われており、引き受けたモーゲージの元利償還金の支払いが担保である。証券化を通じて、GSE は、証券保有者に利子率リスク、信用リスクを移転させることができる。ただ実際は、GSE は、モーゲージのデフォルト時の保証を有料で行うので、GSE が信用リスクを負うことになる。このメカニズムを簡単にあらわすと、次の１から

5までの過程が循環するプロセスである。

1　消費者は、貸付け金融機関から住宅ローン（モーゲージ）を取得する。

2　貸付け金融機関は、モーゲージをGSEに売却する。（時には、モーゲージとGSE発行のMBSとスワップする。）

3　GSEは、通常、モーゲージを束ねMBSを組成し、これを投資家に売る。

4　MBSの売却収入を原資に、GSEは、貸付け金融機関から、さらにモーゲージを購入する。

5　貸付け金融機関は、GSEへのモーゲージ売却益や投資家へのMBS売却益を原資に、住宅購入者にローンを供与する。

さらに、ファニー・メイ、フレディ・マックは、このMBSの発行だけでなく、自ら債券を出して資金調達を行い、貸付け金融機関に融資している。

4．ファニー・メイ、フレディ・マックの資本市場でのプレゼンス

米国の公社債市場の規模は、昨年末現在の残高ベースで15兆8,012億ドル。日本の国債に当たる財務省証券（市場流通分）が3兆4,100億ドルに対し、ファニー・メイ、フレディ・マックの債券発行残高は、合わせて1兆696億ドル。1997年度の3兆7,711億ドルをピークに、財務省は財務省証券の発行残高を減らしてきており、この傾向が続けば、2005年度には、債券発行残高は、ファニー・メイ、フレディ・マックが財務省を上回る。さらに、モーゲージ担保証券（mortgage-backed securities: MBS）へのファニー・メイ、フレディ・マックの保証債務残高、1兆8,801億ドルを加えると、住宅金融系GSEの資本市場でのプレゼンスは、財務省証券の発行残高の規模に近づいてきている。

ファニー・メイ、フレディ・マックは、債券発行の発行金額をアップし、発行期日の定期化、満期日の統一化などルール化を進めており、財務省証券に代わって債券セクターのベンチマークになるとみられている。

GSEの債務残高の絶対的な規模とその急激な増加に多くの関係者の注目が高まっている。連邦準備制度理事会（Fed）のグリーンスパーン議長もその一人である。

財務省、ファニー・メイとフレディ・マック、住宅金融系GSEの債券発行残高

（Baker下院議員の今年4月のプレス発表より）

年度	財務省証券（市場流通分）（注1）	ファニー・メイ・フレディ・マックの債券（注2）	住宅金融系GSEの債券（注3）
1995	3兆6,033.4億ドル	4,191.1億ドル	6,560.1億ドル
1996	3兆7,330.1億ドル	4,882.5億ドル	7,431.5億ドル
1997	3兆7,711.3億ドル	5,426.2億ドル	8,378.2億ドル
1998	3兆7,200.9億ドル	7,476.9億ドル	1兆0,908.9億ドル
1999	3兆6,330.0億ドル	9,083.3億ドル	1兆3,899.3億ドル
2000	3兆4,100.0億ドル	1兆0,695.8億ドル	1兆6,501.8億ドル
2001	3兆1,740.0億ドル	1兆2,931.2億ドル	1兆9,833.3億ドル
2002	2兆9,470.0億ドル	1兆5,633.8億ドル	2兆3,837.4億ドル
2003	2兆7,150.0億ドル	1兆8,901.3億ドル	2兆8,649.8億ドル
2004	2兆4,630.0億ドル	2兆2,851.7億ドル	3兆4,433.8億ドル
2005	2兆2,060.0億ドル	2兆7,627.7億ドル	4兆1,385.4億ドル

（注1）財務省市場金融オフィスと大統領予算「A Blueprint for New Beginnings」。2001-2005年度は予測値。
（注2）1995-2000年度は連邦住宅企業監督オフィスより。2001-2005年度は、1995-2000年度の平均増加率で推計。
（注3）1995-2000年度は連邦住宅企業監督オフィスと連邦住宅金融委員会より。2001-2005年度は、1995-2000年度の平均増加率で推計。数値は、住宅金融系GSE（ファニー・メイ、フレディ・マック、連邦ホーム・ローン銀行）の合計。

5．米国の住宅金融の歩み

ここで、米国の住宅金融の歴史を概観してみよう。

大恐慌後の30年代、連邦政府は、現在に続く住宅金融への公的支援をスタートさせた。それから第二次世界大戦を経て今日までの間、住宅金融の主役や舞台道具はずいぶん変わった。

1929年の大恐慌後、フーバーに代わりルーズベルトが大統領に就任した1933年の翌年、12の地域連邦ホーム・ローン銀行が、一つの一体的なGSEとして法律で設立された。その目的は、貯蓄貸付機関（S&L）へ資金（流動性）を提供し、S&Lに住宅モーゲージ融資を継続させることにあった。当時、中小の金融機関は流動性の点で問題をかかえていたが、これを民間セクターがリスクをとって支援する機能は脆弱だった。さらに連銀（Fed）や連邦政府自体は、金融支援がほとんど不可能であった。地域連邦ホーム・ローン銀行は、法律でS&L 自体がこの銀行を所有することとされた。資金調達コスト引下げのため一連の恩典が与えられ、その見返りに、S&L のモーゲージ貸付を拡大するため、S&L に低利融資（advances と称した）が行われた。S&L は、第二次世界大戦後も引き続き住宅金融を担った。ところが、専門金融機関の S&L の牙城をゆるがす市場環境、イノベーションがやってきた。S&L は、個人から S&L への預金を原資に住宅購入者に融資し、長期間、その貸付け債権をもつ仕組みで事業を行ってきた。この仕組みが有効なのは、インフレがない環境で利子率が低く安定的でイールドカーブが長期融資ほど利子率が上がる右肩上がりのときである。しかし、インフレが顕在化するとともにこの仕組みが脅かされるようになり、利子率上昇とともに融資資産の満期を調整することが必要になった。また、S&L を制限する連邦法、州法などが問題となって、預金率の高い地域や投資リターンの低い地域から、投資効果の高い地域への、モーゲージ・ファンドの全国的な流通は阻まれた。そこで、モーゲージ流通市場を拡大発展させることによって、貸出し金融機関に資金流動性を付与するため、ファニー・メイ（1938年に政府機関として設立）は、1954年に政府・民間が双方株式をもつ半官半民の企業となり、さらに1968年に政府保有株式を全額市場に出して、GSE として再編された。1970年には、政府保有の優先株式を財務省から2.16億ﾄﾞﾙで買い受け、完全に民間企業となった。また、1970年、住宅購入者への第一次的な貸付機関が行えない業務を行うため、フレディ・マックが設立された。

さらに、70年代に入り登場したのが、モーゲージ担保証券（MBS）である。

50、60年代、モーゲージ金融は、主としてFHAローン、VAローン（退役軍人が対象）を専門に扱っていた。当時、モーゲージの主要な貸し手であるS&Lは、預金金利に5.25%という上限が設けられていたため（Regulation Q）、預金金利がこの上限を超えると、預金が他の金融機関へ流出してしまい、モーゲージの資金需要に応えられない場合もあった。

この S&L の苦境を救ったのが MBS の発達である。1970年、Ginnie Mae （ジニー・メイ）がパス・スルー証券を、ついで1971年、フレディ・マックが MBS を発行した。これらの証券は市場に広く受け入れ MBS 市場は急成長した。結果的には、モーゲージ流通市場の興隆とコンピュータを駆使した金融工学の革命によって、S&L は、大きく変身を遂げ近代的な金融機関になった。しかし、この反面で、S&L の得意分野の住宅金融分野は他の金融機関にも開放されることになった。

1980年代半ばには、モーゲージ融資の関係者は、S&L だけでなくモーゲージ・ブローカー、モー

ゲージ・バンカーにも広がり、競争も激しくなった。また、モーゲージの売却先もファニー・メイ、フレディ・マックだけでなく、それ以外の者へも拡大していった。モーゲージファイナンスの関係機関が多様化したことにより、1929年から30年代に起こった大恐慌に次ぐ金融崩壊といわれる80年代のS&L危機のときも、モーゲージの資金フローは途切れることなく維持された。モーゲージ信用市場の弾力化がS&L危機から住宅金融を守った教訓から、金融機関の多様化や、住宅部門のような経済の主要セクターを担う金融市場がいかに重要かが、米国で認識された。

1990年代は、モーゲージ市場が急成長した。しかし、90年代初めにはモーゲージ融資残高が1兆ドルを超えると予測した人は誰もいなかった。金融関係者以外の人は、モーゲージ市場を住宅新築・所有と結びつけて考えるが、より活発なファイナンスは中古住宅市場に対し行われている。このことに注目すべきである。

ここ数年、新築住宅へのモーゲージ融資は、年平均1,400億ドルであるが、実はこの額は1家族向けの住宅融資の6分の1に過ぎない。6分の5は中古住宅向けだ。ちなみに30年前には、その割合は40%強であった。

6．住宅金融系GSEとは？

6.1. GSE

GSEは、Government Sponsored Enterpriseの頭文字をとった略語である。なかなか日本語には正確に翻訳しがたいことばだ。現在、GSEのジャンルの組織は、教育、住宅、農業の3分野に大別して5グループある。

1　Student Loan Marketing Association（サリー・メイ）

1972年、Higher Education Act（HEA）に基づき設立。教育ローンの流通市場で機能。完全民間法人化が決定済み。

2　Federal National Mortgage Association（ファニー・メイ）とFederal Home Loan Mortgage Corporation（フレディ・マック）

住宅モーゲージの流通市場で機能。住宅･都市開発省（HUD）が低所得者層から中所得者層までの住宅取得支援に関して両社を監督。連邦住宅企業監督局（Office of Federal Housing Enterprise Oversight: OFHEO）が両社の財務上の安全性・健全性を規制。

3　Farm Credit System

農業、農村地域への金融支援。農場信用局（Farm Credit Administration）が監督。

4　Federal Agricultural Mortgage Corporation（ファーマー・マック）

農場信用局（Farm Credit Administration）の監督のもと、農業用不動産、農村地域住宅ローンや、連邦農業省が保証する農場・ビジネスローンに関するモーゲージ流通市場で機能。

5 Federal Home Loan Banks

住宅、コミュニティ開発に対する融資を行うS&L、銀行、保険会社、信用組合を融資支援。連邦住宅金融委員会（FHFB）が監督。

これらのGSEは、公共政策実施のため特別の設立根拠法（Charter）により連邦政府により設立されたものである。特殊な地位の金融機関である。

6.2. GSEとしてのファニー・メイ、フレディ・マック

ファニー・メイ、フレディ・マックは、100%民間が株式を保有しニューヨーク証券市場などに上場されており私企業である。しかし、米国経済の住宅部門、より明確にはモーゲージ・ファイナンス部門の与信機能に影響を与える政策手

段として働く点で、政府の機関である。

スポンサーシップ（sponsorship）の意味は次のような点にある。連邦議会が定めた設立根拠法により住宅・都市開発省（HUD）が定める指針に基づき、低・中所得者層の住宅取得や都市内スラム地域・農村地域の住宅取得に、GSE の支援の権能が制限されるかわりに、資金調達コストを引き下げるため税制上の特別措置などを受ける。その中には、公式には否定されているが、いわゆる「暗黙の保証」も含まれる。GSE が私企業であるというのは、所有者である株主の利益のため民間企業として事業を行う点からだ。

6.3. 法定の特別待遇

GSE に認められている特典の幾つかは、直接的、明示的に GSE の業務コストを引き下げている。たとえば、州などの地方自治体の所得税の非課税措置は、1999年ファニー・メイとフレディ・マックに4.9億ドルの節税効果を与えた。財務省によれば、証券取引委員会（SEC）への登録免除は、約2.8億ドルの効果をもつという。CBO（連邦議会予算局）の分析では、５つのGSEに登記を求めれば、2001年3.13億ドル、2001-2005年で15億ドルの収入が連邦政府に入るとのことである。

さらに、GSEの債券は、預金機関が制限額なしに保有でき、その債券とMBSは供託の際に寄託できる有価証券になっている。また、一度も保証実行されたことはないが、ファニー・メイ、フレディ・マックに対しては、財務省から各々22.5億ドルの信用保証枠がある。

6.4. 暗黙の保証

設立根拠法には個別の特別待遇措置が定められているが、この法律自体が価値をもっている。明示の政府のバックアップはないものの、これらの特典やGSEが法定業務の遂行を通じ達成すべき政策の重要性にかんがみ、市場関係者は、GSEの破産といった事態を連邦政府は黙って見過ごすことはないだろうとみなしている。これを「暗黙の保証」と言っているが、これによってGSEの資金調達コストを効果的に低水準に抑えることが可能だ。これまでの研究によれば、一般的にトリプルA企業より0.3%、ダブルA企業より0.4%低い利率で資金借入れが可能になっている。

暗黙の保証は、また、GSE に高いレバレッジ効果を与えており、投資の安全性確保のため必要な一定資産額当たりの資本を低く抑えるのに役立っている。

6.5. 市場力

モーゲージ利率は、全国を通じ一定である。モーゲージ市場は他の資本市場と比較してスムーズな資金供給を行っている。さらに、現在、住宅取得者へのモーゲージ貸付機関は、流動性を確保するため、GSEからの資金供給に比して利率は高いものの、さまざまな資金を利用できるが、なお、設立根拠法により、GSEは、相当の市場力を維持している。

調達コストが低いため、GSEは、競争市場での想定収益以上の収益を享受し、他方で潜在的な競合企業の価格設定を抑制しているのではないか、との危惧の声もある。

7. ファニー・メイ フレディ・マックの完全民間法人化（90年代半ばの動き）

7.1. サリー・メイ（Student Loan Marketing Association）の民間法人化

1996年９月30日、クリントン大統領は、The Student Loan Marketing Association Reorganization Act of 1996（民間法人化法）に署名した。教育ローンを扱うサリー・メイについてGSEとしての地位をはずし完全に民間法人化するものだ。サリー・

メイは、それまで２年以上にわたり経営の自主性・独立性を確保するため100%民間企業への移行を求めてきた。97年７月31日、サリー・メイの株主は、民間法人化を承認した。８月７日、サリー・メイの普通株式は、１株対１株の比率でSLM Holding Corp.の株式に自動的に転換された。この会社は、デラウェア会社法に基づき株式総会で選出された15名からなる取締役会が経営責任をもつ。この会社のもとに、サリー・メイ（GSE）は100%子会社となった。SLM Holding Corp.は、昨年７月31日、社名をUSA Education, Inc.にかえた。株式はニューヨーク証券取引所に上場されている。

完全民間法人化によって、サリー・メイは、財務会計上、必要であれば借入れが可能になり、この結果、インターバンク市場での資金調達コストを引き下げることができた。さらに、サリー・メイの金融市場での運用自由度が増した。

前記の民間法人化法により、SLM Holding Corp.は、2007年９月30日まで、サリー・メイを通じ教育ローンの購入業務を継続できる。ただし、その間は、サリー・メイは、ローン購入業務以外の新規業務を制限される。Warehouse advancesやletter of credit、standby債券購入コミットなどのサリー・メイの他の業務は、組織再編日である97年８月７日時点の契約上のファイナンス・保証のコミットに限られた。

サリー・メイは、2008年９月30日までに清算され、その時点でサリー・メイの債務は、創設される共同信託に移管される。それまでの間、サリー・メイは、引き続き債券発行で資金調達し、この民間法人化法に基づき、税制特別措置などGSEに対する特別の取扱いが継続される。サリー・メイの発行済みの優先株式は、サリー・メイの解散前に買い戻し、償還しなければならない。

連邦預金保険法（The Federal Deposit Insurance Act）は改正され、GSEと預金機関との連携禁止の例外が設けられた。サリー・メイは、条件つきで財務長官の承認を得て預金機関と提携できるようになった。

7.2. ファニー・メイ　フレディ・マックの完全民間法人化

サリー・メイの完全民営化の動きに触発されるかたちで、「ファニー・メイ、フレディ・マックが設立根拠法等で特別の地位、待遇を受けているのは公平性を欠き住宅金融市場の有効競争を阻害するではないか、として、両社を完全民間法人化すべき」との論点については、1996年、財務省、住宅・都市開発省（HUD）、会計検査院（GAO）、連邦議会予算局（CBO）などがレポートを公表した。

１）HUDのレポート

GSEの現在の形態を支持するレポートである。政府の関与を排除するメリットに懐疑的で、逆にファニー・メイ、フレディ・マックの特別の地位のメリットを強調した。「完全民営化したからといって、金融市場でのファニー・メイ、フレディ・マックに想定される不安定性がなくなるものではない。完全民営化は、資金の調達コストを増加させるだけだ。」と主張した。

２）財務省のレポート

財務省のレポートは、HUDのように現行のシステムを明示的に支持もせず、また、民営化を促すものでもなかった。レポートの結論は、次のとおりである。「住宅モーゲージ市場は、ファニー・メイ、フレディ・マックの特別待遇が変わっても有効に機能するであろう。しかし、この特典を廃止ないし変更すべきと結論づけるのは早すぎる。財務省の推計では、特典による税引前の費用節減効果は年間60億㌦だが、そのうち、40億㌦は、モーゲージ利率の低減化で住宅購入者に移転して

いる。残り約20億ドルがGSEに帰属する。」

3）GAOのレポート

GAOは、完全民営化が特に望ましい選択肢とは強調しなかったが、実行可能な政策のオプションだと結論づけた。現在、暗黙の保証により、GSE債券やモーゲージ抵当証券（MBS）の発行コストを低く抑えることが可能になり低コストの資金調達ができる仕組みになっている。

GSEコストのアップによってモーゲージ利率は、おおよそ0.15～0.35%アップする。換言すると、10万ドルのモーゲージローンを借りる住宅取得者にとって月額10～25ドルの返済増になる。他方で、ファニー・メイ、フレディ・マックの特典がなくなれば住宅金融市場への新規参入が活発になる効果も期待できる。GSEを完全民営化すれば、低・中所得者層の住宅取得者などへのモーゲージを通じての連邦住宅政策が実施できなくなるとも指摘している。

4）CBOのレポート

CBOは、GSEに特別の地位を認めるコストを明らかにするとともに、住宅取得者に対し低利融資というメリットがあるかどうかに疑念を示した。住宅金融系GSEは、特定の者への補助でないか、と問題提議している。

以上、4機関のレポートを紹介したが、96年に大きく盛り上がった両社の完全民間法人化の議論は、現在沈静化している。

今、大きな争点になっているのは、両社の米国金融市場での巨大なプレゼンスが、金融市場にシステミック危機をもたらすのではないか、両社の監督をどう行えば危機を回避できるか、という点である。

8．GSE事業運営上のリスク

GSEのリスクは2つの範疇に分けることができる。通常のビジネス・リスクと金融システムや経済に影響するリスクである。

8.1．通常のビジネス・リスク

モーゲージ市場での仲介機能を担うGSEのリスクには次のようなものがある。

○ 利子率リスク：利子率の変化により経済価値に損失が発生する。

○ 信用リスク：借り手が返済不能に陥る。

○ ビジネス・リスク：企業のコントロールを超える要素によって収益や資本に不測の損失が発生する。

○ マネージメント・リスク：経営者の判断や判断回避に基づく損失。

通常、市場では、企業は、事業活動上のリスクを予測しそのリスクを考慮して事業展開している。たとえば、資本の額に比し借入金額が大きすぎる場合、返済不能の危惧が高くなり、与信者は、返済の前倒しや返済額の上積みを求め、さらに新規の信用供与はコスト高になるであろう。この市場の原則があるので、与信者からのコスト増を避けるため、借り手企業は、返済可能な状況を維持できるようリスク管理に心がけることになる。GSEも他の企業同様、株主の利益を確保しなければならない。

しかしながら、GSEの場合、この市場の原則は、暗黙の政府の支援があるゆえに弱まるのでないか。与信者は、GSE債券が財務省証券とほぼ同じ信用力を持つ限り、相対的に大きなリスクや過少資本に寛容になるだろう。財務省によれば、GSEと他の金融機関との間で、資本と負債との比率を比較すると、大手銀行は資本1に対し負債11.5であるが、GSEは資本1に対し負債が32もある。破産したLong-Term Capital Managementでさえ1:25であった。GSEは、相対的に低い利率で借り入れることができる。このような状況はGSEのパワーと見ることもできるが、他方で、

GSEのコントロールを超える事態が発生すれば、資本が流出し、正常な経営状態に回復するために多大の努力が必要になろう。

利子率リスクを十分に管理しなかったため、昔、ファニー・メイは厳しい状況に立たされたことがある。1970年代上昇基調であった利子率が、1979年、突然はねあがった。モーゲージの貸し手は、どこも基本的に短期金利で資金調達し固定金利で長期モーゲージに融資していた。ファニー・メイも同様であったが、レバレッジ率の高さが、他の金融機関以上に事態を深刻なものにした。モーゲージの利率とGSE債券の利率が逆転。モーゲージの期限前償還はわずかしかなかった。HUDの1986年の調査によれば、GSEは、1978年から1984年までの間、市場的には支払い不能であった。最悪時は1981年で、評価損失は110億㌦となった。最終的には、ファニー・メイは、規制強化、課税調整、利子率の低下により危機を脱した。経営が健全化したのは1985年以降である。

住宅金融系のGSEには、検査、リスクチェックテストなどにより、その経営の安全性、健全性をチェックする規制機関が存在する。連邦住宅金融委員会（Federal Housing Finance Board: FHFB）は、12の地域連邦ホーム・ローン銀行を監督する。連邦住宅企業監督オフィス（Office of Federal Housing Enterprise Oversight: OFHEO）は、ファニー・メイとフレディ・マックの安全性・健全性を見る。HUDは、事業目的達成の観点からチェックする。FHFBとOFHEOが提案したリスクを基本とする資本基準は、利子率と信用リスクをテストし経営危機を回避しうる内部留保額を求めようとするものである。

ファニー・メイ、フレディ・マックの現在の事業経営を見て注目すべき点がある。それは、MBS（GSEが自ら出したモーゲージ担保証券（MBS）を含む）を大量に購入し、資金運用のポートフォーリオに組み込んでいることだ。モーゲージが証券化され売却されるということは、GSEはローンの信用リスクは負うが利子率リスクは証券購入者に移転するということである。GSEがMBSを購入することは利子率のリスクを再び自ら負担することになると見ることができる。ファニー・メイとフレディ・マックは、自ら発行するMBSの最大の購入者・保有者で、発行残高の30%近く保有している。これまで、既発のMBSの購入額がMBS新規発行額を上回った時期もあった。

MBSの購入増は、これまでのところ株主価値のアップにつながっていることは明らかだが、モーゲージ市場へどのような影響を与えるかは、なお解明する必要がある。

8.2. 金融システムや経済に影響するリスク

8.2.1. システミックリスク

システミックリスクは、一つの金融機関の破綻を原因として他の金融機関の破綻が連鎖的に拡大し、金融システムそのものに深刻な打撃を与えるリスクをいう。GSEの場合、システミックリスクの誘因は、GSE設立根拠法で預金機関が無制限にGSE債券やMBSを保有できる点にある。一般的には、預金機関の一債務者への債権額は、資本の15%を超えてはいけないことになっている。財務省統計によれば、1999年時点で銀行はGSE債券を2,100億㌦以上保有している。これは銀行の資本の３分の１の規模だ。さらに、MBSの保有額は、3,550億㌦強にのぼる。GSEの破綻により、金融機関の資本損失が突然起こり、預金保険基金が対応できない状況になれば、ドミノ効果を生むおそれがある。

8.2.2. システマティックリスク

システマティックリスクは、多様化・多角化で

管理できないリスクである。例えてみれば、卵をすべて一つのバスケットに入れる危険である。GSEの場合、事業範囲が法定化され業務の多角化に限界がある点に問題がある。リスク分散のため多角化が重要であるが、GSEは、経済の一つの部門、住宅金融に特化している。さらに、事業規模の巨大化がリスクを増加させている。

8.3．システミックリスクへのファニー・メイ、フレディ・マックの主張

OFHEOは、現在、ファニー・メイとフレディ・マックのシステミックリスクに関し調査検討中だ。その一環として関係者からコメントを求めた。今年１月29日、ファニー・メイとフレディ・マックは、最も財務上安全な金融機関でありシステミックリスクの源にはならないとコメントをOFHEOに提出した。

その論拠を簡単に紹介しよう。

１）ファニー・メイ、フレディ・マックは、融資のデフォルトや利率の不安定という金融リスクを最小限化すべく努力してきた。最新の信用リスク管理システムや、モーゲージ返済者の返済能力に応じた引受け手続きを導入してきた。住宅取得者の返済不能の危険を金融機関が見つけ出しそのような者を支援する方策についても、ファニー・メイ、フレディ・マックは率先してイニシャティブをとってきた。1999年のファニー・メイの貸し倒れ額は、今より10分の１の事業規模であった1983年より少ない。また、利子率リスク管理にも注力しており、コール・オプション付きの債券などを利用し利率の急激な変動に対処している。たとえば、1999年、ファニー・メイは、利子率の重大な変動から投資を守るため総収入の半分以上を投じた。

２）ファニー・メイ、フレディ・マックは、モーゲージを主力事業分野としているが、歴史的に見て、モーゲージは最も安定的で流動性の高い金融商品である。

３）ファニー・メイ、フレディ・マックは、OFHEOにより厳格に金融上監督を受けている。1992年、連邦議会は、最小資本金額、想定シナリオに基づくリスクベースの資本規制など一連の規制監督措置を定めた。ファニー・メイ、フレディ・マックは、この措置に基づき事業経営、財務管理を行い、アニュアルレポートで財務管理の概要を公表している。

４）昨年10月には、事業経営の透明性、安全性、健全性の観点から、更なる措置をとることを公約し実行している。

9．終わりに・・・下院議員Bakerとファニー・メイ、フレディ・マックの戦いはなお続く

ルイジアナ州のニューオリンズ北西に位置する第６選挙区で昨年11月、８回目の当選を果たしたBakerは、戦闘を再開した。Secondary Mortgage Market Enterprises Regulatory Improvement Act（H.R. 1409）という 新しい法案は、ファニー・メイ、フレディ・マックの次のような資本市場での巨大さを勘案し、両社の安全性・健全性を監視し監督する権限を連邦準備制度理事会（Fed）に移すものである。

ファニー・メイとフレディ・マックの資本市場での巨大さは次のとおりである。

１）債券発行残高（債務）が合わせて１兆㌦を超え、2005年までに2.7兆㌦と財務省を上回ると見られる。

２）GSEは、モーゲージ市場で優越的な地位を占めている。現在、適合一般型モーゲージは70%以上を保有し、2003年末までには米国の

あらゆる種類の住宅モーゲージの50%近くを保有すると見込まれる。

3）GSE債券の銀行保有は、銀行の全資本の３分の１に達している。銀行やS&Lの40%以上が、GSE 債券にその資本の100%以上を投資している。

4）70の各国中央銀行がGSE 債券を約1,000億ﾄﾞﾙ保有している。

5）GSE と他の金融機関との間で、資本と負債との比率を比較すると、大手銀行は資本１に対し負債11.5であるが、GSE は資本１に対し負債が32もある。

昨年10月、ファニー・メイとフレディ・マックは、情報開示を進めリスク管理の強化を発表したが、Baker は、やはり、ファニー・メイやフレディ・マックのシステミック・リスクに対処するには金融監督機能の強化が必要だと強調しているのだ。