

混迷を深める米国 GSE 改革

小島 俊郎

■ 要 約 ■

1. 2011年2月11日の「アメリカの金融市場改革に係る連邦議会への報告書」では、ファニーメイとフレディマックの両 GSE の段階的縮小・廃止（Wind-Down）を明言したうえで、今後の政府のモーゲージ市場における保険機能の範囲を異にする三つの選択肢を示した。
2. この報告書を受け、上・下院でそれぞれ法案が提出されている。上・下院案とも GSE を廃止するという点では同じ方向を向いているが、下院案が政府の関与を否定しているのに対し上院案は従来と範囲は異なるが引き続き政府が関与していくという点で異なっている。オバマ大統領は上院案を支持しているが、上院案では再び税金が投入されるのでは無いかという懸念があり、下院案では住宅取得が困難になるのではないかと懸念があることから両案は対立しており、今のところ歩み寄る気配は見えない。
3. GSE を廃止しようとする動きが進展していく中で、両 GSE の財務状況が大きく変化していった。2014年3月までに累計で政府に支払った配当額は、2,028億ドルとなり、両 GSE に公的資金が注入された金額よりも、154億ドルも上回ることとなった。多額の利益が出て政府がほぼすべての利益を受け取る契約により一般株主は1セントも配当を受け取れず、多くの訴訟が起きている。更に、黒字化により両 GSE を存続させるべきと言う意見が出始めている。
4. 上院案は2014年5月に銀行委員会を通過したが、その後の動きは中間選挙もあり不透明となっている。加えて、両 GSE を存続させるという動きが出てきており、GSE 改革の結論を得るには時間がかかるとみられる。

I はじめに

米国で問題となっている二つの GSE（政府支援企業：Government Sponsored Enterprise）、ファニーメイ（Fannie Mae）とフレディマック（Freddie Mac）の廃止を含む「住宅金融改革及び納税者保護法（Housing Finance Reform and Taxpayer Protection Act of 2014 : S.1217）」の法案が2014年5月15日に米国上院銀行委員会（the Senate Banking Committee）で賛成13票、反対9票で可決された。この法案は、Tim Johnson 上院議員

(民主党) と Mike Crapo 上院議員(共和党)により超党派の法案として提出されたものだが、今後の先行きはかなり不透明となっている。2011年2月11日に米国財務省と住宅都市開発省が議会に対して両 GSE の縮小・廃止 (Wind-Down) を示した「アメリカの金融市場改革に係る連邦議会への報告書」を提出してから3年以上が経過しているが、依然として両 GSE の取り扱いは定まっていない。本稿では、これまでの経緯を俯瞰し、問題点を整理してみたい。

II GSE 廃止の背景

1. GSE とは

GSE は株式会社であるがチャーターと呼ばれる特別な法律により設立され、特定のセクターへの融資・保証等を行う企業のことである。米国議会は 1968 年にファニーメイ¹の、1970 年にフレディマックのチャーターを制定し両 GSE を設立した。GSE は株式会社として株主のために利益の最大化が求められる一方で、法律により特別なミッションが与えられている。両 GSE の場合、一つはモーゲージに流動性を与えることである。具体的には、モーゲージを一次市場の金融機関から買い取りそれをプールして二次市場にモーゲージ担保証券 (Mortgage Backed Securities : MBS) として供給することである。その意味では一次市場と二次市場の仲介者の役割を果たしてきた。このシステムでは一次市場の金融機関がモーゲージを長期間保有せずにキャッシュ化でき、更にそのキャッシュ化した資金で再融資を行うことが可能になるため、資本の効率的運用が可能となっている。また投資家から見れば保証された利回りが確保でき、住宅取得者は低い金利でモーゲージの提供を受けることが可能となった。以前、筆者が米国のモーゲージ市場の調査のため渡米した際、George Washington 大学の Mark Eplli 教授は「米国で信用力が企業に比べて低いはずの個人が、格付けが AAA の企業に対するプライムレートよりも低い金利でモーゲージを借入れることが可能になるのは、モーゲージの二次市場があるからだ。」と語った。

ミッション達成のために両 GSE は米国財務省からの緊急時の借入枠、連邦税及び州税の免除といった優遇措置が与えられている。両 GSE はこうした優遇措置を背景に積極的な事業展開を行いニューヨーク証券取引所に上場を果たし、モーゲージ市場の支配力を強めていった。1980 年代の両 GSE の新規モーゲージ債権の買い取り量は全体の約 7% に過ぎなかったが、2012 年には約 7 割にまで高まっている。残高で見ても最近時では、米国全体で約 10 兆ドルのモーゲージ残高のうち約 5 兆ドルのモーゲージ債権を両 GSE が保証しているか保有している。また、米国ではモーゲージの 8 割以上が MBS として発行されるが、そのうち両 GSE は MBS 発行の約 7 割のシェアを占めている。正に両 GSE がモーゲージ市場の中心的な存在であり、又そのことが後述する GSE 改革を複雑にしている

¹ ファニーメイとしては 1938 年にニューディール政策の一環として設立されているが、その当時は政府機関であり、GSE として誕生したのは 1968 年である。

言えよう。

二つ目のミッションは、両 GSE は 1992 年の「安全及び健全法（Safety and Soundness Act of 1992）」によって低信用力者や低所得者のために住宅取得を容易にすることが求められていることである。そのため両 GSE はこうした信用力の低い者のモーゲージ債権を自らのポートフォリオにある程度取り込む必要があった。例えば 2012 年～2014 年のミッションとして両 GSE は、全買い取り額のうち 23%以上は低所得者のモーゲージを買い取ることが定められている。そのため同法はこうした低信用力の債務者のポートフォリオ増加に伴うリスク量増加に対応するため、総資産の 2.5%、保証 MBS の発行残高及びその他オフバランス債務のそれぞれ 0.45%が最低要求資本（Minimum Capital Requirement）として定められ、その 1.3 倍をコア自己資本として維持することが求められていた。その後 2008 年 3 月にコア自己資本の倍率は 1.2 倍に、ファニーメイについては同年 5 月に資本増強を行ったことから 1.15 倍へと引き下げられた。こうした背景には議会が低所得者に対する融資目標達成を確実にするために行われたと考えられる。

2008 年 6 月頃からサブプライム・ローンに端を発したモーゲージのデフォルトの急増から、投資家の間で両 GSE が過小資本から債務超過になるかもしれないという不安が急速に広がり、株価はゼロに近くなった。低所得者への融資拡大のために行ったコア自己資本倍率の引き下げが、2008 年の金融危機時に両 GSE を危機的状況にもたらした大きな原因のひとつであったと考えられる。

2. 公的管理下に置かれた両 GSE

こうした事態に対処するためブッシュ政権は 2008 年 7 月に「住宅経済復興法（Housing and Economy Recovery Act : HERA）」を成立させ、これまで両 GSE の監督機関であった連邦住宅企業監督局（Office of Federal Housing Enterprise Oversight : OFHEO）に代わり、連邦住宅金融庁（Federal Housing Finance Agency : FHFA）を両 GSE の新しい監督機関として設立した。しかしその後も両 GSE に対する市場の信用不安は解消されず、その年の 9 月に米国政府は両 GSE を公的管理下（conservatorship）に置くことを決定した。

HERA により公的資金を注入し両 GSE が債務超過になることを回避することが可能となったが、その見返りとして普通株の 79.9%に転換できるワラント付の優先株を米国財務省が取得した。当初この優先株には年率 10%の配当が支払われることとなっていたが、2012 年 8 月にほぼ全ての利益金が配当として支払われるよう条件の変更が行われた。こうした背景を経て両 GSE に累計で約 1,875 億ドルの公的資金注入が実施された。

3. GSE 改革の方向性

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

対する「アメリカの金融市場改革に係る連邦議会への報告書」を提出した²。この報告書は、両 GSE の「Too big, Too Fail (大きすぎてつぶせない) 問題」に対処すべく財務長官に住宅金融のあり方に関する報告書を取りまとめるよう、いわゆるドット・フランク法が求めたものである。この報告書で両 GSE の段階的縮小・廃止が明言され、米国住宅金融は民間資本によって支えられるべきとした上で政府の保険機能の範囲を①より限定的な範囲とする、②①に加えて緊急時にも対応できるものにする、③ある程度現行に近いものにする、の三つの選択肢を示した。

この報告書の発表以降、多くの改革案が上下院議員から法案として、また多くの大学や研究所等からは提言として案が示されている。Center for American Progress が 2013 年 7 月時点でまとめた調査³では 26 もの法案を含めた案が公表されており、両 GSE 改革が大きな課題と認識されていることが理解できよう。この調査が公表された 2013 年 7 月時点、上・下院でそれぞれに GSE の改革法案が提出されている。共和党が多数を占める下院では、Garrett Scot 下院議員 (共和党) が両 GSE を 5 年以内に廃止し、政府が住宅金融市場に原則関与しない内容の「米国納税者及び住宅所有者保護法 (Protecting American Taxpayer and Homeowners (PATH) Act)」を提出した。具体的には、新たに非営利の組織として全国住宅市場公益事業体 (National Mortgage Market Utility) を設立し政府の関与しない証券化のプラットフォームを活用しようとするものである。一方上院では、2013 年 6 月に Bob Corker 上院議員 (共和党) と Mark Warner 上院議員 (民主党) 他 5 名が「住宅金融改革及び納税者保護法 (Housing Finance Reform and Taxpayer Protection Act of 2013)」を提出した。この法案も 5 年をかけて両 GSE を廃止するものの、新しく連邦住宅金融保険公社 (Federal Mortgage Insurance Corporation: FMIC) を設立し、市場が著しくダメージを被る場合に、バックストップとして政府が明示的な保証を行おうとするものである。具体的には、初期に発生する 10% までの損失は民間で負うものの、それを超える損失は FMIC が保険でカバーするというものである。上・下院案とも GSE を廃止するという点では同じ方向を向いているが、下院案が政府の関与を否定しているのに対し上院案は従来と範囲は異なるが引き続き政府が関与していくという点で異なっている。Center for American Progress の調査でも市場に任せるべきだとする意見と政府機関等が関与すべきだという意見はほぼ拮抗しており、改革の焦点も政府の関与の有無にあると言えよう。

2013 年 8 月 6 日にオバマ大統領は両 GSE の段階的縮小・廃止を含む米住宅金融市場の改革案を発表した⁴。この提案では、上記議会報告書の方針を踏襲しつつ、民間の役割を拡大し、限定的ではあるが政府の関与を示唆した 4 つの原則を打ち出した。オバマ大統領の案は上院案に近いものと言えよう。

² 詳しくは、関雄太「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」『野村資本市場クォーターリー』2011 年秋号を参照。

³ John Griffin and the CAP Housing Team, "The \$5 Trillion Question: What Should We Do with Fannie Mae and Freddie Mac Comparison of 26 plans to Reform Fannie Mae and Freddie Mac", Center for American Progress, July 2013.

⁴ 報告書の内容は、小林正宏「オバマ大統領の住宅金融市場改革案と上下院法案の行方」『季刊住宅金融』住宅金融支援機構、2013 年秋号が詳しい。

Ⅲ 変化する GSE 改革の方向性

1. 公的資本注入額を上回った政府への配当

GSE を廃止しようとする動きが進展していく中で、両 GSE の財務状況が大きく変化していった。前述のとおり 2008 年から 2011 年にかけて両 GSE は巨額の赤字を計上し、それを補うために公的資金が累計で約 1,875 億ドル注入された。しかし 2011 年から住宅市場は底を打ち回復に転じた。住宅市場の回復と共にモーゲージ債務者の延滞率が改善し始めたことに加え、サブプライム・ローン等のいわゆる質の悪い債権の両 GSE ポートフォリオに占めるシェアが下がったこと等により、信用関連費用が著しく改善したからだ。両 GSE の財務は黒字に転じ、2013 年には過去最高の利益を計上するまでになった。その結果、両 GSE は政府から注入された額に匹敵する額を 2013 年末までに政府に配当として支払っている。2014 年に入っても両 GSE は利益を依然として計上しており、2014 年 3 月に両 GSE 合計で 176 億ドルの配当を政府に支払った。累計で配当額は、2,028 億ドルとなり、注入された金額よりも、154 億ドルも上回っている（図表 1）。FHFA が 2014 年 4 月に発表した試算⁵によれば、住宅価格が緩やかに上昇していくと想定したベース・ラインシナリオでは、2014 年～2015 年にかけて両 GSE 合計で年約 480 億ドルの利益が生じる結果となっており、今後も政府に利益金が配当として入る可能性は高いと見られている。

利益が続いても一般株主は 1 セントも配当を受け取ることは出来ない。前述のとおり、2012 年に政府が取得した優先株に対してほぼ全ての利益金を配当として支払うよう条件変更が行われたためである。また、政府に支払われたのはあくまで配当であって、両 GSE の優先株式が買い戻されたわけでは無い。従ってこれからも両 GSE は公的管理下で事業を行い、利益は政府に配当として支払い続けられることになる。

図表 1 両 GSE の公的注入額及び配当額の推移

		(単位:10億ドル)							
		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	累計
フレディマック	公的資金注入額	-44.6	-6.1	-13.0	-7.6	-0.0	0.0	0.0	-71.3
	支払い配当額	0.2	4.1	5.7	6.5	7.2	47.6	10.4	81.7
	差引	-44.4	-2.0	-7.3	-1.1	7.2	47.6	10.4	10.4
ファニーメイ	公的資金注入額	-15.2	-60.0	-15.0	-25.9	0.0	0.0	0.0	-116.1
	支払い配当額	0.0	2.5	7.7	9.6	11.6	82.5	7.2	121.1
	差引	-15.2	-57.5	-7.3	-16.3	11.6	82.5	7.2	5.0
合計	公的資金注入額	-59.8	-66.1	-28.0	-33.5	-0.0	0.0	0.0	-187.4
	支払い配当額	0.2	6.6	13.4	16.1	18.8	130.1	17.6	202.8
	差引	-59.6	-59.5	-14.6	-17.4	18.8	130.1	17.6	15.4

(注) 1. 2014 年は 3 月末現在。

2. 各年度の四捨五入の結果、累計に誤差が生じている。

(出所) 両 GSE の annual report より野村資本市場研究所作成

⁵ <http://www.fhfa.gov/Media/PublicAffairs/Pages/FHFA-Announces-Results-of-Fannie-Mae-and-Freddie-Mac-Stress-Tests.aspx>

2013年7月、ニューヨークに本社のあるヘッジファンドの Perry Capital LLC が財務省と FHFA を相手に 2012年8月の条件変更が当初の公的支援条件に反するとしてこの条件変更を無効にするようにコロンビア特別区の連邦裁判所に対して提訴した⁶。また、公的管理の終了を求めて FHFA に対しても提訴がなされており、今のところ 10以上の訴訟が提訴されている。これに対し、FHFA の Mel Watt 長官は「株主の公平性を考えることより、納税者にどう責任を取るかが私の責務だ。」と言う趣旨の発言している⁷。

2. 前進したかに見える上院での議論

2014年3月に Tim Johnson 上院議員と Mike Crapo 上院議員は「住宅金融改革及び納税者保護法 (Housing Finance Reform and Taxpayer Protection Act of 2014 : S.1217)」を上院に提出した。大部分は Corker-Warner 法案をベースにしており、Johnson-Crapo 法案でもフannieメイとフレディマックを FMIC という新しい組織に鞍替えし、新システムにおいては MBS に発生する最初の 10%の損失を民間がとり、残りの損失を FMIC が受け持つとしている。両法案の違いは Corker-Warner 法案では FHFA を FMIC に置き換えるとしていたが、Johnson-Crapo 法案では FHFA は FMIC の一部として設置されていることなどがある。

2014年5月15日に上院銀行委員会では、反対9名に対し、7名の共和党議員及び6名の民主党議員の計13名の賛成により承認された。Johnson-Crapo 法案は上院の委員会では承認されたものの、上院本会議での取り扱いは未定である。この法案に反対する議員は共和党にも民主党にもいる模様だ。オバマ大統領は Johnson-Crapo 法案を強く支持しているが、上院の民主党員の中でも同法案に反対する議員がおり、民主党の Harry Reid 上院院内総務は残りの民主党の反対者が賛成に回るまで上院本会議には法案を上げない意向を示している⁸。仮に上院を通過したとしても、下院では共和党が過半を占めており、先行きはかなり暗い。加えて、11月には中間選挙を控えていることも、同法案の審議のペースを遅らせる要因となっている。

3. 払拭されない納税者負担

反対の大きな理由は、新しいシステムは引き続きモーゲージのデフォルトや延滞のリスクを政府が引き受けるため、会社の名前を変えただけに過ぎないと見られていることだ。法案では民間が最初の 10%の損失を担うとはいえ、FMIC は 10%を超える部分をカバーすることになる。再度、2008年の金融危機のような状態が起きた時、政府が再び多額の税金を使用する可能性があることを懸念しているようである。日本証券経済研究所の若園智明氏は「ドット・フランク法に絡めて GSE 改革法案の問題を挙げれば、すべての法案

⁶ <http://jp.wsj.com/news/articles/SB10001424127887324368204578594152669774128>

⁷ <http://blogs.wsj.com/moneybeat/2014/05/16/fhfas-watt-comfortable-with-u-s-sweep-of-fannie-freddie-profits/>

⁸ http://www.washingtonpost.com/business/economy/senate-panel-approves-bill-to-dismantle-fannie-mae-freddie-mac/2014/05/15/33b46f9a-dc60-11e3-8009-71de85b9c527_story.html

が納税者の保護を一番の命題にしている点です。納税者を保護するという前提のもと、ドット・フランク法がそうですけれども、つまりは税金を一切使わないでことを進めるといふ足かせが入っているわけです。」と指摘している⁹。上下院とも法案名の中に納税者保護が謳われていることから、そのことが理解できよう。従って、住宅市場の安定的な運営を図るために FMIC を設立することにより、将来の納税者の負担に繋がるのであれば、法案に賛成できないことになる。また、法案には、FMIC に債券取引の参加者の決定、必要資本の量など巨大な裁量権を与える一方で、全ての適格な債務者に公正な金融サービス及びモーゲージクレジットへの広範なアクセスの可能性を容易にすること、すなわち FMIC の対象として低所得者等も適格と判断されれば当然に含まれることが示されている。こうしたこともかつて両 GSE が低所得者向けの融資拡大でリスクを大きくしたことと同様に FMIC を危機的な状況に導かないか懸念されているようだ。

4. 米国における住宅の位置づけ

一方で、政府の関与が無くなれば住宅取得が困難になるという懸念が、政府関与を限定しても続けるべきだという意見の根拠となっているようだ。住宅取得はアメリカンドリームの象徴的なイベントである。それが故に、政府は両 GSE にミッションを与え、幅広く住宅取得意欲がある者の住宅取得をサポートしてきた。現在の新規モーゲージ市場の両 GSE のシェアは約 7 割と非常に高いものとなっており、仮に両機関に代替するものなくなると、モーゲージ市場で金利が上昇する可能性が示唆されるなど、住宅市場が縮小する可能性がある。住宅市場の需要減少は住宅価格に影響を与える可能性が高い。米国ではホーム・エクイティ・ローン（Home Equity Loan: HEL）と呼ばれる住宅担保の借入れがあり、税制の優遇もあり広く利用されている。米国の家計は、そのままでは眠っている実物資産を HEL でキャッシュ化することによって充実した生活に役立てており、消費を通じて米国経済を支えている。それ故、2008 年の金融危機時の住宅価格下落により HEL の利用が困難になったことが米国の景気回復を遅らせた一因となったとも言われている。すなわち、米国では住宅取得は多くの国民にとって富の蓄積の主要な手段であると同時により豊かな生活実現のために活用出来る資産と言えよう。従って、民間に住宅市場を委ねることによって、住宅価格が減少あるいは安定性を失う可能性があるかと判断した場合、大きな抵抗があると考えられる。

5. 物を言い始めた株主

更に、前述のとおり両 GSE が黒字に転換したことも先行きを不透明にしている。これまで見たように両 GSE の段階的縮小・廃止の方向性は共通した認識であり、両 GSE を廃止した後の住宅金融市場のあり方が中心的な議論であった。しかし、黒字に転換したこと

⁹ <http://www.jsri.or.jp/publish/review/pdf/5405/02a.pdf> 「講演」 Housing GSEs 改革とドッド・フランク法」による。

により両 GSE を存続させるべきという新たな議論が加わったからだ。2013 年 11 月に米国投資会社 Fairholme Capital management の Bruce Berkowitz CEO は両 GSE のモーゲージ担保証券の保証事業の買収を提案した¹⁰。買収とともに 520 億ドルの増資を提案した上で、優先株発行で約 346 億ドルの調達、優先株主への株主配当で少なくとも約 173 億ドルの調達を目指すこととしている。またアクティビスト(行動する投資家)の Bill Ackman 氏が率いる Pershing Square Capital Management が両 GSE の株式を各 10%取得した上で、資本構成の見直しを要求するなど、両 GSE を株式会社として存続させようとする動きが起きている。ただ、政府はこうした動きに反対を示しており、実現する可能性は低いと見られる。

IV 今後の行方

前述の若園氏によると、米国の包括的な金融規制改革法案であるドット・フランク法の膨大な法文のうち、両 GSE に言及しているのは Sec.1074、Sec.1304、Sec.1491 の 3 つにすぎず、ドット・フランク法の成立の動機となった金融危機を考えると、震源地となった住宅市場での主要プレイヤーである両 GSE に対する記述の少なさに違和感を覚えるとしている¹¹。更に、Sec.1074、Sec.1491 では金融危機で露呈した GSE の問題点と重要性を認識し、改革の方向性を提示しているが、一方で法文は選択肢を提示しているに過ぎず、むしろ具体的な改革の明記を避けているようにも見えると言う。こうした背景には、共和党系の議員と民主党系の議員で意見対立を解消することが出来なかったことに加え両党の中でも更に対立する意見があり、同じ問題に対して①GSE の組織改革と、②政策的失敗の反省という次元の異なった処方箋が提示されたからだと分析している。

すなわち、GSE 改革に対して論じる次元が異なることも含めて多くの意見があり、正に「船頭多くして船山を上る」の状態にあると考えられる。

更にここに来て、両 GSE の黒字化により両 GSE を存続させようという動きがでたこともあり、GSE 改革の結論を得るまでにはまだまだ時間がかかるとみられる。

¹⁰ <http://jp.reuters.com/article/businessNews/idJPTYE9AD04R20131114>

¹¹ 若園智明「米国における GSEs 改革についての一考察」日本証券経済研究所、2014 年 2 月 22 日