

ファニーメイとフレディマックの2013年第3四半期決算と公的資金の現況

住宅金融支援機構 調査部 主席研究員（海外市場担当） 小林正宏

要旨

- 2013年11月7日、ファニーメイとフレディマックが2013年第3四半期の決算を発表した。
- ファニーメイは87億ドル、フレディマックは65億ドルの黒字で、フレディマックは今期に繰延税金資産に係る評価性引当金を取り崩す決定をしたため、米財務省への配当として、ファニーメイが86億ドル、フレディマックは304億ドルを2013年12月末までに支払うことになった。
- 今回の配当支払いにより、米財務省への配当支払い額の累計はファニーメイが1,139億ドル、フレディマックが713億ドルとなり、これまでの公的資金注入額（ファニーメイ1,161億ドル、フレディマック713億ドル）にほぼ並ぶことになる。
- 米財務省への配当の支払いは注入された公的資金の返済とは看做されないものの、納税者負担を理由とする両社の改革案が黒字化によりどう変化するのか、なお予断を許さない。

※本稿の意見にわたる部分については執筆者個人の見解であって、住宅金融支援機構の見解ではありません。

## ファニーメイとフレディマックの2013年第3四半期決算と公的資金の現況

住宅金融支援機構 調査部 主席研究員（海外市場担当） 小林正宏



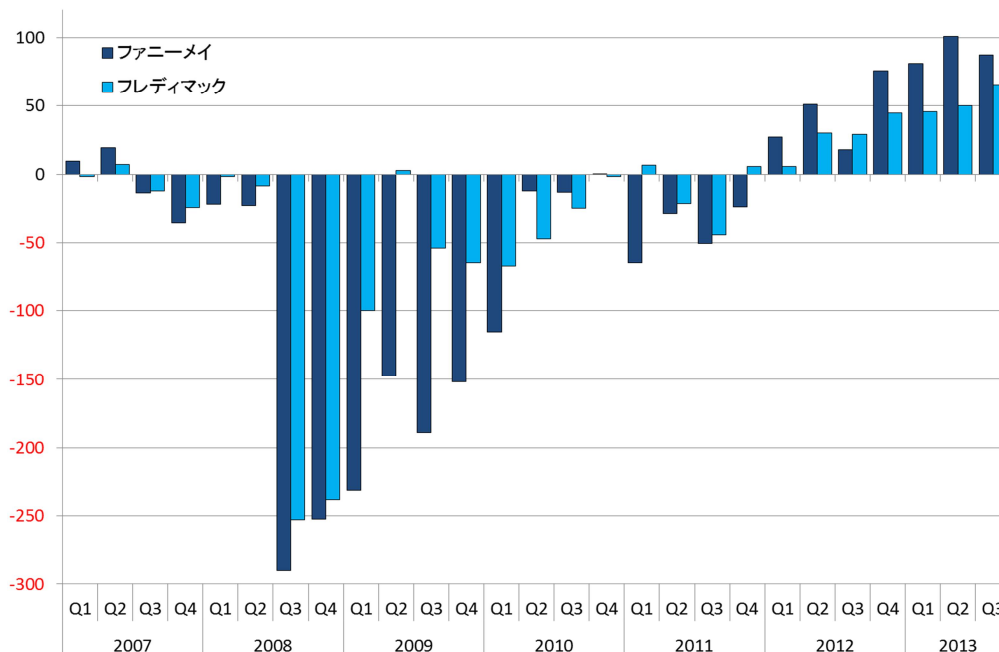
1988年東京大学法学部卒業、住宅金融公庫入庫。海外経済協力基金(OECF)マニラ事務所駐在員、国際協力銀行(JBIC)副参事役、ファニーメイ特別研修派遣等を経て、2011年4月より現職。著書に『通貨の品格 円高・円安を超えて』(中央公論新社、2012年)、『通貨で読み解く世界経済 ドル、ユーロ、人民元、そして円』(中央公論新社、2010年、共著)等がある。

2011年4月より中央大学経済研究所客員研究員。2012年2月より、アジア太平洋住宅金融連合(APUHF) Advisory Board Member。2012年度日本不動産学会賞(論説賞)受賞。

### 1. ファニーメイとフレディマックの2013年第3四半期決算

2013年11月7日、ファニーメイとフレディマックが2013年第3四半期の決算を発表した。税引前利益はファニーメイが87億ドル、フレディマックが65億ドルの黒字となり、ファニーメイが7四半期連続、フレディマックは8四半期連続の黒字となった【図表1】。

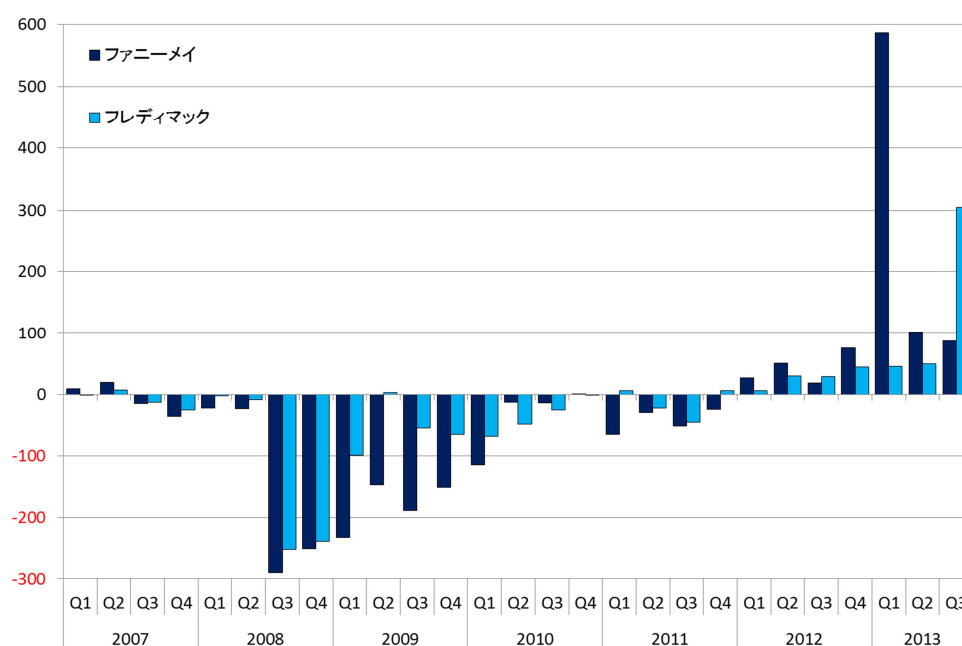
図表1 両社の税引前利益の推移（単位：億ドル）



(資料) 両社決算資料より

フレディマックは今期に繰延税金資産（Deferred Tax Assets）に係る評価性引当金（Valuation Allowance）を 239 億ドル取り崩す決定をした。ファニーメイは同引当金を 2013 年第 1 四半期に 506 億ドル取り崩していたが、フレディマックは収益の将来見通しをより慎重に判断していた。しかし、収益が安定したと判断した結果、今期、取り崩し、当期純利益（Net Income）は 305 億ドルとなった【図表 2】

図表 2 両社の当期純利益の推移（単位：億ドル）



（資料）両社決算資料より

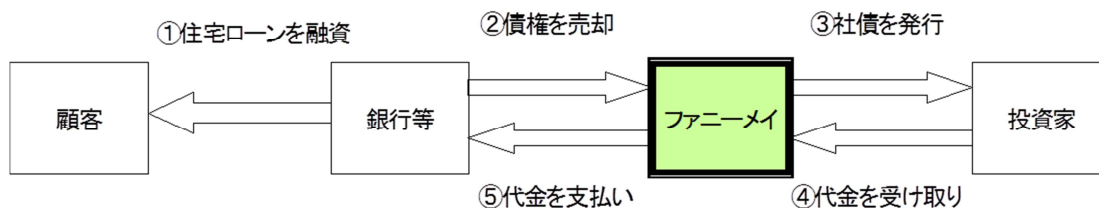
## 2. 収益改善の背景

ファニーメイとフレディマックのビジネスモデルは基本的に同じである。類似の機関が 2 つあるのは、競争を通じてより低利の住宅ローンを提供させようとしたことによる。両社は、民間金融機関から住宅ローン債権を買い取り、それをそのままバランスシートに保有して社債等で資金調達を行うか、自己信託により MBS に変換して証券化する。ファニーメイの場合、前者をポートフォリオ投資事業と呼び、後者を MBS 信用保証事業と呼んでいる。前者においては、資産と負債の期間構造のミスマッチ（ALM<sup>1</sup>リスク）が生じることから、これをコントロールする高度な金融知識が必要とされる。後者においては、ALM リスクは MBS の投資家に転嫁される。一方、住宅ローン債権が焦げ付いた場合の信用リスクは、両事業において発生しうる。後者においても、民間の証券化とは異なり、MBS の投資家に元利払いを両社が保証しているためである【図表 3】。

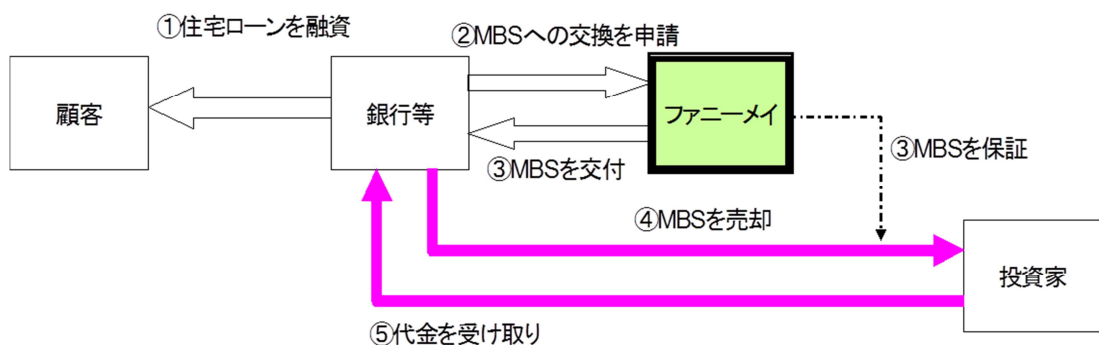
<sup>1</sup> Asset and Liability Management : 「資産と負債の総合管理」などと訳される。

図表3 ファニーメイの事業ラインとリスク配分

【ポートフォリオ投資事業】



【MBS信用保証事業】 ※MBS=住宅ローン担保証券



	ALMリスク	信用リスク
ポートフォリオ投資事業	ファニーメイ	ファニーメイ
MBS信用保証事業	投資家	ファニーメイ

(資料) 筆者作成

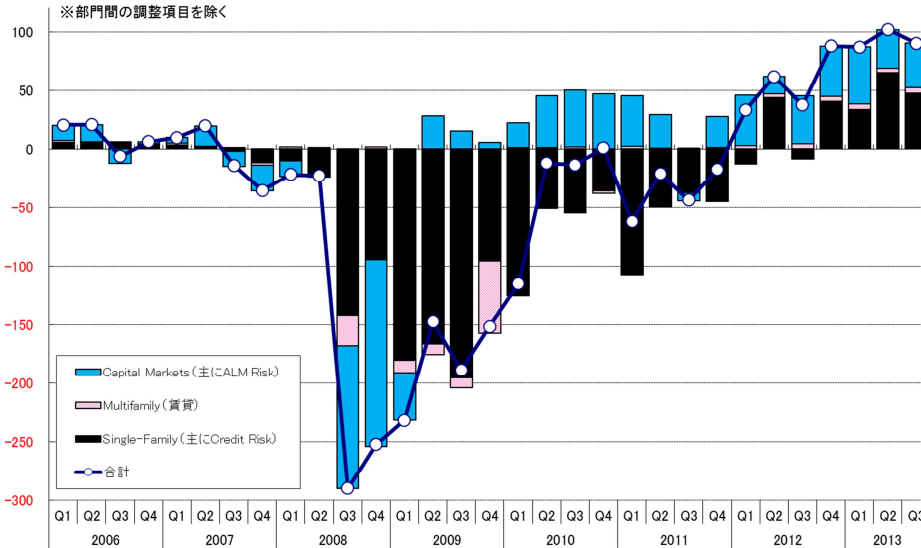
上記の事業ラインは主力の個人向け住宅ローン (Single-Family) に係るものであり、両社とも、賃貸住宅向けの住宅ローン (Multi-Family) についても、買取や証券化を実施している。ファニーメイの場合は、事業部門別の収益を①Single-Family、②Multi-Family、③Capital Markets (資本市場) の3部門に分解して公表している。①は、主に信用リスクを管理し、MBS 信用保証事業にほぼ相当する。②は上記のとおり賃貸部門である。③は主に ALM リスクを管理し、ポートフォリオ投資事業にほぼ相当する。

ファニーメイの部門別収益の推移を見ると、前期と比較すると今期は Single-Family 部門が若干減少した。貸倒引当金の戻入額が前期よりは減ったのが主な要因である。Capital Markets 部門は安定的に推移している。Multi-Family は事業量が少ないため、収益に与える影響は小さい<sup>2</sup>。Capital Markets 部門は、公的管理下に置かれた 2008 年第3 四半期と翌期に巨額の赤字を計上した<sup>3</sup>が、それ以降はほぼ安定的に黒字を計上している【図表4】。

<sup>2</sup> Multi-Family についても、税効果会計の関係で 60 億ドルを超える損失を計上したことがあるが、通常、各期の収益が絶対値で 10 億ドルを超えることは稀である。

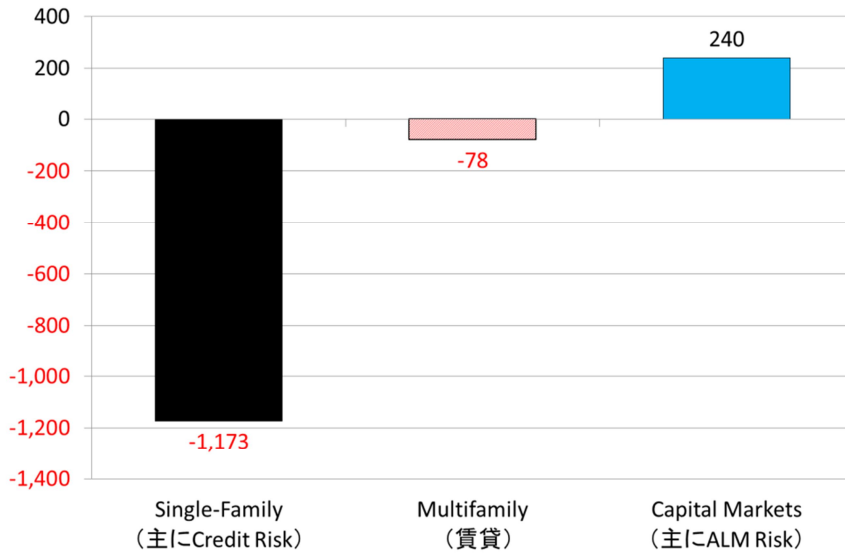
<sup>3</sup> 当時は保有する有価証券の時価評価見直しに加え、急激に政策金利 (Federal Fund 金利) :

図表4 ファニーメイの部門別収益の推移（単位：億ドル）



(資料) ファニーメイ決算資料より

図表5 公的管理以降のファニーメイの部門別収益累計額（単位：億ドル）



(資料) ファニーメイ決算資料より

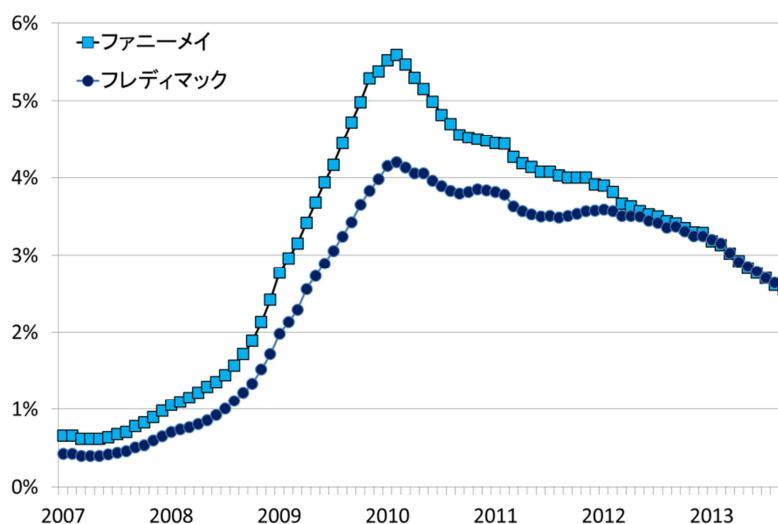
以下「FF 金利」と略）が引き下げられたため、金利ヘッジ目的で保有していた金利スワップ等のデリバティブの評価損が大きく膨らんだ。2008年12月16日にFF金利が0～0.25%レンジの誘導目標水準に設定されて事実上のゼロ金利政策が導入されて以降は、更なる短期金利の低下余地が限定的となったため、そのような評価損も発生し難くなり、ポートフォリオ投資事業の収益のボラティリティー（変動）が低下した。

公的管理下に置かれた 2008 年第 3 四半期から今期までの 5 年間（+ 1 四半期）の部門別収益の累計額を見ると、Single-Family 部門が 1,173 億ドルの赤字に対し、Capital Markets 部門は 240 億ドルの黒字となっている【図表 5】。金融危機前は、両社のポートフォリオ投資事業がシステミックリスクの観点から批判されていたが、実際に住宅バブルが崩壊して両社の経営を傾けたのは住宅ローンの焦げ付きという信用リスクの顕在化であり、ALM リスクの管理の失敗ではなかった。Single-Family 部門の累計赤字額 1,173 億ドルは、米財務省からの公的資金注入額 1,161 億ドルにほぼ見合う水準である。

なお、ポートフォリオ投資事業においては、住宅ローン債権を買い取るのみならず、民間の投資銀行等が組成した証券化商品（いわゆる PLS<sup>4</sup>）も投資家として保有している。PLS の価格下落に伴う評価損は、Capital Markets 部門に計上される。一方、民間金融機関から買い取った住宅ローン債権が焦げ付いた場合の損失は、当該債権を証券化しているか否かに係わらず、Single-Family 部門で計上している。

その Single-Family 部門も足下では 4 四半期連続で黒字となっている。信用関連コストは、デフォルト率（PD：Probability of Default）とデフォルト時損失（LGD：Loss Given Default）に分解できるが、PD に繋がる延滞率は、雇用環境の改善とともに低下してきており、ファニーメイはピーク時（2010 年 2 月：5.59%）の半分以下（2013 年 9 月：2.55%）まで低下している【図表 6】。

図表 6 両社の延滞率の推移



(注) Serious Delinquency Rates の数字（90 日以上延滞 + 差押手続き中）

(資料) 両社月次報告資料より

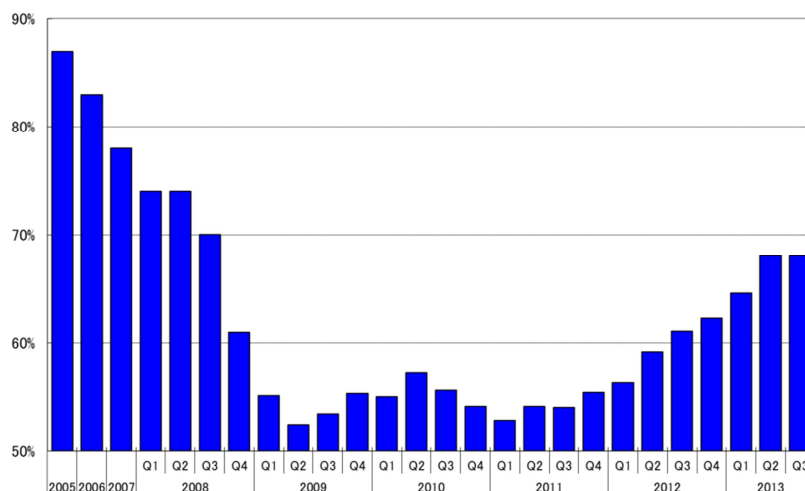
債務者がデフォルトした場合、最終的には担保物件の処分により回収が図られる<sup>5</sup>。ファ

<sup>4</sup> Private Label Securities の略。「海外レポート第 2 号」参照。

<sup>5</sup> 担保物件を処分しても不足が発生した場合は、ニューヨークなど、州法により可能な州に

ニーメいの差押え物件（Real Estate Owned：REO）からの回収率は住宅価格の動きと軌を一にしており、市場の回復に伴い、回収率も上昇してきた。ただし、今期は横ばいとなった【図表7】。

図表7 ファニーメいの差押え物件からの回収率



(資料) ファニーメイ決算資料より

この数年、信用関連コストが膨らんでいたのは、2005年から2008年にかけてのバブル期から公的管理下に入る前までに組成された住宅ローンという「負の遺産(Legacy Assets)」の影響が大きかった。ファニーメイは当時もサブプライムローンを直接的に購入することは極めて限定的で、低所得者向けの住宅ローン供給支援という政策目的達成は、むしろ民間の投資銀行が組成したPLSを購入する経路で行われ<sup>6</sup>、ピーク時の2006年と2007年においてさえ、購入した住宅ローン債権に占めるサブプライムローンの比率は0.7%に過ぎなかった。ただし、ファニーメイの場合、サブプライムローンの購入は限定的であった半面、オルトA<sup>7</sup>と呼ばれる、収入証明等の提出書類に不備のある住宅ローンの比率が高く、2006年には2割を超えていた【図表8】。

日本では収入証明書なしで住宅ローンを貸し出すなど到底想像もできないが、アメリカでは、過去のクレジットカードの支払い履歴等をベースに組成されるクレジットスコアが

---

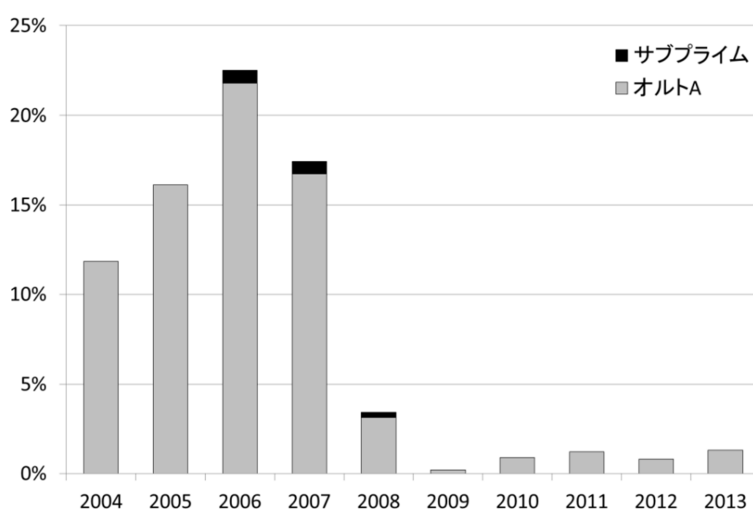
においては、欠損判決(Deficiency Judgment)を取得し、個人の資産に遡及する。カリフォルニア等、一部の州では一定の条件の下、欠損判決が禁止されており、事実上のノンリコースとなっている場合もあるが、全米でノンリコースとなっているわけではなく、遡及可能な州では然るべき手続きを採るよう、当局も指導している。

<sup>6</sup> その後、PLS購入を通じた流動性供給は政策目標の指標にはカウントされないことになった。なお、PLSをより積極的に購入したのはフレディマックであった(海外レポート第2号参照)。

<sup>7</sup> Alternative Aの略。A(プライム)に準じる(代替する)という意味。

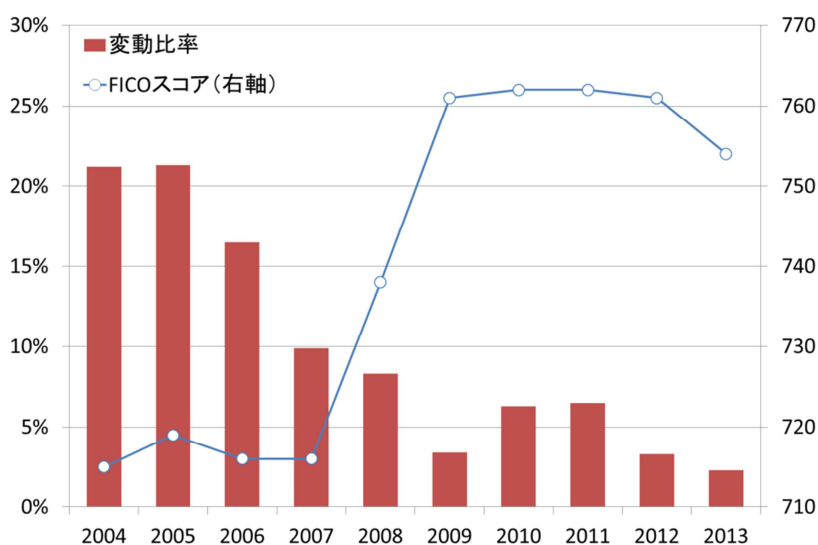
与信審査では広く利用されている。その代表的な指標が FICO スコアであり、一般的に、FICO スコアが 620(ないし 660) 未満はサブプライムと看做される。その FICO スコアは、2007 年までは平均で 710 台であったのが、2009 年以降は 760 を超えるなど、債務者属性が大きく改善している【図表 9】が、710 台という数字も決して悪い数字ではない。当時は民間金融機関の融資審査基準がおしなべて劣化しており、ファニーメイにおいても、政策的な要請もあり、基準を緩和していったのは多くの識者が指摘している。しかし、住宅バブルの崩壊がなければ、ここまでの苦境に立つこともなかったであろう。

図表 8 ファニーメイのサブプライム・オルト A 比率



(資料) ファニーメイ決算資料より

図表 9 ファニーメイの平均 FICO スコアと変動金利利用率

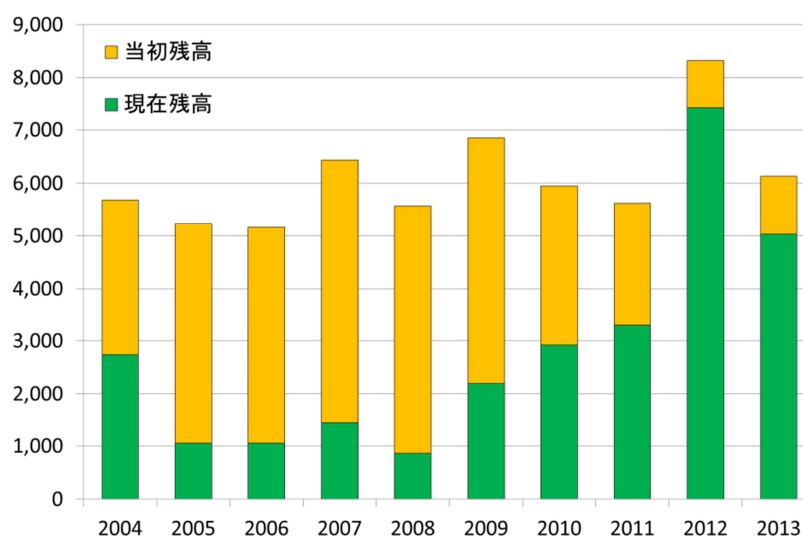


(資料) ファニーメイ決算資料より



そのことは、足下の好決算にまさに反映されていると言える。過去の劣悪な債権の償還が進み<sup>8</sup>、公的管理下で厳しい審査を通った債権の比率が高まるにつれ【図表 10】、信用関連コストが低下し、黒字化してきた。そして、当面は黒字が継続するという見込みから、評価性引当金も取り崩し、前述のようにファニーメイは第1四半期に約 600 億ドル、フレディマックは今期に約 300 億ドルという巨額の当期純利益を計上することとなった。

図表 10 ファニーメイの組成年別住宅ローン債権残高（単位：億ドル）



(資料) ファニーメイ決算資料より

### 3. 米財務省への配当支払いと公的資金

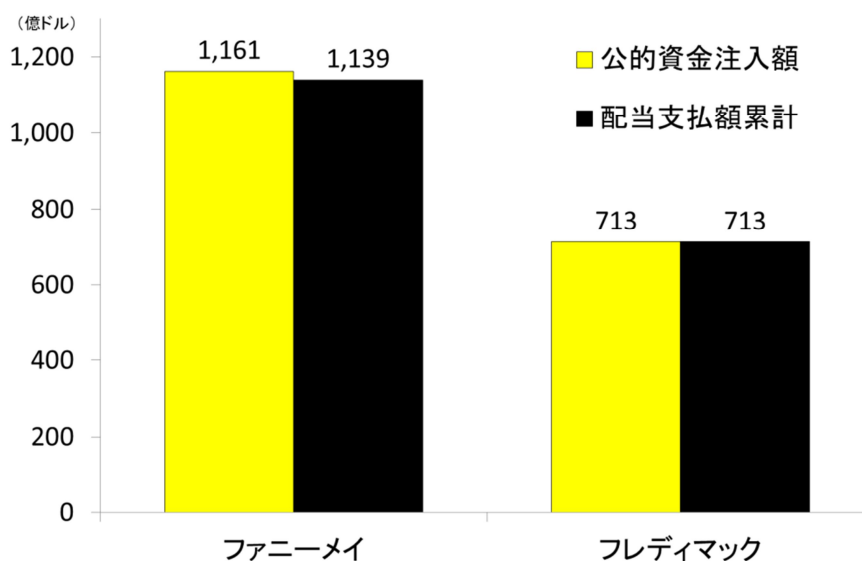
今期の決算を受け、2013年12月末までに、米財務省に対してファニーメイが 86 億ドル、フレディマックは 304 億ドルを配当として支払うことになる。今回の配当支払いにより、米財務省への配当の支払い額の累計はファニーメイが 1,139 億ドル、フレディマックが 713 億ドルとなり、これまでの公的資金注入額（ファニーメイ 1,161 億ドル、フレディマック 713 億ドル）にほぼ並ぶことになった【図表 11】。

2008年9月に公的管理下に置かれた際、同時に米財務省との間でシニア優先株購入契約（Senior Preferred Stock Purchase Agreement : SPSPA）を締結し、米財務省は両社が債務超過に陥ることを回避するために、公的資金を注入できることとなった。同時に、両社は米財務省による公的資金注入のコミットの当初手数料として 10 億ドル相当の清算時優先弁済権（Liquidation Preference）とワラント（普通株の 79.9%に転換する権利）付きの優先株を米財務省に発行しており、この金額を含める場合と含めない場合により、公的資金の累計注入額も異なる（上記の 1,161 億ドルは含めない数字）。

<sup>8</sup> 金利の低下により借換が促進され、返済負担が軽減した効果も大きいと考えられる。

従来は公的資金注入額の残高に対し年率 10%の配当を米財務省に支払う契約となっていたが、2012 年 8 月に SPSPA が改定された際、各期の両社の純資産額から 30 億ドル（2013 年の場合：翌年以降は毎年 6 億ドル縮小）を控除した金額を配当として支払うこととされた。この結果、評価性引当金を含めた巨額の黒字が全て米財務省に配当として支払われることとなった。

図表 11 公的資金注入額と配当支払額の累計



(資料) 両社決算資料より

繰り返しになるが、これらの米財務省への支払いは公的資金注入の見返りとしての配当の支払いであって、公的資金を返済したわけではない。契約上は、公的資金を償還することは事実上不可能となっており、今後、黒字が継続しても、注入された公的資金の残額は現在の水準を維持したまま、米財務省への配当のみが続くという構図となる。

ファニーメイはオバマ大統領が「段階的縮小・廃止」の方針を打ち出した 8 月、ホームページのトップに「配当として納税者に 1,050<sup>9</sup>億ドル払います」と掲示し、今期決算発表後、「配当として（年末までに）1,140 億ドル払います」と打ち出している。これに呼応するかのように、前期は沈黙を守っていたフレディマックも、ホームページの 2 番目に「2009 年以降、(2013 年 12 月分の支払いも含め)713 億ドルを配当として納税者に支払いました」とアップしている。

一部のヘッジファンドは 2012 年 8 月の SPSPA 改定を一方的な不利益変更として訴訟を提起しており、7 月に上程された上院の法案では、両社の事業の一部をスピノフして民間に売却することも可能とするなど、再民営化に向けた動きも散見される。アメリカの有

<sup>9</sup> Billion (10 億ドル) 単位の表示のため、日本語での億ドル表示とは数字が異なる。次の 1,140 億ドルも同じ。フレディマックは小数点第一位まで表示しているので一致している。

カシンクタンク、AEI (American Enterprise Institute) の客員研究員、James K. Glassman 氏 (元国務次官) も、両社を廃止するよりも政府保証をなくして完全民営化して再上場する方がよい、と Bloomberg に寄稿している<sup>10</sup>。2013年11月13日には、Fairholme Capital Management, LLC. というファンドが両社の MBS 信用保証事業を 520 億ドルで買収するという提案も発表した<sup>11</sup>。

一方、両社が黒字を上げているのは連邦政府の庇護にあり低利の資金調達が可能となっている状況が背景にあり、米財務省との SPSPA を解消して自立しようとした途端に調達コストが跳ね上がり、黒字化による上場復帰は絵に描いた餅という厳しい声も聞かれる。財政事情が逼迫している米財務省にすれば、両社からの配当は連邦政府の資金繰りの観点から、軽々に契約変更に応じるとも思われない。

米財務省にすれば、公的資金を注入するために米国債の発行で資金調達をする必要があり、その利払い負担くらいは配当として支払う必要があると主張するのなら合理性がある。しかし、米国債の利回りは 10 年物で 2% 台後半であり、当初契約の 10% はこの理屈では高すぎることになる。また、2008 年 10 月 3 日に成立した緊急経済安定化法 (Emergency Economic Stabilization Act of 2008 : EESA) に基づき銀行に公的資金<sup>12</sup>が注入された際の配当負担は 5% であったこととの均衡も失している。しかし、配当負担を引き下げようと目論む両社の動きに対しては、過去に下院で配当負担引き下げを禁止する法案が提案されている。

今年 8 月 6 日にオバマ大統領が両社の段階的縮小・廃止の方針を打ち出した当時は、住宅ローン金利は上昇してきていたものの、住宅着工や住宅価格の動きはなお底堅いという経済情勢の判断があったと思われる。その後、FOMC (連邦公開市場委員会) の声明でも、住宅ローン金利の更なる上昇が住宅市場の回復を阻害しつつあるという状況認識の変化がある中で、9 月の FOMC では事前に予想された量的緩和第 3 弾 (QE3) の減速 (Tapering) が見送られ、今般の決算発表という流れとなっている。

納税者負担を理由とする両社の改革案が黒字化によりどう変化するのか、なお予断を許さない。

---

<sup>10</sup> <http://www.aei.org/article/economics/dont-kill-frannie-and-freddie/>

AEI は特定の政治的立場は取らないとされているが、比較的保守系であると一般的には評価されている。GSE 問題については、強硬な批判派として知られる Alex J. Pollock 氏も擁しており、その AEI からこのような記事が出たことに驚きを禁じ得ない。

<sup>11</sup> <http://www.fairholmefunds.com/news>

なお、520 億ドルのうち、346 億ドルは既存の優先株 (米財務省のシニア優先株ではない) との交換により、173 億ドルは新規の優先株発行によるとされる。なお、既往の債権・債務は承継せず、人的資源や金融インフラのみを引き取り、ゼロから保険事業を開始する予定のようである。当然ながら、FHFA (連邦住宅金融庁) や米財務省の承諾が前提となるが、政府筋からのコメントは確認されていない。

<sup>12</sup> TARP (Troubled Asset Relief Program) と呼ばれる不良債権買取プログラム。

図表 12 FOMC 声明文における住宅関連のコメントと周辺状況

2013年	FOMC声明文		その他
	住宅市場	住宅ローン金利	
5月1日	the housing sector has <b>strengthened further</b>		
5月7日			フレディマック、Q1決算発表 (46億ドルの黒字)
5月8日			ファニーメイ、Q1決算発表 (587億ドルの黒字)
6月19日	the housing sector has <b>strengthened further</b>		
7月31日	the housing sector has <b>been strengthening</b>	but mortgage rates have risen <b>somewhat</b>	
8月6日			オバマ大統領GSE廃止演説
8月7日			フレディマック、Q2決算発表 (50億ドルの黒字)
8月8日			ファニーメイ、Q2決算発表 (101億ドルの黒字)
9月18日	the housing sector has <b>been strengthening</b>	but mortgage rates have risen <b>further</b>	8月の着工統計発表(年率89.1万戸)
10月1日			連邦政府機関一部閉鎖(～10/16)
10月30日	the recovery in the housing sector <b>slowed somewhat</b> in recent months		
11月7日			両GSE、Q3決算発表(ファニーメイ87億ドル、フレディマック305億ドルの黒字)

(資料) FRB 等より筆者作成

※本稿の意見にわたる部分については執筆者個人の見解であって、住宅金融支援機構の見解ではありません。

<参考文献>

- ・ Fannie Mae, Freddie Mac “Form 10-Q”, November 7, 2013
- ・ James K. Glassman “Don't kill Fannie and Freddie” October 22, 2013, Bloomberg
- ・ Fairholme Capital Management, LLC. “Fairholme Capital Management Announces Proposal for Purchase of Insurance Businesses from Fannie Mae and Freddie Mac”, November 13, 2013
- ・ 小林正宏「オバマ大統領の米住宅金融市場改革案と上下院法案の行方」(「海外レポート」、住宅金融支援機構、2013年9月25日)
- ・ 小林正宏「米国における MBS 関連訴訟アップデート」(「海外レポート第2号」、住宅金融支援機構、2013年10月31日)