

ファニーメイ・フレディマックを巡る金融不安と GSE 規制改革の動き

関 雄太、三宅 裕樹

■ 要 約 ■

1. 住宅金融系政府後援企業（GSE）のファニーメイとフレディマックを巡る懸念が、2008年6月以降、米国金融市場の大きな不安要因となった。
2. 両社の財務状態が悪化した背景には、まず、米国住宅ローンの不良化がプライム・ローンにも進展したことが挙げられる。その結果、両社の不良債権が増大し、MBSの保証業務でのデフォルト損失（クレジット関連損失）も拡大した。
3. 両社の自己資本比率の水準はもともと低く、実施された資金調達規模も十分とはいえなかった。さらに、資産評価が正確に反映されていない可能性などが、両社の資本不足懸念を高めたと考えられる。
4. ファニーメイとフレディマックの問題が注目を集めたのは、両社が米国住宅金融システムと債券市場の双方で巨大な位置づけを占めているからである。住宅金融系 GSE の制度改革が先送りされてきたことも、今回の金融不安を引き起こした遠因といえる。
5. 2008年7月30日に、住宅金融系 GSE の緊急支援策を含む2008年住宅・経済再生法（Housing and Economic Recovery Act of 2008）が成立し、9月7日には、ファニーメイ・フレディマックに対してコンサーベーターシップが適用された。今後は、コンサーベーターである連邦住宅金融局（FHFA）のもとで、両社の財務状態の再建が進むのか、また米国住宅金融システムにおける両社の今後の位置づけがどのようなものとなるのかが注目されよう。

I ファニーメイ・フレディマックを巡る金融不安

米国住宅市場問題が深刻化する中で、2008年6月頃より新たに金融市場の不安要因として浮上したのが、住宅金融系政府後援企業（Government-Sponsored Enterprises, GSE）のファニーメイ（Federal National Mortgage Association, Fannie Mae）とフレディマック（Federal Home Loan Mortgage Corporation, Freddie Mac）を巡る懸念であった。本稿では、両社を巡る金融不安とその背景、および政策対応について整理したい。

1. ファニーメイ・フレディマックを巡る金融不安の発生

1) ファニーメイ・フレディマックの株価の急落

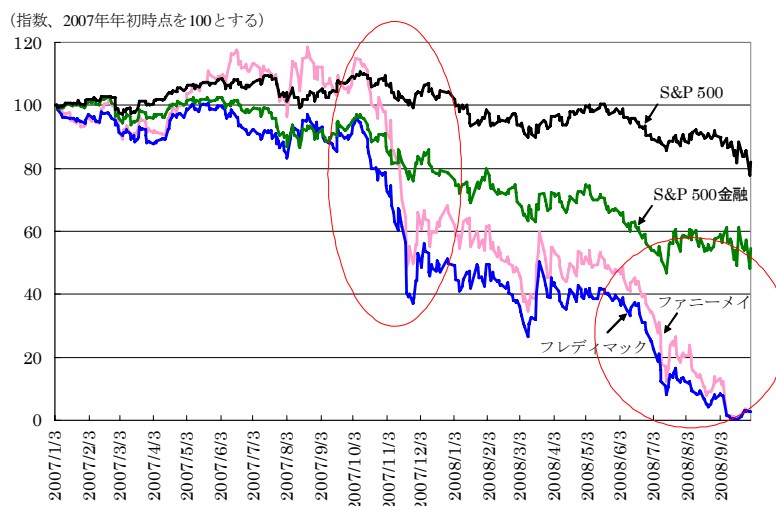
2008年6月中旬以降のファニーメイとフレディマックの株価急落は、米国だけでなく、世界の金融市場に大きな動揺をもたらした。

2007年年初以降のファニーメイ・フレディマックの株価の推移をみると、2007年10月から11月にかけてと、2008年6月以降の二つの時期で急落しており、米国市場の信用不安と両社の株価が密接な関係を持っていることがわかる（図表1）。しかし、昨年秋の株価下落が、証券化商品市場の混乱を背景に、金融セクター、特に投資銀行セクターで発生していたのに対し、今年6月以降の株価下落では、GSEの財務状態を巡る懸念が市場全体の混乱の核心となっていたことが特徴的といえる。

2) 発行債券のスプレッドの上昇

一方、ファニーメイとフレディマックが発行する社債（GSE債）と米国財務省証券との利回りスプレッドは、2007年11月頃から拡大し始めた（図表2）。ファニーメイ債の対財務省証券利回りスプレッドの動向をみると、2001年後半より2007年前半までは20～50bp水準でおおよそ推移していたが、2007年7月頃より徐々に拡大し始め、株価が急落した11月には50bp水準を超え、2008年3月には一時100bpを上回った。翌4月から5月にかけては60bp前後の水準に戻ったものの、6月に入って再度スプレッドは拡大し、コンサーベーターシップが適用された9月7日まで、70～100bpの間でおおよそ推移した。このスプレッド水準は、GSE債市場において「暗黙の政府保証」を巡る問題が議論された2000年から2001年前半にかけての水準に匹敵

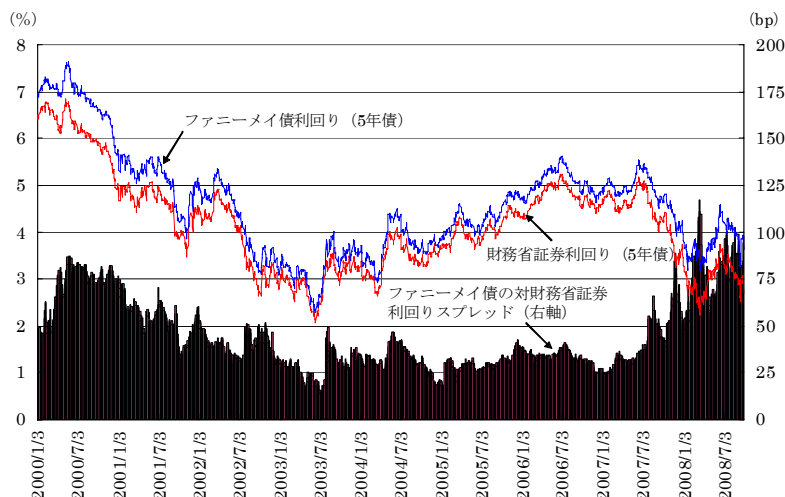
図表1 ファニーメイ・フレディマックの株価の推移



(注) 2008年9月末時点まで。

(出所) ブルームバーグより、野村資本市場研究所作成

図表 2 ファニーメイ債（5年債）の利回りの推移



(注) 2008年9月末時点まで。
 (出所) ブルームバーグより、野村資本市場研究所作成

図表 3 ファニーメイ・フレディマックに対する格付け（2008年9月12日時点）

	ファニーメイ			フレディマック		
	S&P	ムーディーズ	フィッチ	S&P	ムーディーズ	フィッチ
長期債	AAA格	Aaa格	AAA格	AAA格	Aaa格	AAA格
短期債	A-1+格	P-1格	F-1+格	A-1+格	P-1格	F-1+格
劣後債	BBB+格	Aa2格	AA-格	BBB+格	Aa2格	AA-格
優先株式	C格	Ca格	C格	C格	Ca格	C格
基礎信用力格付け	R	-	-	R	-	-
銀行財務格付け	-	E+格	-	-	E+格	-

(注) 1. 基礎信用力格付けは、暗黙の政府保証が存在しない場合の債務償還能力に対する格付け。現在は、コンサーバターシップの適用を受けて、格付けが与えられていない。
 2. 銀行財務格付けは、第三者の支援を必要とする可能性を計る格付け。A格～E格で評価される。
 3. 背景を塗りつぶしているのは、格上げ方向で見直し中のもの。
 (出所) ブルームバーグより、野村資本市場研究所作成

する、あるいは上回るものであり、GSE 債の評価の下落もかなり深刻であったことがわかる。政府による GSE への優先出資が決まった 9 月 7 日以降、スプレッドは 60bp 前後まで一時的に縮小したが、リーマン・ブラザーズの経営破たん以降の金融市場の混乱によって、スプレッドは 80bp～90bp に再び上昇している。

その一方で、両社のシニア債格付けは一貫して AAA/Aaa 格（安定的）に据え置かれていた（図表 3）¹。住宅ローン担保証券（MBS）や債務担保証券（CDO）で相次いだ格下げが信用不安を牽引した昨年との状況とは異なり、市場での評価が先行的に悪化した形といえる。

¹ Standard & Poor's (S&P)は、ファニーメイとフレディマックに対する緊急支援策を含む 2008 年住宅・経済再生法の内容を踏まえると、劣後債・優先株式は、より大きな劣後リスクに直面しているとして、米国住宅市場問題がシニア債と劣後債・優先株式の格付けにそれぞれ与える影響を区別し、後者については、7 月以降、数度にわたって引き下げを実施した。また、ムーディーズも、両社の優先株式や銀行財務格付け（銀行が第三者からの支援を必要とする可能性に対する格付け）の格下げを行った。

3) 政府の対応

2008年6月以降、ファニーメイ・フレディマックの財務状態についての懸念が新たに強まると、政府当局において、両社を巡る金融不安を解消するための対策が急遽、検討された。

ポールソン財務長官は、7月13日にファニーメイ・フレディマックへの緊急支援策を打ち出した²。同案は、①財務省が設定しているクレジット・ライン枠（各社22.5億ドル）の引き上げ、②必要な場合に、ファニーメイないしフレディマックの株式を一時的に購入する権限の財務省への付与、③GSE規制改革を進め、新設予定のGSE監督機関が規制を設ける際には、FRB（連邦準備銀行）に助言的な役割を求める、という三点から成る。ポールソン財務長官は、同提案を含む法案の成立を急ぎ、関係者への積極的な働きかけを行い、その結果、提案から約2週間後の7月30日に2008年住宅・経済再生法（Housing and Economic Recovery Act of 2008）が成立した。

また、7月13日には、FRBが、ファニーメイとフレディマックに対して公定歩合での直接融資を行う権限をニューヨーク連銀に与えた³。FRBは、すでに2008年3月に、プライマリー・ディーラーに対して流動性を供給するべく、ターム・セキュリティ・レンディング・ファシリティ制度（TSLF）という財務省証券の貸与制度や、プライマリー・ディーラー・クレジット・ファシリティ制度（PDCF）という投資適格証券を担保としたディスカウント・レートでの短期貸付制度を導入しており⁴、ファニーメイとフレディマックにも流動性ファシリティへのアクセスを認めたものといえる。

この他、SEC（米国証券取引委員会）は、風説の流布などに基づく不公正な証券取引から投資家を保護することを目的として、7月21日より、「裸の空売り（naked short selling）」と呼ばれる、現物の株式を手当てしていない空売りを禁止する緊急措置を実施し、ファニーメイとフレディマックもその対象銘柄とされた⁵。

しかしながら、こうした一連の対応にもかかわらず、ファニーメイ・フレディマックの財務状態に対する不安は解消されなかった。財務省による緊急支援が実施に移された場合、株主価値が希薄化されるのではないかとの懸念から、8月以降、両社の株価はさらに下落した。両社の社債についても、対財務省証券利回りスプレッドは80～100bpの水準で高止まりして推移した。

こうした状況を踏まえて、2008年住宅・経済再生法の成立から約1ヵ月後の9月7日、ファニーメイ・フレディマックに対してコンサーバーターシップが適用され、優先株式の発行・買い取りや短期資金の融資を通じた公的資金の投入が行われることとなった。

² <http://www.treas.gov/press/releases/hp1079.htm>。

³ <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/other/20080713a.htm>。

⁴ FRBは、7月30日に、TSLF・PDCFの施行期間を2009年1月30日まで延長することを表明した。
<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20080730a.htm>。

⁵ <http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-143.htm>。なお、SECは当初、規制の適用期限を7月29日としていたが、その後、8月12日まで延長された。さらに、9月17日、および翌18日には、「裸の空売り」を全面的に禁じると共に、金融セクター銘柄については空売り自体を原則的に禁止する措置を、10月17日まで採ることが決定された（<http://www.sec.gov/rules/other/2008/34-58572.pdf>、<http://www.sec.gov/rules/other/2008/34-58592.pdf>）。

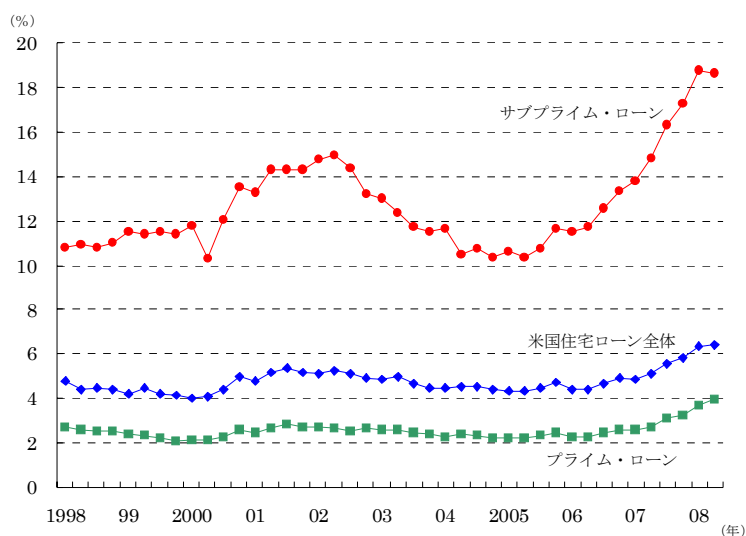
2. 米国住宅市場問題の深刻化とファニーメイ・フレディマック における損失の拡大

ファニーメイとフレディマックを巡る金融不安の背景には、米国住宅ローンの不良化が、信用力が比較的低い債務者に対するサブプライム・ローンから、プライム・ローンにも広がってきたことが挙げられる⁶。

サブプライム・ローンの延滞率急上昇にかくれがちではあったが、プライム・ローンの延滞率も着実に上昇しており、2008年第2四半期には3.93%と、1998年以降で最高の水準となった(図表4)。デフォルト率の上昇がサブプライム・ローンにとどまっているうちは、プライム・ローンの買取・保証しか行わないファニーメイ・フレディマックが、引当・償却負担に直面することは考え難かったが、プライム・ローンの不良化は両社の収益に大きな影響を与えてしまう。

実際に、ファニーメイ・フレディマックの不良債権は徐々に増大しており、自己勘定で保有する住宅ローン債権からの損失が発生している⁷。まず、フレディマックの不良債権残高は、2006年より急速に増加しており、2008年6月末には278.6億ドルに積み上がった(図表5)。また、保有住宅ローン債権全体に占める不良債権の比率は1.4%(2006年末)から3.5%(2008年6月末)に上昇した。一方、ファニーメイの不良債権比率も1.0%から1.5%に上昇した。

図表4 米国住宅ローンの延滞率の推移

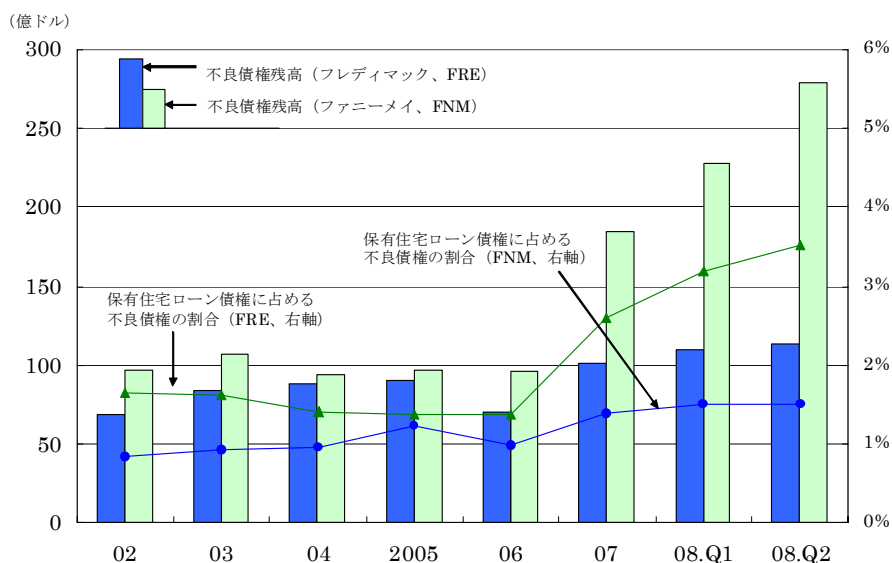


(出所) Mortgage Bankers Association 資料より、野村資本市場研究所作成

⁶ 関雄太「米国銀行セクターの収益を圧迫するノンパフォーミング資産問題」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2008年夏号参照。

⁷ ファニーメイとフレディマックは、元利償還が一定期間（ファニーメイは3ヶ月、フレディマックは、一戸建て住宅用ローンについては90日、集合住宅用ローンについては60日）以上遅延している住宅ローン債権、元利償還の見込みがないと判断した債権、および債務者の返済困難を考慮して貸出条件を修正した住宅ローン債権を、不良債権（ノンパフォーミング・ローン）と定義している。

図表5 ファニーメイ・フレディマックが抱える不良債権の推移



(出所) 各社資料、および OFHEO 資料より、野村資本市場研究所作成

その結果、両社の保有住宅ローン債権に対する損失引当金 (Allowance for Loan Losses) は、ファニーメイで3.4億ドル (2006年末) から14.7億ドル (2008年6月末) に、フレディマックでは0.6億ドルから4.6億ドルに急増した。

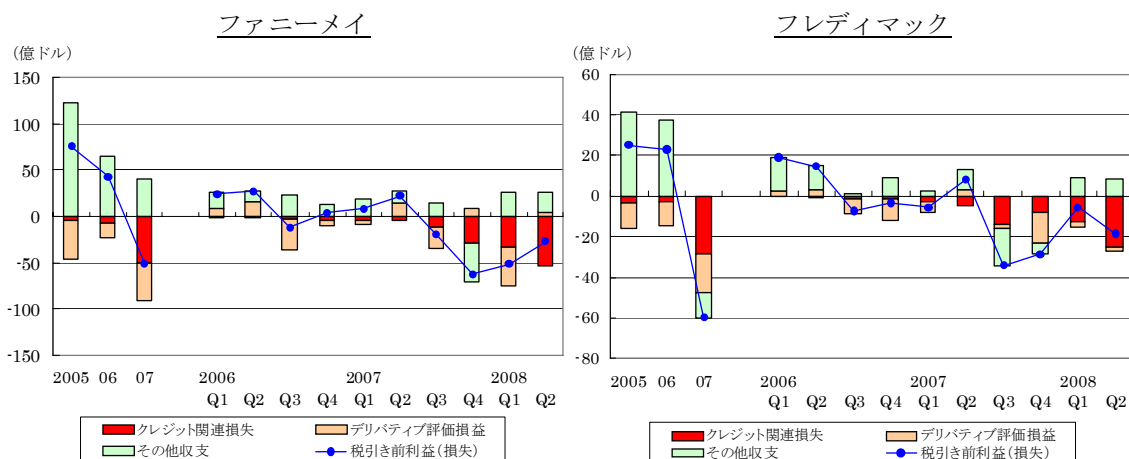
また、MBSの保証業務からの損失も拡大している。保証MBSの原債権においてデフォルトが発生した場合のクレジット関連損失 (Credit-related Expenses) は、ファニーメイで7.8億ドル (2006年) から50.1億ドル (2007年) に、フレディマックでは2.9億ドルから28.5億ドルに、各々急増した (図表6)。このクレジット関連損失の拡大によって、2007年第3四半期以降、両社ともに四期連続での経常赤字が続いている。

しかも、ジニーメイ (Government National Mortgage Association, Ginnie Mae) による保証の付かないコンベンショナル・ローンの元利償還を保証するモーゲージ保険 (Private Mortgage Insurance, PMI) 会社の保証能力が低下していることも、GSEの収益見通しに影響を与えている。米国では、2007年に組成されたコンベンショナル・ローン2.3兆ドルのうち、15.3%にあたる0.3兆ドルに対してPMIが付されている⁸。しかし、米国住宅ローンのデフォルトが予想を上回る規模で増加するのに伴い、モーゲージ保険会社の損失が拡大している。PMI付きの住宅ローン債権の場合、本来、信用リスクはGSEから転嫁されているはずだが、モーゲージ保険会社の信用力低下によってそのシナリオは大きく変わってくる。GSEの買取ローンに対する保証債権残高の大きいモーゲージ保険の格下げに伴って、フレディマックの保証業務の損失が拡大するという指摘が出されたことも、7月7日以降の株価急落の原因の一つとされている⁹。

⁸ Inside Mortgage Finance, *Mortgage Market Statistical Annual* より算出。

⁹ クレジットサイト社は、モーゲージ保険会社大手のうち、ラディアン・ギャランティーが最も格下げを受け可能性が高いとした上で、フレディマックは、ラディアンが保証する住宅ローン債権を630億ドル保有しており (2008年3月末時点)、これが同社の財務に与える負の影響について指摘した。Kristina Cooke, "Financial worries weigh on Wall Street," *Reuter*, 07/08/2008 など参照。

図表 6 ファニーメイ・フレディマックの経常収支の内訳



(注) その他収支には、金利純収入や投資収入(損失)などが含まれる。

(出所) 各社資料より、野村資本市場研究所作成

3. ファニーメイ・フレディマックのバランスシート上の課題と資本不足懸念

元来、ファニーメイとフレディマックのバランスシートや自己資本には、いくつかの特有の問題点があったことも、金融市場の不安を増幅させた面がある。特に、両社の自己資本比率の水準が低かったことが、改めて指摘され、問題となった。

住宅金融系 GSE (ファニーメイ・フレディマック・連邦住宅貸付銀行 (The Federal Home Loan Banks, FHLB)) の監督機関である連邦住宅公社監督局 (Office of Federal Housing Enterprise Oversight, OFHEO) は、総資産の 2.5%、保証 MBS の発行残高 (自社以外の第三者保有分) の 0.45%、およびその他オフ・バランス債務の最大 0.45% の合計額を最低要求資本 (Minimum Capital Requirement) と定義した上で、その 1.15 倍 (ファニーメイ) ないし 1.2 倍 (フレディマック) 以上のコア自己資本¹⁰を維持することを、両社に求めていた¹¹。

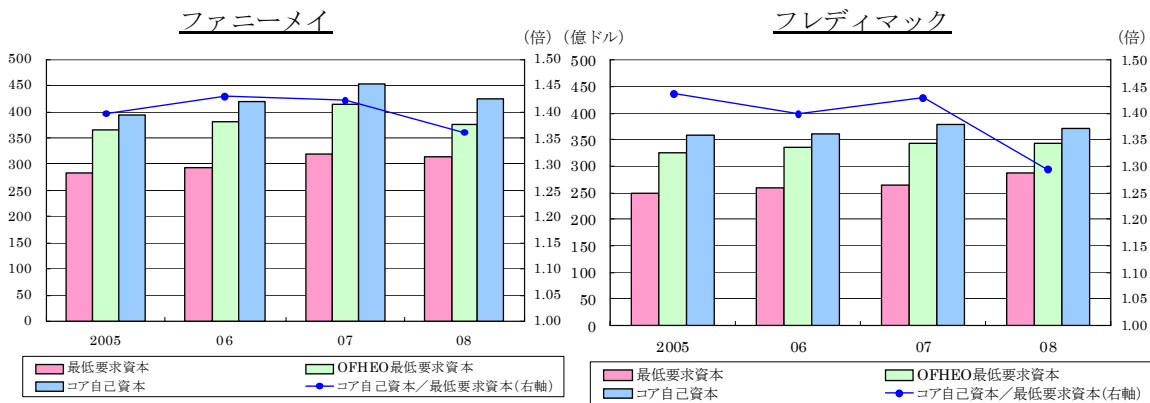
2008 年 6 月末時点では、両社とも OFHEO が要求する自己資本の水準を満たしていた (図表 7)。しかし、ファニーメイとフレディマックの会計上の自己資本比率は 2008 年 6 月末時点で 4.7%、1.5% と、大手米銀などと比べて低く、OFHEO の設定した基準自体が、金融機関の自己資本規制としては厳格さに欠けていた可能性もある (図表 8)。

ファニーメイとフレディマックは、市場の懸念を払拭するべく、2007 年 12 月以降、数回に渡って資本調達を実施した。ファニーメイは、2007 年 12 月に優先株式 70 億ドルを、さらに 2008 年 5 月には優先株式・普通株式 74 億ドルを発行した。また、フレディマック

¹⁰ 普通株式と非累積配当型優先株式の額面価格、払込資本金、利益剰余金の合計。

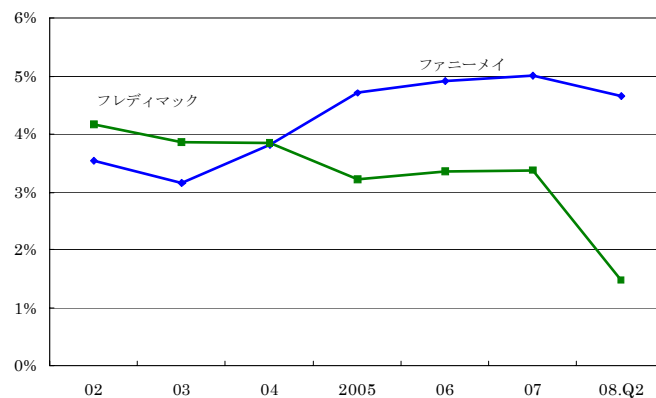
¹¹ 2008 年 3 月 18 日までは両社ともに 1.3 倍とされていたが、3 月 19 日よりこれが 1.2 倍に引き下げられ、さらにファニーメイについては、5 月に資本増強を行ったことを踏まえて、同月 6 日より 1.15 倍とされた。

図表7 ファニーメイ・フレディマックのコア自己資本の推移



(注) 2008年は6月末時点の値。
 (出所) 各社資料より、野村資本市場研究所作成

図表8 ファニーメイ・フレディマックの自己資本比率の推移



(注) 2008年は6月末時点の値。
 (出所) 各社資料より、野村資本市場研究所作成

も、2007年12月に優先株式60億ドルを発行した。しかし、以上の調達規模は、必ずしも十分とは言い切れない。というのも、両社の自己資本比率の推移をみると、2006年末時点から2007年末時点にかけてはほぼ横ばい、さらに2008年6月末にかけては、ファニーメイで0.3%ポイント、フレディマックにおいては1.9%ポイントも低下しているからである。追加の調達の必要性を指摘する声があったにもかかわらず、2008年6月以降、新たな資金調達が行われていなかったことも懸念を強める一因となった¹²。

また、そもそもファニーメイ・フレディマックによる自社の資産評価額が、必ずしも実態を正確に反映したものではないとする指摘もあった。

ファニーメイとフレディマックは、一般会計原則 (Generally Accepted Accounting

¹² フレディマックは、55億ドルの資金調達の計画を5月に公表したほか、7月には50~100億ドル規模の資金調達の計画があるとの報道もなされていた (James R. Hagerty, Monica Langley and Susan Pulliam, "Mortgage Giant Freddie Mac Considers Major Stock Sale - Issue of Up to \$10 Billion Would Aim to Stave Off Rescue Plan," *The Wall Street Journal*, 07/18/2008)。しかし、結局、これらは実施されなかった。

Principles, GAAP) に基づいて四半期ベースで財務報告書を作成しているが、これとは別に、財務会計基準書 (Financial Accounting Standards, FAS) 第 157 号に拠る資産の時価評価も行っている (Non-GAAP Fair Value)。GAAP ベースでの財務報告では、保有資産を長期的な視点で評価するとして、短期的な時価評価額の変動は考慮していない。これに対して非 GAAP ベースでの評価では、資産・負債の時価評価額がそのまま財務報告に計上されている。

非 GAAP ベースでの財務報告によると、ファニーメイの場合、2008 年 6 月末時点の自己資本は 124.5 億ドルと、GAAP ベースでの評価額 412.2 億ドルから 287.7 億ドルも小さくなる。フレディマックに至っては、GAAP ベースでは 129 億ドルの自己資本を保有しているとされていたにもかかわらず、非 GAAP ベースでは 56 億ドルのマイナスとなってしまう。この差額は、主として①GAAP ベースでは、両社が保有する MBS の評価損が一時的なものに見なされ、自己資本から除かれていないことと、②逆に GAAP ベースでの評価額には繰り延べ税金資産が含まれていることによって生じるとされている¹³。

ファニーメイやフレディマックは、GAAP ベースでの評価額の方がより適切としているが、例えばウィリアム・プール前セントルイス連銀総裁は、非 GAAP ベースでの評価額をもとに、フレディマックは実質的にはすでに債務超過の状態にあり、いずれファニーメイもこれに続くであろう、との見通しを示し、投資家から注目を集めた¹⁴。また、OFHEO も、両社が保有している MBS には、サブプライム・ローンやオルト A ローンを原資産とする MBS が 2,170 億ドル含まれており、これらの評価損が、2008 年第 2 四半期決算以降、追加発生する可能性があるとして指摘していた¹⁵。

さらには、検討が進められている FAS 第 140 号の改正が実現した場合の影響を分析したアナリスト・レポートも、7 月 7 日以降の株価下落に拍車をかけたとされている¹⁶。同レポートは、改正によって GSE が証券化商品のオンバランス化もしくは自己資本の積み増しを求められるようになると、多額の資本調達が必要になると指摘した¹⁷。

このように、ファニーメイ・フレディマックには、元々、資本不足懸念があったとみられる。他の金融機関も資本調達を迫られている中で、両社が財務健全性を維持できるのかという考えが投資家の間にあったために、制度変更の観測などが公になると、市場全体の不安材料と受け止められた可能性がある。

¹³ Jonathan Weil, "Freddie, Fannie 'Fair Values' Hardly Look Fair," *Bloomberg*, 07/28/2008, David Reilly and Peter Eavis, "Cleanup Is No Easy Task", *The Wall Street Journal*, 05/27/2008, David Reilly "Better Debt Than Stock?", *The Wall Street Journal*, 07/12/2008 など参照。

¹⁴ Dawn Kopecki, "Fannie, Freddie 'Insolvent' After Losses, Poole Says," *Bloomberg*, 07/10/2008, Jody Shenn and Sandra Hernandez, "Fannie Mae, Freddie Debt a Buy Poole Says 'Insolvent'," *Bloomberg*, 07/17/2008 参照。

¹⁵ Dawn Kopecki, "Fannie, Freddie May Record More Losses, Ofheo Says," *Bloomberg*, 07/22/2008 参照。

¹⁶ リーマン・ブラザーズのアナリスト Bruce Harting 氏のレポート。Jody Shenn and Shannon D. Harrington, "Freddie Mac, Fannie Mae Plunge on Capital Concerns", *Bloomberg*, 07/07/2008, Al Yoon, "Freddie Mac and Fannie Mae shares pummeled", *Reuters*, 07/07/2008, Dawn Kopecki, "Fannie, Freddie Have \$3.7 Trillion Subject to Rule", *Bloomberg*, 07/08/2008 など参照。

¹⁷ 米国財務会計基準審議会 (Financial Accounting Standards Board, FASB) は、FAS 第 140 号改正が金融機関に与える影響を考慮して、その施行開始を当初の予定より 1 年遅らせ、2009 年 11 月からとすると発表した。FASB プレスリリース (2008 年 7 月 30 日、http://www.fasb.org/news/SDR_07-30-08.pdf)、および Jody Shenn and Ian Katz, "FASB Postpones Off-Balance Sheet Rule for a Year," *Bloomberg*, 07/30/2008 参照。

Ⅱ 米国金融市場における GSE の位置づけとその課題

1. 住宅金融におけるファニーメイ・フレディマックの位置づけと課題

ファニーメイとフレディマックにこれほどの関心が集まったのは、両社が米国の住宅金融と公社債市場において占めている位置づけが非常に大きいからである。

まず、米国の住宅金融システムにおいて、ファニーメイとフレディマックは、コンベンショナル・ローンのうち、自らの買取基準に適合するもの（コンフォーミング・ローン）を購入している。両社は、購入した住宅ローン債権の一部を証券化して、元利償還保証を付した MBS を発行している（図表 9）。残りの住宅ローン債権については、社債や株式の発行を通じて調達した資金をもとに、自己勘定で保有している。

ファニーメイとフレディマックによる米国住宅ローン債権の買取の状況をみると、2007年の組成額 2.4 兆ドルのうち、両社による買取額は 1.3 兆ドルと、全体の 54.5%を占めている。しかも、2007 年後半には、サブプライム問題の深刻化によって、民間金融機関の間で住宅ローン貸出を消極化する動きが出たため、ファニーメイとフレディマックの買取りへの期待はより高まってしまう状況が生じた。米国住宅ローン組成額に占める両社の住宅ローン債権購入額の割合は、2005 年第 1 四半期より 2007 年第 2 四半期までの 40%前後の水準から、2007 年第 3 四半期には 60.2%、さらに翌第 4 四半期には 75.6%へと、2007 年後半に急上昇している（図表 10）。さらに 2008 年 3 月には、OFHEO が規制を変更し、住宅ローン債権の買取基準の緩和、要求自己資本水準の引き下げなどが実現した¹⁸。

このように、ファニーメイとフレディマックは、住宅市場が悪化に転ずる中で、住宅

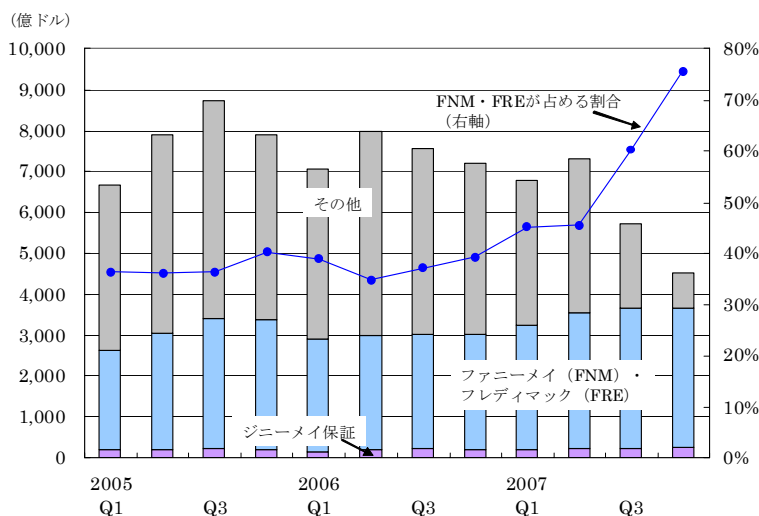
図表 9 米国住宅ローン債権の種類

住宅ローンの種類	GSE の買取基準に適合するもの							FHA（連邦住宅局）ローン	VA（退役軍人庁）ローン
	コンベンショナル・ローン	コンフォーミング・ローン	ノン・コンフォーミング・ローン	ジャンボ・ローン	ホーム・エクイティ・ローン	サブプライム・ローン	オルトAローン		
定義	ジニーメイによる政府保証の付かないローン	GSEの買取条件に適合するローン	GSEの買取条件に適合しないローン	融資額がGSE買取条件より大きい	抵当権の順位がコンフォーミング・ローンよりも劣後する	借り手の信用度がGSE買取条件より低い	GSE買取条件を満たす必要書類がそろわない	低所得者向けの政府保証ローン	退役軍人とその配偶者向けの政府保証ローン
信用保証・信用補完	-	GSE	民間信用保証会社（住宅ローン保険会社など）による保証証券化される場合には通常、格付機関による信用格付けが付与される					ジニーメイ	
証券化商品発行体	-	GSE 民間金融機関	民間金融機関が設立するSPC（ABS発行体）					民間金融機関	

（出所）各種資料より、野村資本市場研究所作成

¹⁸ OFHEO プレスリリース（<http://www.ofheo.gov/newsroom.aspx?ID=422&q1=1&q2=None>）。

図表 10 住宅ローンの組成状況（四半期ベース）



(出所) Inside Mortgage Finance, *Mortgage Market Statistical Annual* より、野村資本市場研究所作成

ローン買取額を増やしてしまったため、将来、ポートフォリオの質の劣化に直面するリスクを抱えこんだ可能性がある。その一方で、損失や資本不足懸念が顕在化した状態ではファニーメイ・フレディマックが、住宅ローン債権の購入額を増やすことは難しいと見られた¹⁹。米国経済における住宅投資の重要性を考えれば、両社の財務状態の悪化は、实体经济にも深刻な悪影響をもたらす可能性があったといえる。

2. 巨大な債券発行体であるファニーメイとフレディマック

ファニーメイとフレディマックは、債券市場においても大きなプレゼンスを有している。

第一に、ファニーメイとフレディマック自身が、巨大な社債（GSE 債）の発行体である。SIFMA の資料によれば、2007 年 9 月末時点でファニーメイ債の発行残高は 7,895 億ドル、フレディマック債は 7,924 億ドルにのぼる。MBS と ABS を除く米国債券の発行残高は、同時点で 15.9 兆ドルであり、両社の社債は、それぞれ市場全体の 4.9% を占める。

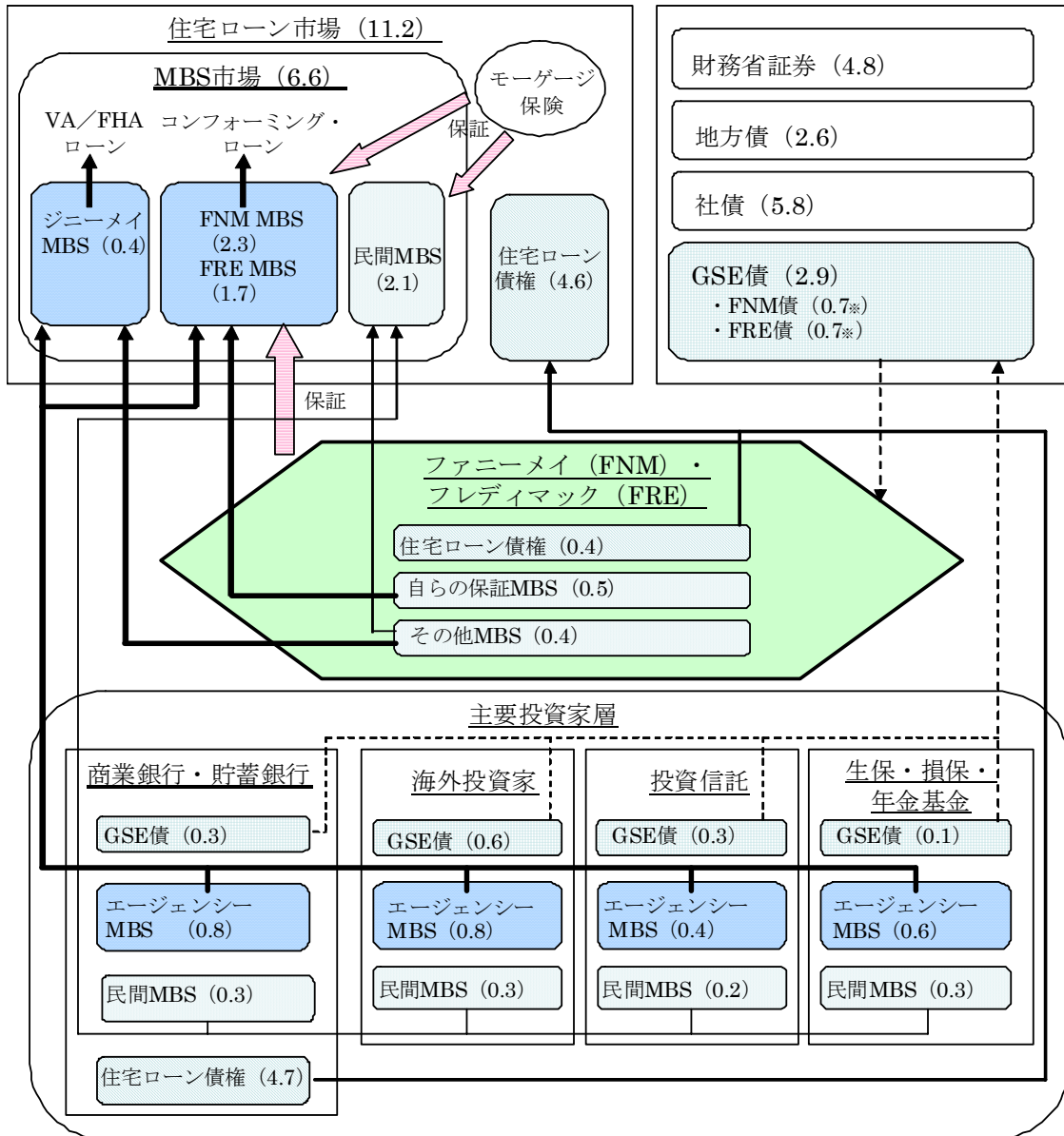
第二に、ファニーメイとフレディマックが保証するエージェンシーMBS の発行規模は 1990 年代以降、一貫して増加基調にある。2007 年末時点での発行残高はファニーメイ MBS 2.3 兆ドル、フレディマック MBS 1.7 兆ドル、合計 4.0 兆ドルにのぼる。GSE 債とエージェンシーMBS の発行残高を合わせると 5.5 兆ドルに達し、財務省証券の発行残高 4.8 兆ドルを上回る規模となる。

GSE 債、およびエージェンシーMBS（GSE 関連債券）の保有構造を見ると、主要投資家層として注目されるのは、海外投資家と商業銀行・貯蓄銀行である（図表 11）。

まず、海外投資家部門は、2007 年末時点で GSE 債を約 0.6 兆ドル、エージェンシーMBS を約 0.8 兆ドル（推計ベース、以下同様）保有している。中央銀行をはじめとする

¹⁹ Dawn Kopecki and Jody Shenn, "Freddie Mac May Slow Purchases of Mortgages, Bonds," *Bloomberg*, 07/21/2008 参照。

図表 11 米国のクレジット市場とファニーメイ・フレディマック



(注) 1. () 内は、各証券の発行・保有残高 (2007 年末時点、FNM 債・FRE 債は 2007 年 9 月末時点)。単位は兆ドル。
 2. 主要投資家のエージェンシー MBS と民間 MBS の保有額は、両 MBS の発行残高の比率 (エージェンシー MBS が全体の 68.0% を占める) をもとに推計。GSE 債の保有額は、各投資家の GSE 債・エージェンシー MBS の合計保有額より、エージェンシー MBS 保有額 (推計) を差し引いて求めた。

(出所) FRB, *Flow of Funds Accounts*、SIFMA 資料、*Inside Mortgage Finance*、*Mortgage Market Statistical Annual* などより、野村資本市場研究所作成

政府関係機関が、米国財務省証券に匹敵する信用力の高い債券として、GSE 関連債券を保有している場合が多いのが特徴的である。2007 年 6 月末時点の海外投資家による保有分 1.3 兆ドルのうち、政府関係機関の保有分は 0.7 兆ドルと、全体の 57.5% を占めている

とみられる²⁰。一連の金融不安の中で、ファニーメイとフレディマックに対する緊急支援策の法制化が急がれ、最終的に公的資金が両社に投入されたのは、海外投資家、中でも政府関係機関による債券保有額が大きいために、為替相場に与える影響が考慮されたことも一因とされている²¹。なお、国別の内訳をみると、中国（約 0.3 兆ドル）と日本（約 0.2 兆ドル）の保有額が大きい²²。

また、商業銀行・貯蓄銀行部門も、最近はその保有シェアを徐々に低下させているものの、GSE 債約 0.3 兆ドル、エージェンシーMBS 約 0.8 兆ドルを保有しているとみられる（2007 年末時点）。GSE 債とエージェンシーMBS の保有残高を合計すると約 1.1 兆ドルとなり、商業銀行・貯蓄銀行が保有する金融資産（約 13.0 兆ドル）のうち、貸付債権（約 8.0 兆ドル）に次ぐ規模で、財務省証券の保有額（約 0.1 兆ドル）の 10 倍に相当する。GSE 関連債券が、米銀の資産運用上きわめて重要な位置づけを占めていることがわかる。

このほか、投資信託による保有額も、GSE 債約 0.3 兆ドル、エージェンシーMBS 約 0.4 兆ドルと大きい。中でも、運用ポートフォリオの信用力を高水準に維持することが要求されている MMF による GSE 関連債券の保有額は約 0.2 兆ドルと、財務省証券（約 0.1 兆ドル）を上回っているとみられる。

3. ファニーメイ・フレディマックが抱えていた制度的な課題

住宅金融系 GSE には、住宅ローンの買い取り・証券化・保証という公的性格の強い事業を行っている一方で、100%民間株主に所有される上場会社であるという二面性があり、このことが長い間、投資家を混乱させてきた面がある。また、ファニーメイとフレディマックは、預金を取り扱わず、金融商品の販売も行わないため、連邦政府や FRB による金融規制・監督体制には属してこなかった。OFHEO による GSE 監督は、金融システムの安定性維持を念頭におく金融監督当局とは考え方や手法が異なっており、例えば、前述のように住宅金融系 GSE の法定最低要求資本比率は低い水準に設定されていた。また、OFHEO の権限は、安全性・健全性の観点から業務改善命令を出すことができない、過小資本に陥る前に早期是正措置を発動することができない、といった点で、銀行監督機関に比べ限定的であった²³。

さらに、破綻処理においても、銀行監督機関の場合には、保全人（コンサーベーター）または管財人（レシーバー）を任命して、破綻金融機関の預金保護と債権の回収を目指す仕組みが整備されている。しかし、OFHEO では、破産管財人による清算・債権回収（レシーバーシップ）の制度が確立されておらず、存続を前提にした保全人による再建手続（コンサーベーターシップ）は活用できるものの、住宅金融系 GSE が実際に債務超過に

²⁰ Department of the Treasury, Federal Reserve Bank of New York, and Board of Governors of the Federal Reserve System, “Report on Foreign Portfolio Holdings of U.S. Securities,” April, 2008 より算出。

²¹ 例えば、2008 年 7 月 22 日のポールソン財務長官の講演（<http://www.treas.gov/press/releases/hp1091.htm>）参照。

²² 注 20 参照文献。

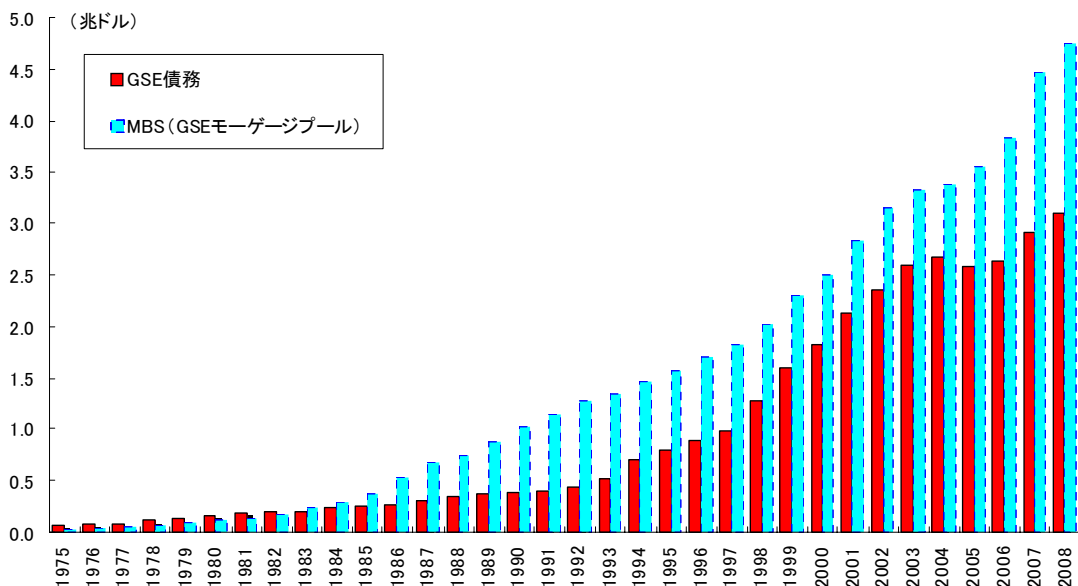
²³ 坂田和光「米国の住宅金融機関の問題点と規制強化の動き」『レファレンス』2005 年 12 月号など参照。

陥った場合、どのように取り扱われるのかが、やや曖昧なままであった。ブッシュ政権の幹部が GSE へのコンサーベーターシップ適用を検討していると 7 月に報じたニューヨーク・タイムズ紙が「コンサーベーターシップの下では、ファニー・フレディの株式はほとんど価値を失い、保証している住宅ローンの損失は納税者の負担となるだろう」とコメントしたことなどは、今回の混乱を象徴していたといえる²⁴。

実は、上記のような問題は長年、米国連邦議会でとりあげられており、特にファニーメイ・フレディマックの会計不正事件が発生した 2004 年から 2005 年頃など、過去にいくつかの規制改革案が提案されたこともあった²⁵。しかし、住宅金融系 GSE が一般市民の関心が高い「持ち家政策」と密接に関係していることなども影響して、両党、議員の間で意見がまとまらず、十分な改革ができないままとなっていた。

結局のところ、制度的曖昧さを残したまま、あるいは磐石な自己資本がないままに、住宅金融系 GSE の負債が巨大化してしまったことが、今回の金融不安の遠因となっているという見方も可能なのであろう（図表 12）。

図表 12 米国 GSE 関連債務残高の推移



(注) 2008 年は 6 月末の値。

(出所) FRB, *Flow of Funds Accounts* より、野村資本市場研究所作成

²⁴ Stephen Labaton and Steven Weisman, “U.S. Weighs Takeover of Two Mortgages Giants”, *The New York Times*, 07/11/2008

²⁵ 淵田康之「ファニーメイ、フレディマックなど GSE の在り方を巡る議論」『資本市場クォーターリー』2000 年夏号、関雄太「ファニーメイの会計不正問題と GSE 改革の展望」同 2005 年春号など参照。

III ファニーメイ・フレディマック問題を巡る政策当局の動き

1. 2008 年住宅・経済再生法の成立

2008 年 7 月 30 日に、2008 年住宅・経済再生法が成立した。同法は、すでに述べたとおり、ポールソン財務長官の主導の下で早急に審議が進められ、提案から約 2 週間という短時間で法制化された。

2008 年住宅・経済再生法は、①連邦住宅金融制度改革法（Federal Housing Finance Regulatory Reform Act of 2008）、②住宅ローンの延滞の回避策、③住宅市場関連の税制改革という大きく三部から構成されている（図表 13）。そもそも政策当局においては、2007 年後半より、住宅ローン債務者の保護・救済や、連邦住宅省（Federal Housing Administration, FHA）による住宅ローン債権保証の範囲の拡大といった対策が議論されていた。また、住宅金融系 GSE に対する監督の強化を図った規制改革も検討されていた。2008 年住宅・経済再生法は、これら一連の米国住宅ローン市場の制度改革をセットにして、急ぎ立法化したものである。住宅金融系 GSE に対する緊急支援策は、連邦住宅金融制度改革法の中に盛り込まれた。

2. 連邦住宅金融制度改革法

連邦住宅金融制度改革法のポイントは、①住宅金融系 GSE に対する緊急支援を行う権限の財務省への付与と、②OFHEO に代わる新たな監督機関の創設という二点にある。

まず、住宅金融系 GSE に対する緊急支援については、2009 年末までの期限付きで、住宅金融系 GSE 三社が発行する債務（obligations）およびその他の証券を購入する権限を財務省に認めた。購入額の上限は、特に定められていない。ただし、同法では、財務省がこの権限を実際に行使する際には、金融市場の安定への貢献と、住宅ローン市場における混

図表 13 2008 年住宅・経済再生法の主な内容

連邦住宅金融制度改革法	住宅ローン延滞の回避策
1. 住宅金融系GSEに対する規制改革 1) 財務の健全性・安定性に対する監視のあり方の改善 ※緊急支援策は、ここに含まれる 2) 事業目的の達成に関する監視のあり方の改善 3) 財務の健全化に向けた迅速な対応 4) 強制措置 5) 一般条項	連邦住宅局(FHA)現代化法 VAローン延滞の回避 差押住宅の再開発業者に対する支援策 など
2. 連邦住宅貸付銀行 (FHLB)	税制関連条項
3. OFHEOの機能・人材・財産の移転	住宅購入に関する税制優遇
4. ホープ・フォー・ホームオーナーズ法	など
5. 安心・公平な住宅ローン貸付業務免許法 など	

(出所) 野村資本市場研究所作成

乱の回避にとって必要であることを確認すると同時に、納税者の利益が保護されなくてはならない、との条件が設けられた。これは、議会での審議の中で、ポールソン財務長官の提案通りに緊急支援が実施された場合、ファニーメイやフレディマックの財務リスクが国庫、すなわち納税者の負担になることへの懸念が、共和党議員を中心に示されたことに対応したものと考えられる²⁶。ちなみに、議会予算局（The Congressional Budget Office, CBO）は、財務省に緊急支援の権限が付与された場合に、国庫に発生する負担額を 249 億ドルとする推計結果を公表している²⁷。

また、連邦住宅金融規制改革法では、OFHEO に代わる、住宅金融系 GSE に対する新たな監督機関として、連邦住宅金融局（the Federal Housing Finance Agency, FHFA）が創設されることも決定された。OFHEO が住宅都市開発省（Department of Housing and Urban Development）の管轄下に置かれていたのに対して、FHFA は、連邦政府からは独立した機関としての地位が保証されると規定されている。FHFA には、住宅金融系 GSE の財務の健全性・安定性についての基準を設定する権限のほか、GSE がこの基準を満たさない場合には、当該 GSE の権限を一時停止ないし剥奪したり、経営陣を退陣させる権限も認められた。さらに、GSE の財務状態が悪化した場合には、当該 GSE を管財人の管理の下に置く権限が与えられ、GSE の破綻手続きが整備されることとなった。また、FHFA が規制・基準を設定するに際しては、FRB からの諮問を受けることが予定されている。

3. FHA 現代化法・住宅ローン延滞の回避策

2008 年住宅・経済再生法には、以上のほか、米国住宅ローン市場における混迷を打開するためのいくつかの対策が盛り込まれた。

FHA 現代化法（FHA Modernization Act of 2008）は、FHA 保険の対象となる住宅ローンの基準を緩和し、利用範囲を広げることを目的としている。そもそも FHA 保険は、民間金融機関から融資を受けることが難しい低所得者層も住宅ローンを利用することができるよう、FHA が、住宅ローン債務者から集めた保険料収入をもって、当該住宅ローンの元利償還を保証するものである。ただし、FHA 保険の利用には比較的厳しい基準が設けられており、特に最近では FHA 保険の利用は少なくなっている。今回成立した FHA 現代化法は、低所得者層向け住宅ローン市場の縮小を食い止めるべく、FHA 保険の対象となる住宅ローンの上限を、当該地域の平均住宅価格の 95% から 115%（ただし GSE による上限額の 150% を上限とする）に引き上げ、FHA 保険の利用範囲を広げた。

また、高い金利負担に苦しむ住宅ローン債務者に対する支援策として、ホープ・フォー・ホームオーナーズ法（HOPE for Homeowners Act of 2008）も成立した。これは、

²⁶ Stephen Labaton and David M. Herszenhorn, "Opposition, From Both Parties, Over Bailout Plan," *The New York Times*, 07/16/2008 など参照。

²⁷ <http://www.cbo.gov/ftpdocs/95xx/doc9597/hr3221.pdf>。CBO は、財務省が実際に権限を行使する必要性が生じる可能性は 50% に満たないとする一方、5% 近くの確率で、国庫に 1,000 億ドルを超える損失が生じる可能性がある」と指摘している。

長期的には元利償還を行うだけの信用力を備えていると考えられるものの、現状では住宅ローンの返済が困難となっている債務者に対して、住宅ローンを借り換えさせ、新たに設定した住宅ローンを FHA 保険の対象とすることで、元利払いの負担を和らげ、これにより住宅ローンの延滞による社会全体としての損失が軽減されるものと期待されている。同プログラムには、最大 3,000 億ドルの保証枠が設定されており、約 40 万人の住宅所有者が対象となりうると想定されている。

4. コンサベーターシップの適用

ポールソン財務長官は、2008 年住宅・経済再生法案の審議過程で「もし、あなたがバズーカ砲を持っていて、そのことが周知されていれば、バズーカ砲を実際に発射する必要はないだろう」と発言するなど、住宅金融系 GSE に公的資金を投入する予定はないとの見解を示していた²⁸。

しかしながら、財務省など政策当局の期待に反して、8 月以降もファニーメイ・フレディマックに対する市場の不安は解消されなかった。また、財務省は、7 月よりモルガン・スタンレーをアドバイザーとして、ファニーメイ・フレディマックの財務状況の精査を進めた。その結果、両社は、実体より多めに自己資本を算定しており、自力で市場からの資金調達を行うことは困難な状況にある、との判断に至った²⁹。

こうした状況を踏まえて、9 月 7 日、米国政府は、FHFA をコンサベーターとして、ファニーメイ・フレディマックに対してコンサベーターシップを適用することを決定した。今後は、FHFA の監督のもと、存続を前提とした両社の財務状態の建て直しを進めるとともに、将来的には両社の事業規模を縮小していくこととなった。事業規模については、2009 年末までは、住宅ローン市場の安定化の観点から、各社の住宅ローン関連資産（住宅ローン債権・MBS）の保有額を、2008 年 6 月末時点の 7,541 億ドル（ファニーメイ）・7,917 億ドル（フレディマック）から、最大 8,500 億ドルまで拡大することが認められるものの、2010 年以降は、年率 10%のペースで縮減し、最終的には各社 2,500 億ドルに抑えるとの数値目標が設定された。

合わせて、ファニーメイ・フレディマックを巡る一連の市場の混乱に対して、①新規に発行される優先株式の買い取り、②短期資金の融資、③保証 MBS の買い取りの三つのプログラムが実施されることとなった。

まず①については、各社につき優先株式 10 億ドルの買い取りと、希薄化後ベースで 79.9%相当の普通株式ワラントの購入を即時に実施した上で、その後は、各社の自己資本がプラスに維持されるよう、各社 1,000 億ドルの買い取り枠の範囲内で、継続的に優先株式の新規発行・買い取りを実施していくとした。買い取りの時期に期限は設けられていな

²⁸ Caroline Baum, "Paulson's 'Bazzoka' Turned Out to Be Pea Shooter," *Bloomberg*, 08/27/2008.

²⁹ Charles Duhigg, Stephen Labaton and Andrew Ross Sorkin, "As Crisis Grew, a Few Options Shrank to One," *The New York Times*, 09/08/2008 など参照。

い。なお、財務省が買い取る優先株式は、配当や残余財産の受け取りに関して、両社の発行済み優先株式・普通株式よりも優位するものとされている。

また、②については、一般会計（general fund）の資金を財源として、LIBOR（London Interbank Offered Rate、ロンドン銀行間貸し手金利）に50bpを上乗せした金利で、償還年限が1週間から1ヶ月の短期資金が提供される。同プログラムは2009年末まで実施される予定である。

さらに③は、新規に発行される保証MBSを対象として、財務省が公開市場を通じた買い取りを行うというプログラムである³⁰。保証MBSの流動性を維持することで、住宅ローン市場のさらなる混乱を回避することが目的とされたが、このプログラムは、後に問題資産買取プログラム（TARP）へと発展した³¹。

5. 一時国有化の影響と今後の展望

ファニーメイ・フレディマックに対するコンサーバーターシップの適用と、公的資金による優先株式の買取が決定したことを受けて、市場では様々な影響が発生している。

まず、両社の株式上場は維持されるものの、配当は中止され、政府がワラントを保有したため、既存株主の株式価値は大幅に希薄化されることとなった（前掲図表1）。

一方、GSE関連債券の保有者は、今回の政府の対応により、一定の保護を受けることになり、デフォルトリスクも緩和されたといえる。というのも、財務省による優先株式の買い取りは、ファニーメイ・フレディマックが債務超過に陥らないことを目的としているからである。債券保有者のファニーメイ・フレディマックの資産に対する請求権は、政府も含めた普通株主・優先株主に優位するとされている。

その他、クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）市場では、今回のファニーメイ・フレディマックの一時国有化がCDS契約のクレジット・イベントとして認定されたため、過去最大規模の清算手続きが生じるなど、大きな影響がでている³²。最終的には、10月6日にISDA（国際スワップ・デリバティブ協会）が開催する入札に651の金融機関が参加して清算価格が決定され、ファニーメイ債については額面価格の91.51%、フレディマック債は同94%となった³³。両社を参照組織とするCDSのプロテクションの売り手には、相当規模の損失が発生するものと見られている。

今後の第一の注目点としては、新たに組織されたFHFAが、ファニーメイ・フレディマックのコンサーバーターとして、両社の財務状態の改善に向けた改革を具体的に進めていくことができるか、という点が挙げられる。両社は、制度的優遇のもと、自己資本水準が低かったにもかかわらず、リスクの比較的高い住宅ローン債権の買取・証券化を進めたこ

³⁰ <http://www.treas.gov/press/releases/hp1129.thm>。

³¹ 関雄太「問題資産買取プログラム（TARP）の実効性を巡る議論」『資本市場クォーターリー』2008年秋号参照。

³² Shannon D. Harrington and Oliver Biggadike, "Fannie, Freddie Seizure Triggers Credit-Default Swaps," *Bloomberg*, 08/09/2008, Reuters, "Big Payments Are Expected in Credit Default Swaps," *The New York Times*, 09/09/2008 参照。

³³ <http://www.creditfixings.com/information/affiliations/fixings/auctions/current/famefrmc.shtml>。

とで、財務状態が悪化した。これまで金融機関の破たん処理の経験がない FHFA のスタッフには、米国住宅市場に回復の兆しが見えない中で、両社を再資本化し、リスク管理体制を再構築するといった困難な課題への対処が求められている。

第二の注目点としては、コンサーバタシップ適用の下で再建が進められた後のファニーメイ・フレディマックの経営形態がどのようなものとなるのか、という点が挙げられる。米国住宅政策のあり方や米国金融システムにおける証券化市場の改革は、金融危機の反省とも絡んで、今後、重要な政策上の論点となる。特に、ファニーメイ・フレディマックの将来的な位置づけは、次期政権の重要な政策課題の一つになると考えられよう。