



# 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



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

こばやし まさひろ

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。

## 【要旨】

- 1 アメリカのオバマ大統領は、2013年8月6日、アリゾナ州フェニックスで講演し、ファニーメイとフレディマックのGSE（政府支援企業）2社の段階的縮小・廃止を含む米住宅金融米住宅金融市場の改革案を発表した。
- 2 今回の大統領の提案は、2011年2月11日の『アメリカの住宅金融市場改革に係る連邦議会への報告書』（財務省・住宅都市開発省）の方針を踏襲しつつ、1）民間の役割を拡大し、政府の役割を限定する、2）無責任な貸付の損失を納税者に負担させない、3）30年固定住宅ローンは堅持する、4）一次取得者にとって住宅がアフォードダブルであることを堅持する等の原則を打ち出している。
- 3 本提案は、ファニーメイとフレディマック2社の半官半民のGSE（政府支援企業）という組織形態には、利益は株主と経営陣に、損失は納税者というモラルハザードを誘引するインセティブがあり、2008年に実質的に破綻した後に円換算で18兆円を超える公的資金の注入を受けた両社の改革は不可避であるとしている。
- 4 他方、今回の大統領の提案は、今もなお持家取得はアメリカン・ドームの象徴であり、持家取得は多くの中間層にとって長期的な富の蓄積の主要な手段であって、経済発展の基礎であるとして、30年固定に代表される長期の住宅ローンの維持を訴え、MBS投資家の信認を得るための連邦政府のコミットメントや一次取得者へ支援の必要性を強調している。
- 5 現在、アメリカにおいては、連邦議会の上下両院において住宅金融改革法案が審議中であるが、オバマ大統領は今回の演説中において、GSEではない公的機関を設立し、MBSに明示の連邦政府保証を付与するという上院の法案を支持すること示唆しており、今後の審議の動向が注目されることである。

## 1 はじめに

アメリカのオバマ大統領は2013年8月6日、アリゾナ州フェニックスで講演し、ファニーメイとフレディマックの段階的縮小・廃止（wind down）を含む米住宅金融市場の改革案を発表した<sup>\*1</sup>。

米財務省・HUD（Department of Housing and Urban Development：住宅都市開発省）は2011年2

月11日、『アメリカの住宅金融市場改革に係る連邦議会への報告書』と題する「白書（White Paper）」を発表しており<sup>\*2</sup>、両社の段階的縮小・廃止の方針は既定路線となっていた。今回の発表の意義は、大統領として、米財務省・HUDの「白書」を追認したことにある。

また、同白書では、連邦政府の住宅金融市場への関与のあり方を巡って3つの素案を示すにとどま

り、具体的なプランについては連邦議会での審議に委ねる、としていた<sup>※3</sup>が、2013年に入り両社を廃止する法案が上下院双方で提出される中、オバマ大統領は今回の演説で上院案を支持したと解釈できる。

本稿ではオバマ大統領の演説の概要とその背景を解説し、次に白書と上下院の法案との関連を論じ、最後に日本へのインプリケーションを考察する。

## 2 オバマ大統領の演説の概要

オバマ大統領の演説の前日、ホワイトハウスのホームページには、「A Better Bargain for the Middle Class : Housing」と題するFact Sheet<sup>※4</sup>がアップされ、以下の4つの骨子が提示されていた。GSE<sup>※5</sup>改革はこの②に該当する。

- ① A Better Bargain for Responsible, Middle Class Homeowners :
- ② Core Principles for Durable, Fair Housing Finance (GSE) Reform :
- ③ Making Families' Most Important Financial Decision Safe and Simple :
- ④ Confirming Mel Watt Will Provide Certainty and Leadership During This Key Phase :

①では、低金利の恩恵を受けられるよう、借換の促進を強化すると同時に、理由のない融資謝絶をなくするために住宅ローンの規制の明確化を監督機関に指示している。また、移民が2000年から2010年にかけての10年間の新規住宅取得の40%を占めていたことから移民制度の改革や、住宅バブル崩壊で壊滅的

な打撃を受けたコミュニティの再建に向けた基金の造成も訴えている。

②では、今後の改革の指針として、以下の4つの原則を打ち出している。

- 1) 民間の役割を拡大し、政府の役割を限定する。
- 2) 無責任な貸付の損失を納税者に負担させない。
- 3) 安全で単純な30年固定住宅ローンは堅持する。
- 4) 一次取得者にとって住宅がアフォーダブルであることを堅持する。FHA<sup>※6</sup>を強化するとともに、アフォーダブルな賃貸住宅も支持する。

1) においては、住宅ローン新規貸出の80%が政府系となっている現状を民間資本が中核となる住宅金融市場に改め、貸出のリスク・便益とも、納税者ではなく民間資本に帰属させるとしている。

2) においては、暗黙の政府保証に基づき、いい時は巨額の利益を株主と経営陣が享受し、悪くなる時巨額の損失を納税者につけ回したファニーメイとフレディマックのビジネスモデルを終わらせ、責任ある移行措置の後に両社を廃止すると述べている【図表1】。住宅ローンの損失が発生した場合は一義的には民間資本が損失を吸収し、市場が壊滅的な状況になった場合のみ連邦政府の保証が発動される仕組みとするが、連邦政府保証は透明性の観点から明示の保証とするとしている。

3) においては、経済情勢の善し悪しにかかわらず、30年固定に代表される長期の住宅ローンが維持されるよう、MBS<sup>※7</sup>投資家の信認を得るためのコミットメントが必要としている。持家取得は多くの中間層にとって長期的な富の蓄積の主要な手段であ

※1 White House [2013a]

※2 Treasury [2011]

※3 小林 [2011]、住宅金融支援機構調査部 [2013]

※4 White House [2013b]

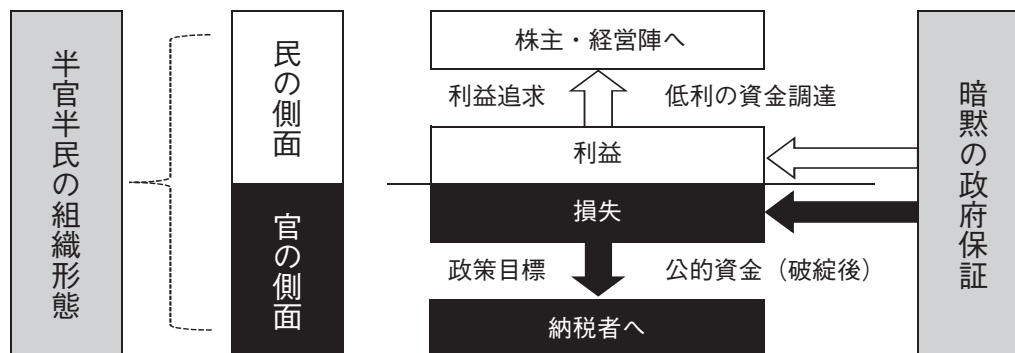
※5 Government Sponsored Enterprise (政府支援企業) : ここではファニーメイとフレディマックのこと。

※6 Federal Housing Administration (連邦住宅庁) : 主に低所得者向けの融資保険業務を実施する連邦政府機関。HUDの一部局。

※7 Mortgage Backed Securities (住宅ローン担保証券)



図表1 GSEのハイブリッドな性質



資料：筆者作成

り、経済発展の基礎であるとしている。

4)においては、改革後においても、一次取得者等に対しては政府が支援を続けると明記している。また、そのような限定的な対象への政府の支援はFHA、VA<sup>※8</sup>等を通じて実施されるとし、それらの機関の強化が打ち出されている。

なお、GSEの機能を縮小するための当面の方策として、1) 投資ポートフォリオの年率15%の削減、2) 住宅ローンの信用リスクを民間に負担させる仕組みの導入（投資家による損失負担や融資保険の活用）、3) FHFA<sup>※9</sup>が主導している証券化の共通プラットフォームの優先的実施、4) 融資限度額の引き下げ等が打ち出されている。これらの措置は法律改正が必要ない事項で、既に実施済みあるいは検討中のものがほとんどである。

③はサブプライム問題で当初2年間だけ低金利でその後に金利が変動するタイプのローン（Hybrid ARM）<sup>※10</sup>で金利変動リスクが顕在化したことの反省として、住宅ローン利用者に住宅ローンの金利変動リスクを十分説明するよう、金融機関への義務を強化するものである。

④はファニーメイとフレディマックの公的管理人（Conservator）であるFHFAの長官ポストが空席となっているところ、新たに長官として指名されたワット氏の上院での承認を促すものである。

### 3 演説の背景

演説の場としてオバマ大統領が選んだアリゾナ州フェニックスは今回の住宅バブルで最も影響を受けた都市の一つである。バブル期の住宅価格の上昇率も、バブル崩壊後の住宅価格下落率も、全米の大都市の中で1、2を競う激しさであった【図表2】。

今回のオバマ大統領の演説は何故このタイミングで発表したのか、やや唐突な印象もあった。筆者の考えでは、以下の4つの理由が考えられる。

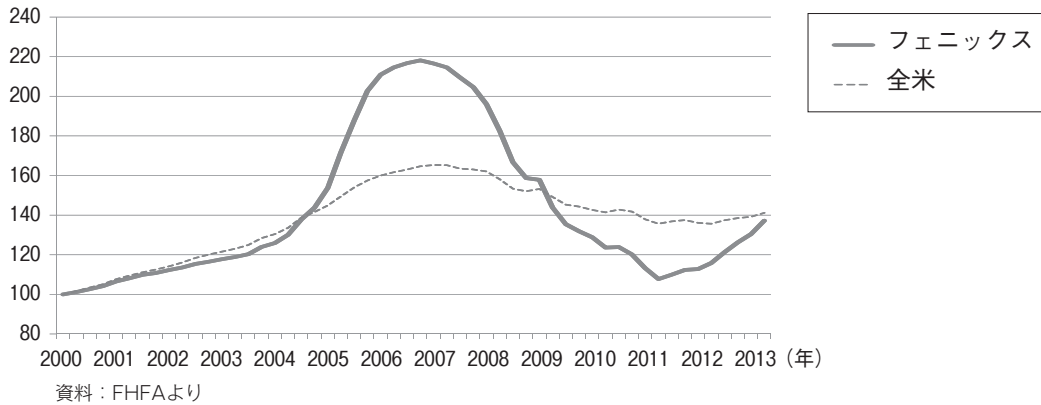
- ① 住宅市場が脆弱な状況ではGSE改革を打ち出すと市場が混乱して回復の芽が摘まれる懸念があったところ、住宅着工戸数や住宅価格指数等の複数の指標が安定的な軌道に乗ったと確信が持てる水準にまで回復したこと<sup>※11</sup>。
- ② ①と関連し、そのような住宅市場の回復が本

※8 Department of Veterans Affairs（退役軍人省）

※9 Federal Housing Finance Agency（連邦住宅金融庁）

※10 Adjustable Rate Mortgage（変動金利型住宅ローン）：Hybrid ARMは日本で言う固定期間選択型住宅ローン。

図表2 フェニックスと全米の住宅価格（2000年第1四半期=100）



格化したのは、オバマ大統領が就任して以降打ち出した政策対応の効果であるとアピールできる一石二鳥の状況となったこと。

- ③ ファニーメイとフレディマックへの公的資金注入額累計がTARP<sup>※12</sup>により公的資金注入を受けた707の銀行への支援額とほぼ同額となっており、放置し続けると共和党に攻撃の隙を与えることになり、来年の中間選挙を睨んで改革の実績をアピールする必要があったと同時に、下院の共和党の動きを牽制しようとしたこと（後述）。
- ④ 両社は公的管理下（Conservatorship）に置かれているものの、株式は2010年に上場廃止となった後も店頭市場で売買されており、それを買ったヘッジファンド等が2012年8月のシニア優先株購入契約変更により「株主の利益を損ねられた」と米政府当局に対して訴訟を相次いで提起する中で、公的管理の正当性をアピールしようとしたこと。

等が考えられる。

④について若干補足すると、公的管理下において、株主の権限は制限されており、配当の支払いも禁止されているが、両社が黒字転換してきたことで、将来的に両社が再上場される可能性もゼロではないのではないか、といった思惑から、店頭市場での両社の株価が2013年春先から急上昇していた。2012年8月の契約変更により、当期純利益のほぼ全額が公的資金注入に対する配当として米財務省に国庫納付される形となり、両社の黒字が株主に還元される道が閉ざされた<sup>※13</sup>。これを一方的な不利益変更としてヘッジファンド等は訴えているわけであるが、最終的には司法の判断に委ねられるとはいえ、③とも関連して、オバマ政権としては、公的管理下に両社を置いて、納税者への負担を軽減してきたことは公共の利益にかなうと主張しようとしたものと考えられる。

※11 その後、量的緩和第3弾（QE3）の拡大ベース減速（Tapering）観測から長期金利が上昇し、住宅ローン金利もそれに連れて上昇したことが住宅市場にマイナスに作用し始めているが、筆者が10月に米国の専門家にヒアリングしたところ、回復基調は崩れていないとの見方がなお多かった（9月のFOMCでQE3が継続すると発表されたことも多少影響している可能性はある）。

※12 Troubled Asset Relief Program。2008年10月に成立したEmergency Economic Stabilization Act（緊急経済安定化法）で提出が授権された7千億ドルの不良債権買取プログラムの一部が銀行への資本注入（Capital Purchase Program）に流用された。

※13 小林 [2013]



## 4 上下院の法案とオバマ案

特別法により設立されたファニーメイとフレディマックを廃止するには、設立準拠法の改正という法律手続きが必要であり、大統領が「廃止」と言っただけでは廃止は実現しない。法律改正を担う連邦議会において、現在、上院は民主党、下院は共和党が多数を占める「ねじれ現象」にある。上下院で違う法案が通過した場合、両院協議会 (Bicameral Committee) で内容を統一し、その上で大統領が署名する必要がある。万一、大統領が拒否権 (Veto) を発動した場合にこれを覆すには、3分の2の多数での承認が必要となる。

元々GSEに批判的な共和党からは、GSEが公的管理下に置かれて以降、両社を廃止するための法案が複数提出されてきたが、いずれも本会議にまで上程されることはなかった。両社がGSEという組織形態

のまま存続することには民主党からも異論があったものの、住宅市場への影響を考慮すると、新しい住宅金融制度への移行には十分な経過措置が必要と「白書」でも謳われていた。

そうした中で、2013年6月25日、ファニーメイ・フレディマックの廃止と後継機関である連邦住宅金融保険公社 (Federal Mortgage Insurance Corporation : FMIC) の設立を柱とする法案 (『住宅金融改革及び納税者保護法 : Housing Finance Reform and Taxpayer Protection Act of 2013』 : S. 1217) が上院に上程された。同法案の提出者 (Sponsors) はBob Corker上院議員 (共和党) とMark Warner上院議員 (民主党) 他5名で、かねてよりオバマ大統領やガイトナー財務長官 (当時) が必要としていた超党派的 (Bipartisan) なイニシアチブである。同法案の骨子は以下のとおりである。

- 1 FMICの長官：大統領任命、上院の承認
- 2 FMICの機能：MBSの保証 (明示の連邦政府保証) と発行体等の監督
- 3 FMICの自己資本比率：5年以内に1.25%、10年以内に2.5%
- 4 保証料の一部：5～10bpを住宅信託基金 (Housing Trust Fund) に充当 (HUDの予算に回す見込み)
- 5 ファニーメイとフレディマックの廃止：
  - ・FMICが機能するまで、賦課金 (Assessment) を支払い、FMICの資本基盤を強化
  - ・FMICが機能を開始すれば、ファニーメイとフレディマックのMBSは米財務省に移管する
  - ・利益が発生した場合は、米財務省→優先株株主→普通株株主の順に還元
  - ・ただし、納税者負担を軽減すると判断された場合は、一部の資産をGoing Concernとして売却することも。
- 6 FHFAの廃止：FHFAを廃止し、職員はFMICに移籍させる

一方、共和党が多数を占める下院からは、共和党単独で『米国納税者及び住宅所有者保護法 (Protecting American Taxpayers and Homeowners Act of 2013) : H.R. 2767』が7月22日に提出された。同法案では、ファニーメイとフレディマックの廃止

を法律の成立から5年と明記し、法案導入者のScott Garrett下院議員がかねてより提唱してきたカバードボンド市場の創設を提案している【図表3】。

2011年2月の米財務省・HUDの「白書」における米住宅金融市場に対する連邦政府関与の範囲の案①

**図表3 GSE廃止に向けた上下院の法案**

	上院法案	下院法案
法案番号	S. 1217	H.R. 2767
名称	Housing Finance Reform and Taxpayer Protection Act of 2013	Protecting American Taxpayers and Homeowners Act of 2013
導入者	Sen Corker, Bob	Rep Garrett, Scott
導入日	2013年6月25日	2013年7月22日
支持者	共和党と民主党	共和党のみ
ファニーメイ・フレディマックの廃止時期	実質的に法律の成立から5年以内	法律の成立から5年以内
後継組織の名称	Federal Mortgage Insurance Corporation	National Mortgage Market Utility
連邦政府保証	あり	なし
その他	ファニーメイ、フレディマックの事業の一部を民間に売却することも可能	カバードボンド市場の創設

資料：連邦議会図書館より筆者作成

～③と、今回提出された上下院法案との関係を見ると、共和党単独で提出された下院法案は案①（連邦政府の関与は極めて限定的）に、両党共同で提出された上院法案は案③（より広範なMBSへの連邦政府保証の付与）に近い。オバマ大統領は、案③と上院法案を支持した、ということになる【図表4】。

上院法案の特徴は、FMICという組織を新設し、市場に壊滅的な損害が発生した場合の連邦再保険（Federal Catastrophic Reinsurance）をバックストップとして用意し、それに明示の連邦政府保証を与えることである。FMICという名称は、預金保険を扱う連邦預金保険公社（Federal Deposit Insurance Corporation：FDIC）のDをIに置き換えた形となっている。大恐慌時の1934年に設立され、米国金融市場の安定に中核的な役割を果たしているFDICと一文字違いの組織名称とすることは、大恐慌後に導入された金融システム改革と同様の大きな制度改革の象徴であることを意味すると解釈することもできよう。

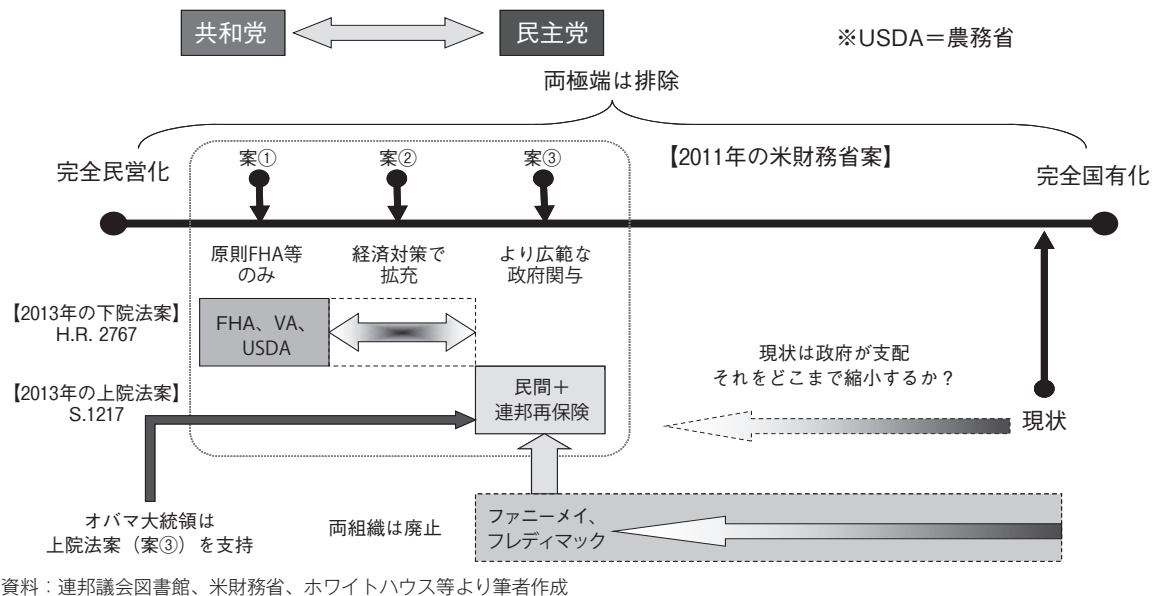
また、上院法案は、株主に対しても「優しい」内容となっている。両社廃止後に最終的に利益が発生した場合は、米財務省→優先株株主→普通株株主の順に還元されるとして、普通株株主にとっても株式の価値がゼロではない可能性を秘めているのみならず、納税者の利益にかなうのであれば、両社の事業の一部をGoing Concernとして売却することも選択肢の一つとして認めている。

これまでの流れを見ると、両社のMBS信用保証事業についてはMBSの共通プラットフォームの作成を促進しており<sup>※14</sup>、これを切り離して売却するとは考え難いことから、ポートフォリオ投資事業を担当する資本市場部門（Capital Markets Group）の売却を想定しているものと考えられる。ポートフォリオ投資事業は年率15%で縮減する方向性が示されているが、2,500億ドルという縮小目標は示されているものの、そこから先は未定であった。本来、ハイリスク・ハイリターンの同事業については、より民間との親和性が高かったと考えれば、ある程度縮小

※14 2013年10月7日、ファニーメイとフレディマックの共同出資によるCommon Securitization Solutions, LLC<sup>SM</sup>がメリーランド州ベセスダに設立された。ワシントンDCのファニーメイ、ヴァージニア州のフレディマックの文化的影響を排除しようと、第三の地を選択したとの声が米国の有識者から聞かれた。



図表4 米住宅金融市場に対する連邦政府の関与の範囲



した段階で民間へ売却というのも自然な流れかもしれない。

なお、FMICが付保する対象はMBSの元利払い保証であり、機能的には現在のジニーメイと同じである。ただし、ジニーメイはFHA・VA等の公的保険・保証のついた主に低所得者向けの住宅ローンを担保としたMBSに対してのみ元利払い保証を行うのに対し、FMICはFHA・VA等の信用補完のないローンも対象とすることから、連邦政府保証の対象となる範囲は拡大する。また、住宅ローン利用者の信用リスクについては、現在はファニーメイやフレディマックが自ら負担しているが、今後は民間が一義的に損失を負担することになるものの、MBSの元利払い保証については、GSEによる「暗黙の (Implicit)」政府保証からFMICによる「明示の (Explicit)」政府保証となる。

組織としてのGSEを廃止するという点では、上下院法案・オバマ案で一致を見るものの、その後の米住宅金融市場のあり方という点では、上院法案・オ

バマ案と下院法案では大きな乖離がある。今後、上院法案を軸に調整が進むものと見られるが、実質的に政府関与が大きく残る上院法案に対して、上院内でもどこまで共和党議員の賛同が確保できるかは不透明であり、なお予断を許さない。

## 5 30年固定ローンと持家取得支援の堅持

オバマ大統領の演説については、ファニーメイとフレディマックが現在の組織形態 (as we know them) のまま存続することは認められず、廃止するという点が大きく報道されているが、演説の全体の中で、より大きな比重を占めているのはむしろ住宅市場全体に対する連邦政府の関与のコミットメントである。納税者の怨嗟の対象となっているGSEという組織については廃止するものの、両社が提供してきた機能の一部は今後も存続し、更に、明確化されたターゲットについては、むしろ支援を強化しよう

としている点は無視すべきではない。

半官半民、あるいは鵠的存在とも揶揄された両社の組織形態については、長らく批判の対象となっており、オバマ大統領が今回「廃止」と言ったのは既定路線とも言える。市場への政府関与の度合いについても、アメリカの住宅ローン新規貸出に占める公民比率を見ると、バブル期の2006年にはサブプライムローンも多かったことから民間が3分の2近くを占めていたが、バブル崩壊後、民間のシェアは急減し、足下では8割以上がファニーメイ、フレディマック等の公的金融が占めている。資本主義社会の総本山とも言えるアメリカにおいて、公的ローンが87%というのはさすがに尋常ではなく、これを引き下げようとするのは正常化への回帰に過ぎない【図表5】。

問題はどこまで官が引くか、という点にあり、オバマ政権は共和党のように極めて範囲を限定することは拒否している。端的にその姿勢が現れているのが30年固定へのこだわりと、一次取得者へのアフ

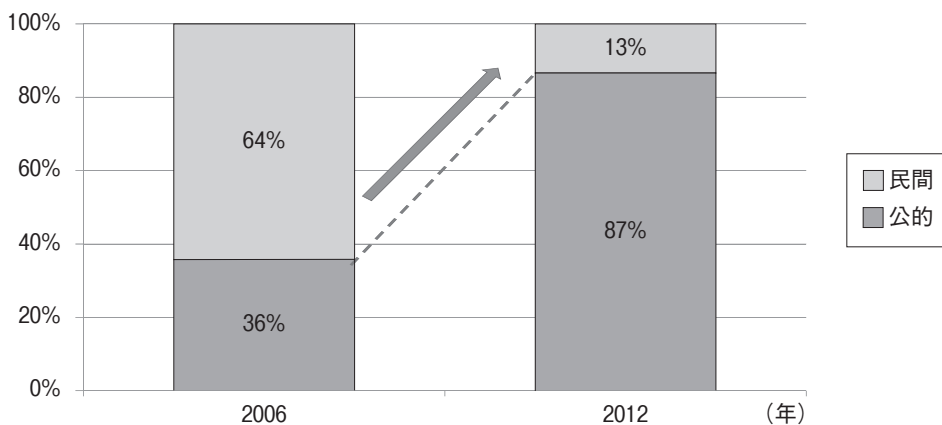
ーダビリティの堅持である。

アメリカの住宅ローンの商品性を金利タイプ別に見ると、バブル期には変動金利タイプのシェアが4割近くに達したが、金利急騰等による返済額の急増（ペイメントショック）<sup>※15</sup>への反省もあり、足下では9割以上が全期間固定金利となっている。その大半は30年固定である【図表6】。

足下での固定金利の利用の増加は、サブプライム問題を踏まえた住宅ローン利用者側の自衛行動という側面もあるが、一方で、ドッド・フランク法<sup>※16</sup>導入後の金融規制強化により、変動金利を提供する場合の顧客説明義務の事務負担を嫌い、金融機関が変動金利型の提供を自粛するようになったという側面もある。後に、顧客説明が不十分だったために、金利が上昇してデフォルトしたと住宅ローン利用者に訴えられるリスクを取りたがらなくなったものである。

オバマ大統領の演説では、住宅取得はなおも「アメリカン・ドリーム」の中核と強調している。そして、自らの祖父の経験も交えながら、アメリカン・

図表5 新規貸出に占める公民比率



資料：Inside Mortgage Finance Publications, Inc. Copyright 2013より

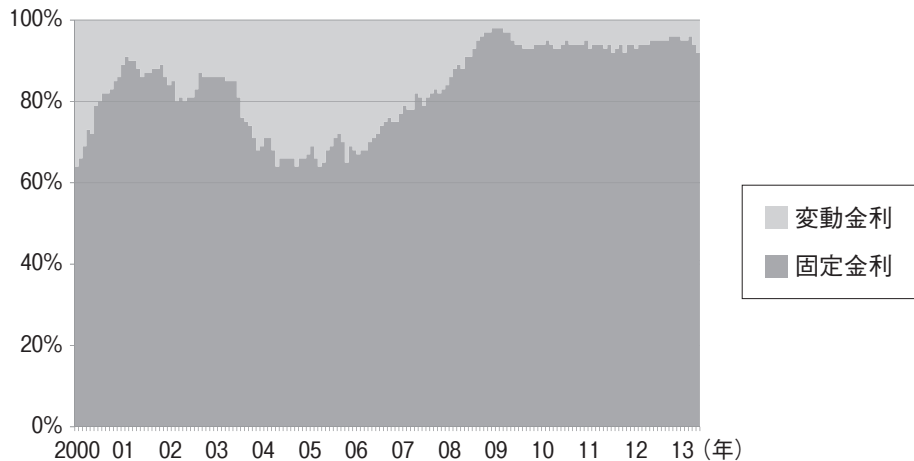
※15 サブプライムローンでは、変動金利タイプの利用が9割近かったが、その中でも、当初2年間の金利を優遇金利（Teaser Rate）で引き下げた2/28（当初2年固定、残り28年変動）の利用が多かった。金利見直し（リセット）時に市場金利が上昇していたことに加え、当初は元本据え置き（Interest Only：IO）との組み合わせも多く、リセット時に元本返済が重なることで、返済額が急増するケースもあった。

※16 2010年ウォール街改革及び消費者保護法（Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010（Pub.L. 111-203）





図表6 住宅ローン金利タイプ別シェア



資料：フレディマックより

ドリームの実現のためには、30年固定のような単純な住宅ローンの存在は不可欠であると強調している。また、住宅は単なる箱ではなく、アメリカ人・アメリカという国家の基礎であり、持家取得を通じた個人の責任・プライドがアメリカを支えるという信念を強く打ち出している<sup>※17</sup>。

ブッシュ大統領のOwnership Society論をはじめとする持家取得促進策が今回のアメリカの住宅バブルを膨張させ、その崩壊により世界金融危機が起こったにもかかわらず、今なお持家取得を「アメリカン・ドリーム」と強調するのには違和感がある向きも多いだろう。バブル崩壊で持家取得がアメリカン「ドリーム（夢）」ではなく「ナイトメア（悪夢）」となった、といった論調も多い。

しかし、アメリカの持家率は、人種別には大きな較差があり、白人と比較すると黒人やヒスパニックの持家率はかなり低い【図表7】。国民の一体感醸生のために持家率向上を完全には放棄できないアメ

リカの事情がある。

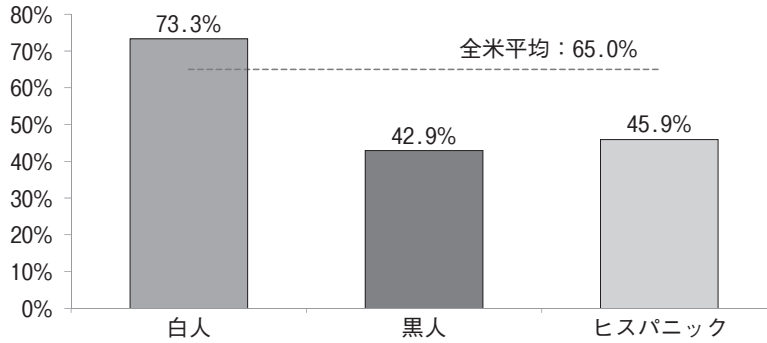
また、アメリカの人口は、2000年から2010年にかけて2,700万人強増加しているが、その半分強はヒスパニックの増加によるものである。ヒスパニックの人口増加率は、年率換算で3.60%と、全米平均の0.92%の4倍近い【図表8】。この階層を取り込むことが選挙戦略上も重要な要素となる。

更に、アメリカの人口動態については、ざっくり言えば（年により多少のブレはあるが）、毎年250万人から300万人増え、そのうち100万人程度が純移民で、残りが自然増となっている。住宅需要の強い移民の比率が3～4割で推移している【図表9】。足下で移民の純増が若干低下していることを懸念する向きもあるが、移民は入国の時点では通常、家を持っていない。彼らにも家を持つ機会を与えるための政策支援を行うことは、移民流入のインセンティブ付与にもつながり、国力の維持に寄与するという考えも根底にある。

※17 例えば、以下のような台詞がある。

Today I've come to Phoenix to talk about the second component, which is the most tangible cornerstone that lies at the heart of the American Dream, at the heart of middle-class life -- and that's the chance to own your own home. (中略) To him (オバマ大統領の祖父), and to generations of Americans before and since, a home was more than just a house. It was a source of pride and a source of security. (中略) We'll make owning a home a symbol of responsibility, not speculation -- a source of security for generations to come, just like it was for my grandparents.

図表7 人種別持家率（2013年第2四半期末）



資料：米商務省より

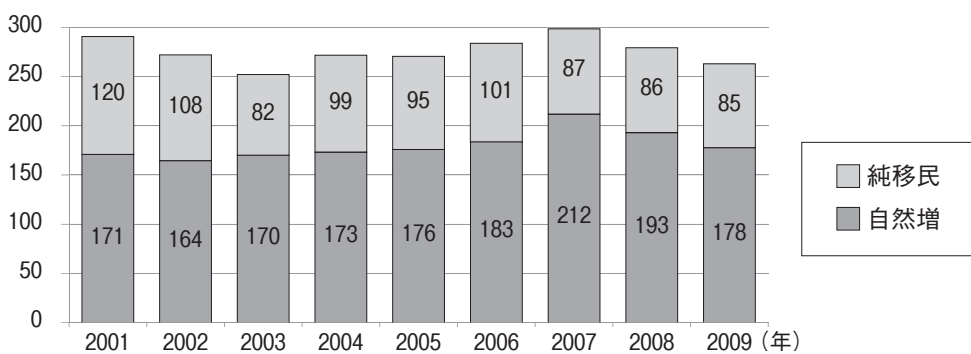
図表8 人種別人口増

(万人)

	2000年7月	2010年7月	差	寄与率	年率換算
総人口	28,216	30,935	2,719		0.92%
白人	19,570	19,738	168	6.2%	0.09%
黒人	3,441	3,801	361	13.3%	1.00%
アジア系	1,047	1,474	427	15.7%	3.48%
ヒスパニック	3,566	5,081	1,515	55.7%	3.60%
その他	592	841	248	9.1%	3.56%

資料：米商務省より

図表9 人口増加数（対前年比、万人）



資料：米商務省より

## 6 日本へのインプリケーション

住宅金融支援機構の主要業務である証券化支援事業（買取型）はファニーメイのMBS信用保証事業をモデルとしている。しかしながら、既に述べてきた

ことから明らかなように、アメリカでファニーメイが廃止になるからといって、日本でも機構を廃止すべきだという論理展開にはならないだろう。

アメリカでは、半官半民のGSEという組織形態により、利益は株主と経営陣に、損失は納税者にと

う利益相反が生じたが、日本では機構は100%政府出資の独立行政法人であり、そのような利益相反はない。かつてファニーメイのトップの報酬は業績に連動したため、時に2,000万ドルを超えるような高額報酬を得るためにリスクの高い投資に手を染めた。一方、機構のトップの報酬は2,000万円に満たず(平成24年度)、そのような利益追求のインセンティブは存在しない【図表10】。また、ファニーメイは1970年、フレディマックは1988年に株式をニューヨーク証券取引所に上場した(2010年に上場廃止)が、株主のみならず、役職員もストックオプションにより株価上昇の恩恵を受けたことから、株価を引き上げるためにリスクを取ってでも利益を追求するインセンティブが働いたとされる。

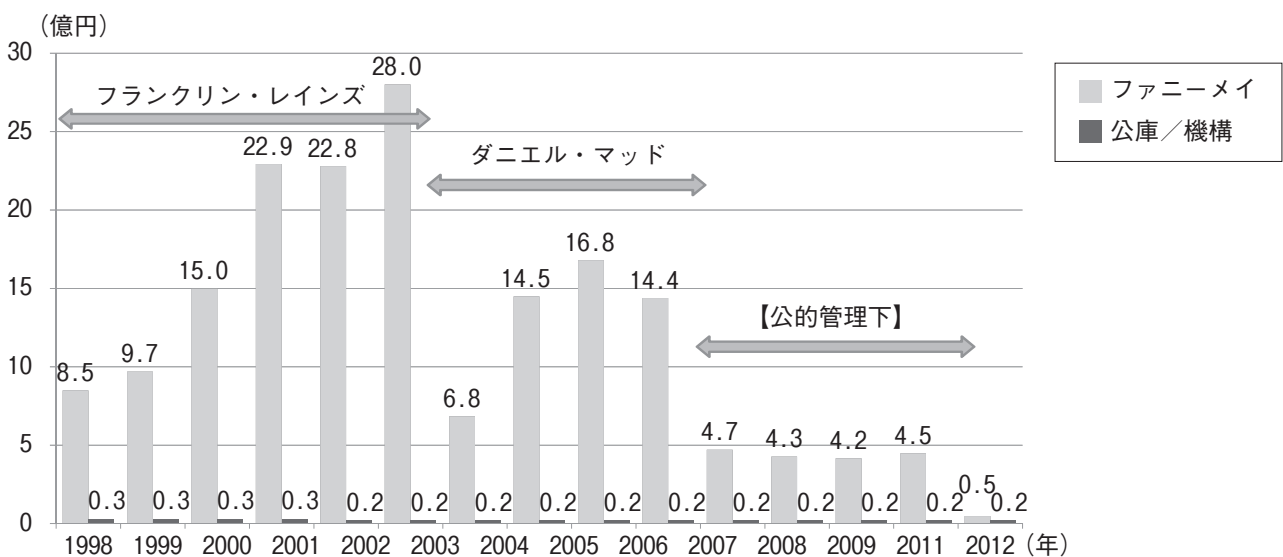
また、アメリカでは、金融危機後、GSEのプレゼンスが非常に大きくなり、足下では住宅ローンの9割近くが政府系のローンとなっているのに対し、日本では機構のシェアは1割から2割であり、アメリカとは市場に対するプレゼンスが全く異なる。

MBS市場においても、発行額の99%超がAgency MBS<sup>\*18</sup>という状況が続いている。一部報道では民間MBSの発行額が増えていると伝えているが、桁が2つ違う世界の話である【図表11】。

更に、ファニーメイ、フレディマックは、2008年に公的管理下に置かれ、2008年以降2011年までに1,895億ドル(約19兆円)の公的資金が投入されたが、機構では、将来的な損失を先延ばしすることなく処理し、自立的経営を確立するため、財投資金の繰上償還を実施し、2011年度(平成23年度)までで補給金を廃止している。

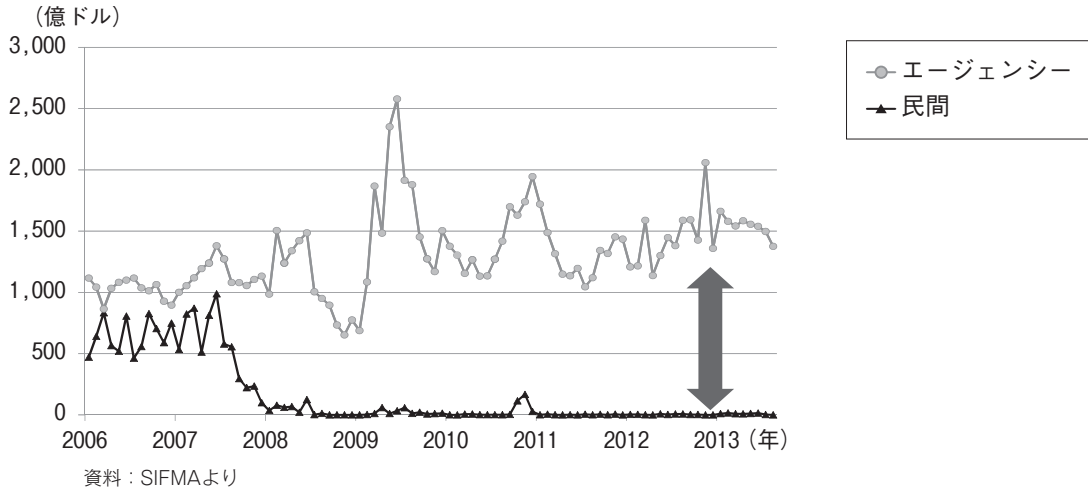
本稿執筆時点において、ファニーメイのホームページのトップには「ファニーメイは納税者に配当として1,050<sup>\*19</sup>億ドルを払いました(Fannie Mae has paid \$105 billion in dividends to taxpayers)」と掲載されている。ファニーメイへの公的資金注入額は1,171億ドルであり、現在のペースで黒字が続けば、2014年の早い時期までには配当として支払った額が公的資金注入額を上回る可能性は十分にある。契約

図表10 ファニーメイと公庫／機構のトップの報酬



注：為替はFRBの各暦年平均データを適用。日本は年度。  
資料：ファニーメイ、OFHEO、FHFA、FRB、住宅金融支援機構より作成

図表11 アメリカのMBS発行額（月次）



上は、あくまで配当であって、公的資金の返済ではないが、世論に対して「納税者負担はない」とアピールできる素地は出来上がることになる。公的管理下に置かれ、ロビー活動は禁止されているにもかかわらず、組織として生き延びようとする生命力を感じさせるあたり、ビジネスモデルは似ているものの、やはり異種の生命体なのだと感じざるをえない。

アメリカは偉大な国であり、今なおアメリカから学ぶことは多い。一方で、アメリカの当局者に対し日本の住宅金融市場改革を説明すると、日本の方が透明性が高く、アメリカも日本の制度を真似すべきだといった声も聞かれる。金融システム全般についても、90年代後半の金融危機を経て日本の破綻処理制度等は欧米よりも既に先進的で、だからこそ今回の金融危機でも耐性を示したと評価する向きも増えている。高齢化社会への対応やデフレへの対処についても、日本が先駆者として世界にモデルを示す絶好の機会にある。「アメリカがこうだから日本もこうすべき」といった単純な議論ではなく、その背景

にある社会情勢や市場構造を踏まえ、日本に最適な制度は何か、自ら考えることが日本の金融力の強化という観点からも求められる。

※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。

〈参考資料〉

- The White House [2013a] “Remarks by the President on Responsible Homeownership” August 6, 2013
- The White House [2013b] “FACT SHEET: A Better Bargain for the Middle Class: Housing”, August 5, 2013
- U.S. Department of the Treasury and U.S. Department of Housing and Urban Development [2011] “Reforming America’s Housing Finance Market A Report to Congress” February 11, 2011
- 住宅金融支援機構調査部 [2013] 『日米欧の住宅市場と住宅金融』（金融財政事情研究会）
- 小林正宏 [2013] 「ファニーメイとフレディマックの統合案～史上最高益の傍ら、当局が検討案を提示～」(『季報住宅金融』2013年度春号)
- 小林正宏 [2011] 「米財務省によるアメリカの住宅金融市場改革案について～ファニーメイの段階的縮小・廃止を提言～」(『季報住宅金融』2011年度春号)

※18 ファニーメイ、フレディマックの両GSEに加え、連邦政府機関であるジニーメイ分を含む。  
 ※19 正確には1,053億ドル。