

# Housing GSEs 改革とドッド・フランク法

若園 智明

## はじめに

日本証券経済研究所の若園でございます。本日はこのような機会をお与えいただき、大変ありがとうございます。

ご案内いただきましたように、「Housing GSEs 改革とドッド・フランク法」を表題として、三月に公表されましたGSE改革案を含めながらお話をさせていただきます。

私はここ数年にわたり、アメリカの金融制度と

か資本市場の制度について分析しております。

特に二〇一〇年の七月に成り立ちましたドッド・フランク法は、アメリカの資本市場を大きく変えようとしている改革法の集まりでございます。現在、ドッド・フランク法の柱となる部分を一つずつ抜き出して、それぞれについて過去にどのような議論がされていたのかということをお読みいただけます。インターネットでも閲覧できますが、その成果は私どもの研究所が出版しております。「証券レビュー」や「証券経済研究」といった雑誌で発表しております。

本日なぜGSEを取り扱ったかという理由ですが、もともと私はアメリカの住宅政策とか住宅金融市場に関しては専門ではございません。その分野に関しては、私よりもっと適任の方、専門にされている方がたくさんいらっしゃいます。では、なぜ今回私がこの分野を研究テーマにしたのかと言えば、GSEの改革が先ほどのドッド・フランク法の中にほとんど含まれていないことが理由になります。というのは、今ご紹介の中にあります。アメリカの金融危機の中核には、いわゆるハウジング・バブルの破裂がございます。このバブルの崩壊にもなつて住宅金融市場がタービュランスを起しました。しかしながら、この住宅金融市場に関連する問題について、本来取り扱うはずであるドッド・フランク法の中で明確に含まれていないことに疑問を持ちまして、門外漢ではありましたが、関連する事項を調べておりま

した。その過程で、これから説明いたします。Housing GSEsの問題にたどり着いたのです。

お手元に文章のみのレジュメをお配りしております。図表はスクリーンに映しながら話を進めさせていただきます(レジュメ及び図表は文末に掲載)。

## 1、Housing GSEとは

### (1) Omnibus Budget Reconciliation Act of 1990 (包括的財政調整法) の定義

まずそもそもGSEとは何かということがございます。GSEは、日本語では政府支援企業とか政府支援法人と訳されております。現在アメリカでGSEに該当するものは七社ございます。これらの内で、本日取り扱うフannieメイとフレディマック、これにFederal Loan BanksやFinancial

Corporation (FICO) を加えた四社を、いわゆる Housing GSEs と呼称しております。さらに、退役軍人関連とか農業関連で合計三社の GSE がございます。

このように GSE はいろいろございまして、ファニーメイとフレディマックはその一部でございまして。本日のテーマは Housing GSEs と表してありますので、本来でしたら四社を含めた分析が必要となるところでございますが、ドッド・フランク法の絡みということでございますので、ここではファニーメイとフレディマックの二社を GSE と呼び、これら二社に絞ってお話を進めさせていただきます。

そもそも Housing GSEs とは何なのでしょいか。図表1の包括的財政調整法は一九九〇年の法律ですが、この中で GSE の定義が行われております。この九〇年の法律は、七四年の議会の予算

とか執行に関する法律を修正し、新たに GSE の定義を加えています。図表1は、この九〇年の法律で示された GSE の定義ですが、レジユメで簡単にまとめております。

この GSE の定義の主なものを紹介すると、まず①として「連邦法による設立」であることです。この設立法を「チャーター」と呼んでいます。つまりは GSE は立法機関である連邦議会によつて設立されるということです。例えば大統領がファニーメイやフレディマックに関して、これを潰したいと言つても、議会の管轄になりますので、議会がチャーターを変えない限り、ファニーメイ、フレディマックを潰すことはできません。大統領は議会に要請することしか出来ないのです。

②の「民間による株式保有」です。ただし後ほど説明をしますが、ファニーメイとフレディマック

クは、現在は政府支援下になっております。ただし、ファニーメイにいたしましても、資本の二割ぐらいは、例えばファンドなどの民間が保有しております。

③で「特定のセクターへの融資・保証等を行なう金融機関」とありますが、ファニーメイとフレディマックに関しては、①で定めておりますチャーターの中で、直接的な貸付は禁止されております。この①、②、③に④を加えたものがGSEの定義としてアメリカの連邦法に含まれているわけです。

## (2) Housing GSEs の履歴

次にレジューメの「Housing GSEs の履歴」に移ります。ここではファニーメイを中心に、GSEの変遷について見ていきたいと思います。ファニーメイが設立されたのは一九三八年ですが、こ

れはニューデールの一環です。

ご存じの方もいらっしゃると思いますが、ニューデールは、第三二代のアメリカ大統領のフランクリン・ルーズベルトが一九三三年から始めた政策でございます。ルーズベルトが大統領に就任して一〇〇日間で通した政策の数というのが今でも語り草になっておりまして、今でも新しい大統領が就任して最初の一〇〇日間で実行した政策を評価することがルーズベルト以来の伝統となっているわけです。

先ほど申し上げたように、ファニーメイの設立は第三二代のアメリカ大統領のルーズベルトが一九三三年から始めたニューデールの一環であります。ただし、一九三八年設立ですから、ニューデールとしては随分遅い政策になります。これは三三年から始めたニューデールでもあまり成果が上がらず、むしろ一九三七年から一九三八年

にかけて失業率が非常に増えたことへの対応でしょう。

この三八年の設立時点では、ファニーメイは National Mortgage Association of Washington と呼称されてきました。その活動の目的は、民間の金融機関への資金の支援、並びにモーゲージのセカンダリー市場の創設ということになります。このようにファニーメイは政府機関として設立され、ガバメント・ボンドを発行して資金を調達して、民間からモーゲージを買い取るということを行っておりました。

当初はファニーメイが購入対象としていたのは、連邦住宅局 (FHA) の保証が入ったモーゲージでした。その後、レジユメにあるように一九四四年にその購入対象を少し拡大し、一九五〇年には、現在の住宅都市開発省 (HUD) の傘下に入っております。この時点ではファニーメイと

いうのは依然として政府機関の一部です。

GSE が大きく変わったのは一九六八年です。

これが一つのターニングポイントの年として挙げられます。一九六八年に二つの法律ができました。これらの法律によって当時のファニーメイの再組織化、並びに民営化を行っております。同時に、ジニーメイという機関をつくっております。

一九六八年はファニーメイが民営化された年であり、この年以降は、これから説明するように、公的な指命を負った民間企業という特殊な性格を持った GSE へと変貌していくのです。

この六八年に設立されたジニーメイは現在でも政府機関の一部です。ジニーメイは何をやっているかといいますと、政府の保証のついたローンをもとに組成された MBS (Mortgage Backed Securities) に対して信用供与を行なっています。現在のジニーメイは、信用保証業務のみ行っている

る政府機関です。ですが、この六八年に設立された時点では、それまでのファニーメイが行っていた業務を二つに分けて、信用保証業務を政府機関であるジニーメイが担当し、このジニーメイが保証したMBSを民営化されたファニーメイが買い取るという形にしておりました。

なぜこのような形態に変えたかといいますと、一言で申し上げますれば政府の負債の削減です。民営化したファニーメイが、民間企業として社債を発行して資金調達を行う。一方で、政府機関であるジニーメイが、MBSに対して保証をつける。それをファニーメイが買い取るという形を行ったのです。それまで政府債務で行なっていた買取りが民間の資金によって行なわれたことにより、政府債務の圧縮が可能となりました。

二〇〇八年にファニーメイ、フレディマックが政府管理下になったときに、アメリカの政府債務

は、自治体を含めて一〇兆ドルぐらいありました。当時ファニーメイとフレディマックが発行していた債務は五・七兆ドルぐらいありましたから、その規模の大きさが良くわかります。昨今、アメリカの政府債務が政治論争となつていますが、一九六八年の時点でも、政府債務の圧縮が随分問題になったわけです。政府機能としての住宅政策を残しながら、政府の債務の圧縮が一九六八年に行われております。

その後一九七〇年には、ファニーメイは民間の発行したMBSの買い取りも可能になりました。そして一九七〇年には、現在ファニーメイと同じような業務を行っています。フレディマックが民間企業として設立されております。フレディマックは、ファニーメイのライバルとして設立されたわけです。

一九八一年から少し様相が変わりました。一九

八一年にファニーメイがMBSを発行することができるようになりました。それまではジニーメイが保証していたMBSをファニーメイが買い取る、もしくは民間から発行していたMBSを買い取るという業務を行っていたのですが、一九八一年からファニーメイが、自身でMBSを発行することが可能になりました。

また、八三年からは、フレディマックが、それまでパス・スルー型という、いわゆるモーゲージをただ集めてMBSにして売却するだけではなく、満期限を変えた少し複雑なMBSという形で、CMOをフレディマックが発行しております。翌八四年には、セカンダリーマーケットの整備を目的とした「Secondary Mortgage Market Enhancement Act」が成立しております。

八一年以降というのは、こうやって見ると、自由化が進められ、民間のモーゲージ市場の活性化

と整備が行われていたことがわかります。八一年からという点、もう既におわかりの方もいらっしゃるかと思いますが、レーガンが大統領として就任した年であります。八一年以降、ロナルド・レーガンのもとで自由化が進められまして、特にMBSを含めた住宅金融関連の市場を整備し、民間資本の活用が進められたわけであります。

レジュメの八四年のところに「州の antifraud 法を回避」と書いております。アメリカでは連邦と州の間の垣根が常に問題になっております。これは合衆国憲法につながる問題ですが、特に金融や資本市場に関して、この連邦政府と州政府との間、つまりは連邦法と州法との間には依然として垣根があります。例えば投資信託を含めて、連邦政府と州政府の間で証券規制の一定のすみ分けを行ったのが、一九九六年の全米証券市場改革法であります。

またデリバティブでしたら、州法を厳格に適用

すると、現在もギャンブルとして取り扱われる取引もあります。今は二〇〇〇年の商品先物現代化法ができて、この問題に一定の整理ができましたけれども、二〇〇〇年の法律が成立するまではデリバティブに関しても、州法と連邦法の間でグレーゾーンが残っていたのです。それと比べると、住宅金融市場のセカンダリーマーケットに関する整備は、一九八四年に州の antifraud 法を回避する目的の連邦法が成立していますので、この分野への手当は随分と早かったということになります。

その後、八六年の法律では、民間の SPV とか SP C と呼ばれています。証券化を行うときに、オフバランスにして証券化を可能とする conduit と呼ばれるものが可能になっております。このように、この時期は自由化が進められて

いたわけです。

一九六八年が一つの転機の年と申し上げましたが、一九九二年というのは二つ目の転機の年になります。Housing and Community Development Act (HCD Act) の二二章の Federal Housing Enterprises Financial Safety and Soundness Act が成立しました。この九二年の法律は GSE 法と呼ばれております。これは何を行ったかといいますと、現在はもう名称が変わった機関ですが、ファニーメイ、フレディマックの監督機関として OFHEO をつくっております。同時に、同法はファニーメイ、フレディマックに低所得層向けのモーゲージの買い取り目標とその遵守を要求しております。括弧書きで「affordable housing goal の遵守」と書いております。所得の三割ぐらいをめぐりにして住宅関連連費を抑えて、それぐらいで保てることができる、もしくは借りられる住宅の整備を進め

るといのが affordable housing goal と呼ばれるものですが、これを九二年の GSE Act によって、ファニーメイとフレディマックに目標として課すことになりました。これは両 GSE によって守られております。

ファニーメイ、フレディマックの年次報告書を見ますと、設定されたゴールとその達成状況というのが必ず出ております。九二年の法律によって、それまで自由化が進められて業務が多様化したファニーメイ、フレディマックでございますが、同時に、住宅政策としての要であります法律として九二年法を作りまして、これら二つの GSE は政府の住宅政策のツールとして果たす役割がより明確になったこととなります。

その後の九四年の Riegle Neal 法は、これは地域再投資法と呼ばれる Community Reinvestment Act の修正を行っております。九四年も重要な年に

なりまして、これによって銀行とか銀行持株会社にスコアが導入され、対象となる銀行や銀行持株会社が合併するとき、このスコアは認可の基準とされました。このスコアの中には、簡単に言ってしまうと、どれぐらいマイノリティー向けの住宅ローンをその銀行が提供しているかということが含まれています。

これがありますから、各銀行は、マイノリティー向けの住宅ローンを増やさざるを得なくなったという指摘があります。これもアメリカでハウジング・バブルが発生した原因の一つではないとも言われています。ただし、FRBなどは地域再投資法とハウジング・バブルとの関係否定していますが、九四年の Riegle Neal 法が行なった地域再投資法の修正は MBS のもととなる住宅ローンの提供のあり方に、少なからず影響を与えたことは事実でしょう。

九七年はFRB等がAAA格とかAA格のMB Sのリスクウエイトを二〇%にしております。もともとGSEが発行しましたMBSは、リスクウエイト二〇%でした。これは八八年のバーゼル規制に準拠するものでございますが、GSEのMBSと同様に、民間のPrivate-LabelのMBSもリスクウエイトが二〇%に定められました。

話がもとに戻りますが、先ほどの九二年のGSE Actというのは、GSEに対して監督機関をつくって、この監督機関がaffordable housing goalを設定した他にも、GSEの最小資本等も決めております。現在のところ、GSEに課せられる最小自己資本というのは二・五%です。そのほかリスクベースの資本等も九二年に設定されており、この数値は民間の金融機関よりも非常に有利な条件が与えられています。九二年のGSE Actの重要性は、GSEに対して、民間企

業としては足枷となる活動目標を課すと同時に、GSEがその目標を達成しやすいように、他の民間金融機関よりも相当有利な資本条件などが定められたことにあります。

その後、九九年には、ファニーがサブプライムローンに進出しております。ただし、ファニーやフレディマックがサブプライムローンを取り扱うことができるようになったのは九五年からです。九五年に、監督官庁のトップのHUDがサブプライムローンの取り扱いを許可しております。ですが、実際に扱い始めたのは九九年だそうです。ただし、これは新聞報道です。

続いて、二〇〇八年には、皆さんご存じのとおり金融的な混乱が起きまして、七月にHousing and Economic Recovery Actによって、ファニーメイ、フレディマックともに政府管理下に置かれています。同法によって、HUDの内部にあった

OFHEOが現在のFHFAに改組されており、民間の金融機関などに資本注入を行った緊急経済安定化法(TARP)の成立が二〇〇八年の一〇月ですから、TARPよりも二カ月ほど早く、ファニーメイとフレディマックは別の法律で政府の管理下に置かれているわけであり、

(3) 設立の根拠法 (the Charter) と使命、業務

ファニーメイとフレディマックの話をもう少し進めます。レジユメでは「設立の根拠法 (the Charter)」のところです。ファニーメイとフレディマックについて、実はこのチャーターの中で定められているのが、モーゲージ市場の流動性と安定性の促進とか、九二年の法律のところで先ほども言いましたけれども、マイノリティなど低所得層の住宅保有への貢献とか、住宅ローン供給機関への資金供給というものであります。

もう少し見ていきますと、「The Charter Actの規定」ですが、①「購入・証券化ローンの基準」は、現在のFHFA、当時のOFHEOが定めております。これは例えば、principal balance limitationで住宅ローン買い取りの上限が決められておりますし、現在はFICOスコア(注、前述のGSEであるFICOとは別法人)などを利用して、その質に対しても規定されています。その他、買い取りのローンが一件当たりどれぐらいかとか、住宅を取得したときにどれぐらいが融資で賄われているかを示すloan to value等、チャーターでGSEの中核的な業務には基準が定められています。

②の「証券発行」ですが、債務及び証券化証券の発行というのは財務長官の承認が必要であると記されています。同時に、財務長官の判断により、財務省はobligation(債務)の一定額を購入

することができません。ファニーメイの場合でしたら、二二・五億ドルが購入の上限です。これは現在も入っております。ファニーメイ、フレディマックには暗黙の政府保証が付与していると言われていましたが、この財務省による債務の購入は、その根拠の一つとされています。日本円で直すと、ファニーメイでしたら二三〇〇億円ぐらいですから、決してそれほど巨額ではないのですけれども、財務省の買い取り額がチャーターに明記されています。

③「SEC登録の除外」もチャーターに入っております。両GSEの設立については、先ほど申し上げましたけれども、ファニーメイは設立してすぐにニューヨーク証券取引所に上場しております。フレディマックは設立から二〇年ほどしてニューヨーク証券取引所に上場しております。どちらも公開会社として活動はしていたのですけれど

ども、チャーターによってSECへの登録は免除されておりました。つまり、SECの管轄には入らないということです。ただし、二〇〇二年の七月に両GSEがボランタリーでの登録をSECと合意して以降は、SECの監督対象となっております。

また、④「地方税の免除」があり、⑤「その他の制約等」では、先ほど申し上げた直接的な貸付の禁止等が入っております。

こうやってチャーターをみると、GSEというのは取引所で取引をされる公開会社でありながら、他の民間会社とは異質であったことが解ります。

両GSEが「掲げる使命」は、ファニーメイとフレディマックは、レジュメの中で挙げているような使命を、ホームページや年次報告書等で挙げています。彼らは民間企業として、また、取引所

で公に証券が取引されている一方で、その業務には公的使命とともに相当な足枷が入っているというところでございます。この時期のGSEは、公的な機関としての性格と民間企業としての性格が両立していたこととなります。

## 二、近年に検討された Housing GSEs 改革

レジユメのIIとして「近年に検討された Housing GSEs 改革」をまとめています。過去からGSEに関してはいろいろなものがございまして、二〇〇〇年以降を要点のみ挙げてみました。

### (1) 二〇〇〇年（第一〇六連邦議会）

二〇〇〇年の一〇六回の連邦議会では、下院の共和党の重鎮議員であるベイカーが出した法案が

ございます。これは先ほどの財務省のクレジットラインの廃止とか、GSEに関する規制監督を強化しようという目的の法案でしたが、採決に至らず廃案になっております。

### (2) 二〇〇三年（第一〇八回連邦議会）

二〇〇三年の第一〇八回連邦議会でも、同じく共和党のベイカーが類似の法案を出しておりますけれども、これも廃案になっております。また上院では、共和党のヘーゲルが、やはり似たような規制監督の強化等を含めた法案を出しておりますけれども、これも廃案になっております。

先ほどレーガン大統領の話をいたしました、レーガンの後、ジョージH・Wブッシュを経て、クリントンが二〇〇一年から大統領になっております。レーガンに始まる自由化の流れはクリントン大統領の時代に花を咲かせたという形になって

おりますが、この時期は、自由化が非常に進められた時期であります。

これら共和党の主導で提案された法案の本身は、まず住宅ローン市場やMBS市場の自由化をすすめ、民間の金融機関の活力や競争力を高めようというのが目的でございます。当時の財務長官はルービンからサマーズ、また二〇〇一年一月からはオニールが財務長官に就任しております、彼らのもとでこの住宅金融市場のセカンダリーマーケット、MBS市場の自由化が進められようとしておりました。事実、当時はFRBや財務省により、AAAやAA格の格付を得たPrivate Labelのモーゲージ関連証券の推進が行われております。しかしながら、次に述べるように、確かにMBS市場は拡大したものの、二〇〇三年までは同市場の中核はGSEであり続けました。

図を一枚飛ばしましたが、図表3がモーゲージ

関連証券の発行額です。レジユメのほうには入っておりません。これを見ていただくと、この上の線がGSEの発行するモーゲージの関連証券、MBS等を含めたものです。ただ、これにはジニーマイが関連しているものも含まれておりますから、ファニーメイとフレディマックはこれよりも若干少なくなります。見ていただくと、二〇〇〇年ぐらいからGSE関連の証券が増えております。その一方で、二〇〇三年ぐらいからはガクンと落ちております。MBS市場の育成策は、二〇〇〇年ぐらいから、private labelではなく、GSEの発行する証券が増えるという結果になりました。

先ほど自己資本の優位性というお話をいたしましたけれども、MBS自体は、例えばFRBの適格担保の扱いがされておりますし、日本では余りないのですけれども、レポ市場での取り扱い、資

金調達にも使われておりますから、金融機関はMBSを非常に利用していたわけです。民間の発行するMBSに対してもリスクウエイト二〇%というものを定めておりますから、MBSというのはアメリカでは金融機関等が保有するのに有利な資産として扱われていたわけでありす。ですから、発行額というのはこの時期に非常に伸びているわけでありす。しかしながらその内訳は、民間の金融機関よりも競争上優位であったGSEが発行するMBS等がPrivate LabelのMBS等を圧倒していたわけです。

二〇〇三年ぐらいからGSEのシェアが大きく落ちた理由が、レジユメのその次にかかることです。二〇〇三年から二〇〇四年にかけて、ご記憶の方もいらっしゃると思いますが、ファニーメイとフレディマックの不正会計問題が発覚いたしました。二〇〇一年に導入されたデリバティブに

関する会計処理、これはFAST33と呼んでおりますが、この取り扱いに関する不正会計処理の問題です。デリバティブでの損失処理に関する不適切な会計処理が、二〇〇三年のフレディマック、二〇〇四年のファニーメイと相次いで問題視されました。

(3) 二〇〇五年(第一〇九回連邦議会) ～二〇〇

七年(第一一〇回連邦議会)

これを受けて、二〇〇五年から二〇〇七年にかけて、GSE改革がまた連邦議会を中心になっまいりました。二〇〇五年のGSE改革というものは、1)と2)という二つをレジユメの中でも挙げておりますが、これも共和党のヘーゲルとか、共和党の下院のベイカーとかオックスリー、これはサーベンス・オックスリー法のオックスリーですが、彼らが出した法案です。基本的にはその前に

見たものと似たようなものです。要はGSEに關する監督を強化しなさいという内容が含まれていません。

ですが、これに關しても全て廃案になっております。特に共和党のヘーゲルが出したFederal Housing Enterprise Regulatory Reform Act of 2005というのは、民主党の強硬な反対によって廃案にされております。

同時に、この時期によく問題視されたのは両GSE、ファニーメイおよびフレディマックのロビイング活動です。不正会計を契機とした改革法案が議会で検討される以前は、両GSEがロビイング活動に投じた資金は年間に大体六〇〇万ドルぐらいでした。二〇〇五年から二〇〇七年にかけて、両GSEは共和党を中心に議論されていたGSE改革法案に反対していたのですが、この時期のロビイング活動の資金は年間で一〇〇〇万ドル

ぐらいまで増えております。ファニーメイ、フレディマックは議会対策も非常に強く行っていたわけです。

これら二つの法案、それから二〇〇七年の民主党の下院のバーニー・フランクの法案は、これはドッド・フランク法のフランクでありますけれども、彼が出した法案も、廃案になっております。

このときには、確かに法案自体は議会で成立しなかったのですが、ファニーメイなどはマネジメントが交代しています。同時に、いわゆる内部統制等の見直しも行われています。これは非常に重要な時期であります。というのは、図表3でみたようにこの時期にGSEによる証券の発行額がガクンと落ちているわけです。彼らは市場シェアを大きく失い、二〇〇五年に民間金融機関のシェアとほぼ同じになっています。不正会計問題に關しては、当局とGSEの間で裁判になっており、むしろ

るGSEに有利な判決も出ているわけですが、それでもGSEにとっては非常に大きな痛手になったわけです。

アメリカの連邦議会でのGSEの改革法案について二〇〇〇年ぐらいから見えておりますが、このときの共和党を中心としたアメリカの議員の問題意識の背景は、GSEの巨大化でした。当時はグリーンSPANがFRBの議長だった時期がありまして、彼が議会に訴えていたのは、九〇年代から両GSEのバランスシートが膨らみ続けていたことであり、グリーンSPANはそれに対してシステミック・リスクの可能性が高まりつつあると警鐘を鳴らしていたのです。

この問題は、図表2にファニーメイの証券化スキームが出ておりますが、これのことではないのですね。ファニーメイの証券化のスキームというのは、民間の指定した金融機関からモーゲージを

買い取って、それを自己信託の形で、MBSにして、それに対して元利払いの信用保証をつける。

その保証がついたMBSを投資家に売却していたわけです。ですが、これ自体、買い取りといっても、証券化の手数料とか保証料等を差し引いた額のMBSを民間の金融機関に受け渡す形で行われているケースが多かったので、必ずしもファニーメイやフレディマックが市場から調達した資金によって民間の金融機関からモーゲージを買っていったというわけではないのです。これはスワップ取引になっておりました。

グリーンSPANが懸念していたのは、これではなくて、もう一つの業務部門、ファニーメイ、フレディマックの自己勘定での投資活動です（図表11）。例えばファニーメイでしたら、シングルファミリールービビジネス部門や、マルチファミリールービビジネス部門などの信用保証を主とする業務とは別

に、自己資金による投資を行なうキャピタルマーケットビジネス部門というのを持っています。

これは何をしているところかといえますと、GSEがみずからの社債で資金を調達して、民間が発行したMBSとか、すでに投資家に売却した自己組成のMBSを買い戻すという業務です。グリーンSPANはGSEが自己資金での投資業務を拡大させていることを非常に懸念しております。当時の連邦議会、特に共和党系議員が提出した改革法案に、このような問題意識も含まれていましたようにです。

## 三、ドッド・フランク法における Housing GSEs の扱ひ

### (1) ドッド・フランク法の法文

結局のところ過去の大きなGSE改革の法案は

すべからく潰れているわけです。その後、二〇〇七年から二〇〇八年に金融混乱が起きて、二〇一〇年の夏にドッド・フランク法が成立しました。

ここからやつと私の疑問の原点に戻るのですけれども、ドッド・フランク法に入っているファニーメイとフレディマックに関連する法文というのは、これだけなのです(図表5)。この内、Section1074は単に調査を命じる内容です。

真ん中の Section1304は、要は財務省が買った債券、証券をどうやって売るかというテクニカルな話です。結局問題になるのは Section 1491だけです。これは議会の意図表明 (sense of congress) と呼びますが、この中で初めてアメリカの当時の連邦議会がファニーメイとフレディマックに対して何を考えていたかというのが入っております。

ご存じの方も多いと思いますが、例えばドッ

ド・フランク法ではボルカー・ルールが有名です。昨年末に出された最終規則は非常に長大な規則ですが、ボルカー・ルール自体はドッド・フランク法の中で短い法文です。単に、金融機関の自己部門での売買を基本的には禁止する、もしくは制限するという程度の法文です。このほかスワップ・プッシュアウト・ルール、いわゆるスワップとかの取り扱いを金融機関から外に出して、別組織でやりなさい、こういうようなものもドッド・フランク法には入っています。随分思い切ったという言い方をするのか、無謀という言い方をするのか、ドッド・フランク法には非常にユニークな法文が入っているのですが、ファニーメイとフレディマックのGSEに関しては実質的には図表5でまとめた程度だけなのです。

何が書いてあるかといいますと、意図表明のところには、住宅金融市場には問題がありました

ね、これに関しては何とかしなければいけませんねということぐらいいしか入ってないのです。これはいかにもちよっと不自然だなというのが私の感想です。なぜならば、両GSEが政府支援になったとき、先ほど政府債務の比較をしましたが、当時GSEは五・四兆円の証券を発行しておりましてけれども、それが各国の中央銀行などの海外部門が一・七兆ドルほど保有していました。二〇〇八年にファニーメイ、フレディマックの経営問題が出た時に、日本の金融機関はどうなっているのかと日本の国会でも取り上げられまして、当時の金融担当大臣は、アメリカ政府が助けるから大丈夫だということを発言されております。

レジユメのほうに戻りますが、ドッド・フランク法は最初に、法の目的が書いてあります。ここには、金融システムの説明責任と透明性の改善とか、金融の安定化を促進するとか、too big to fail

の終焉とか、bailoutを終了することにより米国の納税者を保護するとか、不公正な金融サービス慣行から消費者を保護する等が明記されていますが、この目的から明らかに当時のGSEはドッド・フランク法が対象にすべきであったと言えるでしょう。なぜ、GSEの具体的な改革の指示がドッド・フランク法に含まれなかったのか。図表6で「二〇〇八年からの混乱」と書いてありますが、政府管理下に置いてからずっと支援を受けてきたわけです。図表10は両GSEが政府から受けた支援額です。政府支援下になって以降積み上げが、現状ではこの金額でとまっておりますけれども、これだけの金額が両GSEに投入されたわけです。

これらに関して、なぜドッド・フランク法は触れないのかということがございます。ドッド・フランク法が連邦議会で検討されている際に、議会

は連邦法に基づいた公式な金融混乱の調査委員会をつくっております。金融危機調査委員会といいます。その調査報告をこの図表7で出しております。これを私はいろいろなところで引用しておりますけれども、議会が指名した一〇人の委員、当時のマジヨリティー・パーティーが民主党で、マイノリティー・パーティーが共和党でございますから、民主党系の委員が六人、共和党系の委員が四人の一〇人から成り立った調査委員会です。最終的に分厚い本として調査報告を出しておりますが、その結論は分かれています。

GSEに関して、民主党系の六人から提出された報告書の要点は図表7の左です。民主党系委員の報告書では、住宅金融市場には確かに問題がありました。GSE自体はそれほど大きな問題ではなかったという結論になっています。むしろ彼らが問題視しているのはファニーメイ、フレ

デイマックの組織の問題です。対して、図表7の真ん中の共和党系の報告書は余りおもしろくありませんが、右側の同じ共和党系の委員のWallisonは、彼は保守系のシンクタンクのエコノミストですが、このWallisonが別途開示した報告書では、政府の住宅政策を問題視しているのが特徴的です。つまりは、GSE自体よりも、根本的な問題は政府の住宅政策のミステイクであったとの指摘です。

繰り返しになりますが、九〇年代にグリーンSPANが言っていたのはファニーメイ、フレディマックによる自己資金での投資の拡大であり、この行動がシステムック・リスクを引き起こす危険性についての警告でした。それに基づいて、共和党系の議員を中心に、GSEの改革の法案が何本か出ておりました。これらは主にGSEに対する監督の強化と同時に、市場の自由化によって民間

の金融機関を育てようとの意図です。実際に金融危機が起きて、連邦議会が設置した金融危機調査委員会の分析は割れてしまいました

## (2) 金融危機調査委員会の報告

レジュメの2に「金融危機調査委員会の報告」とありますが、最後のところで、「同じ問題に対して①GSEsの組織改革と②政策的失敗の反省という次元の異なる二つの処方箋が提示」されたと書いております。連邦議会の委託を受けた委員会が調査を進めている最中にドッド・フランク法が議論されていたわけです。このように真つ二つに分かれている見解は、議会でもあったのでしよう。過去の法案の繰り返しです。今日の講演のメイン・テーマは、どうしてドッド・フランク法にGSE改革が入らなかつたのかということですが、議会の中で全く異なる見解が並行的に出てき

たため、統一的な法文にはならなかったのではな  
いか、というのが一つの答えではあります。

では学術的な分野ではどういう分析がされてい  
るのか。2)で「住宅政策に指摘される問題」とあ  
りますが、これは先ほど挙げた九二年のGSE法  
以降の *affordable housing goal* (所得の三〇%程  
度以内で住宅費を抑えるという目標) に従って、  
中低所得層向けの住宅取得を促進する政策に関す  
る問題です。低所得層向けとか、それまで住宅の  
取得が進んでいなかったような地域向けの促進策  
として、九二年の *GSE Act* は、ファニーメイや  
フレディマックを政策のツールとしていたのです  
が、これに問題があったのではないのかという分  
析です。

二番目としては、二〇〇一年からクリントン政  
権になっておりますが、クリントン時代の九五年  
に *National Homeownership Strategy* が出されて

います。これは二〇〇〇年に持ち家率を六七・五  
%まで引き上げようというクリントンの政策であ  
りますけれども、この政策の発動により、チャー  
ターがファニーメイとフレディマックに設定して  
いた基準が引き下げられたことが、中低所得層向  
けの住宅取得を促進させた一方で、ハウジング・  
バブルを引き起こした原因の一つになっているの  
ではないのかという考え方です。

三つ目として、先ほどの地域再投資法の影響等  
が、今回の金融混乱について住宅金融市場から分  
析した学術的な先行研究で指摘されています。

### (3) 経営破綻時の状況

次に、「経営破綻時の状況」でございしますが、  
図表8は有名なケース・シラー指数です。これは  
皆さんよくご存じのとおりに、住宅価格が大きく  
下落しているわけであります。ドッド・フランク

法が検討されたときには、サブプライム・ローン問題が一つのトピックでした。では、この問題はどうであったのか。図表9は先ほどの金融危機調査委員会の報告書に入っている図で、サブプライム・ローンが証券化された割合です。二〇〇三年ぐらいを境にしてグリーンと上がっております。逆にGSEが発行する証券というのは、二〇〇三年ぐらいからガクンと落ちているわけですから、この問題の中心は private label となります。これを見ると、本当にGSEというのはそれほど問題であったのかなという気がいたします。

図表11はファニーメイの部門別の利益をグラフにしています。Single-Family の損益は主に信用保証業務から発生しています。民間からモーゲージを買い取って、モーゲージを証券化してMBSにして、MBSに利払いの保証をつけて投資家に売却している部門です。真ん中の Multifamily と

いうのはアパート関係です。これは比較的小さな部門です。三つ目として Capital Markets Group がございます。先ほど申し上げたように、これは自己資金で投資をしている部門です。

この三つの部門の収益は、年次報告書からとってきたものですが、二〇〇八年に三つの部門とも赤字になっております。二〇〇八年の七月に政府支援下に入った時点では、確かに自己資金で売買をしていた部門は大きく赤字を出しております。ですが、政府支援下になった翌年を見ると、Capital Market Group は赤字になっているのです。以降、ずっと黒字が継続し、むしろ主要な収益源になっています。逆に信用保証業務は長らく赤字が続いています。

この理由の一つは、政府支援下に置かれてから、政府が住宅市場の下支えを行うツールとして、ファニーメイとフレディマックを利用したと

いうことがございます。政府支援額がどんどん膨らんでいきますけれども、これはGSEの経営の立て直しのためではなくて、GSEを通じて、住宅市場にお金を政府が流し込んでいたということを考えなければいけません。

ですが、それを含めて考えても、この収益の変遷を見ると、九〇年代から二〇〇〇年の頭ぐらいに、グリーンспанとか共和党系の議員が、GSEの改革が必要だと言っていました。これは自己資金で投資を行っていた部分の膨張がシステムック・リスクであるとの認識でした。確かに二〇〇八年の経営破綻時にも、GSEが発行していた債務は巨額でありました。自治体を含めた政府の債務の半分ぐらいまで膨らんでいた。その部分の結果として本当に問題であったのかという疑問になります。問題であったのは、むしろ政府の住宅政策の一翼となっていた信用保証部門だったので

はないのか。

そうすると、金融危機調査委員会の報告書ですが、GSEにはそれほど問題はなかったのかもしれない。ただし、経営問題はどうかだろうか。

二〇〇三年、二〇〇四年に不正会計問題が起きて、両GSEは経営刷新をしております。実際に問題が起きた六年、七年、八年というのはもう既に経営陣がかわっているわけです。果たしてこの環境で、ルーズな経営が継続されていたのでしょうか。繰り返しますが、それまでのグリーンспанたちが言っていた、いわゆる自己勘定の投資は確かに損は出しています。しかし、これはハウジング・バブルの破裂によるものでしょう。その意味で管理体制に問題はあり、またバランス・シートも膨張も確かに問題ではあったのですが。むしろGSEに関しては、信用保証業務の部門の赤字に注目すべきであり、この部門は政府の住宅政策

と密接な関係をもっていましたので、先ほどのWallisonの指摘が本質的ではないのかとも思えます。例えばリスク管理体制ですとか内部統制ですとか、GSEの組織自体に問題がないわけではありませんから、見直しをしなければいけないのですが、むしろ、住宅政策を推進するための過小な自己資本とか、業務基準の緩和などにこそ根本的な問題があるのではないのでしょうか。

そうすると、なぜドッド・フランク法に入らなかったのかという理由の二つ目がございます。連邦議会や政府の政策のミステイクへの対応を、ウォール街の改革を謳ったドッド・フランク法に入れることはできないという問題がございます。

もう一つ、あわせて三つ目の問題としては、当時、問題自体、分析できていなかったという可能性がございます。これはドッド・フランク法が抱える大きな問題です。金融危機の原因究明をきち

んとやらないまま、法律をスピーディーにつくってしまいましたから、その結果として、非常にひずみが出てきているのではないか。これはドッド・フランク法全体の問題です。もちろん必要なものも沢山入っておりますが。

政府支援下になって以降、ファニーメイはモーゲージの買い取りの上限額を引き上げています。先ほどのSingle-Family部門の赤字が大きくなって以降、赤字が増えていたというのがございますけれども、これは政府がファニーメイ、フレディマックを通じて、住宅金融市場の支援、住宅市場の底支えを行っていたということなんです。これに伴って赤字が出ているのです。ですから、本来でしたら、二〇〇八年以降のGSEというのは全く別物として考えるべきかもしれません。

## 四、Housing GSEs 改革に関する 議論

最後に、現在進行中の議論についてレジユメの「Housing GSEs 改革に関する議論」でまとめておきます。ここでは第一一三回連邦議会に二〇一三年から今年にかけて提出されたGSE改革関連の法案から、主要な四本を挙げてみました。

一番目は、「上院案」のところですが、共和党のコーカーと民主党のワーナーがスポンサーになり超党派として提出された法案です。ここで挙げた四本の法案に共通するのは、ファニーメイとフレディマックの段階的な縮小・廃止が盛り込まれている点です。これはオバマ政権の構想とも同じです。

異なっているのは、これらGSE廃止後の住宅

金融市場やMBSを含めた証券化市場に関してです。上院のコーカー・ワーナー案は、新たな政府機関として信用保証を行う機関を提示しています。これはFMICと略号がつけられています。

このFMICを新規に創設して信用保証業務を担わせようという試みです。つまりは、民間企業としてファニーメイやフレディマックが行なってきた信用保証業務を新設の公的な機関に担わせるアイデアです。ただし、このコーカー・ワーナー案というのは、次のクラブ・ジョンソン案によって代替されているようです。

その次の②で、これも超党派で提出された共和党クラブ、民主党ジョンソン等がスポンサーになった法案を載せております。その内容を見ると、コーカー・ワーナー案の発展系のような法案です。このクラブ・ジョンソン案もFMICと称される公的な機関の新設が中核になっていま

す。このF M I Cは、預金取扱金融機関が関連する連邦預金保険公社(F D I C)がモデルになっています。このF M I Cから、M B Sなどへの信用保証を行うという案です。また、国が証券化のプラットフォームをつくり、このプラットフォームが公的な証券化コンデュイットとなりM B Sの発行等を行うという案も含まれています。

レジュメで①と②の「下院案」を挙げました。

①のほうは、ガレットとか、ヘンサーリングとといった共和党議員が出してきた法案です。これはできるだけ国の関与を少なくして、基本的には民間資本で総てを賄おうという案です。もう一本共和党系の②がありますが、これは内容的には余りよろしくないのです。ここでの紹介は省略しますが、現在の連邦議会では、上院の超党派の法案②と下院の共和党案の①が候補として残っているわけです。オバマ政権は、上院案を指示しており、信用

保証業務に関しては公的な部門が担う案に賛同しています。

超党派の法案であり、また政権の支持があるので、この上院案が一番有力なのですが、恐らく今年の中間選挙を経ないとわからないでしょう。二〇〇〇年以降の法案の流れを見ると、全てのG S E改革法案は潰れております。これはエンドユーザー、つまりは住宅取得者のコストが上がるからというのが、最大の理由にされています。

このエンドユーザーのコストの観点からみれば、上院の超党派が出した案ではコストが上がるでしょう。なぜならば、それまでファニーメイやフレディマックは、他の民間金融機関と比べて競争上非常に有利な条件であったため、低コストで業務を行なうことが可能でした。新たに作られるF M I Cは単なる信用保証業務だけではなく、一種での監督者でもありますので、運営にかかるコ

スト等は民間からファイアとして賄うという案であり、当然ながら住宅取得に関するトータル・コストが上昇することが予想されます。一方で、上院案の利点は、これまで通りに公的な機関が住宅政策のツールとして機能できる点です。

下院案はどうでしょうか。これは共和党が伝統的に持っている案であり、すけれども、基本は民間資本の活用にあります。恐らくコスト的にはこちらのほうが安くなるでしょう。ただし、下院案を通せば、これからのアメリカの住宅政策の展開に一定の制約がかかる恐れもあります。

また、GSE以外の民間の金融機関によって市場がどこまで補完されるのかも不透明です。民間金融機関に対しては例えば自己資本比率ですとか、すでに様々な規制の強化が導入されていますが、この新たな環境でそれまでファイニーメイやフレディマックが担っていた機能の補完が十分に進

むのかとの恐れです。このように、GSE改革を通じて、住宅政策を政府内に残すのか、政府内に大きな権限を残すのか、また、住宅取得に関するトータル・コストを如何に低下させることができるのか、延々と続いてきた政治的な論争をドッド・フランク法の後も続けているわけであり、す。

ここでドッド・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、ドッド・フランク法がそうすけれども、つまりは税金を一切使わないで事を進めるといふ足かせが入っているわけです。レジユメに記した各法案のタイトルを見ていただいても、全面的に納税者保護を謳っています。皮肉なことに、政府支援下にあるファイニーメイとフレディマックには、財務省が優先株を取得

するという形で公的資金が投入されているのですが、この優先株の配当回りが一〇%です。先ほどファニーメイの業績をみましたが、住宅市場の回復とともに両GSEの業績も急回復をして、財務省に対して支払われた優先株の配当金はすでに両GSEに投入された公的資金の額を上回ってしまいました。ただし、これは優先株の買い戻しではございませんから、投入された公的資金はそのままです。

もっとおもしろいのは、これから一〇年、もし現状のまま政府管理下に置き続けたとしたら、アメリカの政府は一体どれぐらい儲かるでしょうかというような試算も出ております。納税者の保護ということを前面に立てるのでしたら、現状のままでも良いのではないかという議論も当然出てくるわけで、現実には出ております。ただし、先ほど紹介しました四本の法案は、全てファニーメイ

イ、フレディマックは廃止することを明記しています。中間選挙を経て何らかの動きがあると思いますが、ファニーメイとフレディマックは現状の組織としては存続できないのでしょうか。

五、若干の考察…なぜドッド・フランク法に改革が含まれなかったのか？

非常に混沌とした話で恐縮でございます。すつきりとまとまらないのですけれども、現状のアメリカの Housing GSEs の改革というのはこういうところがございます。近年ずっと見ていくと、これは単に両機関の改革ではなくて、アメリカの政策、政治的な考え方の違い、そういった流れが非常に色濃く残っているわけです。ドッド・フランク法の中に具体的な改革を指示する法文として入

れなかったのは、そういった政策的、政治的な対立みたいなものがアメリカの中に色濃く残り、この分野について法文として、具体的な改革を明記できるほど国内での議論が熟成していないからでしょう。

非常に雑駁な報告でございましたけれども、これで終了いたします。(拍手)

**高坂常務理事** 大変ありがとうございます。大変興味深いお話でございました。

お時間がまだ多少ございますので、ご質問のある方がいらっしゃいましたら、ぜひこの機会にご質問していただければと思います。手を挙げていただきますしたら、マイクをお回しいたしますので、よろしく願います。どなたかいらっしゃいませんか。

それでは司会者のほうから一つだけ質問させて

いただきます。根本的な話なのですが、アフオーダブルハウジングという基本的な考え方については、過去から現在、未来にわたって、変わることはないという理解でよろしゅうございますか。

**若園** むしろ強化しようという方向なのではないでしょうか。レジユメには書いておりますが、報告の中では飛ばしましたけれども、オバマが二〇一一年にその方針を出しています。いわゆるマイノリティー向けの住宅促進というのはもっと増やしたいという方針です。というのは、住宅政策は明らかに金融危機以降の経済政策の中核になっていくわけです。住宅市場の改善というのは、それで随分進んでいるわけですけれども、これが中核になっており、むしろバブル的な状態であるとの指摘もあるぐらいです。ご質問の点についてアメリカのいわゆる政策、行政の担当者が放棄することとは恐らくないでしょう。特にアメリカは、移民

の流入が、数字上は少し少なくなってきたという  
うでありますけれども、それでも年間二〇〇万人  
の移民が入ってくる国でありますし。

この話も別のところでよくするのですが、ア  
メリカン・ドリームとは、例えばメキシコあたりか  
らの移民など中南米あたりからの移民が、ほとん  
ど何もない裸一貫の状態でアメリカに来て、ア  
メリカで一生懸命働けば家が持てることだそうで  
す。日本でも住宅政策というのは非常に重要で  
すけれども、アメリカにおける住宅政策というの  
は、より重要な政策なのだろうと思います。

ただし、アフォーダブルハウジングの目標自体  
をやめようという法案もあります。その真意は、  
単に公的な関与を減らすことにあるのか、また  
は、この目標を達成するためにGSEが頑張り過  
ぎたとの認識なのかもしれません。そういうもの  
はありますが、マイノリティー向け、中低所得層

向けの住宅促進を、とにかく中核に置いているの  
は間違いありません。

**高坂常務理事** それでは、どなたかご質問のある  
方はいらっしゃいますか。

**若園** では、追加でもう一点だけ。

先ほどの不正会計問題が起きたときに、実は当  
時のファニーメイのマネジメントにいた人間が  
『モーゲージ・ウォーズ』という本を書きまして、  
昨年出版しております。それを少し読んで、内幕  
をかなり書いておもしろい本だったので  
が、それを見ると、九〇年代、二〇〇〇年秋ぐら  
いに、盛んにファニーメイ、フレディマックの監  
督を強化しようという動きがありました。という  
のは、これは言いかえれば、ファニーメイ、フレ  
ディマックに関する監督が弱かったとの認識が一  
般的であったということです。

これは、住宅都市開発省(HUD)が、いわゆ

るファニーメイ、フレディマックの活動目標みたいなものをつくっておりましたし、その下のオフィス、今はFHFAに名前は変わりましたが、GSEの内部的な健全性みたいなものを見ていたところでは、この両監督機関の権限が不十分のため監督ができなかったというのが監督機関側の言い分です。しかしながら、当時のファニーメイのマネジメントにいた方の本を読むと、実は権限は十分にあった。なぜならば、その当時の監督機関の長官がかわると、その指示に随分と振り回されたとの記述があります。ある長官は随分強権みたいなものを発動して、自分たちはそれに対して従わざるを得なかったとも書かれています。この記述が確かであるならば、監督機関の権限の問題は本質的ではなく、実はそれをエンフォースする能力こそが問題とすべきではないのかと思います。

ドッド・フランク法で話をすれば、例えばFR

Bの権限強化ですとか、財務長官をトップとする監督機関の会議体であるFSOCの創設など、金融規制に関する監督権限の強化が多く含まれています。しかしながら、本日のGSEの問題を見ていくと、実は権限を強化することが必要なのではなくて、与えられた権限の範囲内でエンフォースメントを十分に発揮することができなかったことが、本来は問題とされなければならないのではないのかと思います。

脱線した話ではありましたが、途中で名前を出しましたボルカー・ルールに対しては私は非常に批判的です。あのような膨大なものを規則としてつくって、果たしてそれがエンフォースメントできるのか大いに疑問です。これもよく言われるところではありますが、法律や規則をつくって、それで制度ができるわけではないのです。いわゆる市場参加者のコンセンサスが必要ですし、同時に、

つくった法律や規制をきちつとエンフォースメントしていく体制も必要である。そうすると、一生懸命法律をつくりました、規則をつくりましたというのですが、それが実際はなかなか機能しない恐れもあるのではないのでしょうか。

これは決して監督官庁の批判をしているわけではないのです。なぜならばドッド・フランク法の最大の問題の一つは、SECが特にそうですし、あとはCFTCがそうですが、いっぱいいろいろなものをやりなさいという形で連邦議会が盛り込んだのですが、その議会がSECなどの予算を洗るのです。SECに関しても、要求する予算をぎりぎり認めている程度ですし、先物等を取り扱うCFTCに関しては、むしろ予算をカットしている。業務をいっぱい増やして、法律をいっぱいつくって、この法律のもつで、こんな規則をつくりなさいと命じておきながら、それを運営させる、

エンフォースメントさせるためのリソースを与えないのです。

また、ドッド・フランク法が命じた規則は厳密に守ると、非常に厳しいものが多いのですが、それがどこまで実際に実行されるのか、全く不透明です。これは特に市場参加者がそうですけれども、政策や規制の予見性みたいなものがなくなり、非常に問題でしょう。私はできるだけシンプルな形で透明性を確保し、それから政策の予見性みたいなものを高めていくことが必要だと思っております。

**高坂常務理事** ありがとうございます。よろしゅうございますか。

それでは、お時間を多少残してはおりますけれども、以上をもちまして本日の「証券セミナー」をお開きいたします。

若園さん、どうもありがとうございます。

(拍手)

(わかぞの ちあき・当研究所主任研究員)

(この講演は、平成二六年四月八日に開催されました。)