

変貌する米国の公的住宅金融機関

米国の住宅金融市場はモーゲージ貸付という単純な間接金融市場からモーゲージ担保証券（MBS）市場を包含する資本市場と密接な金融市場へと構造変化を遂げてきた。本稿では、その歴史的展開を踏まえながら公的住宅金融機関の役割や市場構造の変化を分析する。

1. 米国住宅金融市場の全体像

1) 注目を集める米国住宅金融市場

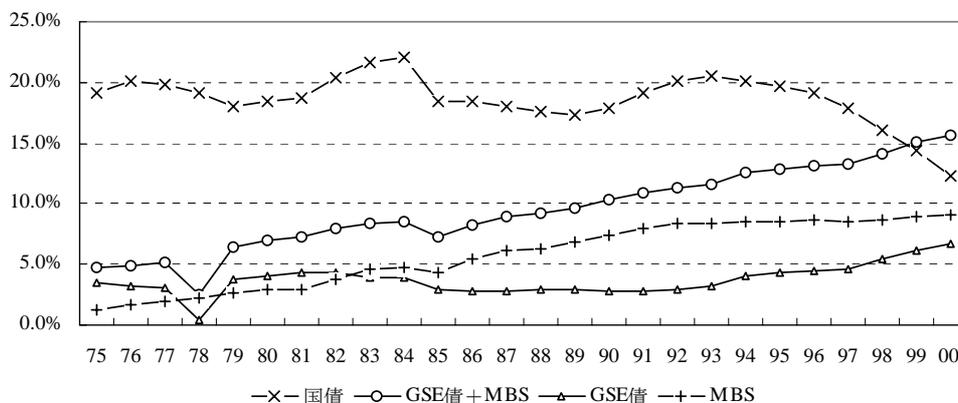
米国の住宅金融市場は、近年、二つの理由から注目を集めている。一つは、米国債市場の縮小に伴う住宅金融に係わる政府関連機関（GSE）が発行する GSE 債やモーゲージ担保証券（MBS）の相対的な重要性が高まっていることであり、もう一つは、その発行体であるファニーメイ（FNMA）、フレディマック（FHLMC）といった GSE の在り方¹に関する議論が生じていることである。

米国の債券市場では、1993 年以降、財政再建の進展によって米国債市場が縮小する一方で、相対的に GSE 債の重要性が高まりを見せている。米国全体の金融負債に占める米国債の比率は、1993 年の 20.7% をピークとして 7 年連続で低下した（図 1）。これに対して、GSE 債の規模は 1.8 兆ドル（2000 年末）を超え、GSE が保証する公的 MBS を加えると 4.3 兆ドルと、1999 年に続き 2 年連続で国債市場を上回った。規模の縮小した国債が、金融商品のプライシングやヘッジに係わるベンチマーク機能を低下させる一方、「暗黙の政府保証」が与えられている GSE 債が代替商品として注目されている。

GSE 債や MBS の発行体である GSE の住宅金融市場における在り方を巡る論議も、近年、高まりをみせている。というのも、GSE は住宅金融市場におけるモーゲージ貸付の三分之一を保有し（図 2）、MBS 発行残高の 7 割（ファニーメイ 32%、フレディマック 23%、ジニーメイ 15%）を占めることもあって、GSE へのリスク集中に伴うシステミック・リスクや民業圧迫への懸念が金融当局者や民間金融機関の間に生まれているからである。

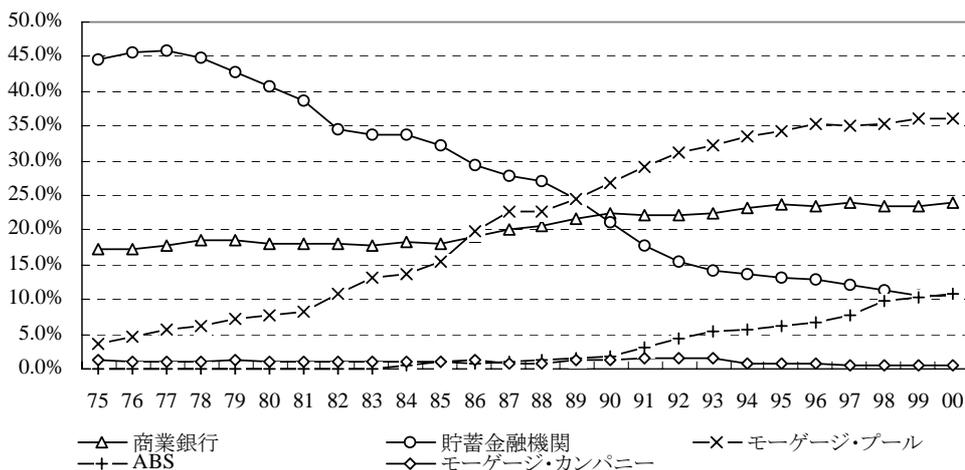
¹ 特にファニーメイとフレディマック等 GSE の位置付けとその在り方については、淵田康之「ファニーメイ、フレディマックなど GSE の在り方を巡る論議」『資本市場クォーターリー』2000 年夏号参照。

図1 米国債市場の縮小と拡大 GSE債・MBS 残高



(出所)FRB, "Flow of Funds Accounts"より野村総合研究所作成

図2 モーゲージの最終保有者のシェア推移

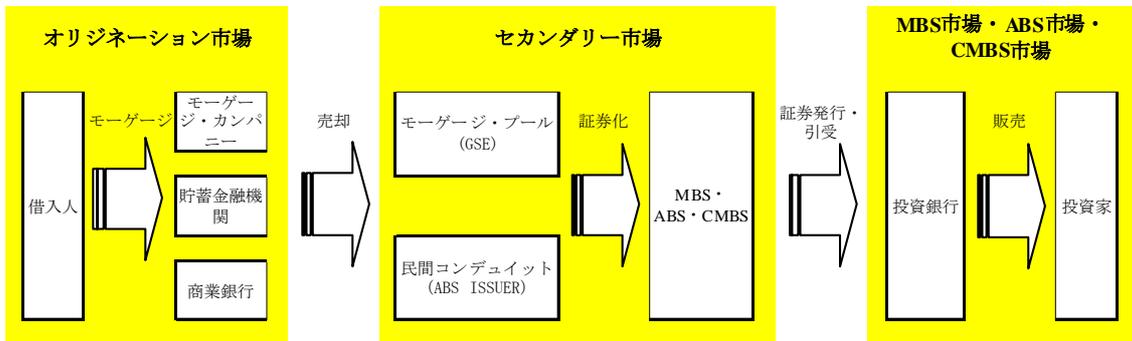


(出所) FRB, "Flow of Funds Accounts"より野村総合研究所作成

2) 米国住宅金融市場の構造

米国の住宅金融市場は、現在、モーゲージ貸付（住宅ローン）が行われるオリジネーション市場、モーゲージ貸付が転売されるセカンダリー市場、MBSが発行・流通されるMBS市場の3つの市場から構成されている（図3）。

図3 住宅金融市場の構造



(出所) 野村総合研究所作成

オリジネーション市場では、伝統的に、貯蓄金融機関（S&L と貯蓄銀行を併せたいわゆるスリフト）が圧倒的な市場シェアを有していたが、現在ではモーゲージ・カンパニーが最大の貸付主体となっている。

一方、セカンダリー市場の中心に位置するのがファニーメイやフレディマックといったGSEである。GSEは、設立当初は貯蓄金融機関から買い取ったモーゲージ貸付を他の貯蓄金融機関に転売するだけであったが、その後、MBSの発行機能を持つようになった。

MBS市場では、GSEや民間企業が設立した特別目的子会社等によって発行されたMBSが投資銀行によって引受けられ、投資家に向けて販売される。MBS発行残高は2000年末で3兆9,514億ドルと債券発行残高総額の21.9%を占め、社債20.4%、財務省証券16.2%を上回り、最も発行残高の大きい債券となっている。商業銀行、貯蓄金融機関、保険、年金、インターネット・バンク等、幅広い投資家が保有している。

2. 米国住宅金融市場の歴史的展開²

現在の米国住宅金融市場の輪郭は1930年代の大恐慌時代に整備されたものである(表1)。1932年、ルーズベルト大統領によるニューディール立法の一環として連邦住宅貸付銀行制度(FHLB)が設けられた。FHLB制度は連邦政府の住宅政策を資金面でサポートするために、資金供給機能の低下していた貯蓄金融機関に流動性を供給することを目的にしていた。連邦免許の貯蓄金融機関は、FHLBによる監督・規制下におかれ、州際業務等が規制される一方、非営利機関として税制優遇措置³等が認められることとなった。

² この章の史実に関する記述は、主として井村進哉「米国貯蓄金融機関の組織規制緩和と免許制度の意義」『経済学論纂』(2001年9月、中央大学)、遠藤幸彦「証券化の歴史的展開と経済的意義」『フィナンシャル・レビュー』第51号に基づく。

³ 前掲注2井村論文によれば、総資産の一定比率をモーゲージ貸付あるいはその他の適格資産で保有する場合は、無税での貸倒引当金の繰入れが認められた。1969年の税制改革で、貸倒引当金への利益の一部

表1 米国住宅金融市場整備の歴史

貯蓄金融機関と住宅金融市場に関する制度の動き	
1932	「1932年連邦住宅貸付銀行法」の制定。FHLB制度の整備。
1933	「1933年住宅保有者貸付法」により連邦免許S&Lの貸付業務は本店所在地から50マイル以内に限定される。また、同法を受けて債務不履行に陥ったモーゲージ貸付を買いとる住宅保有者貸付組合（HOLC）を設立。
1934	「全国住宅法」の制定により連邦住宅局FHAを設立し、FHA保険の実施。
1938	ファニーメイ（FNMA）がFHAローンの購入・売却のための機関として設立される。
1944	FHA保険と同様の趣旨で、退役軍人とその配偶者に対してVA保証を実施。
1948	「1933年住宅保有者貸付法」が修正され、連邦免許S&Lの州免許への転換を条件とした株式会社への転換が認可される。
1959	「1959年全国住宅法」の一部として貯蓄金融機関持株会社法（スペンス法）が制定、商業銀行同様、貯蓄金融機関に持株会社規制が導入される。
1968	「1968年住宅都市開発法」により、ファニーメイの民営化が図られると同時に二つに分割され、旧ファニーメイの市場価格以上のモーゲージ買取り業務を内容とする特別援助機能とデフォルトに陥ったモーゲージ貸付の清算・管理機能については、HUD管轄下にジニーメイ（GNMA）を創設して対応することとなった。
1970	「1970年緊急住宅金融法」により、S&Lからコンベンショナル・ローンの買取りを行うための機関としてフレディーマック（FHLMC）を創設。ジニーメイが最初のMBSを発行。
1971	フレディーマックもMBSを発行。
1979	全米の連邦法S&Lで金利変動型モーゲージ貸付が認められる。
1980	「1980年金融制度改革法（「1980年預金金融機関規制緩和及び通貨量管理法）」の制定。NOW勘定を全米レベルで認可。
1981	ファニーメイとフレディーマックがスワップ・モーゲージ・プログラムを開始。
1982	「ガーニセント・ジャーマイン預金金融機関法」の制定。MMMFと競合するMMDAを認可。
1983	フレディーマックが最初のCMOを発行。
1988	「住宅コミュニティ開発法」の成立。
2001	「住宅金融規制改革法案」の提出。

(出所)野村総合研究所

次いで、連邦政府は、低所得者の持ち家促進の観点から1934年、連邦住宅局（FHA）によるモーゲージ貸付に対する利子支払および元本に対して公的保険を付与するFHA保険を実施した。さらに1938年にはファニーメイを創設し、政府機関の信用力を背景にして資本市場から低利資金を調達させ、その資金で貯蓄金融機関からFHA保険やVA（退役軍人局）保証⁴の付いたモーゲージ貸付を買い取らせることとした。

税制優遇措置の存在は、貯蓄金融機関に住宅金融専門機関としての道を歩ませることとなり、ファニーメイの買取り・転売によってモーゲージ貸付のセカンダリー市場が形成され、州際業務規制のために生じた地理的な資金偏在に伴う流動性リスクが解消されることになったのである。

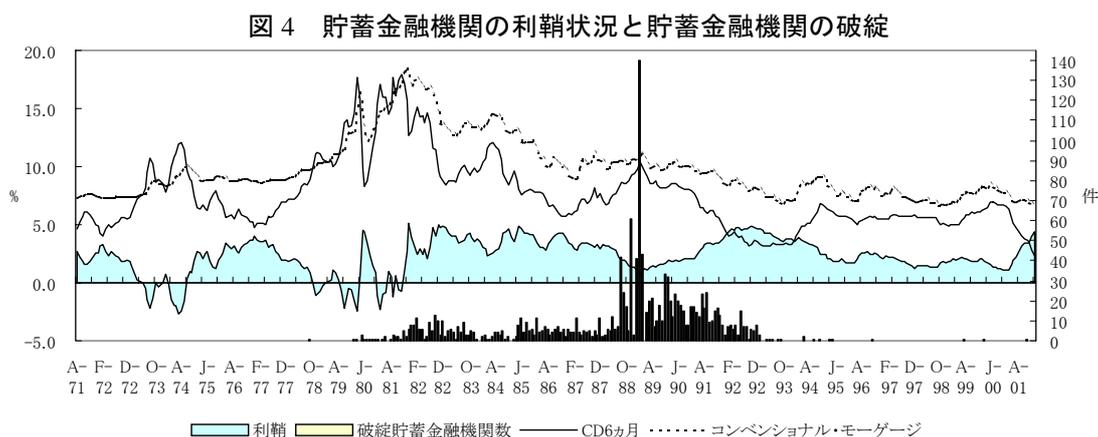
しかし、1960年代以降の高インフレ期に入ると貯蓄金融機関の収益力は急激に低下していった。貯蓄金融機関は、短期預金を原資にモーゲージ貸付という長期貸付を行い、30年もの長期間にわたって保有し続けるという行動をとっていた。インフレがなく、順イールドカーブの環境であれば、それでも問題はない。だが、高インフレ期には市場金利が上昇するために金利リスクを受けやすい状況にあったのである。

分の繰入額はモーゲージ残高に応じて決定されることとなり、その後段階的に引き下げられたものの、例えば総資産の82%をモーゲージ貸付あるいはその他の適格資産で保有すれば、年間所得の45%を貸倒引当金に算入できた。

⁴ VA保証は、FHA保険と同様の趣旨で1944年、退役軍人とその配偶者に対して開始されたものである。

こうした環境下、住宅金融市場に資金を供給するため、連邦政府は、貯蓄金融機関の規制緩和か、新たな資金供給ルートを構築するか、という選択を迫られることとなった。結局、1968年、貯蓄金融機関が有するモーゲージ貸付を連邦政府の支援によって流動化し、広く機関投資家の資金を住宅金融市場に還流させるための住宅都市開発法が成立した。これにより、ファニーメイの民営化が決定されるとともにジニーメイ（GNMA）が創設された。次いで、1970年、一層の公的金融機能の強化を図るために緊急住宅金融法を制定され、貯蓄金融機関が中心となっていたコンベンショナル・モーゲージ（FHA 保険や VA 保証の付されないモーゲージ）の買取りと MBS の発行を専門に行う民間機関としてフレディマックが創設されるに至った。ジニーメイは 1970 年、最初の MBS⁵ を発行し、翌年には、フレディマックが PC と呼ばれるパス・スルー証券の発行を開始した。

1970 年代後半の高金利期を迎えると、貯蓄金融機関の経営基盤は大きく揺らぐこととなった（図 4）。



(出所) FRB、FDIC 資料より野村総合研究所作成

連邦政府は、1980 年金融制度改革法、1982 年ガーン=セント・ジャーメイン預金金融機関法を相次いで制定し、預金金利規制の撤廃と貯蓄金融機関の業務規制緩和に踏み切った。また、ファニーメイとフレディマックは 1981 年、貯蓄金融機関に対し「スワップ・モーゲージ・プログラム」を実施し、貯蓄金融機関の固定金利モーゲージとファニーメイとフレディマックが発行する MBS とを交換する支援措置も実施に移していった。

貯蓄金融機関はスワップ・モーゲージ・プログラムの実施と変動金利モーゲージ貸付の割合を増やしたことで金利リスクを幾分軽減することができた。しかし、金利自由化に伴う激しい金利競争によって体力が衰えた上、業務規制緩和を契機に新規参入した商業用不動産貸付の分野、とりわけリスクの大きい法人向け商業用不動産貸付の残高を拡大させた

⁵ MBS の民間発行も 1970 年代後半からはじまり、1977 年、ソロモン・ブラザーズがバンク・オブ・アメリカと共同で相続等に用いる信託、すなわちグラントー・トラストをコンデュイットとして組成し、私募方式で初めて発行した。

ことで、1980年代後半には深刻な経営危機に陥ることとなった。

一方、MBS市場は1980年代に大きく発達した。とりわけ、1986年、税制改革によりCMO⁶についてREMICS（Real Estate Mortgage Investment Conduits）という税制上の特典が与えられると、MBSの投資家層は急拡大した。

このように、米国の住宅金融市場の歩みは、米国の住宅政策、固有の金融制度を背景にして、住宅金融は貯蓄金融機関を中心とした間接金融からMBS市場を包含する資本市場と密接な金融へと変化を遂げてきたわけである。

3. GSEの役割変化

1) GSEの現在の役割

(1) 3つのGSEの比較

米国住宅金融市場の発展の背景には、ファニーメイ、フレディマック、ジニーメイというGSEが重要な役割を果たしてきた。これらGSEの役割を整理すれば表2のようである。

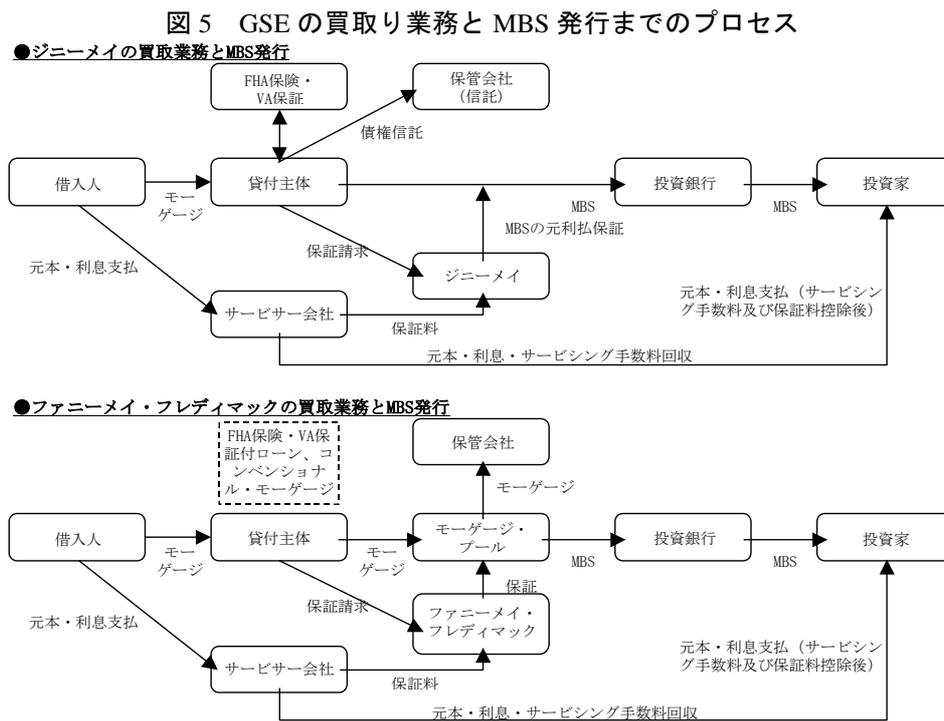
表2 住宅GSEの役割

	ファニーメイ (FNMA)	フレディマック (FHLMC)	ジニーメイ (GNMA)
設立沿革	1938年設立。FNA保険、VA保証の付いたいわゆるFHA/VAローンの買取りが当初の目的。1968年民間資本を導入し政府系民間抵当機関へ。1971年、FHA保険、VA保証が付かないコンベンショナル・モーゲージの買取りも実施。ニューヨーク証券取引所上場企業。	1970年、FHLBの管轄下に設立。貯蓄金融機関の主要なモーゲージ貸付であるコンベンショナル・モーゲージの買取りが目的。1971年、パススルー証券(PC)の発行開始。ニューヨーク証券取引所上場企業。	1968年、ファニーメイの民営化に伴い、政府全額出資によりHUD(U.S. Department of Housing and Urban Development)管轄下で設立。1970年、パススルー証券の発行開始。民営化プログラムが提示されている。
業績 (2000年末時点)	総資産675,072百万ドル、純利益4,448百万ドル、時価総額は86,643百万ドルとシティグループ、ウェルズ・ファーゴに次ぐ規模。	総資産423,597百万ドル、純利益2,547百万ドル、時価総額は47,702百万ドルとフリートボストンやバンクワンよりも大きい。	総資産7,919百万ドル、純利益763百万ドル。
役割	モーゲージ貸付の買取りと転売 FHA保険、VA保証付きモーゲージ貸付の買取り及び転売。コンベンショナル・モーゲージの買取りおよび転売。	モーゲージ貸付の買取り及び転売 コンベンショナル・モーゲージの買取りおよび転売。	—
MBS発行とキャッシュフローへの支払保証	ファニーメイ、フレディマックはMBSの発行を行い、キャッシュフローの支払保証も同時に行う。なお、ファニーメイのMBS発行は1981年。		MBSの発行については、キャッシュフローの支払保証業務を行うだけで、証券そのものは発行しない。ジニーメイ債と言われるのは、いわば名前を貸しているだけ。

(出所)野村総合研究所作成

⁶ 1983年に発行された最初のCMO(Collateralized Mortgage Obligation)は、ペイスルー型であったため、オフバランスシート化ができなかった。ペイスルー型はパススルー型と異なり債券保有者は資産プールに対して所有権を有しない。

ファニーメイとフレディマックの役割の違いは、前者が、当初、FHA・VA ローンを中心に買取り・転売業務を開始したのに対し、後者はコンベンショナル・ローンの買取り・転売を行ってきた。しかし、現在では、ファニーメイが買い取ったモーゲージ貸付の90%以上がコンベンショナル・ローンとなるなど、両者の業務内容はほぼ同じになっている。他方、ジニーメイは、モーゲージ・ポートフォリオを所有する金融機関等が発行するMBSに元利金支払保証を付けることが主たる業務である（図5）。



(出所)野村総合研究所作成

(2) モーゲージ貸付の買取り基準

ファニーメイやフレディマックは、一定の買取り基準に基づいて貯蓄金融機関やモーゲージ・カンパニー等からモーゲージ貸付を買い取っている。

表3は、ファニーメイの「審査基準と引受ガイドライン」からの要約抜粋である。重視されているのはLTV (Loan to Value) 比率、すなわち担保となる住宅の価格に対する借入金の割合である。ファニーメイが買い取るモーゲージ貸付は、通常、LTV 比率が75%~80%であり、MBSに対する保証業務においても同様である。

表 3 買取り基準の整理

<p>モーゲージ貸付審査基準</p> <p>★以下の条件の下で、借入人がより健全なLTV (Loan to Value) 比率を有していることが望ましい。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・借入人は、過去に破産等に陥っていないなど、健全なクレジット・ヒストリーを有していなければならない。 ・借入人は、借入申請前12ヵ月以内に延滞等がなく、健全なクレジット・ヒストリーを有していなければならない。 ・借入人は、最低2ヵ月分の現金準備 (例；頭金) を有していなければならない。 ・担保となる不動産は、単一居住用・投資用不動産資産等でなければならない。 ・モーゲージ貸付はFICO (Fair, Isac, Beacon, or Empirica) スコアの最低標準スコアをクリアしていなければならない。
<p>投資資産によって担保されたモーゲージ貸付</p> <p>★投資資産によって担保されたモーゲージ貸付については以下の基準が適用される。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・借入人は、6回分の支払に相当する現金準備を有していなければならない。 ・借入人は、購入資産に対するLTV比率が75%を超える場合には、少なくとも2年間の賃貸歴を有していなければならない。 ・借入人は、購入資産に対するLTV比率が75%を超える場合には、少なくとも6ヵ月の保険を有していなければならない。 ・借入人は、購入資産に対するLTV比率が75%を超える場合には、FICOスコアで720点をクリアしていなければならない。
<p>適用金利</p> <p>★例えば、6ヵ月変動金利モーゲージ貸付の場合、LTV比率が80%以下であれば当初利率を適用するが、80%を超える場合には当初利率に2%を上乗せした金利を適用する。</p>
<p>借入人の収入状況と雇用状況</p> <p>★貸付主体は、借入人の雇用状況を見ることより、むしろ収入の安定性と継続性に着目すべきである。</p>

(出所) ファニーメイ資料より野村総合研究所作成

LTV 比率は、ファニーメイやフレディマックの資産内容の健全性を計る指標ともなる。両社のシングルファミリー・モーゲージ貸付の LTV 比率の平均値は、1998 年の 74%から 2000 年には 78%へと若干悪化している。これは LTV 比率 90%以上のモーゲージ貸付の割合が、10%強から 18%弱にまで上昇したからである。

また、債権の買い取りにあたっては、信用スコアリング会社である FICO (Fair, Isac and Company) による評点も重視されている。FICO は、独自の信用判定基準に基づいて個人向け与信の信用分析を行い、ファニーメイや金融機関にクレジット・レポートを提供している。例えば、サブプライム・モーゲージ貸付のスコアリングでは、スコアに従って、A-ローン (スコア ; 580~619) 、B ローン (同 560~579) 、C ローン (540~559) 、D ローン (540 未満) のように区分している。

(3) MBS の商品概要

3つの住宅 GSE が関与する MBS、CMO、REMICS の商品概要を示せば、表 4 のようである。GSE が関与するパス・スルー証券は、大きく二つのグループに分けられる。元利金支払に連邦政府の保証が付与されるジニーメイ I・II のようなタイプとファニーメイやフレディマックによる元利金支払保証が付与されるタイプである。もっとも、前述のように、GSE に対しては「暗黙の政府保証」が与えられているという認識があり、どちらにも最高の格付が与えられている。

表 4 MBS、CMO、REMICs の特徴比較

パス・スルー証券の特徴比較			
証券の種類	保証内容	最低投資額	利払日
ジニーメイ I・II	元本及び利息につき米国政府の保証	最低\$25,000、\$1単位の購入可	毎月15日あるいは20日
ジニーメイ・プラチナ	元本及び利息につき米国政府の保証	最低\$25,000、\$1単位の購入可	毎月15日あるいは20日
ファニーメイMBS	元本及び利息につきファニーメイの保証	最低\$1000、\$1単位の購入可	毎月25日
フレディマックPC (75-day PC)	元本及び利息につきフレディマックの保証	最低\$1000、\$1単位の購入可	2ヵ月毎25日
フレディマック ・ゴールドPC	元本及び利息につきフレディマックの保証	最低\$1000、\$1単位の購入可	毎月15日
CMO/REMIC債の特徴比較			
証券の種類	保証内容	最低投資額	利払日
ジニーメイREMIC	元本及び利息につき米国政府の保証	最低\$1000、\$1単位の購入可	毎月16日あるいは20日
フレディマックREMIC	元本及び利息につきフレディマックの保証	最低\$1、\$1単位の購入可(しかし、ほとんどのディーラーは最低\$1,000以上の注文を取り扱う)	毎月15日
ファニーメイREMIC	元本及び利息につきファニーメイの保証(ファニーメイ"G"シリーズも同様)	最低\$1,000、\$1単位の購入可	毎月18日あるいは25日
民間CMO/REMIC (GSE保証)	担保はジニーメイ、ファニーメイ、フレディマックによる保証。格付は基本的にAAAが付与されるが、外形的には政府保証はない。	証券化商品毎に異なる	毎月、3ヵ月毎、半年毎など
民間CMO/REMIC (民間保証)	民間保証会社等による信用保管、保証。一般的にはAAあるいはAAAの格付を受ける。	証券化商品毎に異なる	毎月、3ヵ月毎、半年毎など

(出所)The Bond Market Association より野村総合研究所作成

1970年に最初のパス・スルー証券として発行されたのがジニーメイ I である。ジニーメイ I では、MBS の発行体はモーゲージ貸付を行う金融機関等であり、発行体は、自らがオリジネートしたモーゲージ貸付の元利金取り立て等のサービシング業務を行って手数料を稼ぐ。発行体は、毎月モーゲージ貸付の借り手から回収した元利金をジニーメイ I の投資家に対して支払う。この際、ジニーメイがこの元利金支払を保証するわけである。ジニーメイ I のクーポン・レートは、プールに組み込まれるモーゲージ貸付の約定金利よりも 50bps 低く設定され、この 50bps が発行体へのサービシング手数料とジニーメイによる保証料に充てられることになる。

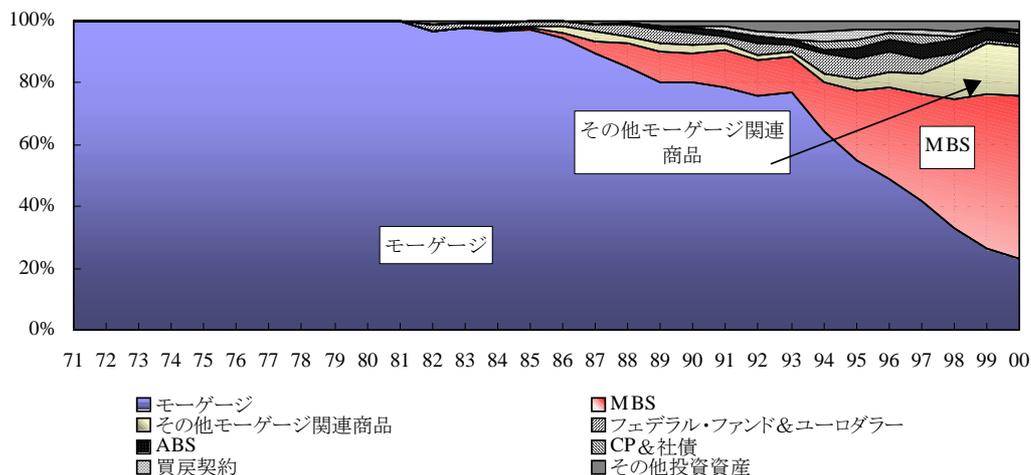
ただ、ジニーメイ I では、モーゲージ貸付の期限前償還が生じるとプールの満期構成が短縮するため、満期と最終利回りを確定できないという欠点があった。こうした欠点を解消していく努力として、様々な MBS が開発されてきた。

2) ファニーメイにみる GSE の役割変化

図6は、ファニーメイの過去30年間にわたる金融資産ポートフォリオの変化を示したものである。ファニーメイの金融資産ポートフォリオは大きく二つ、すなわちモーゲージ関連資産と投資金融資産に大別できる。

前者はモーゲージ貸付、MBS、その他モーゲージ関連資産であり、後者はMBS以外のABS（資産担保証券）、CPや社債、フェデラル・ファンド等である。1980年までは、貯蓄金融機関や商業銀行等から買取ったモーゲージ貸付がポートフォリオのほぼ全てを占めていた。しかし、2000年には、モーゲージの割合が22.9%に低下する一方、MBSが52.8%、その他モーゲージ関連商品が16%と増加し、残りをABSや社債等投資金融資産が占めている。この変化は、ファニーメイの役割が歴史的に変化してきたことを反映している。

図6 ファニーメイの金融資産ポートフォリオの変化



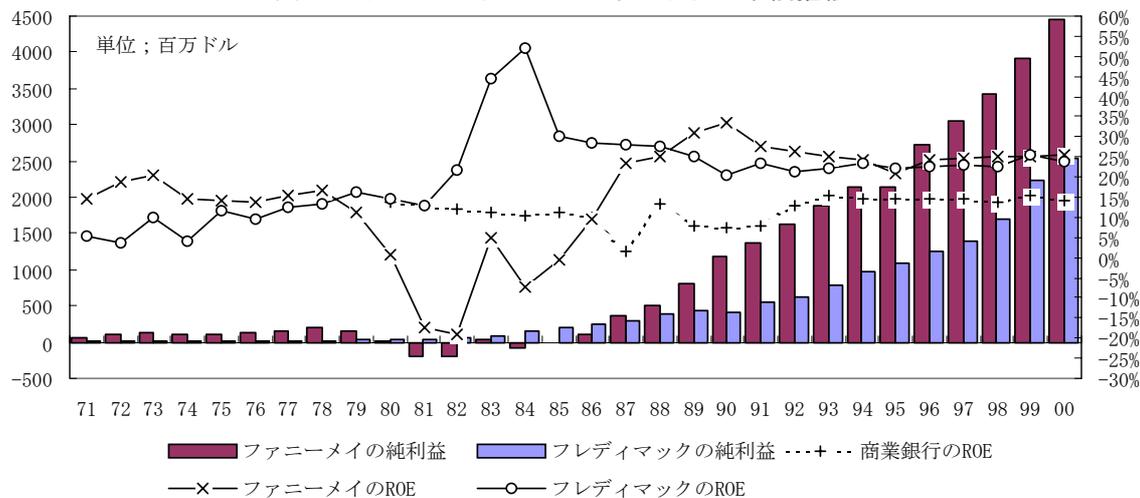
(出所)ファニーメイ資料より野村総合研究所作成

(1) 1980年まで： 単純な買取りと転売

1980年までのファニーメイは、30年満期の固定金利モーゲージ貸付を貯蓄金融機関や商業銀行等から買い取り、他の金融機関へモーゲージ貸付を転売するという単純な機能を果たしていた。

前述のように、この時期、オリジネーション市場の担い手である貯蓄金融機関は、高金利下で逆鞘状況に陥ったために、経営危機に直面しつつあった。実は、同じことが貯蓄金融機関を支援するはずのファニーメイ自身にとっても当てはまった。ファニーメイもまた、比較的短期の債券で資金を調達していたため、逆鞘の状況に陥っていたのである。実際、1981年と82年には純損失を抱えており(図7)、HUD調査(1986)は、1978年から1984年まで、GSEは事実上債務超過の状態が続いていたと報告している。

図7 ファニーメイとフレディマックの業績推移



(出所) ファニーメイ・フレディマック資料より野村総合研究所作成

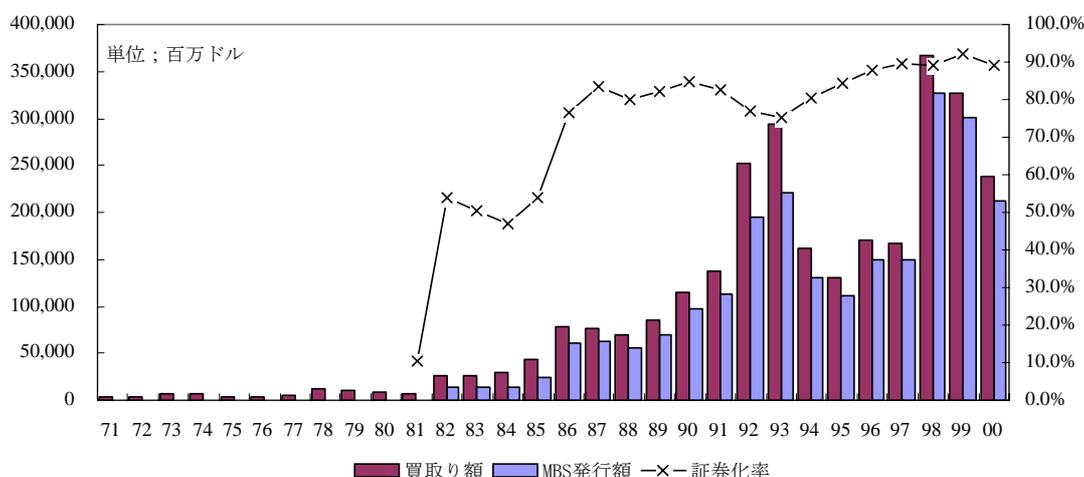
(2) 1981年から1990年頃まで：MBS発行による変貌

1981年、ファニーメイは財務構造のリストラクチャリングに着手する。その第一歩はMBSの導入である。ファニーメイは、貯蓄金融機関等から買い取ったモーゲージ貸付をプール化し、MBS投資家に元利支払を保証することによって保証手数料を獲得するという方策をとったのである。MBS導入により、ファニーメイは、金利動向を注視しながら、モーゲージ貸付をオフバランス化することが可能になるとともに、保証手数料という安定収入をも得ることとなった。

次に、ALM構造の改善を図った。逆鞘状況を脱するためには、30年固定金利モーゲージ貸付で占められていた金融資産ポートフォリオの満期構成を短縮化する必要があった。そこで、満期20年以下の中期モーゲージ貸付や変動金利モーゲージ貸付の購入を拡大させ、30年固定金利モーゲージ貸付の割合を、1980年の100%から引き下げていった。一方、負債側においても、ゼロ・クーポン債の発行等により平均満期を長期化させ、資産・負債のデュレーション・ギャップを縮小させていったのである。

こうしたリストラクチャリングの結果、1980年代後半以降、ファニーメイの業績は急激に回復し、1990年代初頭には、ROEが25%前後で安定的に推移することとなった(図7)。注目すべき点は、この収益改善が、MBSの発行という証券化手法の導入に伴って生じたということである(図8)。ファニーメイの証券化比率(MBS発行額をモーゲージ貸付取得額で除した数値)は、1981年の10.5%から1985年には54.1%へ、1990年には84.7%に達した。ファニーメイは、モーゲージ貸付を買い取ってはMBSを発行し、MBSによって調達した資金で新たな買取りを積極化させていったのである。

図8 ファニーメイのモーゲージ貸付の買取り額とMBS発行額の推移



(出所) ファニーメイ資料より野村総合研究所作成

つまり、ファニーメイは、貯蓄金融機関から買い取ったモーゲージ貸付ポートフォリオを自ら抱え込むという、住宅購入者への直接貸付に似た方法を放棄し、半ば公的な機関としての信用力を背景としながら証券化商品への投資家から資金を集めるという方向へ転換することで、結果的にはモーゲージ貸付けの買取り額を増加させるなど、住宅金融機関としての機能をより強化することに成功したのである。

(3) 1990年代前半から現在まで；変化する業務とMBS投資家としての顔

1990年代前半から、ファニーメイとフレディマックは、さらに業務のあり方を変化させつつある。

第一に、両社は、リスクの大きいサブプライム・モーゲージ（信用度の低い主体へのモーゲージ貸付）市場に積極的に参入するようになってきている。サブプライム・モーゲージ分野のオリジネーション市場は、1994年に約400億ドルの規模であったが、1999年には1,600億ドルへと急激に拡大している。フレディマックによるサブプライム・モーゲージ貸付の買取り額は、2000年には186億ドルと1999年の135億ドルから大幅に増加した。ファニーメイはデータを公表していないが、サブプライム・モーゲージ貸付のオリジネーション市場で20%超の市場シェアを有していること⁷を考えると、フレディマックを上回る買取りを行ってものとみられる。

第二に、モーゲージに関する金融ITの導入にも積極的である。前述のように、ファニーメイはLTV比率や外部評点に基づいてかなり客観的な審査基準と引受ガイダンスを有しているが、1995年には、自動引受システム（AUS）「Desktop Underwriter」を導入し、シング

⁷ Peter.J.Wallison and Bert Ely 'Nationalizing Mortgage Risk-The Growth of Fannie Mae and Freddie Mac', The AEI Press 2000.

ルファミリー・モーゲージ貸付の買取り手続きを大幅に自動化した。現在、シングルファミリー・モーゲージの約 60%が同システムによって審査・買取りが決定されているという。フレディマックも AUS を改良した「LoanProspector」を導入している。自社の IT 化だけではなく、サービサー会社のために信用リスクと担保価値を評定するソフトウェア「RiskProfiler」（ファニーメイ）や「EarlyIndicator」（フレディマック）が提供されている。

第三に、両社は、MBS への投資も積極化させている。ファニーメイは、2000 年、1,260 億ドルの MBS を購入、フレディマックも 920 億ドルを購入している。投資対象の MBS はほとんどがジニーメイ債であり、民間 MBS はファニーメイが 210 億ドル、フレディマックが 330 億ドルであった。

もっとも、GSE による MBS 投資に対しては、「政府の暗黙の保証」を背景に低利調達ができることを利用して利鞘を稼ぐという、本業から外れた業務を行っているのではないかという批判も現われている。これに対してファニーメイは、「ファニーメイが MBS 投資を積極化すれば、MBS への需要が高まり、価格（スプレッド）が低下し、結果として MBS の利回りが低下する。MBS 市場における利回りの低下は、モーゲージ貸付の買取りレートの引き下げにつながる。従って、ファニーメイによる MBS 投資は、結果的に、借り手のモーゲージ貸付金利の低下につながる」⁸と反論している。

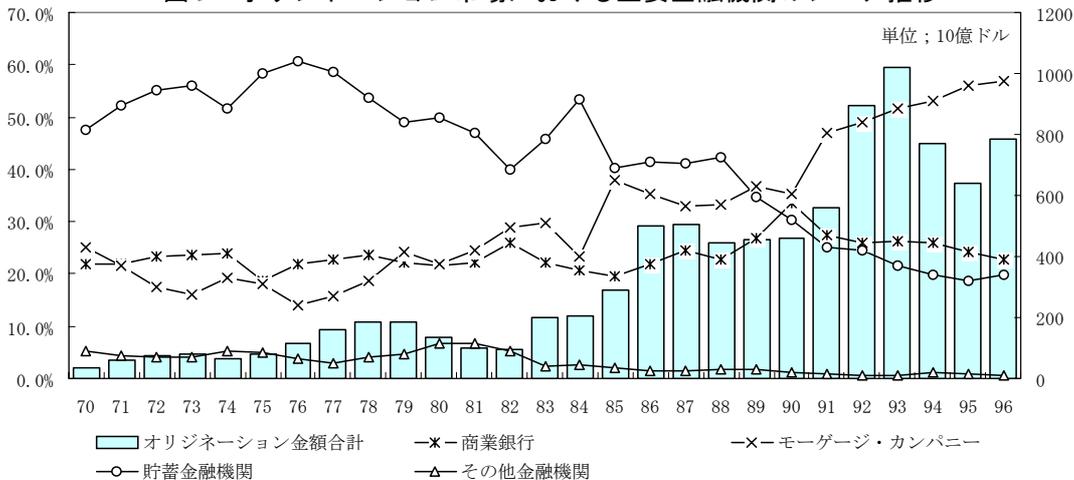
4. GSE の役割変化が市場に与えた影響

1) モーゲージ保有構造の変化

GSE の役割変化は、結果として、モーゲージの保有構造に大きな影響を与えた。図 9 は、モーゲージ貸付の大半を占めるシングルファミリー・モーゲージについて、オリジネーション市場における主要金融機関の市場シェア推移を示したものである。1977 年に 60.6%あった貯蓄金融機関のシェアが 1995 年には 18.6%にまで低下する一方、モーゲージ・カンパニーのシェアが 1976 年の 13.9%から 1996 年には 56.8%にまで上昇し、オリジネーション市場における主役が完全に交代したことがわかる。

⁸ ファニーメイ資料 “The Facts of Fannie Mae and the Mortgage Market”（2000 年）。ファニーメイのこうした主張を支持する調査もある。

図9 オリジネーション市場における主要金融機関のシェア推移



(出所) HUD 資料より野村総合研究所作成

ところが、モーゲージ・カンパニーは、オリジネーション市場における最大の貸付主体でありながら、モーゲージの最終保有者としてはわずかなシェアしか占めていない（前掲図2）。つまり、モーゲージ・カンパニーは、セカンダリー市場における最大の売却主体としても活動しているのである。

もともと、モーゲージ・カンパニーは FHA・VA ローンや政府保証付きモーゲージ貸付の分野で圧倒的なシェアを占めてきた。1970年時点でその市場シェアは70%を超え、1980年には80%を超えるに至っていた。しかし、コンベンショナル・モーゲージの分野では、モーゲージ・カンパニーは1970年当時1.8%のシェアしか有していなかったのである。しかし、1970年以降、GSEがコンベンショナル・モーゲージの買い取りを開始したことで、モーゲージ・カンパニーのコンベンショナル・モーゲージにおける市場シェアは1981年には10.7%にまで上昇したのである⁹

一方、前掲図2に示したABS Issuer、すなわち民間の特別目的会社など証券化商品の発行主体（以下民間コンデュイットとする）もシェアを上昇させている。

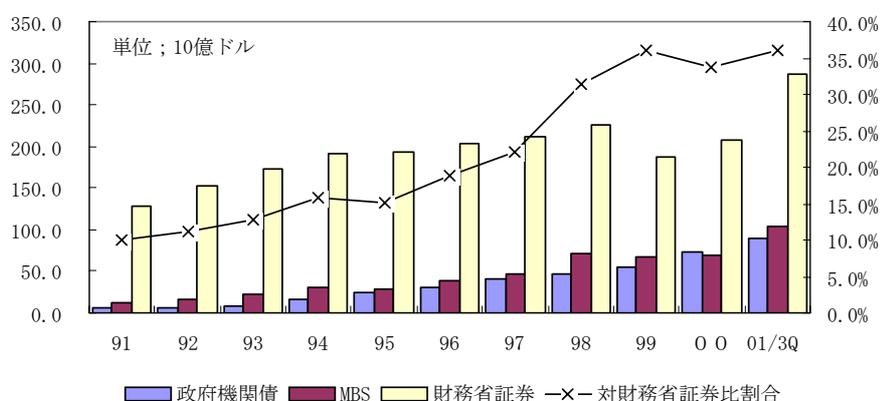
最初の民間コンデュイットは、1982年にノーウェスト銀行の関連子会社として設立されたRFC社（Residential Funding Corporation）であった。同社は、1990年、ゼネラル・モーターズの子会社であるGMACによって買収されることになるが、その後GMAC-RFCとしてGMACグループの一翼を担い、オリジネーション業務、MBSや商業不動産モーゲージ証券（CMBS）の証券化業務、サービシング業務等広範な業務を行う主体として成長を遂げている。その後1990年代半ばまでには、CMBS（商業用不動産）市場を中心に多くの民間コンデュイットが設立されていった。

⁹ 松井和男『セキュリタイゼーション』日本経済新聞社、Survey of Current Business、1982年2月号。

2) 強まった資本市場との連動性

影響の第二は、GSE が MBS 発行を積極化させた結果、MBS 市場が拡大し、結果として住宅金融市場と資本市場の連動性が強まったことである。図 10 は MBS の流通市場における MBS と財務省証券等の 1 日の取引量を比較したものであるが、1991 年時点で対財務省証券比 10.1%であった MBS は 2001 年第 3 四半期には 36.1%にまで上昇し、MBS の流動性がかなり高まっていることがわかる。

図 10 MBS の流通市場における一日の取引量

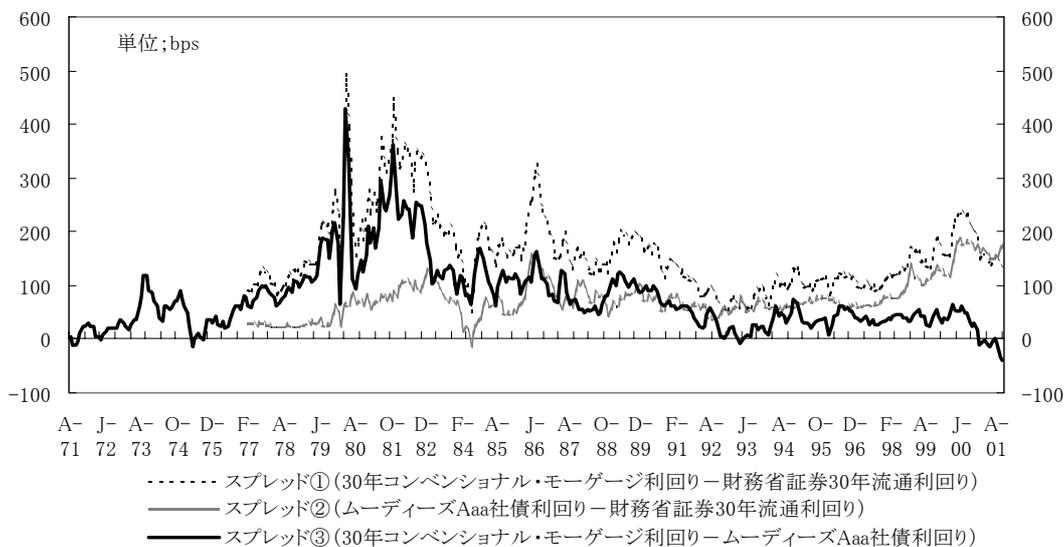


(出所) Bond Market Association 資料より野村総合研究所作成

もっとも、MBS のスプレッドはかなり変動する。図 11 が示すように、コンベンショナル・モーゲージ利回りと財務省証券利回りのスプレッド (①) は、ムーディーズ Aaa 社債利回りと財務省証券利回りとのスプレッド (②) に比べ、変動幅が大きい。これは、MBS の原資産たるモーゲージ貸付が期限前償還リスクに晒されているからである。金利低下局面では、期限前償還が進み、MBS のデュレーションが短期化し、その結果、利回りが上昇してしまうのである¹⁰。

¹⁰ “The Handbook of Mortgage-Backed Securities” F.Fabozzi

図 11 MBS のスプレッドの推移



(出所) FRB 資料より野村総合研究所作成

こうした MBS の変動性を考慮しつつ、資本市場のなかで企業の信用力を比較的適切に反映するムーディーズ Aaa 社債利回りとの比較で示したのがスプレッド③である。確かに、1970年代は 0~100bps の間で乱高下し、1980年代には総じて 100bps 以上で激しく変動していた。ところが、1990年代に入るとスプレッドは 100bps 以下で比較的安定して推移するようになっている。

金融当局による調査研究では、1990年代にスプレッド③が比較的狭いレンジで変動していることについて、間接金融市場に依存していた従来の住宅金融市場が、証券化等を通じて資本市場と連動性を強めたひとつの結果ではないかとの見解が示されている¹¹。

3) 証券化がもたらす消費者利益拡大の可能性

第三の影響は、消費者利益が拡大したことである。図 12 は、コンベンショナル・モーゲージに係わる手数料、費用の推移を示したものである。住宅ローンの借りに際して必要となるコストが、1980年代後半以降、大幅に低下してきた様子がわかる。

この背景としては、モーゲージ・カンパニー業界を中心にした激しい競争¹²、モーゲージ分野における金融 IT の進展も指摘できる。しかし、GSE が主張する MBS 投資を通じたモーゲージ貸付金利の低下という点も無視できないだろう。

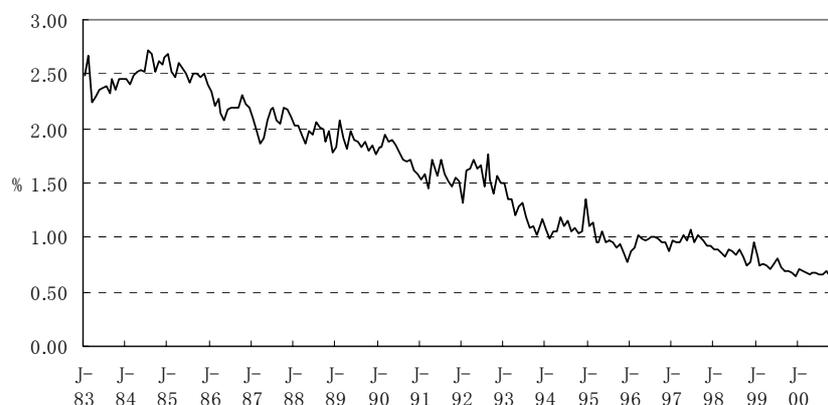
¹¹例えば、“Monetary Policy Transmission to Residential Investment” J.McCarthy & R.Peach, ”Securitization and the efficacy of monetary policy” A.Estrella, Federal Reserve Bank of New York 等。

¹² モーゲージ・カンパニー業界は、現在、上位 10 社でオリジネーション市場とサービシング市場の 4 割を占める状態となっており、相次ぐ再編の結果、大手商業銀行系モーゲージ・カンパニーが強い影響力を有している。

もつとも、GSE の在り方を巡る論議のなかでは、GSE による消費者への利益還元が十分になされていないとの批判がなされており、最近、GSE がこうした批判をかわすのに躍起になっている側面も見受けられるだけに¹³、消費者への利益が本当に増大しているのかについては十分な分析が必要ではある。

とはいえ、米国住宅金融の多くの部分が MBS 市場という資本市場を通じてファイナンスされ、その MBS のスプレッドが低位安定してきたという事実を踏まえる限り、住宅金融市場に証券化が導入されたことが、結果的に消費者利益拡大に少なからぬ影響を与えたと言えるのではなかろうか。

図 12 コンベンショナル・モーゲージにかかる借り手の費用と手数料の逡減



(出所) Federal Housing Finance Board 資料より野村総合研究所作成

5. おわりに

米国の住宅金融市場では、半ば公的機関である GSE が大きな役割を果たしてきた。その点で、米国の事情は、住宅金融公庫という公的機関が住宅金融市場において重要な役割を担っているわが国にとっても、大いに参考となるものだと言えよう。本レポートで述べたように、米国の GSE は、住宅ローン債権の単純な買い取り機関から MBS という証券化商品の発行・投資の主体へと変貌を遂げることで、住宅金融市場において果たす役割を強化し、ひいては米国民の住宅取得を促進する役割を果たすことが出来た。こうした GSE の軌跡は、住宅金融改革が始まりつつあるわが国にとっても示唆に富むところであろう。

(飯村 慎一)

¹³ 例えば、”Freddie Mac and Fannie Mae: Their Funding and Advantage and Benefits to Consumer”. J.E.Pearce & J.C.Miller III (Jan.9.2001)は、GSE は民間金融機関に比べて毎年 23 億ドル～70 億ドルは低コストに資金調達が可能となっているが、消費者に対し毎年 84 億ドル～235 億ドルの利益を還元していると推計している。