

Acharya V.V., Richardson M., Nieuwerburgh S.V., and White L.J. [2011], *Guaranteed to Fail; Fannie Mae, Freddie Mac and the Debacle of Mortgage Finance*

佐 賀 卓 雄

1

2007年後半からのサブプライム住宅ローンの返済不能および延滞率の増加は、グローバルな金融システムを揺るがすほどの衝撃を与えた。その危機は各国政府による公的資金の投入によって回避されたものの、今度は財政危機が欧米各国を襲い、特にEUを舞台としたソブリン危機が世界経済に暗い影を落としている。

アメリカでは、サブプライム危機に続く金融システム危機の原因分析、そしてその再発防止に向けた金融規制改革の取組みの過程で、大学、研究機関、および議会などにおいて原因究明に向けて精力的な分析が続けられてきた。中でも、ニューヨーク大学 (NYU) スターン経営大学院 (Stern School of Business) のプロジェクト・チームによってまとめられた2冊の研究結果 (Acharya, V.V. et al. [2009], *Restoring Financial Stability*; 大村敬一監訳, 池田・増原・山崎・安藤訳 [2011], 『金融規制のグランドデザイン』中央経済社, および_____ [2011], *Regulating Wall Street*) は包括的かつ分析的であり、この分野に関心のある者にとっ

ては必読の文献である。

金融危機に関する議会の二つの報告書は2011年1月と4月に公刊されている (*The Financial Crisis Inquiry Report*, および US Senate Permanent Subcommittee on Investigations, Jan., *Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse*, Apr.) が、前者の民主党系委員が多数を占める「金融危機調査委員会」の報告書は、その内容に反対する共和党系の3人の委員の意見、さらにはそれにも同調しない AEI (American Enterprise Institute) のワリソン (Peter J. Wallison) の見解も併せて収録している (なお、ワリソンはその見解を独自に冊子にまとめている (Wallison [2011], *Dissent from the Financial Crisis Inquiry Commission*, AEI))。

これらの見解のうち、金融危機の原因として住宅金融のあり方を最も重視するのはワリソンである。しかし、包括的な金融規制改革を目指し2010年7月21日に成立したドッド=フランク (DF) 法は、もちろん住宅金融システムの問題も取り上げてはいるものの、その眼目はシステムミック・リスクの発現を防ぐことを目指した金融安定監督カウンスル (Financial Stability

Oversight Council) の創設, および「トゥー・ビッグ・ツー・フェイル」の終焉を目指した破綻処理スキームの構築などであり, 住宅金融システムの問題については関係監督機関に調査を義務づけただけで, 緊急を要する課題とは位置づけられてはいない。これを受けて関係監督当局からの住宅金融システムの改革案が議会に提出されるのは, 少し後になってからである (The Department of the Treasury and US Department of Housing and Urban Development [2011], *Reforming America's Housing Finance Market: A Report to Congress*, Feb. および FRB [2012], *U.S. Housing Market: Current Conditions and Policy Considerations*, Jan.4. を参照)。

このように, 住宅金融システムの問題はその重大性にもかかわらず, やや等閑視されている傾向があるが, 本書は, 先に紹介した NYU スターン・スクールのプロジェクト・チームによるアメリカの住宅金融システムの問題点の分析と改革案の提案であり, その多くが2冊の研究成果の取りまとめの中から生まれたものである (「謝辞」参照)。

目次は次のとおりである。

プロローグ

1. 野獣に餌を与える
2. 時限爆弾の時を刻む
3. 底辺に向けた競争
4. 大きすぎて潰せない
5. 時代の終り
6. 連邦準備銀行との蜜月関係
7. 他の国はどうしているか
8. 破綻したシステムをどのように改革するか
9. ドラゴンを追跡する

エピローグ

補遺：アメリカ住宅金融の主要な出来事

なお, 書名は直訳すれば、『破綻すべくして破綻した—ファニメイ, フレディマック, そしてモーゲッジ金融の崩壊—』という意味であろう。

2

最初に, 各章の内容を概観する。

プロローグは本書全体を総括しているの、やや詳しく紹介しよう。

2010年8月現在, 財務省はファニメイとフレディマックに1,480億ドルの資本を注入しているが, 両組織は15万件以上の抵当流れを抱えているため, 議会予算局 (the Congressional Budget Office, CBO) は破産しないためには2019年までにさらに650億ドルの追加的な資本が必要になり, 納税者の負担は最終的には3,500億ドルという天文学的数字に達すると予想している (p.2)。

ファニメイとフレディマックはアメリカ政治の左派と右派の「政争の具」(a political football)であった。左派にとってはそれらがすべての国民に住宅取得を可能にする手段である一方, 右派にとっては「所有権社会」(the ownership society)の思想を深化させるものであった。しかし, いったんこれらの機関が行き詰ると, 保守系のシンクタンクは「サブプライム危機のグラウンド・ゼロ」と非難したが, リベラル派はその役割が過大に評価されており, 住宅バブルの崩壊の真の原因は規制緩和とウォール街の逸脱行為にあると主張した。両者の見解はいずれも部分的には正しいが, いずれも正鵠を射ていない。

ファニメイとフレディマックは「地球上最大

のヘッジ・ファンド」(The largest hedge fund on the planet)として経営されていたためにこのようになったのである。この意味は次の例示で理解されるであろう。

ある投資会社が1ドルの資本と39ドルの借入資金の合計40ドルで、銀行が組成したモーゲッジ・プールに投資すると考えよう。このモーゲッジは容易には売却できず大きな長期リスクがあるとみる。そのため、高度なヘッジ手法を使ってリスクを限定しようとするが、そのモデルにはエラーと不確実性があるため、低品質のモーゲッジに15%だけ投資する。さらに、モーゲッジのデフォルトに備えて保険を売り始めた。

投資家はこのようなリスクの高い投資には高いリターンを期待するが、この投資会社は国債に少し色を付けた程度の金利しか支払わない。当然、投資家は不満であるが、自分たちには「裕福なサムおじさん」(a wealthy uncle-his name is Sam)がついていて、何があっても投資したお金は保証してくれる、それでもリスクが気になりますか、と囁く。

これがファニメイとフレディマックのビジネス・モデルであり、簡単に言えばこれらは「破綻すべくして破綻した」のである (p.4)。

問題の大きさと複雑さはGSEの債券の約50%が金融機関、約20%が海外の投資家によって保有されており、デフォルトの際の損失を簡単に債券保有者に回すことができないことである。いってみれば、利益は民営化 (the privatization of profits) する一方、ダウンサイド・リスクは社会化 (the socialization of downside risk) する構造になっているのである (p.5)。

無期限にこれらを国有化することはアメリカの住宅金融の問題を解決することにはならな

い。最も重要なことは、ファニメイとフレディマックのような規模の政府機関は存在すべきでないし、その業務は民間市場に任されるべきである。たとえ存在し続けるにしても、もっと小規模で「退屈な公益事業」(“boring public utilities”)として存続すべきである。GSEがあたかもヘッジ・ファンドや自己取引部門 (proprietary-trading desk) のようにこれまで果たしてきたモーゲッジ担保証券 (mortgage-backed securities, MBS) への投資は禁止し、漸進的に秩序立った形で清算すべきである。モーゲッジがデフォルトした際の保証はモーゲッジ市場の発展と流動性の不可欠の要素であるが、GSEが果たしてきた役割を大幅に縮小し、別の形態に変えるべきである。具体的には、モーゲッジの25%を民間部門が保証し残りの75%を政府が保証するというような、公的部門と民間部門の協働 (a public-private partnership) を提案したい。もちろん、保証の対象は厳格な引受基準に基づく「適格」モーゲッジに限定されるべきである (pp.7-8)。

第1章はGSEがモーゲッジ市場において巨大な存在となった歴史的背景の分析である。

ファニメイとフレディマックは国家が創りだしたモンスターであり、最後には納税者に巨額の負担 (2010年8月現在、1,500億ドル、この数字は数年後には2倍以上に達するという見通しもある) を残し国有化された (pp.12-3)。何故、GSEはアメリカの住宅金融においてこのような巨大な存在になったのであろうか。この章では、その背景と経緯が明らかにされる。

ファニメイが民営化され、フレディマックが創設された1970年には、両者はモーゲッジ市場の4.4%を占めるに過ぎなかったが、91年には28.4%、金融危機の時には実に41.3%を占め、

1.43兆ドルのモーゲッジと3.5兆ドルのMBSの保証を行っていた。これほど巨大化したのは、(暗黙の)政府保証に加え、規制裁定 (regulatory arbitrage) などが起きたことが原因である。

アメリカにおける住宅金融制度はニューディール期に先立つフーバー政権時代に始まった。1932年に、議会は連邦住宅ローン銀行システムを創設したが、それは当時の住宅金融の主たる担い手であったS&Lと保険会社によって所有された12の連邦住宅ローン銀行 (FHLB) と連邦住宅ローン銀行理事会 (FHLBB) から構成された。FHLBは資本市場から資金を借り入れ、それぞれのFHLBはモーゲッジの主要組成者である会員に貸し出した。FHLBは連邦政府が創設したものであったから、有利なレートで借り入れ、会員に融資することができた。この意味で、FHLBシステムは初期の「政府支援事業体 (GSE)」であった。

ニューディール期には、その後、居住用住宅金融に影響を与える立法措置が採られる。適格モーゲッジの貸手に保険を提供する連邦住宅局 (FHA) が1934年に創設され、38年にはFHAが保険を付与したモーゲッジを買い取る連邦モーゲッジ協会 (FNMA) が創設される。必要な資金はFHAが資本市場で債券を発行して調達したが、その後、FNMAはこの債券のトレーダー達の間で「ファニメイ」と呼ばれるようになった。

その後の20年間、ファニメイの事業範囲は拡大するとともに、州や地方の所得税を免除されたり、FRBから一定のモーゲッジに対して様々な支援を受けるなど、特別な地位を獲得していくことになる。

ファニメイが発行した債券は「機関」債とし

て知られるようになったが、60年代中頃までは居住用住宅市場では相対的にマイナーな存在に止まり、その主要な保有者はS&L、商業銀行、生命保険会社であった。

ジョンソン政権下で、連邦政府の債務への計上を避けるために、68年にファニメイは民営化され、ニューヨーク証券取引所に上場されたが、連邦免許はもちろん特別な地位も保持された。また、65年にはこれらの組織の監督機関である住宅都市開発局 (HUD) が創設されたが、その中に政府モーゲッジ協会 (GNMA) が新設され (ジニメイと呼ばれるようになる)、FHAと退役軍人局 (VA) が保証したモーゲッジを証券化する業務を手掛けるようになる。さらに、70年にはFHLBシステムが所有権を持つフレディマックが創設され、S&Lからモーゲッジ・ローンを買い取り証券化した。ファニメイもFHA、VAによって保証されていないモーゲッジを買い取ることで認められているが、両者が買い取ることのできるモーゲッジ・ローンの規模は制限されている。これが「適格ローン」 (conforming loan) であり、これを越えるものが「ジャンボ」である。

この上限は現在まで新築、中古住宅のいずれの全国平均価格よりも一貫して高く設定されており、GSEが住宅市場に影響を与えていることが分かる。

ジニメイとフレディマックが最初のMBSを発行したのはそれぞれ1970年と71年で、ファニメイの81年よりも10年早かった。アメリカの証券化商品市場の誕生とその成長にはGSEが大きく関わっているのである。レーガン政権は80年代初めに規制を緩和し、民間企業が参入することによってGSEのシェアも低下すると予想された。しかし、結果は予想に反してGSEの

シェアの急上昇であった。これはファニメイとフレディマックは特別な地位を占めており、暗黙の政府保証、課税の軽減、そして低い金利での借入れが可能であり、モーゲッジ金融市場は決して自由競争ではなかったためである。すなわち、「ファニメイとフレディマックを規制することなしにモーゲッジ市場を開放することは、拳銃での決闘にナイフを持ちこむようなもの」(p.22)であった。

モーゲッジ金融市場の規制緩和によって、1980年代の10年間にファニメイとフレディマックは目覚ましい成長を遂げた。1992年の連邦住宅事業金融安全・健全法 (the Federal Housing Enterprises Financial Safety and Soundness Act, FHEFSSA) (これは住宅・地域開発法 (The Housing and Community Development Act) の第13編である) は資本規制について重要な規則を定めた。それによると、MBSのクレジット・リスクの証券化については0.45% (100ドルにつき45セント) の準備で良いとした。そして、MBSの保証については2.50%の資本が必要と定めた。したがって、100ドルのモーゲッジの保有には、2.50ドルの自己資本と97.50ドルの負債で資本を調達することができた。銀行は4%以上の自己資本が求められたから、ファニメイとフレディマックは極端に高いレバレッジを認められたのである。実際、商業銀行のレバレッジは10-15倍であったのに対して、GSEのそれは20-40倍であった。しかし、銀行がGSE-MBSを保有する場合には、その40%、つまり1.60%で良かった。銀行はモーゲッジをGSEに売却し、GSEがMBSに組成したものを買い戻せば、高い自己資本規制を回避することができたのである。

金融危機の兆候が現れ始めた2007年時点で、

ファニメイとフレディマック、ジニメイが保証するMBSは5.2兆ドルであったが、その約37%は銀行部門が保有していた (pp.24-5)。さらに、GSEのクレジット・リスクの大部分はMBS投資家への保証という形態をとっていたが、これはバランス・シートには反映されない。そこで、このクレジット・リスクをレバレッジに加えれば、50-100倍という驚くべき水準に達していた (p.26, Figure 1.2を参照)。

GSEに対してこのような高いレバレッジが許容されていたのは、政府がGSEの債券についての保証を再三、否定してきたにもかかわらず、金融市場ではその債務に対して暗黙の政府保証があるとみなされていたからである。GSEの特別扱いによる「ハロー (後光) 効果」(the halo effect)^(注)ともいうべきものであろう (p.27)。

(注) 「ハロー効果」とはアメリカの心理学者エドワード・ソーンダイクが命名したもので、全体の印象から個々の特徴を判断する心理的傾向を指す。GSEの場合については、特別な地位を認められてきたため、その債務も政府によって保証されているという思い込みが広くみられることを指している。もっと卑近な例をあげると、有名大学を卒業していると、そのこと自体は単に偏差値が高いことを示すに過ぎないにもかかわらず、その人物が他のすべてのことにも有能であるかのようにみなす傾向などがこれに当てはまるであろう(「ハロー効果」については、Philip Rosenzweig [2007], *The Halo Effect*; 桜井緑美子訳 [2008], 「なぜビジネス書は間違えるのか—ハロー効果という妄想—」日経BP社、を参照されたい)。

第2章では、1990年代中頃から2003年までの間にGSEがよりリスクの高いモーゲッジを手掛けるようになった経緯を取り上げている。92年のFHEFSSAは、ファニメイとフレディマックを監督する機関である連邦住宅事業監視局 (the Office of Federal Housing Enterprise Oversight, OFHEO) をHUD内に設ける一方

で、HUD に対して中・低所得層や開発の遅れている地域での住宅取得の促進を任務として掲げた。これが GSE が低品質のモーゲッジを購入し始める契機となった。多くのアナリストは 2004-07年にファニメイとフレディマックがポートフォリオのリスクを高めた事が GSE の破綻の原因であると指摘するが、その種は10年前に巻かれていたのである (pp.31-3)。ただし、この頃のモーゲッジのリスク特性は健全で、貸付は中小規模、融資対住宅価格 (loan-to-value, LTV) は80%以下、借手の信用度についての高い基準、借手の支払い能力についての証明を維持していた。

しかし、FHEFSSA とともに、この状況は劇的に変化し、適格ローンの限度額、80%の LTV の上限に近づいていった。LTV が90%以上と80%-90%のローンの推移をみると、金額、割合ともに1992年から急増していることが分かる (p.37, Figure 2.1)。

第3章では、モーゲッジ市場の拡大が質の低下をともなっていたことが明らかにされる。モーゲッジ市場は1995年頃より拡大していくが、その要因は時期によって異なっている。2003年までは、GSE が市場を支配していたが、それ以降はプライベート・ラベル MBS (PLS) がオリジネーションの13%から38%まで3倍に増加した (p.42, Figure 3.1)。この民間金融機関による攻勢に対して、GSE は引受基準を引き下げてシェアの維持を図ろうとした。

この時期は所得および保有金融資産の面で格差が拡大した時期でもある。生計費の上昇を考えると、中産階級の実質所得はほとんど増加しなかった。他方で、住宅価格は上昇したから、住宅取得のためにはより多く負債に依存せざるをえなかった。この結果、家計のモーゲッジ債

務は96年末に対 GDP 比の54%であったが、06年末には89%に上昇した。この上昇率は1951年から96年までの期間のそれよりも大きかった。

この未曾有の住宅価格の上昇の原因はいくつか考えられるが、最も重要なのは住宅取得を容易にした住宅金融における自由化であろう。特に、頭金 (down payment) の低下と低コストでのホーム・エクイティ・ローンの利用によるモーゲッジ金融の利用可能性の拡大が重要である。家計の負債は96年第1四半期には対 GDP 比の73%であったが、06年第4四半期には111%にまで上昇した。

ノンプライムのモーゲッジ市場の拡大も住宅金融拡大の重要な側面である。サブプライムおよびオルト A (ALT-A) モーゲッジは1990年代後半まで存在しなかった^(注)。これらは GSE が買い取る適格ローンの資格要件を満たさない、低所得、信用履歴に問題がある家計、所得証明が十分でない家計に新たな市場を開いたのである。住宅ローン総額に占めるサブプライムの割合は2001-03年は8.5%であったが、2005-06年には20%にまで増加した。サブプライム、オルト A、そしてホーム・エクイティの合計額は、2004、05、06年には連続して1兆ドルを越えた。ノンプライムのシェアは14%から48%に増加する一方では、適格ローンは58%から33%に低下した。

(注) オルト A はオルタナティブ・トウ・エージェンシー (alternative-to-agency)・モーゲッジの略である。プライムよりはリスクが大きい、サブプライムほどは大きくないモーゲッジを指す。具体的には、プライムの基準よりも、融資用書類、クレジット・スコア、LTV が見劣りするものを指す (p.191, Chap.3, note 3)。

低所得世帯への住宅ローンは融資基準の低下をともなっていた。LTV の上昇、変動金利型

ローンの増加、所得に対する住宅ローンの返済割合 (payment-to-income) の上昇、また頭金の割合の低下はこれを示す指標である (pp. 47-8)。

2003-07年に、大手の商業銀行と投資銀行がこの市場でのシェアを大きく高めた。この期間に、資産の増加とレバレッジの上昇 (商業銀行は一定) がみられたが、収益性 (特に ROA) は上昇していない。この点は、ファニメイとフレディマックも同じである (p.51, Table 3.2, および p.52, Table 3.3)。商業銀行、投資銀行、そして GSE の ROA とレバレッジ水準の差異が、後2者がサブプライム問題の深刻化の過程で破綻に追い込まれた理由である。

第4章は、巨大化した GSE のシステムミック・リスクの実態についての分析である。GSE の成長に対して国民の高い関心が向けられたのはクリントン政権が GSE を低所得層の住宅取得を促進するために積極的に活用し始めてからである。その任期の8年の間に、ファニメイとフレディマックのモーゲッジ保有額は1,530億ドルから9,930億ドルに、クレジット・リスクの保証額は7,140億ドルから1兆2,800億ドルに増加したが、何らの措置も取られなかった。次のブッシュ政権は、一方で「所有権社会」をスローガンに掲げ、前政権の政策を継承したものの、次第に多くの閣僚が GSE のシステムミック・リスクに対して警鐘を鳴らし始めた (pp. 62-3)。

システムミック・リスクとは、ある金融機関が部門全体にどの程度の影響を及ぼすかによって左右される。スターン・スクールは100大金融機関のシステムミック・リスクのランキングを計測しているが、それによると2007年7月1日でファニメイとフレディマックが合計でシステム

全体のリスクの15.3%を占めトップであった。両機関が保全管財人の管理下 (conservatorship) に置かれる1週間前の08年8月31日でも11.3%であった。この数値は両機関のシステムミック・リスクの巨大さを示しているが、それは4つの経路から発現する。カウンターパーティ・リスク、システムの重要な決済システム、取付け、そして換金売り、である。システムミック・リスクはこれらの総体として判断される。この章では、OTC デリバティブ、CDS、GSE の負債、GSE 保証の MBS、レポ取引の担保を分析して、GSE がいずれの面でもシステムミック・リスクの巨大な源泉になっているのを明らかにしている (pp.65-74)。

第5章は、ファニメイとフレディマックの破綻と政府による救済の過程についての分析である。この2つの GSE は2007年までの10年間にその事業を驚くほど拡大したが、これには事業内容の構造的な悪化をともなっていた。07年からの住宅価格の大幅な下落がファニメイとフレディマックの運命を決定づけたことは疑いが無いが、このような事業構造の悪化を考えれば、仮に下落がもっと小幅であったとしても同じ結果になったであろう。

2007年には2つの GSE の巨大なポートフォリオは800億ドルの損失を記録し、翌08年後半にはさらに増加した。かくして、08年9月7日に、これらの GSE は政府の管理下に置かれることになった。10年夏には、GSE は政府による最初の2,000億ドルの資金から1,450億ドルを使ったが、誤ったモーゲッジ投資からの損失を埋めるにはさらに数千億ドルの資本注入が必要との見方が強い。この救済額は AIG の救済あるいは不良資産救済プログラム (Troubled Asset Relief Program, TARP) よりも多く、これ

までで最大規模である。

住宅価格の下落はアメリカ全土に及んだが、州別にみると、ネバタ、カリフォルニア、アリゾナ、フロリダの各州が最も下落率が大きく、これらの州に所在するラスベガス、フェニックス、マイアミ、サンフランシスコの各都市は60%以上の下落を記録した。

このような状況では民間企業のモーゲッジはまったく相手にされなくなる。2008年後半、09年に新たに発行されたモーゲッジはすべてGSEかFHA/VAによって買い取られたものだけであった。プライベート・ラベルMBS(PLS)市場は06年には50%を占めたが、08年と09年にはわずかに3%以下に落ち込み、死んでしまった。逆に、ファニメイとフレディマックのシェアは09年に75%、FHAも20%を占めた。今日のモーゲッジ市場では政府がまさに最後の貸手である(pp.85-6)。

この結果が抵当流れ(foreclosure)の増加であるが、その原因は時期によって異なっている。2007年、08年は変動金利モーゲッジ(ARM)の金利の見直しによって支払額が急増し支払いができなくなったことが原因であったが、その後は経済不況とともに失業シロンの支払いができなくなったことが主な原因である。09年には280万世帯が抵当流れとなったが、これは07年からは120%、08年からは21%の増加である。

大幅な業績の悪化、損失の発生により、ファニメイとフレディマックの株価も急落した。他方、債券市場の動きは興味深い。ファニメイの発行する債券についてのCDSスプレッドは06年の6ベース・ポイント(bp)から08年3月には88bpに上昇した。しかし、ベア・スターンズやリーマン・ブラザーズが破綻した際

の500bpの上昇に較べると、極めて小幅である。これは市場は政府がファニメイとフレディマックの債券保有者を救済するとみていたことを反映するものであろう(pp.86-7)。

2008年7月13日に、ポールソン財務長官はFRBと協力して、GSEに対してこれまでに例を見ない規模の救済を行うことを発表した。7月30日には住宅・経済回復法(The Housing and Economic Recovery Act)が成立し、財務省は8,000億ドルを上限としてファニメイ、フレディマック、FHLBを救済するための資金を提供できる一方で、GSEを新設する連邦住宅金融庁(Federal Housing Financing Agency, FHFA)の監督下に置いた。

しかし、その後も2つのGSEの損失が増加し続けたため、FHFAの保全管財下に置くことを決定した。財務省はさらに追加的な救済策を採った。第1に、2009年12月に2つのGSEが発行するMBSを2,210億ドル買い上げた。第2に、それに先立って、FRBは09年1月に同じMBSを大量に購入し始め、10年3月31日までに当初予定していた1兆2,500億ドルの購入を終了した。第3に、FRBは08年12月から10年3月までの間に、2つのGSEが発行する機関債を1,720億ドル購入した。この2つのプログラムの実施により、FRBのバランス・シートは2倍に膨れあがった。

2つのGSEは政府の保全管財下に置かれてはいるが、政府の所有権は79.9%に止まっているため、GSEの債務(年金債務を含む)が連邦予算に統合されない。これは実態をみえなくするもので、著者たちは統合すべきであると主張する。そうすれば、連邦政府の負債は10年7月現在、公表されている8兆7,000億ドルではなく、10兆3,000億ドルになる。

新築住宅の販売は10年5月にこれまでの最低水準を記録したが、住宅価格は同年6月によく少し回復した。また、持家率は1999年以来最も低い66.9%に低下した。

家計の負債がなかなか減少しないことが、消費が本格的に回復しない背景になっている。クレジットカードなども含めた家計の負債は08年第1四半期に対GDP比114%、16兆4,000億ドルであり、これは10年前と比べて30%、9兆4,000億ドルも高い水準である。また、抵当流れによる住宅販売の割合が依然として高い。住宅販売全体に占める割合は、07年に6%であったが、09年には29%に上昇している。

抵当流れを減少させるために、モーゲッジの契約条件の変更が重要な政策として採用された。08年11月から09年1月に、GSEは抵当流れに対して支払い猶予を導入した。連邦政府は住宅購入条件変更プログラム(Home Affordable Modification Program, HAMP)をスタートさせ、320万の住宅所有者を支援することを目標にした。

FHLBシステムも危機管理に動員された。もともと、07年8月から始まった金融危機は1兆2,000億ドルのABCP市場が機能不全になったことが発端であった。そこで、FHLBは会員である金融機関(あるいはそれが保有するSPV)に対して資金を供給した。しかし、FRBのブローカー・ディーラーなどへの資金供給プログラム(TALF, PDCF, TSLF)が開始されると、その役割は縮小した。

GSEを支える政府介入は住宅市場を支える効果があったが、FRBのバランス・シートを肥大化させ、財政政策と金融政策の間の利益相反問題を深刻化させる結果になった。

第6章はFRBとの関係についての分析であ

る。GSEを含めた金融機関の救済のためにFRBによる資金供給のプログラムが実行され、そのバランス・シートは2007年8月から10年8月の間に2倍に膨らんだが、その多くは機関債とモーゲッジ関連の資産である(p.102, Figure 6.1)。

政府は1989年にS&Lの救済のために整理信託公社(Resolution Trust Corporation, RTC)を創設したが、GSEの救済に当たってなぜFRBの資金を利用したのであろうか。著者たちはこの理由を当時の金融市場の危機的な状況に求める。つまり、2008年秋に銀行の不良資産の救済プログラム(TARP)が立ちあげられており、リーマン・ブラザーズの破綻から6ヶ月経過した時点では、GSEの清算にともなう資産の処分に必要な新たな資本プールを期待できなかったためである。かくして、次善策はRTCスタイルの資産管理会社を利用した管財方式と一時的な保全方式の組み合わせであったろう。採用された解決策はFRBのバランス・シートにGSEの資産と負債を吸収することであった。

本当の問題はファニメイとフレディマックが保全管財下に置かれて2年が経過しているのに、その資産をFRBのバランス・シートに留めておく理由である。FRBは政府が保証しているというが、政府は明示的にはそれを政府の債務だとは認めていない。現実には、政府がGSEの債務をオフバランスにしていることが、いざという時にデフォルト宣言を行う余地を残すものというのはまったく信じがたいことで、GSEの「ツウー・ビッグ・ツウー・フェイル」という特性を考えれば、全面的な救済を余儀なくされるであろう。

DC法はFRBによる緊急融資の権限を制限

した。しかし、DC法は、FRBが定義上、ノンバンクであるGSEに融資することや債券を購入することには明確な制限を置いていない。この問題については法律上の曖昧さがあるが、GSEは依然としてFRBの信用供与への十分なアクセスを持ち続けることと予想される。これを制限するためには、連邦準備法の改正が必要になろう。

第7章は住宅金融システムの国際比較である。この章の重要な指摘は、アメリカと較べて、住宅金融への政府介入が少ない多くの国がアメリカよりも高い持家率を実現しているということである。

先進国における住宅金融のための資金調達には3つの類型がある。第1は、預金をベースにしたシステムで、アメリカを除いた大部分の先進国の典型的なタイプである (p.117, Figure 7.1)。第2は、「銀行業の新モデル」ともいべきもので、ローンは銀行のバランス・シートには残らないで、MBSの形態で配分される。いわゆる「組成配分型」(originate-to-distribute, OTD)といわれるもので、この比重はアメリカが突出して高い。第3は、大陸ヨーロッパで多くみられるが、「モーゲッジまたはカバード・ボンド」といわれるものである。これは多くの点でMBSと共通した特徴を持っているが、最も重要な違いは投資家は発行した銀行に対して請求権をもっており、仮にその銀行が破綻した場合にも担保となっているモーゲッジに対する請求権を有することである。この方式を採っているデンマークの銀行はモーゲッジを組成する時には、それと見合う満期とキャッシュ・フローのパターンを持つ債券を発行する。住宅所有者は債券価格が下落すると、モーゲッジの支払いのために債券を購入する。これ

によって、流動性が供給されると同時に、モラル・ハザードが抑制される。

モーゲッジの形態は資金調達方法と密接に関連している。預金がベースのシステムでは、よりマッチングの容易な短期の変動金利型のモーゲッジが一般的である。対照的に、アメリカやデンマークがそうであるが、30年満期のモーゲッジは満期の不一致や金利リスクが大きいいため、それを保有するよりMBSの形で流通市場で売却する動機が強く働く。

モーゲッジ債務の大きさも様々である (p.120, Table 7.1)。アメリカの2008年の対GDP比は92%であるが、EUは47%である。この違いはデンマーク、ドイツ、イタリアは最低20%の頭金の支払いを義務づけていることによる。

多くの先進国が低所得者向けの住宅取得プログラムを実施しているが、政府介入の程度はアメリカが際立っている。しかし、持家率は決して高くはない (p.123, Table 7.2)。

アメリカの多くの州はモーゲッジについてノンリコース (非遡及型) と定めている。これに対して、大陸ヨーロッパは他の資産はもちろん将来の給与に対しても遡及を認める無制限のリコース (遡及型) となっている^(注)。興味深いのは、強いリコースを定めている諸国の方が、差押えが少ないことである。

(注) わが国では、アメリカのモーゲッジはノンリコースという誤解が散見される。しかし、実態は法律上もノンリコースであるのは、アラスカ、アリゾナ、カリフォルニア、コネチカット、フロリダ、アイダホ、ミネソタ、ノースカロライナ、ノースダコタ、テキサス、ユタ、ワシントンの各州であり、カリフォルニアは元の住宅ローンはノンリコースであるが、ホーム・エクイティ・ローンはリコースである (p.198, Chap. 7, note 3)。州によって異なるという説明である。

もっとも、法律上はリコースであるが、実態はノンリコースという説明もある (小林正宏、安田裕美子 [2008]、『サブプライム問題とアメリカの住宅金融市

場」住宅新報社, pp.150-52)。評者はこの問題について断定するほどの知見を有していないが、債権法の専門家による説明が待たれる問題である。

3

第8章と第9章は住宅金融システムについての改革の方向性である。巨大な存在となったGSEの役割を縮小し、効率的なモーゲッジ市場を創造するためには、住宅金融システムの急進的な改革が必要であることを主張する。

まず、公的保証は適格ローンに限定されるべきである。その上で、GSEの果たしている投資機能と保証機能という二つの機能を検討する必要がある。GSEは投資機能が流通市場に流動性を供給する役割を果たしていると主張するが、適格ローンは十分な流動性が存在し、その必要性はない。むしろ、GSEは市場から低利で調達した資金で取引することによって巨大な利益をあげ、2つのGSEのCEOの報酬も06、07年にそれぞれ2,800万ドル、政府の管財下に入った10年でさえ600万ドルであった。FRBのバーナンキ議長のそれは19万1千ドルであった。そして、その運用資産額は最大のヘッジ・ファンドよりも大きかった (p.137)。

トレーディング機能は、多くの点で「利益の私有化、損失の社会化」を体現するもので、剥奪すべき機能である。政府もそのような方向性に向かっており、09年末の869億ドルを21年までに250億ドルに引き下げる予定である。

政府はGSEの保証機能について特に考えていないようであるが、維持されるべき重要な機能である。ただし、それはシステム・リスク、効率的価格形成、および市場規律という諸目標の間のバランスを取りながら再構築すべきであ

る。

改革の方向性であるが、一つの選択肢は保証業務を完全に国有化することである。この場合、GSEは厳格な規制の下で、政府予算で運営される公益事業会社となる。しかし、このアプローチは市場情報の入手の困難、ガバナンスの欠如、政治的思惑の影響などの欠点がある。

もう一つの選択肢は保証業務の完全な民営化である。GSEは解体され、銀行とモーゲッジの貸手が適格モーゲッジの組成を担うことになる。このアプローチの利点は、政府による保証にともなう歪み（低コストでの資金調達など）を排除できることである。しかし、完全に民営化されたモーゲッジ市場は真空状態で機能する訳ではなく、ましてや金融企業は自由市場で競争している訳ではない。例えば、銀行は預金保険制度、保険会社は州の保険でセーフティ・ネットが提供され、モーゲッジの組成は4大銀行に集中している。このような現状を考えると、民営化されたモーゲッジ銀行システムは、政府による支援を受けた民間が営む「GSE」に変貌する可能性が強いのである。

第3の選択肢は、国有化の利点と欠点をバランスさせる公的部門と民間部門の協働を組織化するハイブリッドな解決策である。このアプローチでは、民間のモーゲッジ証券化事業者はモーゲッジ組成者からモーゲッジ・ローンを買取り、デフォルト・リスクのないMBSを発行する。モーゲッジ証券化事業者はこのMBSに対してデフォルト保険を購入してヘッジを行う。この保険は新しく創造される公的部門と民間部門の協働ストラクチャを通じて提供される。このスキームは2002年11月のテロリズム・リスク保険法 (TRIA) が政府の再保険によって支持されることにヒントを得ている。同じよ

うに、証券化事業者は民間保険会社から保険を購入し、それを越える分は新たに政府モーゲッジ・リスク保険公社 (GMRIC) から購入するのである。

また、FHLB システムはもう一つの GSE であり、2007-09年の金融危機の時には、預金取扱機関の「最後の拠り所」になった。12の FHLB は支払い不能にはならなかったが、やはり GSE のステイタスをベースにした金融機関は完全に民営化されるべきである (pp. 176-77)。

4

本書は200ページ余りの小著ではあるが、アメリカの住宅金融システムが抱える様々な問題を多面的に検討しており、住宅金融システムの歴史、現状の問題点、国際比較、そして改革の方向性について大変バランス良くまとめられていると同時に、極めて密度の濃い好著である。

あえて本書で軽視されている点を指摘すれば、住宅金融システムと景気対策との関連であろう。第1章で07年後半からの金融危機は1992年の FHEFSSA が GSE の住宅ローンの融資基準を緩和させたことが大きな転機になったことが指摘されている。それはまったく妥当な評価ではあるが、07年後半以降のサブプライム問題の直接の背景は2000年の IT バブルの崩壊とリセッションを避けるために採られた FRB による金利の引き下げにあったというのが通説であろう。あるいはもっと通時的に、アメリカに

限ったことではないが、先進各国において住宅政策が個人消費喚起のための最も効果的な景気対策として位置付けられてきたという事情がある。そのような歴史を考えれば、住宅金融システムの改革はより広範な政策との関連で検討されるべき性格を持っていると思われる。

もちろん、このことは本書の価値を何ら損なうものではない。特に、評者には、FRB との関連を分析した第6章と、先進諸国の住宅金融システムを比較検討した第7章が大変興味深かった。

GSE の処理が、なぜ RTC 型の破綻処理ではなく、FRB の信用供与という方法を探らざるを得なかったのか、保全管財下に置かれているノンバンクである GSE の債券を保有し続けることは FRB の健全性の観点からどのような問題を孕むのかなど、本書によって問題意識を喚起させられた点が多々ある。

また、先進諸国の住宅金融システムの比較に関しては、資金源泉によってモーゲッジの証券化の動向が左右されること、モーゲッジ債権がリコースかノンリコースかによって抵当流れの水準が大きく違うことなど、新たな視点をえた点も多い。

しかし、GSE が巨大で複雑な存在だけに、その改革となると多くの異論が予想される。本書は、間違いなく金融危機の主要な原因の一つであったにもかかわらず、金融システム改革の中でやや過少に扱われた印象のある問題について議論を喚起する契機を与えるものであろう。

(当研究所理事・主任研究員)