

米国GSEの経営悪化と将来像を巡る議論について

2009年6月19日

翁 百合

本日の内容

- GSEとは何か？
- GSEの何が問題だったのか？
- GSEの将来像についての議論

GSEとは何か？

政府支援企業 (Government Sponsored Enterprises)

ファニーメイ (従来連邦抵当金庫、FNMA)

フレディマック (連邦住宅金融貸付公社FHLMC)

NY取引所上場企業でありながら、政府と特別な関係がある

○米国の住宅ローンはおよそ10兆ドル(2008年9月末)

そのうち64.5%が証券化

44.5%がGSE2社とジニーメイとよばれる公的保証

19.5%が民間の仕組みによる証券化

○GSE2社の主要業務は二種類

①社債等を発行して民間金融機関の住宅ローンやMBSを買い取り、金利リスクや繰上償還リスクをヘッジしながら運用するポートフォリオ投資事業

②民間金融機関の住宅ローンをMBSに変換して民間金融機関に交付し、これの元利金の期日払いを保証する形で信用リスクを負担し、証券化を支援するMBS信用保証事業

図表1 米国の住宅分野における公的関与のある組織の概要

	沿革	組織形態	事業内容
ファニーメイ (連邦抵当金庫)	1938年設立 1968年ジニーメイを分離 1970年民営化	GSE	公的保険・保証なしの住宅ローンに買取及び証券化 発行証券の投資化への元利金支払い保証 資金運用事業
フレディマック (連邦住宅貸付抵当公社)	1970年設立 1988年民営化	GSE	公的保険・保証なしの住宅ローンに買取及び証券化 発行証券の投資化への元利金支払い保証 資金運用事業
ジニーメイ (政府抵当金庫)	1968年ファニーメイから分離	政府機関 (住宅都市開発省の一部局)	公的保証付住宅ローンをプールしたものをベースとする証券化 商品の、投資家に対するタイムリーな支払いを保証
FHA (連邦住宅庁)	1934年設立	政府機関 (住宅都市開発省の一部局)	低所得者向けの住宅融資保険
VA (退役軍人省)	1930年退役軍人庁として設立 1989年省に格上げ	政府機関	退役軍人等の民間住宅ローンを保証
FHLBS (連邦住宅貸付銀行制度)	1932年設立 1989年機構改正	米国内12地区の連邦住宅 貸付銀行(FHLB)から構成 され、約8千の民間金融機関 が加盟する協同組合組織 GSE	FHLBの信用準備 加盟金融機関への資金供給

(資料)総務省資料(2003)等を参考に筆者作成

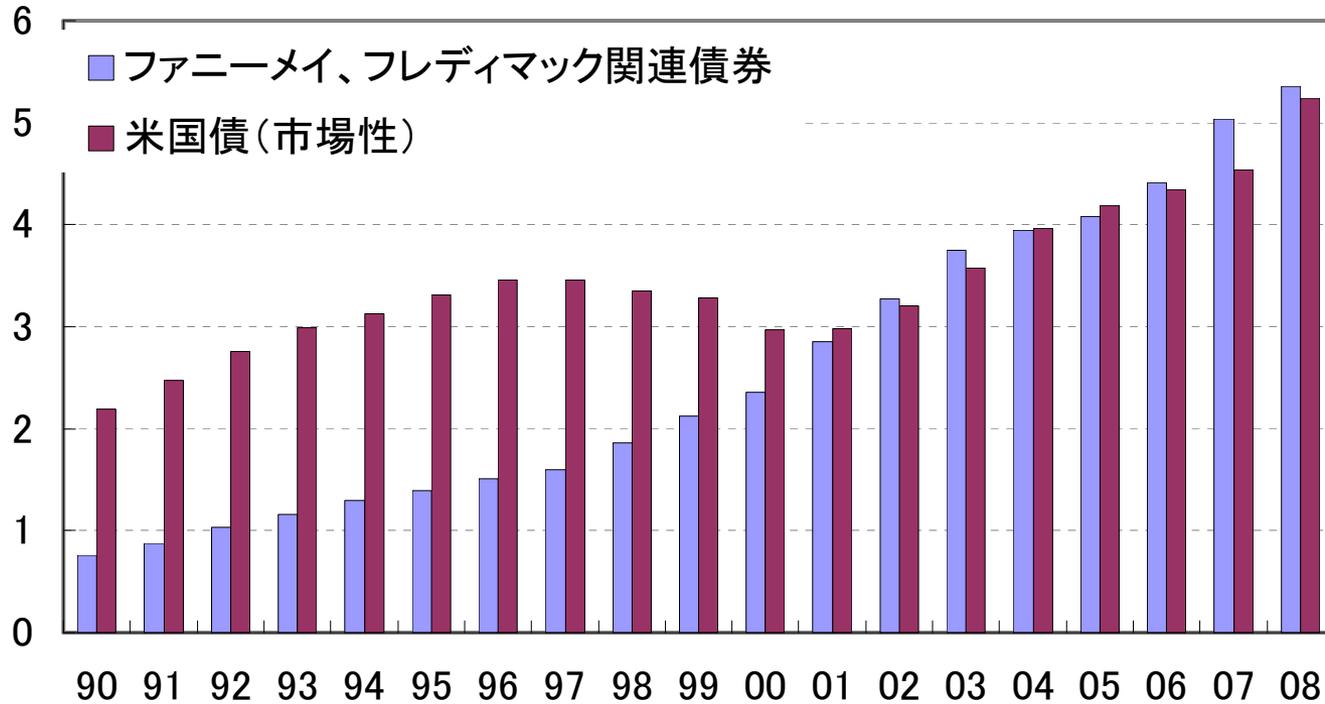
図表2 GSEに対する公的関与

- ①特別法により設立(個別の設立準拠法がある)
- ②22.5億ドルの財務省緊急融資枠を有する(今回無制限に拡大)
- ③18名の役員のうち5名が大統領任命枠(空席であったが、今回廃止)
- ④収益につき、州税、地方税が免除されている(連邦所得税は課税)
- ⑤発行する債券につき、SEC(証券取引委員会)登録が免除されている
- ⑥債務がFRBの公開市場操作の対象となっている
- ⑦債務がFRBの担保借入的確債券である
- ⑧預金金融機関は無制限にGSE債を購入可能
- ⑨1934年証券取引法上、連邦政府債券と同格と定義されている

(資料)国土交通省「第6回住宅金融に関するあり方懇談会」資料より抜粋

(図表3) GSEの債券発行と国債発行の推移

(兆ドル)



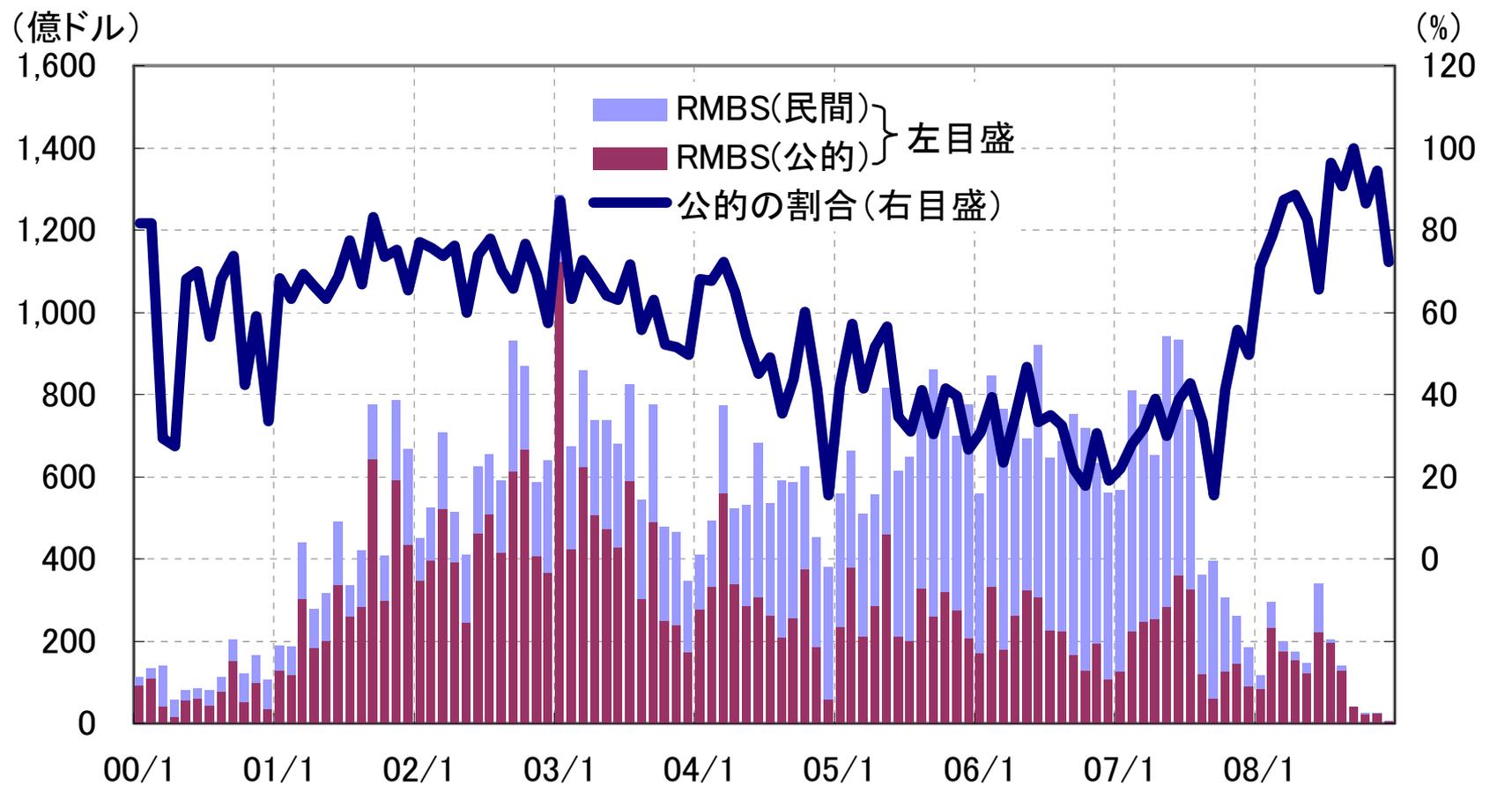
(注) 2008年は9月末の数値。

(年末)

(資料) 米連邦住宅公社監督局(OFHEO)、ファニーメイ・フレディマック決算

Datastream

(図表4)住宅金融モーゲージ債券発行額の動向

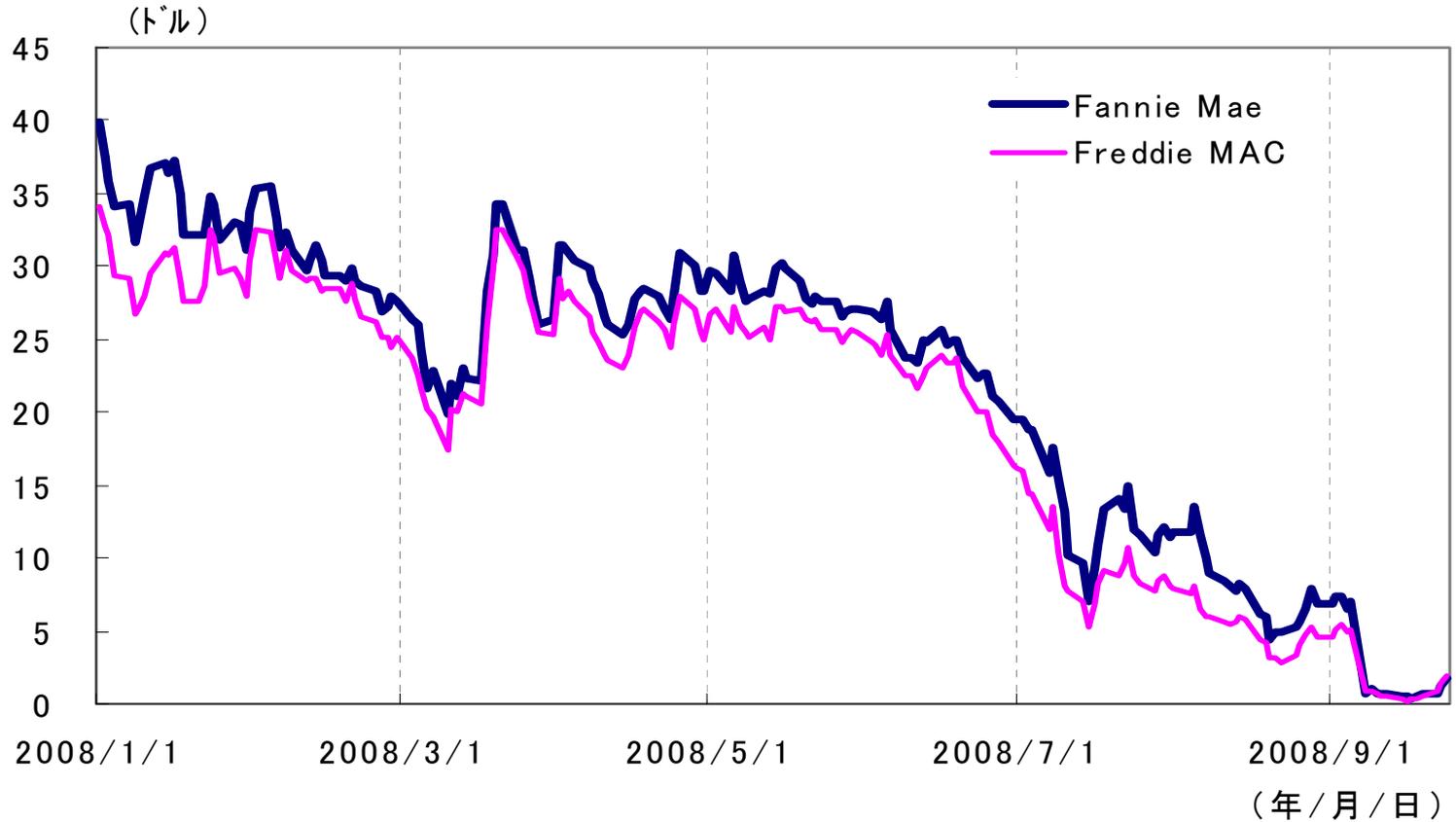


(注)2009年1月5日時点。

(資料)Thomson ONE Banker

(月次、年/月)

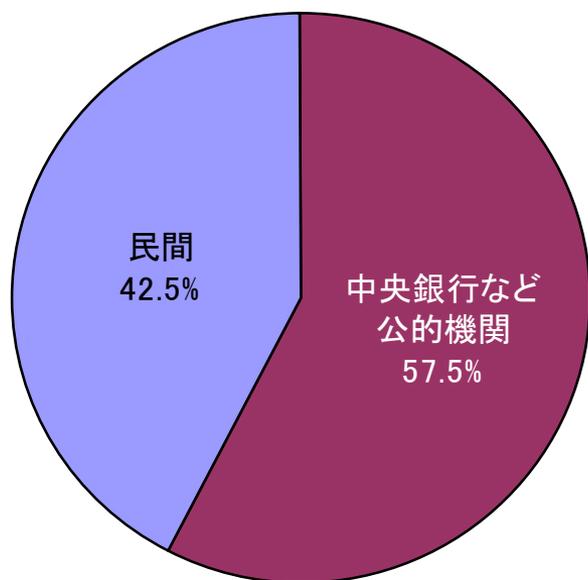
(図表5) 2008年入り後経営悪化までのGSE2社の株価の推移



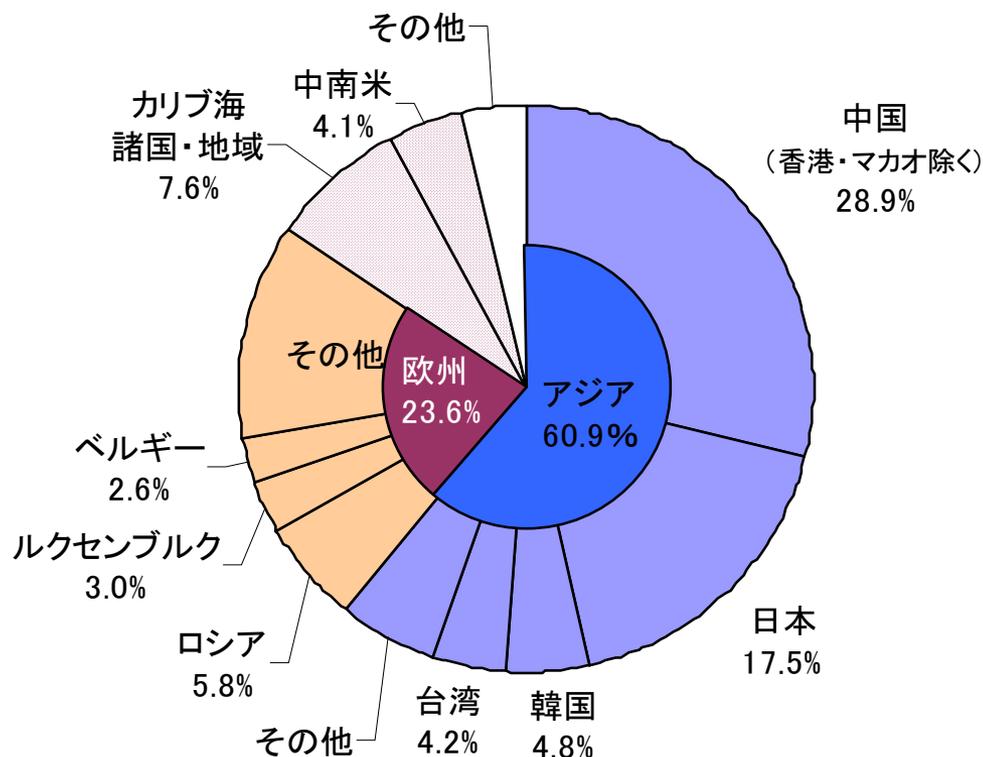
(資料)ブルンバーグ

(参考) 米政府機関債(長期債)の海外保有状況 (2007年6月末現在)

—官民別—



—地域別—



(注) 米政府機関債(長期) 6.1兆ドルのうち海外保有額は21.4%にあたる1.3兆ドル。

1.3兆ドルのうち44%がABS (0.6兆ドル)。

(資料) U.S. Department of Treasury "Report on Foreign Portfolio Holdings of U.S. Securities as of June 30, 2007"

<http://www.treas.gov/tic/fpis.shtml>

(図表6)米国 Housing and Economic Recovery Act of 2008の要旨

①財務省による支援措置の拡充

2社に対する財務省の緊急融資枠を無制限に拡充し、財務長官の判断で2社の株式を購入する権限を付与(09年末までの時限措置)(注)

②2社の監督体制の再編

OFHEOを廃止し、より強力な権限を持ったFHFAを設立、両社に対する自己資本規制の見直しも行う。

③コンフォーミングローン限度額の変更

2社の買取、保証するローンの限度額を各々625,500ドルとする(2008年2月に時限付で引き上げられ今回は恒久措置)

(資料)住宅金融に関するあり方検討会第6回資料より筆者抜粋。

(注)国の負債総額の限度を8千億ドル引き上げ、10兆6千億ドルとしており、事実上の支援の天井は8千億ドル。

(図表7)9月7日に公表された救済策の要旨

- 2009年12月31日までの時限措置
両社をFHFA(Federal Housing Finance Agency, 連邦住宅金融局)の管理下に置く
 - ◆FHFAは両社の経営権を継承。
 - ◆現在の最高経営責任者(CEO)は退任。
 - ◆既存の普通株および優先株の配当は廃止。

- 財務省によるシニア優先株の取得
取得枠:各社1000億ドル。まずは10億ドルずつ購入。また、普通株式の79.9%を購入できる権利も取得。

- 財務省による短期資金の提供(NY連銀経由)
対象:ファニーメイ、フレディーマック、連邦住宅貸付銀行(FHFSBs)
担保:ファニーメイまたはフレディーマックが発行したMBS、FHLBsの住宅ローン債権
期間:原則、1週間以上1ヶ月未満
金利:同期間のLIBOR+0.5%。ただし、財務省長官が変更することも可能。

- 財務省による公開市場での両社発行MBSの買い付け(9月後半～)

- その他の主な合意事項:保有する住宅ローン及び住宅ローン担保証券の圧縮
各社とも2500億ドルまで段階的に縮小(毎年10%ずつ)。
※2008年7月末現在の残高:ファニーメイ7581億ドル、フレディーマック7982億ドル

(資料)JETRO通商弘報「ファニーメイとフレディマックを政府管理下に」(2008年9月10日)、
JPモルガン・アセット・マネジメント「<米国>ファニーメイ、フレディマックに対する救済策発表」(2008年9月8日)
米財務省プレス資料、その他新聞記事などを参考に日本総研作成

GSEの何が問題だったのか？

1. 上場民間企業に対して、政府が暗黙の形でメリットを与えるというGSEという形態自体の問題。

—収益が上がっている局面では株主の利益、経営が悪化すると国民の税金投入
⇒経営者のモラルハザード

2. 監督体制の不備

—GSE2社に対する自己資本比率規制などは緩く、ロビイング活動もあり、2000年代前半に粉飾決算問題で巻き起こった監督当局の抜本見直し議論も先送り

3. 2社の寡占状況で規模も大きくなりすぎた

—資産規模1千億ドル(90年)→1.7兆ドル(2007年)
⇒構造的にシステミックリスクを起こしやすい状況

GSEの将来像についての米国における議論

1. 住宅金融について政府の関与は必要か？

—住宅金融に一切政府関与が必要ない、という論者もいるが、多くはない

市場の失敗：

- ①長期資金の借り入れが必要だが、金利リスクを負担できる担い手が多くない。
- ②情報の非対称性故に新規借り入れが可能な世帯が限られる。
- ③景気の変動によって家計の信用リスクが拡大すると、民間金融機関が負いきれないほどのリスクを抱えることになりかねず、そのことが、危機時に経済全体に外部不経済を与えかねない。

(図表8) 住宅金融への政府関与の可否と組織の形態にかかる議論の整理

		政府関与の可否	
		政府関与は必要	政府関与は不要
組織の 形態	GSEの 民営化 廃止	GSEによる住宅金融支援 は止め、他の手法で関与 すべき(Bernanke等)	GSEによる住宅金融支援のみ ならず、そもそも住宅金融に 政府関与は不要(Poole等)
	GSEの ような 公的機関 必要	GSEのうち低所得者向け など、必要な支援は続け るべき(Summers等)	

2. 2社について組織形態をどうするのか？

—GSEの形態見直しについて異論はないが、将来像は論者によって、完全民営化から国営化まで議論は収束していない。

- ・完全民営化論者の最大のポイントは、GSE形態の問題点の解決とイノベーションの発揮。

完全民営化をして、政府が他の手法で関与すべきという考え方もある。Bernanke FRB議長の場合、住宅担保債券全体への保険機能の提供等。

- ・清算論者のポイントは、保証機能は民間でも提供できるというもの。完全民営化しても、規模の大きさや寡占の問題が解決しない。

- ・公的色彩を残す場合は、規模と業務の縮小(例えば低所得者向けのみ限定)、監督の強化がポイント。

(図表9) GSE2社の将来像—改革を巡る議論の整理

形態	代表的論者	備考
①完全民営化	Bernanke AEIなど	住宅金融への公的関与は必要であり、住宅金融債券保証、カバードボンド市場の拡大などを図るべき
②清算	Poole Shadow Regulatory Committee	寡占的存在、モラルハザードなど問題が大きい
③一部を民間売却、必要部分のみ公的部門が担う	Summers	低所得者向けなど公的に必要な部分のみ残すべき
④公益企業に衣替え(Utility Model)	Bernanke Paulson	監督を強化することにより、公益性を上げる
⑤国営企業化	Baker	住宅金融証券化支援にイノベーションは不要

(資料)筆者作成

(注)Bernankeは、様々な形態について提案している。

3. 政府関与の手法は何が適切か？

米国では住宅金融証券化市場が既に大きく育っており、また金融危機を背景に、銀行のoriginate to distribute modelについての懐疑的な議論もある。

こうしたことから、今後も住宅金融に何らかの政府関与が必要と考える場合でも、従来のように政府が関与した組織で住宅ローンを買取り、証券化するという事業を行う手法自体が必ずしも最善ではないのでは、という議論が出ている、と考えられる。

代替的な手法

—財政的関与？—例えば、保険の提供

—規制的関与？—例えば、カバードボンド市場の整備と金融機関への規制

以上