

## ファニーメイ・フレディマックの段階的縮小を表明した オバマ政権の住宅金融改革報告書

関 雄太

### ■ 要 約 ■

1. 2011年2月11日、米国財務省と住宅都市開発省は、議会に対して住宅金融市場の改革に関する報告書を提出した。今回の報告書は、財務長官に住宅金融のあり方に関する調査報告を取りまとめさせることを決めたドッド・フランク法に基づいて作成されたもので、2011年1月末の期限に若干遅れる形で公表された。
2. 今回の報告書で注目されるのは、第一に、ファニーメイとフレディマックの段階的縮小・解体（Wind-down）を明言したことである。伝統的にGSEの役割を積極的に認めてきた民主党政権下での財務省・住宅都市開発省が、GSEの制度的欠陥を示し、現在のような大規模なバランスシートを有するGSEを段階的になくすと明確に示したことは、今後の方向性を決定づけたものとして注目されよう。
3. 第二に、その一方で、現在ファニーメイ、フレディマックが置かれたコンサベーターシップという状態から「段階的縮小・解体」に至る道筋・ステップあるいは時間的スケジュールについては、明確な記述がいつさいない。コンサベーターシップは、存続を前提とした金融機関の更正型破綻処理手続であることから、この手続きを終了させない限り「解体」へのステップは踏み出せないはずであり、オバマ政権は具体的なステップ論を議会に任せたと見ることができよう。
4. 第三の注目点は、本報告書が、米国住宅金融は将来、民間資本によって支えられると明確に指摘したことである。この点でも、現在の米国の住宅金融システムが巨大な発行残高・豊富な流通量を有するMBSに支えられていること、さらに金融危機後は米国MBSの新規発行においてGSEの保証・支援を受けない純粋民間ベースのMBSが非常に少ない状況であることを勘案すると、現状と報告書が目指す将来像との距離はあまりに大きいといわざるをえない。
5. このように、本報告書が示したGSE改革論議にはまだ「空白地帯」が大きい。今後、論戦の主舞台となる連邦議会に注目が集まろう。

## I 報告書の背景と注目点

2011年2月11日、米国財務省と住宅都市開発省は、議会に対して住宅金融市場の改革に関する報告書（Reforming America's Housing Finance Market）を提出した<sup>1</sup>。

米国の住宅金融 GSE（政府後援企業）であるファニーメイ（連邦住宅抵当金庫）とフレディマック（連邦住宅貸付抵当公社）は、2008年9月に一時国有化（コンサーバターシップ適用）されたが、国有化直後にリーマンショックが発生したことなどから、2009年には住宅ローンの買取・証券化業務をむしろ積極的に推進した。このバランスシート活用戦略は、信用危機下で確かに住宅金融メカニズムの下支えとなったが、GSEの債務拡大と資産内容の劣化が、金融市場の不安を招くこととなった。また、TARP（問題資産救済プログラム）によって金融機関に注入された公的資金が回収されていく中で、FHFA（連邦住宅金融局）を通じてファニーメイ・フレディマックに投入された公的資金は、2010年9月までの累計で1,500億ドルを超え、納税者負担の発生を懸念する議会関係者、特に共和党議員達からの批判の的ともなった<sup>2</sup>。

金融規制改革論議が連邦議会上院で進展した2010年春には、住宅ローン市場全体が公的金融になってしまった、真の「トゥー・ビッグ・トゥ・フェイル（大きすぎてつぶせない）」問題はGSE2社にあるとの不安・批判が高まり、2011年1月を期限として財務長官に住宅金融のあり方に関する調査報告を取りまとめさせることがドッド・フランク法に盛り込まれることが決まった（1074条）。財務省と住宅都市開発省は、その前後から有識者を招いたセミナーを開催したり、インターネット上で意見を募るフォーラムを開設するなど、住宅金融の将来に関する世論形成に努めていたが、結局、期限から11日遅れて公表されることになったのが今回の報告書である。

今回の報告書で注目されるのは、第一に、ファニーメイとフレディマックの段階的縮小・解体（Wind-down）を明言したことである。ガイトナー財務長官は、昨年夏頃から「コンサーバターシップ適用前の住宅金融システムに回帰することはありえない」と繰り返していたが、伝統的にGSEの役割を積極的に認めてきた民主党政権下での段階的縮小・解体宣言は画期的といえよう。将来の住宅金融における政府の役割に関する「3つのオプション」の中には、住宅ローンの保険提供機能を政府に広範に認める案があり、GSE2社の機能が再保険会社に形を変えて事実上残るといった可能性もないわけではないが、それでも本報告書がGSEの制度的欠陥を示し、現在のような大規模なバランスシートを有するGSEを段階的になくすと明確に示したことは、今後の方向性を決定づけたものとして注目されよう。

第二に、その一方で、現在ファニーメイ、フレディマックが置かれたコンサーバターシップという状態から「段階的縮小・解体」に至る道筋・ステップあるいは時間的スケジュールについては、明確な記述がいつさいない。コンサーバターシップは、存続を前提とした金融機関の更正型破綻処理手続であることから、この手続きを終了させない限り「解体」へのステップは踏み出せないはずである。財務省・住宅都市開発省がこのことを認識していなかったとは考えにくく、仮

<sup>1</sup> プレスリリース <http://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/tg1059.aspx> 参照。

<sup>2</sup> コンサーバターシップ手続におけるファニーメイ・フレディマックの公的資金引出額については、FHFAのホームページ <http://www.fhfa.gov/Default.aspx?Page=78> を参照。

説としては、オバマ政権は具体的なステップ論を議会に任せたと見ることができよう。実際に、共和党議員たちは、昨年のドッド・フランク法審議の終盤期以降、コンサーバターシップの終了時期を明確化すべきと盛んに提案している。また、上記に関連して、本報告書が「ファニーメイ・フレディマックの既存の債務を完済するための政府コミットメントは変更されることはない」と言及したことは、既発の MBS（モーゲージ担保証券）の取り扱いについて懸念を抱いていた市場関係者や投資家からは好意的に解釈されているようだが、議会の場でこの問題が取り上げられる可能性がなくなったわけではなく、引き続き注目していかなければならないと考えられる。

第三の注目点は、本報告書が、米国住宅金融は将来、民間資本によって支えられると明確に指摘したことである。この点でも、現在の米国の住宅金融システムが巨大な発行残高・豊富な流通量を有する MBS に支えられていること、さらに金融危機後は米国 MBS の新規発行において GSE の保証・支援を受けない純粋民間ベースの MBS が非常に少ない状況であることを勘案すると、現状と報告書が目指す将来像との距離はあまりに大きいといわざるをえない。民間金融機関にとって大きな事業機会が提供されるという点についても、住宅バブル崩壊の影響が残る現在の環境下では、ほとんど積極的な反響は見られていない。

このように、本報告書が示した GSE 改革論議にはまだ「空白地帯」が大きい。今後、論戦の主舞台となる連邦議会に注目が集まろう。以下は、報告書の概要である。

## II 住宅金融・GSE の制度的欠陥

31 ページの本報告書は、大きく分けて 3 部構成でできている。「大恐慌から大不況にかけての住宅金融」と題された最初の章は、米国の住宅金融メカニズムおよびファニーメイ・フレディマックが抱えていた欠点あるいは失敗の要因について述べている。具体的には、まず、米国住宅金融の根源的な欠点について、①リスクで品質の低い住宅ローン商品や略奪的な貸出を生んだ貧弱な消費者保護、②不適切で時代遅れとなった規制体系、③透明性・標準化・説明責任を欠いた複雑な証券化の連鎖（Chain）、④損失を吸収するには不十分な金融機関の資本、⑤サービシング業界の未経験と混乱をあげる。さらに、ファニーメイ、フレディマックの構造的な失敗として、①公共のミッションの重要性を傷つける利益極大化構造、②不公平なアドバンテージを生んだ暗黙の政府支援（Perceived Government Backing）、③不公平かつ不適切な両社の資本基準、④非力かつ非効率な規制機関をあげた。

一連の指摘は、伝統的に住宅政策上 GSE の役割を重視する傾向がある民主党政権の下で政府がまとめた文書としては、かなり厳しい批判といえる。一方で、米国では、連邦議会が金融危機調査委員会を通じて報告書を取りまとめるなど、金融危機発生 of 要因を総括することを目指す動きがある<sup>3</sup>。そうした中で、米国住宅金融システムの制度的な問題については広範な指摘・批判

<sup>3</sup> 金融危機調査委員会については神山哲也「金融危機調査委員会共和党委員による報告書の公表—金融危機の教訓と今後の金融規制の方向性」『野村資本市場クォーターリー』2011 年冬号、同「金融危機調査委員会（FCIC）による報告書の公表」『野村資本市場クォーターリー』2011 年春号ウェブサイト掲載版参照。

がなされており、住宅金融の将来像、GSE の根本的な改革に触れるための導入部分として整理されたパートということができよう。

### Ⅲ ファニーメイ・フレディマックの解体・統合を目指す

第二のパートは、「住宅金融の新システムへ向けて」と題され、米国の住宅金融システムの目指すべき方向がまとめられている。具体的には下記の3点があげられた。

#### 1. 強靱な民間住宅ローン市場への道筋づくり

本報告書は、住宅購入と住宅ローンの供給あるいはそれに関わる投資やリスク判断は、本質的に民間セクターの活動であると前置きした上で、オバマ政権としては住宅ローン市場における民間資本のプレゼンス拡大を目指し、ファニーメイ、フレディマック両社の解体を慎重なペースで進めるとした。具体的な方策としては、①保証料の引き上げ、②GSE 保証が付与される住宅ローンのダウンペイメント（頭金）の増額などを通じた民間モーゲージ保険の優遇、③コンフォーミングローン（買取適格ローン）の上限引き下げ、④ファニーメイ、フレディマック両社の投資ポートフォリオの処分をあげている。一方で、本報告書は、FHA（連邦住宅局）の低所得者向け住宅ローン支援、FHLB（連邦住宅貸付銀行）による中小金融機関の支援は維持もしくは再強化するとしている。

#### 2. より広範な住宅ローン市場における信頼とインテグリティ（誠実性）の回復

本報告書は、ファニーメイなどの改革だけでは住宅金融市場の問題を是正することはできないとし、その他のさまざまな規制改革を進めるとした。具体的には、①ドッド・フランク法によって設立されることになった消費者金融保護局（CFPB）のルールメイキングを通じた、詐欺的な性質を持つ高コストローンの禁止、消費者にとっての選択肢と透明性の確保、引受基準の強化など消費者保護の強化、②オリジネーターおよびセキュリタイザーにリスク保有を要求することなどを通じた透明性の向上、③バーゼル3合意などを通じた資本基準の向上、④金融安定性監督カウンスル（FSOC）などを通じた規制監督の強化、⑤全米レベルのサービシング・差押プロセス・抵当優先権の取り扱いなどの標準化と改善をあげた。

なお、プレスリリースの方では、オバマ大統領が一般教書演説で触れた政府改革にも資するとして、住宅金融に関連した規制当局（財務省、住宅都市開発省、農務省、退役軍人局）の協調・統合のための新たなタスクフォースを設立することが示されている。

#### 3. アクセスとアフォーダビリティ（入手可能性）に照準を定めた住宅政策

本報告書は、政府支援の原点ともいえるアフォーダブル（低所得者）向けの住宅政策はむしろ再強化されるとして、①FHA の改革と強化、②アフォーダブル賃貸住宅へのコミットメント、③過疎地や経済的なストレスを受けた地域を含むすべてのコミュニティにおいて信用力ある借り手に資本が提供される方法の整備、④アクセスとアフォーダビリティ推進のためのフレキシブル

で透明な資金源確保を進めるとしている。

## IV 住宅ローンにおける保険の提供と3つのオプション

本報告書は、最後の約9ページを「改革への責任ある道筋」と題し、住宅金融の将来像への移行（Transition）を混乱なく行うための戦略と、今後の住宅ローン市場における米国政府の役割についてまとめている。

まず、これまでに政府が両機関に行った投資の回収を最大化し、損失を最小化するために、また、住宅ローン信用供給能力を制限したり、住宅市場にショックを与えたりしないために、注意深い移行が必要だとした。そして、連邦政府がこれまでに補填してきたファニーメイ・フレディマックの損失は、すべて住宅バブルの絶頂期に貸し出された不良債権によるものだと示唆した上で、両社の段階的縮小の間、信用フローを維持しリスクを抑制することが、米国人が住宅購入ローンの借入あるいは既存の住宅ローンの借換を継続するために重要だとした。そして、「ファニーメイとフレディマックが、現在または将来提供するすべての保証を遂行するために十分な資本と、すべての債務を返済する能力を確保するよう、政府はコミットする。オバマ政権は、ファニーメイとフレディマックが負債を返済する能力を傷つけるような政策および改革を追及しない」としたことは、既発の MBS および社債の投資家にとって非常に重要な方針と理解することができよう。

今後、財務省と住宅都市開発省は、ファニーメイ・フレディマックの監督官庁である FHFA に対して、FHA との合同ワーキンググループ設置を提言するとともに、両社の段階的縮小に向けたインセンティブとデッドラインを設定していくとしている。

最後のパートでは、より民営化された住宅ローン市場に移行した際、最終的に政府が果たす役割として、ひとつの方向性ではなく、主として住宅ローンの保険・再保険機能にフォーカスする形で議会とオバマ政権が検討すべき3つの選択肢が示された。まず報告書は、住宅ローン市場における政府の役割に関する国際的な比較に基づいて、米国の住宅ニーズに合致したシステムを目指す上で、①住宅ローン・クレジットへのアクセス、②住宅投資へのインセンティブ、③納税者保護（間接的な政府支援においても一定のリスクが存在）、④金融・経済の安定性という4つの考慮すべき要因を挙げた。そして、3つのオプションのそれぞれについて、この4要因などに基づいて下記のようにメリット・デメリットを評価している。

### 選択肢1：政府の保険機能を FHA、農務省、退役軍人局による狭い範囲の債務者支援に限定した、民営化された住宅金融システム

民間セクターに住宅ローンの大部分を任せる構造となる。このオプションの強みは、セクター間の資本配分のゆがみを最小化し、住宅ローン貸出のモラルハザードを削減、民間レンダーへの納税者のエクスポージャーを顕著に削減することである。一方で、多くの米国人にとっての住宅ローンへのアクセスに影響を与え、FHA 保証ローン以外の住宅ローンのコストを上昇させる可能性がある。また、中小金融機関が民営化された市場の中で大手金融機関と競争することも難し

くなるかもしれない。さらに、危機が発生したときのカウンターシクリカルな役割すら限定してしまうことで、かえって危機を助長し、究極的な場面で市場に介入するようなことになれば、モラルハザード上も問題である。

### 選択肢 2：FHA、農務省、退役軍人局の限定支援プログラムと危機時にスケールアップした政府保証機能に支えられた、民営化された住宅金融システム

このオプションの下では、住宅危機の間、政府はバックストップ機能を強化する。バックストップ機能は、平時には最低限のプレゼンスにとどまるが、金融上の緊張の発生で民間資本が住宅ローン市場から減少する際にはスケールアップする。このオプションを実現するためのひとつの策は、政府の保証料を十分に高い水準に保つことである。もうひとつのアプローチは、通常時に民間市場に提供される公的保険の量的上限を定めることである。選択肢 2 では、選択肢 1 で見られた金融危機時の問題を軽減しながら、ほぼ同様のメリットを実現することができる。一方で、金融危機の認定や、危機時のオペレーション上の課題（どのくらいスケールアップすればよいのか）なども想定されないではない。また、危機時の信用へのアクセスや住宅ローンのコストの問題など、選択肢 1 と同様の課題も残る。

### 選択肢 3：FHA、農務省、退役軍人局による低所得者および中間所得者支援プログラムと危機時の再保険機能に支えられた、民営化された住宅金融システム

このオプションでは、FHA など連邦政府機関のプログラム以外の住宅ローン市場は、民間セクターの投資・リスク判断によって運営されるが、住宅ローンの流動性と住宅取得者からのアクセスを向上するために、政府は一定範囲のモーゲージ証券に再保険機能を提供する。

仮想例としては、このシステムにおいては、厳格な資本基準・監督体制に服する複数の民間モーゲージ保証業者が、厳格な引受基準を満たした住宅ローンを裏づけとした証券に保証を提供する。政府の再保険会社は、これらの証券保有者に対し、民間モーゲージ保険業者の株主がすべてのコストを負担した後に支払いが発生する再保険を提供する。政府の再保険会社は、再保険料を徴収して将来の保証請求に備えるとともに納税者の負担を回避する。

このスキームの強みは、おそらく 3 つのオプションの中で住宅ローンへのアクセスに係るコストが最も低減化されることである。住宅ローン金利は保証料プレミアムおよび民間セクターのファーストロス負担の影響を受けるものの、大きなプールの投資家がモーゲージ証券に投資することで流動性が向上し、住宅ローンの金利変動あるいは金利水準自体も低減できる。また、中小金融機関にとっても公平な競争環境が提供され得る。さらに、金融危機時の政府の役割拡大についても、効果的に実現できる。

一方、このオプションにもコストはある。住宅ローン市場への資本フローは、他のセクターへの資本配分を阻害し、人工的に住宅価格を上昇させる可能性もある。また、民間貸出の再保険は、本質的に政府のリスクとモラルハザードの可能性を有している。もし、民間モーゲージ保険の監督に失敗したり、再保険料の設定が不適切であると、民間セクターが過剰なリスクをとり、納税者のコスト負担の可能性もでてくる。

財務省・住宅都市開発省は、どのオプションが優れているかについては明言しなかったが、具体化論議を進める議会に対して、コスト・ベネフィット分析に基づいて新しい制度を採用するよう求めた形といえよう。