

# 経済マンスリー [解説]

## 米国における GSE・住宅金融市場改革の行方

### 【要旨】

- ◇ 住宅市場は回復傾向にあるが、住宅ローンの民間金融機関による貸出基準は依然として厳しく、ファニーメイやフレディマックが支えている状況。
- ◇ ファニーメイとフレディマックは、このところ業績が大幅に改善。今年から公的資金注入額に上限が設けられたが、住宅市場の回復が続けば、追加の公的資金注入は限定的となる公算。
- ◇ 両社の業務については、業績や住宅金融市場の動向に関わらず、一段の縮小が不可避。保証料の引き上げを段階的に実施しているほか、投資ポートフォリオ残高も縮小ペースが加速。また、今年からほぼ全ての利益が配当を通じて財務省へ支払われる。
- ◇ 一方、民間資本を呼び込むため、標準化され効率的な住宅金融市場の再構築に向けた取り組みも、着実に進展（両社の証券化プラットフォーム一本化など）。
- ◇ GSE・住宅金融市場改革の機運は、2011 年に一度高まった後、停滞していたが、足元で再び高まりつつある。改革の早期実現を促す法案が有力議員から提出されたほか、民間からは包括的な改革提案が徐々に発表された。
- ◇ 米国では、住宅（金融）市場には正の経済効果があるとの考えが根強い。改革の方向性は、米国連邦住宅局（FHA）は存続、ファニーメイ・フレディマックは廃止、バックストップとして再保険を提供する純粋な政府機関を設立、が現時点で濃厚。この場合、住宅ローン金利は上昇するも、大幅とはならない見込み。
- ◇ 当面のポイントは、ファニーメイ・フレディマックの業務縮小や改革実施のペースに対し、住宅金融市場の再構築、民間資本流入（回帰）のペースが遅延しないかどうかであり、注視が必要。

## はじめに

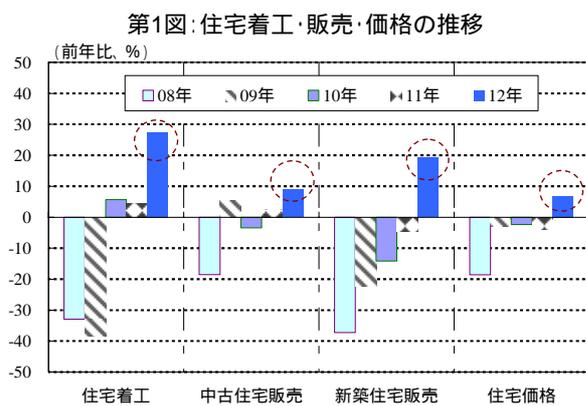
米国では住宅市場が回復傾向にある。ただし、正常化しているとは言えず、なかでも政府関与により支えられている住宅金融市場の動向は、回復の持続性をみる上で注意が必要だ。本稿では、足元で再び機運が高まっているGSE2社（ファニーメイとフレディマック）<sup>(注1)</sup>と住宅金融市場の改革動向を確認する。住宅市場の現状、GSE2社の状況、改革に向けた動き、の順にみていきたい。

(注1) GSE（政府支援機関）とは、政府と一定の関係がある企業・機関のこと。ファニーメイとフレディマック以外にも存在する。なお、米国住宅金融市場で“エージェンシー”とは、政府機関または政府支援機関のことを指す。

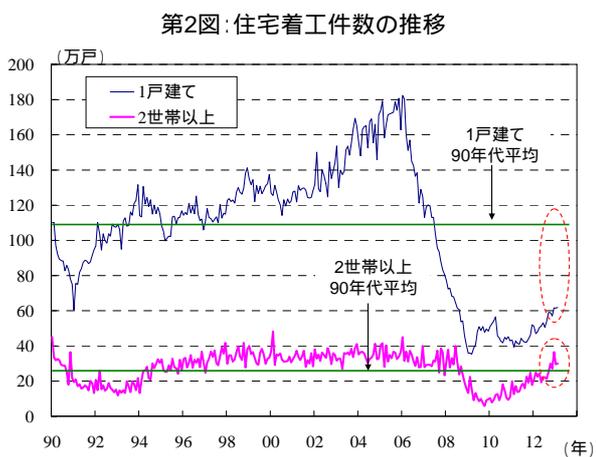
## 1. 住宅市場の現状

住宅市場では、着工や販売の伸びが昨年に大きく高まり、住宅価格の上昇傾向も明確になっている（第1図）。在庫率や空室率の低下にみられるように、バブル崩壊後の過剰在庫の調整は一定程度進展してきた。

ここまでの住宅市場回復の特徴として、賃貸需要の強まりを指摘することができる。持家率は2006年の69%から足元で65%と低下が続いており、住宅着工件数においても集合住宅（2世帯以上）の増加が顕著である（第2図）。主因は、民間金融機関の住宅ローン貸出基準が依然として厳しいことであろう。賃貸需要が強まるなか、機関投資家やプライベートエクイティファームなどは、割安に放置された物件を購入し賃貸収入を得る、という取引を積極的に行ってきた。



(注) 住宅価格は、S&Pケースシャー住宅価格(20都市)。  
(資料) 米国商務省、全米不動産業協会、S&P統計より  
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

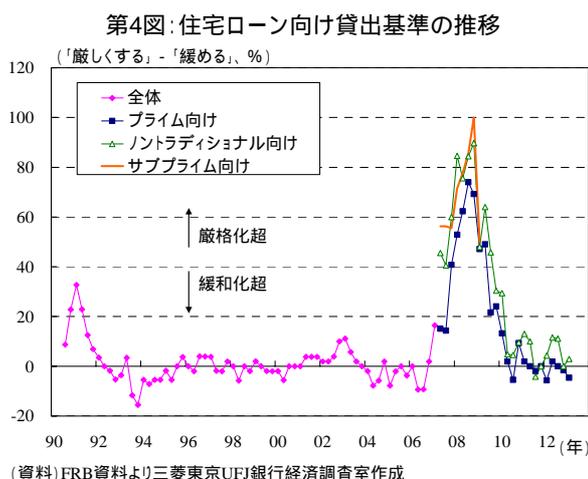
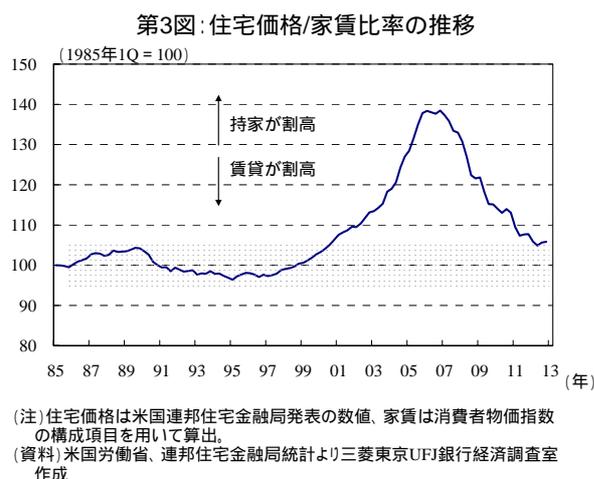


(資料) 米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

しかしながら、足元では賃貸物件所有の収益性は低下しつつある。賃貸の割安感が薄れ、家賃の上昇に一服感がみられるなか（第3図）、住宅価格が上昇しているためだ。機関投資家などは賃貸物件への投資ペースを抑制する可能性があるだろう。米国では賃貸市場の発達が不十分なため、住宅市場の安定的回復には、個人の持家取得に対する住宅ローン提供が不可欠であるが、民間金融機関の貸出基準は緩和が進まず（第4

図) (注2)、ファニーメイ・フレディマックなどが支えている状況だ。

(注2) 民間金融機関の貸出基準が緩和しない一因として、規制動向や買い戻し請求などへの不透明感が挙げられる。この点につき、米国消費者金融保護局 (CFPB) は 2013 年 1 月 10 日に発表した住宅ローン業務規制のなかで、一定の条件を満たす「適格ローン (Qualified Loan)」を定義。適格ローンは、消費者の訴訟から金融機関を保護するセーフハーバー条項が付き、証券化の際にオリジネーターがリスクを 5% 保有する新たな規制 (リスク保有ルール) の適用除外となる。一連の住宅ローン業務規制は、2014 年に発効。また、FHFA は 2012 年 9 月にファニーメイ、フレディマックによる住宅ローン債権買い戻し規則を明示した。これらにより不透明感がどの程度解消するかは注目される。



## 2. ファニーメイとフレディマックの現状

ファニーメイとフレディマックは、住宅バブル崩壊に伴う業績の大幅悪化で公的資金注入を受けるとともに、2008年9月7日から米国連邦住宅金融局 (FHFA) の保全管理下 (conservatorship) に置かれている<sup>(注3)</sup>。FHFAは2社の公的管理者また規制当局者として、3つの法的な義務を負っている。具体的には、「2社が健全で強固な経営状態となり、資産が保護されるために必要な措置をとること」、「(法的な変更が無ければ) 安定的で流動性の高い住宅ローン市場形成のサポートを、保全管理前と同様に果たすこと」、「住宅保有者への支援を最大化するとともに、差し押さえの最小化などを通じて納税者利益の最大化を図ること」の3つである。

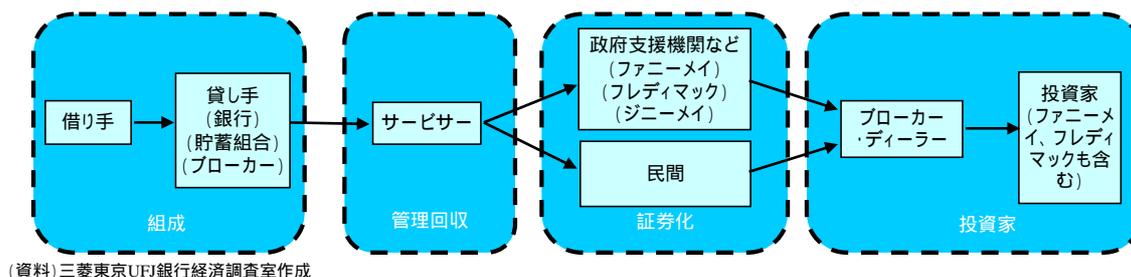
本章では以下、2社の住宅金融市場での位置付け、住宅関連保有資産、業績、公的支援状況の順にみていく。

(注3) FHFAは「2008年住宅経済回復法 (HERA)」により2008年7月に創設。FHFAの局長は、2009年に当時のジェームズ・ロックハート局長が辞任してから空席となっており、エドワード・デマルコ氏が局長代行となっている。FHFAは、FRB (米国連邦準備制度理事会) や FDIC (米国連邦預金保険公社) など同様の独立機関であり、その局長は大統領の指名、上院の承認を経て決定される。足元では、オバマ大統領が近々に局長を指名するとの観測報道が出ており、候補としてメル・ワット下院議員 (民主党・ノースカロライナ州選出) や、ムーディーズのエコノミストであるマーク・ザンディ氏の名前が挙がっている。

## (1) ファニーメイとフレディマックの住宅金融市場での位置付け

ファニーメイとフレディマックの事業は大きく2つからなる。民間金融機関組成の住宅ローンを裏付けとした住宅ローン担保証券（MBS）を発行・保証する「MBS 保証業務」と、住宅ローンや MBS を市場から購入して保有する「投資ポートフォリオ業務」である（第5図）。

第5図：米国における一戸建て住宅金融システムのイメージ図



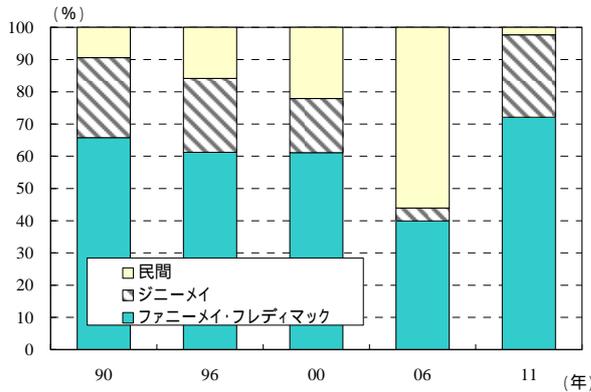
米国の住宅ローン市場をまずストックで見ると、2012 年末時点で、一戸建て住宅ローン残高は 9.9 兆ドル。そのうち、13%は米国連邦住宅局（FHA）などの政府プログラムにより保証されており、52%はファニーメイ・フレディマックにより保証、残りは 35%である<sup>(注4)</sup>。次にフローで見ると、2012 年第 3 四半期時点で、一戸建て住宅ローンの組成は 5,100 億ドル。そのうち、18%は政府プログラムにより保証されており、66%はファニーメイ・フレディマックにより保証、残りは 16%である。

さらに、米国では住宅ローンの 80%以上が証券化されMBSとなっているが、証券化残高に占めるファニーメイとフレディマックのシェアは、一段と高くなる。シェアは特に金融危機以降に上昇しており、2011 年のMBS組成に占めるファニーメイ・フレディマックのシェアは 72%、ジニーメイ<sup>(注5)</sup>が 26%であり、民間金融機関は 2%に止まっている（第6図）。なお、このようなMBSを含む政府機関・政府支援機関が保証・発行している証券は、米国金融機関に加え、投資信託、海外投資家、FRBと幅広い投資家に分散して保有されている（第7図）。

(注4) ファニーメイとフレディマックが取り扱い可能な住宅ローン（コンフォーミングローン）の上限は、金融危機を受け 2008 年に 73 万ドルへ時限的に引き上げられた（高額な所謂ジャンボローンも取り扱い可能に）。その後、2011 年 10 月に元の水準（62.5 万ドル）へ一旦引き下げられたが、11 月には再度上限が 73 万ドルへ引き上げられている。なお、コンフォーミングローンの頭金は 10～20%程度。個人の信用力を点数化した「FICO スコア」で、660 ポイント以上が求められる。

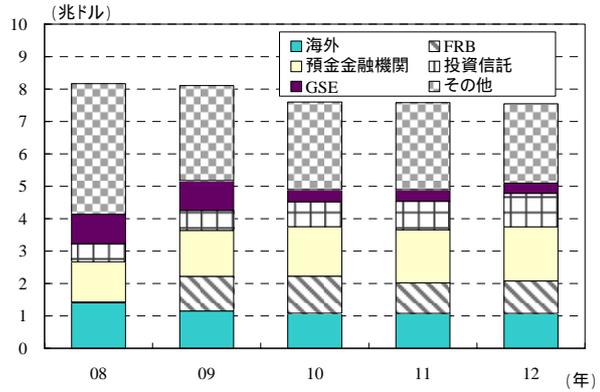
(注5) ジニーメイは米国住宅都市開発省（HUD）の一部。主に FHA 保証付きローンを担保とした MBS の保証業務を行っている。

第6図：MBS市場の内訳（フロー）



(資料)インサイド・モーゲージ・ファイナンス資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図：政府機関・政府支援機関が保証・発行する証券の保有主体別残高の推移



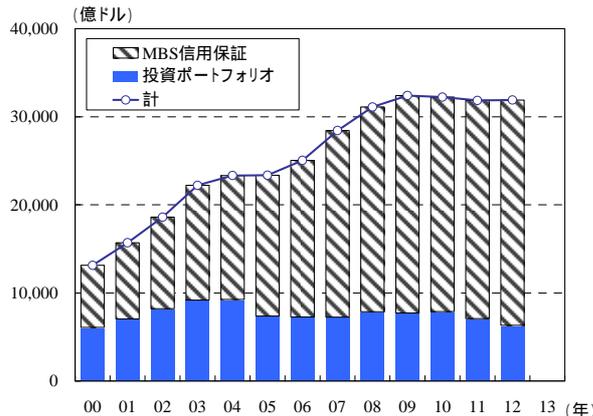
(資料)FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (2) ファニーメイとフレディマックの住宅関連保有資産

2012年末の住宅関連保有資産は、ファニーメイが約3.2兆ドルとなり、ピークの2009年から微減。内訳では、MBS信用保証が2.6兆ドル程度、投資ポートフォリオが0.6兆ドル程度となっている（第8図）<sup>(注6)</sup>。フレディマックの住宅関連保有資産は約2兆ドルで、ピークの2009年（2.3兆ドル）から13%減少。内訳では、MBS信用保証が1.4兆ドル程度、投資ポートフォリオが0.6兆ドル程度となっている（第9図）。両社ともに、保有資産の規模は2000年頃との比較では大幅に増加した状態である。

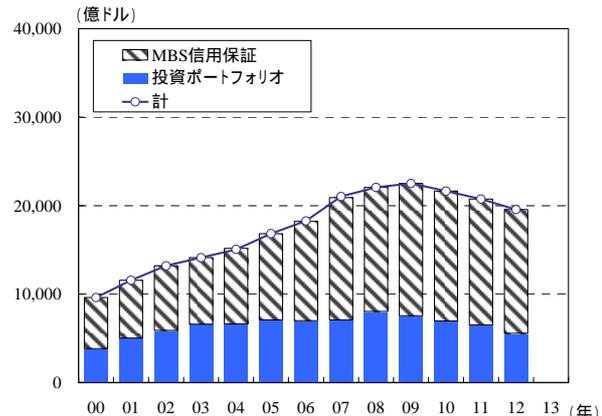
(注6) 従来、ファニーメイとフレディマックのMBS信用保証はオフバランス（バランスシートへ計上せず）として取り扱われていたが、会計基準変更により2010年以降はオンバランス（バランスシートへ計上）として取り扱われている。

第8図：ファニーメイの住宅関連保有資産の推移



(資料)ファニーメイ社資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

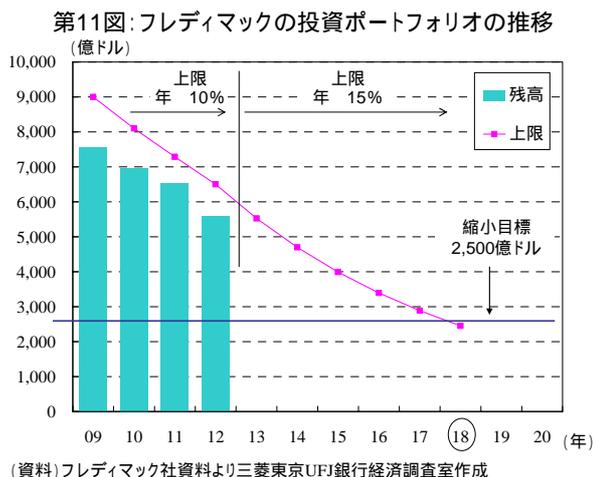
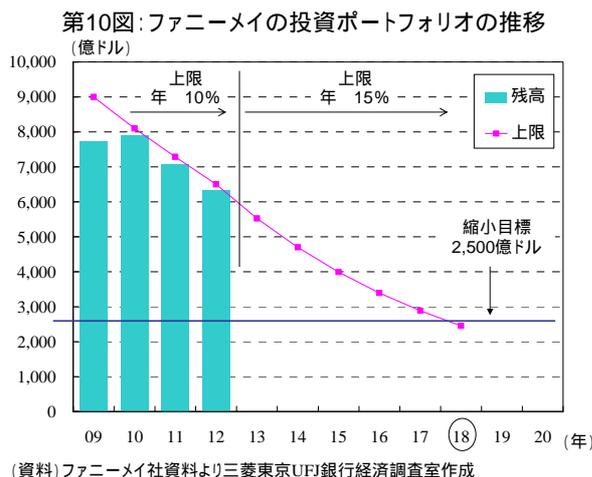
第9図：フレディマックの住宅関連保有資産の推移



(資料)フレディマック社資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

なお、2社の投資ポートフォリオ残高は、優先株出資契約（Preferred Stock Purchase Agreement; PSPAs）に基づく財務省の指示により縮小が定められている。投資ポートフォリオの上限は、2009年末時点で2社ともに9,000億ドルと設定され、2010年から年10%のペースで引き下げられてきた。その後、2012年8月に優先株出資契約が変

更され、2013年より縮小ペースが年15%へ加速することとなった。上限の引き下げは、各社の投資ポートフォリオが2,500億ドル以内に縮小するまで続けられる。2,500億ドル以内に縮小するタイミングは、それまでの2022年から、縮小ペースの加速により2018年に前倒しされる(第10、11図)。2社の住宅関連資産に占める投資ポートフォリオのウェイトは20~30%に止まるが、現在の住宅ローン市場にとっては影響が懸念されよう。



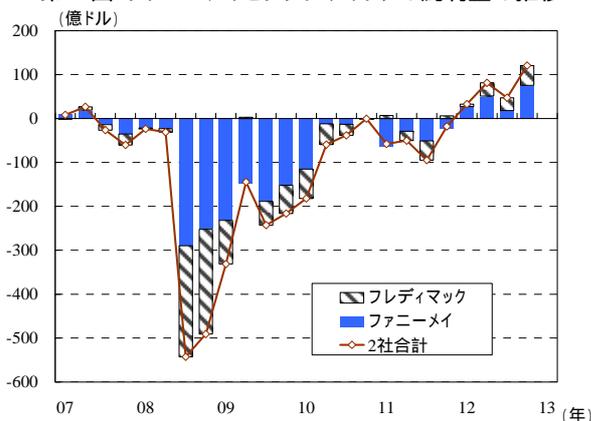
### (3) ファニーメイとフレディマックの業績

ファニーメイとフレディマックの業績は、金融危機以降、赤字が続いていたが、足元では黒字に転換している。ファニーメイが4月2日に発表した決算では、2012年第4四半期の純利益は76億ドルとなり、4四半期連続で黒字となった(第12図)。2012年通年の純利益は172億ドルと、2011年(169億ドル)から大幅に改善し、過去最高益となっている。また、フレディマックが2月28日に発表した決算でも、2012年第4四半期の純利益は45億ドルとなり、5四半期連続で黒字となった(第12図)。2012年通年の純利益は110億ドルの黒字と、2011年(53億ドル)から大幅に改善している。

業績改善の背景は、住宅ローン延滞率の低下、住宅価格の上昇、所有物件の販売価格上昇、などを受けた信用コストの大幅減少である(第13図)。また、段階的に実施している保証料引き上げも寄与している(注7)。

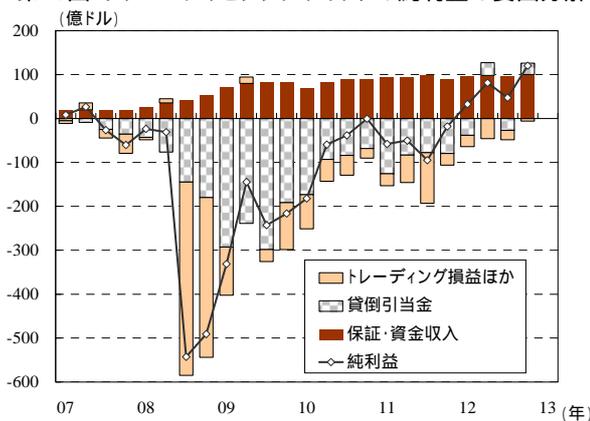
(注7) ファニーメイとフレディマックが徴収する保証料は、給与税減税延長の財源として2012年4月より0.1%引き上げられた。また、「リスクに見合った手数料体系へ移行」するため、FHFAの指示を受け、2012年11月にも0.1%引き上げられた。現在、新規の住宅ローンに対する保証料は平均で0.5%程度となっており、保全管理下前の2倍へ上昇している。

第12図：ファニーメイとフレディマックの純利益の推移



(資料)ファニーメイ、フレディマック社資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

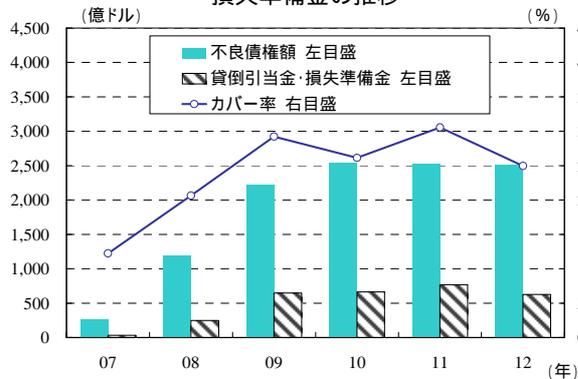
第13図：ファニーメイとフレディマックの純利益の要因分解



(資料)ファニーメイ、フレディマック社資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

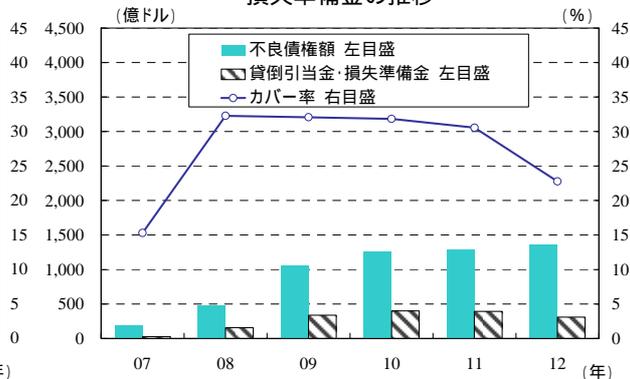
不良債権額をみてみると、ファニーメイが 2,500 億ドル程度、フレディマックが 1,400 億ドル程度となっており、このところ増加せず横這いで推移している(第 14、15 図)。そのため、貸倒引当金・損失準備金の新規積み増しも限られ、貸倒引当金・損失準備金残高はやや減少している状況だ。

第14図：ファニーメイの不良債権額と貸倒引当金・損失準備金の推移



(注)「カバー率」は、貸倒引当金・損失準備金を不良債権額で除したもの。  
(資料)ファニーメイ社資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第15図：フレディマックの不良債権額と貸倒引当金・損失準備金の推移



(注)「カバー率」は、貸倒引当金・損失準備金を不良債権額で除したもの。  
(資料)フレディマック社資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

#### (4) ファニーメイ・フレディマックへの公的支援状況

ファニーメイとフレディマックには、2008 年より公的資金が注入されてきた。これまでの公的資金注入額は、ファニーメイが 1,161 億ドル、フレディマックが 713 億ドルである(第 16、17 図)。2 社合計では 1,875 億ドルとなり、米国の年間名目 GDP(16 兆ドル程度)の 1.2%に相当する。ファニーメイは 2011 年第 4 四半期までは公的資金を申請していたが、2012 年第 1 四半期から 4 四半期続けて申請を行っていない。フレディマックも、2012 年の公的資金注入額は、ほぼゼロ(19 百万ドル)である。

なお、財務省からの公的資金注入が、“無制限”であったのは 2012 年までで、今年からは各社 2,000 億ドル程度が上限となっている(注<sup>8</sup>)。現在の住宅市場の回復傾向が

続くのであれば、今後も2社への公的資金注入は回避もしくは限定的な金額に止まりそうだと(注9)。

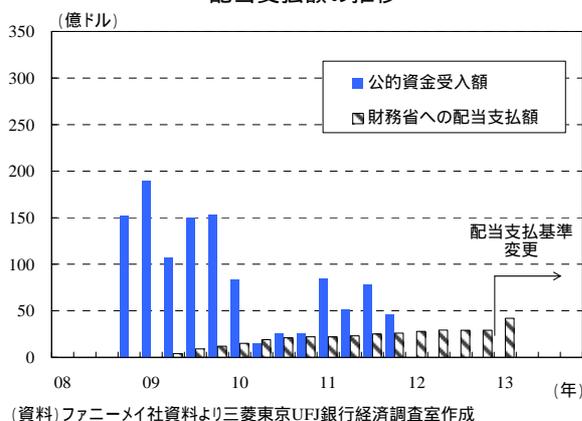
一方、(優先株を保有している)財務省への配当支払い額は、2013年3月末まででファニーメイが累計356億ドル、フレディマックが累計296億ドルである(第16、17図)。配当支払い累計額の公的資金注入額に対する比率は、ファニーメイが30%程度、フレディマックが40%程度となる。2012年8月に財務省とファニーメイ・フレディマックの間の優先株出資契約が変更され、2013年以降の優先株配当は、それまでの年10%では無く、ほぼ全ての利益が財務省へ支払われることになった(注10)。これにより、ファニーメイ・フレディマックは今後、資本を積み上げないことになり、一段と保守的な業務運営が求められるよう。

(注8) 厳密には、各社の公的資金注入上限額は、2,000億ドルまたは「2,000億ドル+(2010、11、12年の公的資金注入額)-(2012年末の純資産額)」の大きい方で設定された。すなわち、2,000億ドルとは2009年末時点での上限である。ファニーメイの今後の上限は、2,000億ドル+410億ドル-72億ドル=2,338億ドル。現在までの公的資金注入額が1,162億ドルであるため、残りは1,176億ドルである。フレディマックの今後の上限は、2,000億ドル+206億ドル-88億ドル=2,118億ドル。現在までの公的資金注入額が713億ドルであるため、残りは1,405億ドルである。

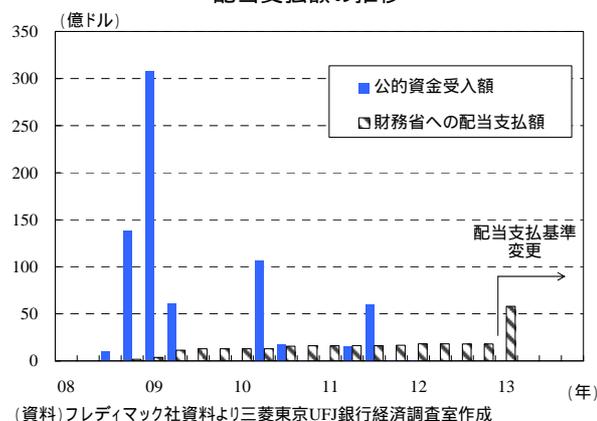
(注9) FHFAは2010年10月に、2社の将来的な公的資金申請の見通しを発表。以後、毎年見直しを行っている。直近2012年10月時点の見通しでは、累計の公的資金注入額は2015年末の2社合計で1,910~2,090億ドルとされており、今後の資金注入は限定的とみられている(現在の公的資金注入額の2社合計は1,875億ドル)。

(注10) 厳密には、2013年から2017年までの配当は、各四半期末の純資産から所定の資本準備額を引いた金額となる。所定の資本準備額は、2013年30億ドル、2014年24億ドル、2015年18億ドル、2016年12億ドル、2017年6億ドルで、2018年以降はゼロとなる。ファニーメイは、2012年第4四半期の純資産が72億ドルであったため、2013年第1四半期に支払う配当は、72億ドル-30億ドル=42億ドルとなる。フレディマックは、2012年第4四半期末の純資産が88億ドルであったため、2013年第1四半期に支払う配当は、88億ドル-30億ドル=58億ドルとなる。

第16図:ファニーメイの公的資金受入額と配当支払額の推移



第17図:フレディマックの公的資金受入額と配当支払額の推移



### 3. 政府による住宅市場対策プログラム

ここでは、ファニーメイ・フレディマックの業務と密接に関わっている政府の住宅

市場対策プログラムを確認しておきたい。政府は、住宅バブル崩壊を受け、住宅ローンでネガティブエクイティ（保有住宅のローン残高が住宅価値を上回る）状態の借り手が多い問題への対策として、条件変更プログラム（HAMP）<sup>（注11）</sup>と借り換えプログラム（HARP）<sup>（注12）</sup>の2つのプログラムを創設し、現在も実施している。取り扱い実績は、HAMPは累計120万件程度、HARPが累計220万件程度である（第18、19図）。これらのプログラムは、当初想定ほどには取り扱いが増えてこなかったが、プログラムの段階的な改善や金利の大幅低下もあり、HARPについては、2012年の取り扱い実績が110万件程度と、それ以前の3年間累計に匹敵する規模となった。

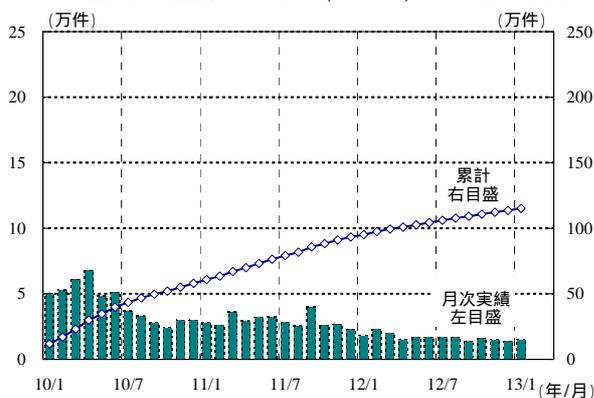
追加の住宅対策として、オバマ政権は、返済が困難な借り手の住宅ローン元本の削減を、ファニーメイとフレディマックに対して求めてきたが、FHFAの反対により実現に至っていない<sup>（注13）</sup>。

（注11）条件変更プログラム（HAMP）は2009年3月に導入。デフォルトのリスクが差し迫っている借り手を、金利減免や返済期限延長、（一部では元本削減）などの条件変更を実施して支援するプログラム。借り手の返済負担を軽減し（月収の31%以内）、差し押さえの防止、住宅の継続保有を目指す。数カ月の試行期間で延滞が無ければ、恒久的な条件変更に移行する。2009年の導入時には最大400万件的住宅ローン条件変更が期待されたが、実績は低調。政府は2012年1月に、プログラムを2013年末まで1年延長することを発表した。条件変更の基準である“差し迫ったデフォルトリスク”の解釈を緩和し、借り手の金利引き下げを、本プログラムで実施する案も出ている。

（注12）借り換えプログラム（HARP）は2009年3月に導入。ネガティブエクイティの状態での借り換えが困難な借り手を支援するプログラム。対象は、2009年5月31日以前にファニーメイ・フレディマックへ売却され、ファニーメイ・フレディマックが保有または保証している住宅ローン。FHFAはオバマ政権の指示を受け、2011年10月にHARPの条件を大幅緩和するとともに、プログラム期間を2012年7月末から2013年12月末まで延長。大幅緩和の内容は、LTV比率（Loan-To-Value、住宅価値に対する住宅ローンの割合）の上限125%を撤廃、期間が短い住宅ローンへの借り換えを対象に一定の手数料を免除。その後、2013年4月11日に、プログラム期間が2015年末まで2年間延長された。政府は、対象を民間住宅ローンへ拡大したい意向であるが、議会の承認が必要で、実現は難しい模様。

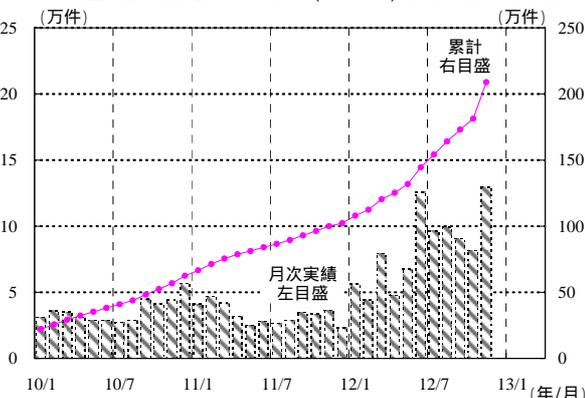
（注13）FHFAは2012年7月31日に元本削減を行わない旨の声明を発表したが、声明直後に、ガイトナー財務長官（当時）が再考を求めている。FHFAの試算によると、住宅ローン元本削減によるメリットは、現実的なシナリオ想定下では小さく（1～5億ドル）、少数の借り手がデフォルトを選択すれば、簡単に相殺されてしまうとのこと。

第18図：条件変更プログラム(HAMP)の取り扱い実績



（資料）米国連邦住宅金融局、住宅都市開発省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第19図：借り換えプログラム(HARP)の取り扱い実績



（資料）米国連邦住宅金融局、住宅都市開発省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

#### 4. FHA の業績動向

次に、住宅金融市場改革においてファニーメイ・フレディマックとともに議論の遡上に上がっている FHA の状況を確認しておきたい。

FHA は 1934 年に大恐慌を受けて創設され、1965 年に住宅都市開発省 (HUD) の一部となった。純粋な政府機関である。初回住宅購入者や低所得者向けの住宅ローン保証業務を手がけ、FHA が取り扱う住宅ローンの頭金は 3.5% で済む。FHA は現在、4.8 百万件の一戸建て住宅ローンと 1.3 万件の集合住宅プロジェクトを保証。住宅ローンの保証金額でみると、直近会計年度末 (2012 年 9 月末) 時点で 1.1 兆ドルになる。

FHA は、住宅バブル期にも貸出基準を緩和せず、サブプライムなど問題のある住宅ローンを保証しなかった。そのため FHA は、金融危機以降に相対的な健全性が高まり、住宅ローンの 3 件に 1 件を保証するほどにシェアが上昇した (第 20 図)。崩壊の淵にあった住宅市場を支えたとして一時は存在感を高めたが、足元ではその代償として長期延滞率が高止まりするなど (他社に遅れて) 健全性が悪化している (第 21 図) (注 14)。

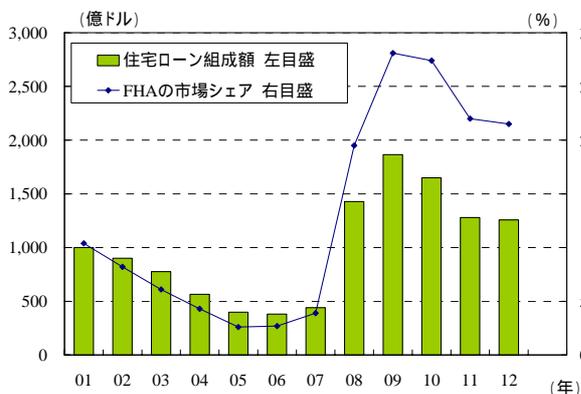
HUD は 2012 年 11 月 15 日、FHA が将来的な損失見込みを考慮すると、163 億ドルの資本不足に陥る可能性を指摘。対策を講じれば支援は回避可能な模様だが、仮に政府へ支援要請をすれば FHA の 78 年の歴史で初めての事態となる (注 15)。

後述するように、住宅金融市場改革において FHA が廃止もしくは大幅縮小される可能性は低そうだ。但し、このように財務状況が悪化したことで、支援要請の実施有無や改革内容に関わらず、これまでに比べ業務の縮小は避けられないであろう。保証料引き上げの動向などが注目される。

(注 14) 延滞している住宅ローンは、2007-09 年に保証したものが多く、2009 年以降は基準をやや厳格化したため、ローンの質は改善している。健全性を高める方策として以下を実施。 2009 年以降 5 回にわたり保証料を引き上げ (直近では資本不足の可能性を発表した翌 11 月 16 日に 0.1% の保証料引き上げを発表) クレジット・リスク・オフィサーを雇用、 借手手のクレジットスコアに下限を設定、 低クレジットスコアの借手に高い頭金比率を要求。

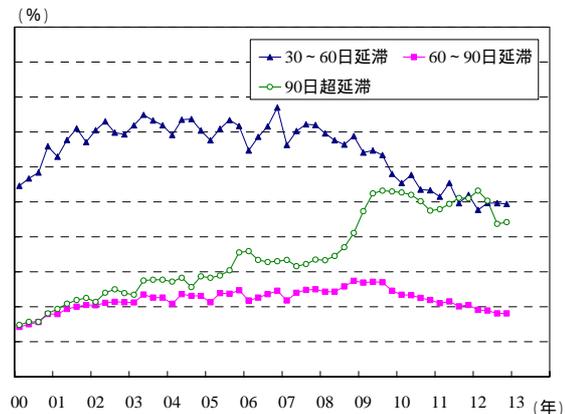
(注 15) オバマ大統領の 2014 会計年度予算教書では、FHA へ 943 百万ドルの支援額が想定された。資本不足額 163 億ドルに比べれば小額となっている。

第20図: FHAの住宅ローン組成額と市場シェアの推移



(注) 対象は、1-4世帯の住宅、新規購入向けのみで借り換えは含まず。  
(資料) 米国住宅都市開発省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第21図: FHAローンの延滞率の推移



(資料) 米国モーゲージ銀行協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 5. GSE・住宅金融市場改革の動向

このように、ファニーメイ・フレディマックの業績が大きく改善していること、公的資金注入が不要となってきたこと、住宅市場の改善傾向が明確になってきたこと、などから GSE・住宅金融市場改革を進める環境は徐々に整いつつある。FHFA による保管理後を睨んだ政策も着実に実施されるなか、実際に議会でも改革案を審議する機運が再び高まっている。本章では、これまでの GSE・住宅金融市場改革の動向を、2011 年、12 年、13 年と年単位で振り返る（第 1 表）。

第1表：GSEの業務変更と公的管理、改革の動向

	GSEの業務変更	公的管理の動向	改革の動向
2008年7月		・FHFA創設	
2008年9月	(リーマンショック)	・FHFA、2社を保管理下に (公的資金注入開始)	
2009年2月	・投資ポートフォリオの上限を8,500億から 9,000億ドルに引き上げ		
2009年5月		・優先株出資契約変更(1回目)	
2009年12月		・優先株出資契約変更(2回目)	
2010年1月	・会計基準変更(MBS保証もオンバランス に) ・投資ポートフォリオの上限引き下げ開始		
2010年12月			・米国議会予算局(CBO)、GSE改革につ いてのレポートを公表
2011年2月			・財務省、「住宅金融市場改革案」を議会へ 提出
2011年10月	・取り扱い住宅ローンの上限引き下げ (729,750ドル→625,500ドル)		
2011年11月	・取り扱い住宅ローンの上限引き上げ (625,500ドル→729,750ドル) ・借換の新たなガイドラインを発表		
2012年1月	・財務省、GSEの住宅ローン債権償却に奨 励策を提案( FHFAが提案を判断)		・FRB、住宅市場の改善提案書を議会へ送 付
2012年2月	・差し押さえ物件の貸貸向け売却手続き開 始	・FHFA、2社の戦略計画を発表 ・FHFA、「2012年スコアカード」を発表	
2012年4月	・保証料を0.1%引き上げ		
2012年7月	・FHFA、財務省からの元本削減提案を拒 否		
2012年8月	・FHFA、ショートセールを容易にするGSE 向け新指針発表	・優先株出資契約変更(3回目)	
2012年9月	・住宅ローン債権買戻し規則の条件を明示		
2012年10月			・FHFA、「セカンダリー住宅ローン市場イン フラの構築」についてホワイトペーパーを 発表
2012年11月	・保証料を0.1%引き上げ		
2013年1月	・投資ポートフォリオの縮小ペース加速(年 10→15%)	・公的資金注入額に上限設定開始 ・優先株への配当方法変更開始	
2013年2月			・超党派政策センター、GSE改革案を発表
2013年3月		・FHFA、「2013年スコアカード」を発表	

(注)「ショートセール」とは、住宅ローン残額未済での物件売却のこと。  
(資料)各種資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### (1) 2011 年の GSE・住宅金融市場改革の動向

2011 年 2 月、財務省は金融規制改革法（ドッド・フランク法）に基づき、GSE 改革案を含む「住宅金融市場改革案」を議会に提出した（第 2 表）。なお、金融規制改革法は GSE 改革の提言作成を議会に求めるに止まり、改革を行うことまでは定めていない。

当該改革案には、ポートフォリオへの上限設定や保証料の引き上げを通じた「ファニーメイ・フレディマックの段階的縮小」や、「住宅金融市場の不備の是正」、「適切

な住宅取得支援」が盛りこまれた。「住宅金融市場の不備の是正」では、サブプライム問題の反省に加え、ファニーメイとフレディマックへの依存により不適正となっている市場慣行も含め、広範な改善が提案された。

第2表：財務省の住宅金融市場改革案

(1) ファニーメイ・フレディマックの段階的縮小と民間資金の住宅金融市場への回帰	
	割安な住宅ローン保証料を、民間銀行と同水準へ引き上げ
	保証可能な住宅ローン上限額を引き下げ
	保証を受けるためのローン頭金支払額を10%以上に引き上げ
	両社の投資ポートフォリオを年10%以上のペースで縮小(その後15%に変更)
	FHAを伝統的な役割へ戻す
(2) 住宅金融市場の不備の是正	
	不公平な慣行の是正、消費者に対する住宅金融の情報開示の促進
	証券化の情報開示と透明性の強化
	金融機関の健全性強化を通じ、より安定した住宅ローン市場の構築
	債権回収業務、差し押さえ業務の手続き改善
	住宅金融当局の連携促進のためのタスクフォースを創設
(3) 適切な住宅取得支援	
	FHAの改革と強化
	住宅政策の見直し、賃貸住宅への支援強化
	地方や低所得地域も含め、全ての地域で住宅金融供給能力を確保
(4) 将来的な住宅金融市場における政府の役割の選択肢	
	政府の関与をFHA、農務省、退役軍人局による限定的なものに
	( ) に加え) 金融危機時における政府の保証業務拡大
	( ) に加え) 政府が一部住宅ローンに再保証を実施

(資料) 米国財務省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

「住宅金融市場における将来的な政府の役割」については、3つの選択肢が提示された(第3表)。具体的には、選択肢「政府による住宅ローン保証はFHAローンなど一部に限定」、選択肢「一部の住宅ローン保証に加えて、金融危機時における政府の保証業務拡大」、選択肢「一部の住宅ローン保証に加えて、政府が住宅ローンに再保証を実施」の3つである。選択肢の提示に止まっただけでは、いずれの選択肢も、政府の住宅金融市場における役割をこれまでより縮小させる一方、政府の関与を全く無くす選択肢も提示されていない。

ファニーメイとフレディマックにとっては、選択肢では民営化もしくは廃止されることとなり、選択肢とでは危機時の保証業務や再保証を担う政府機関へ衣替えされる可能性が残る。

第3表：財務省の住宅金融市場改革案  
(政府の役割の選択肢に関するメリットとデメリット)

	メリット	デメリット
政府の関与をFHA、農務省、退役軍人局による限定的なものに	<ul style="list-style-type: none"> <li>資本配分の歪みの最小化</li> <li>モラルハザードの抑制</li> <li>納税者の損失負担リスクの低下</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>FHA適格外の多くの借り手のコストが上昇</li> <li>過去同様の低水準の30年固定金利提供はより困難に</li> <li>小規模の貸し手の競争環境が激化</li> <li>金融危機時の政府による対応能力が低下</li> </ul>
( ) に加え) 金融危機時における政府の保証業務拡大	<ul style="list-style-type: none"> <li>(通常時) 資本配分の歪みの最小化</li> <li>(通常時) モラルハザードの抑制</li> <li>(通常時) 納税者の損失負担リスクの低下</li> <li>金融危機時の政府対応が可能</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>FHA適格外の多くの借り手のコストは上昇</li> <li>過去同様の低水準の30年固定金利提供はより困難に</li> <li>小規模の貸し手の競争環境が激化</li> </ul>
( ) に加え) 政府が一部住宅ローンに再保証を実施	<ul style="list-style-type: none"> <li>他の案よりは住宅取得が容易に</li> <li>住宅市場の流動性が高まり、住宅ローン金利に低下圧力</li> <li>小規模の貸し手の競争環境が緩和</li> <li>金融危機時の政府対応が容易に</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>資本配分に歪み</li> <li>保証料に加えて、損失をまず民間が負担することから、住宅ローン金利に上昇圧力</li> <li>一定程度の納税者の損失負担リスク</li> <li>一定程度のモラルハザード</li> </ul>

(資料) 米国財務省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (2) 2012年のGSE・住宅金融市場改革の動向

2012年2月、FHFAはファニーメイとフレディマックの保安全管理から3年が経過し、当面は保安全管理の継続が見込まれるため、保安全管理後を見据えた戦略計画を議会へ提出した(第4表)。戦略計画は、「新たなセカンダリー住宅ローン市場インフラの構築」、「ファニーメイとフレディマックの業務の簡素化と緩やかな縮小」、「差し押さえ防止と新規購入・借り換えの住宅ローン提供の継続」の3つの柱から成る。

第4表: FHFAによるGSE2社の戦略計画(2012年2月発表)

新たなセカンダリー住宅ローン市場インフラの構築(以下の要素を含む)	
資本市場投資家と住宅保有者の結び付け	
標準化されたプリーングおよび管理回収契約を作成(バブル崩壊前の民間契約にあった欠点を修正)	
透明性の高い、管理回収・借り換え・ローン条件変更などの促進	
競争を促す管理回収の料金体系の構築	
投資家にとって、詳細で、タイムリーで、信頼に足るローン毎のデータ集積	
健全で効率的な住宅ローンの書類管理、電子記録システム	
ファニーメイ・フレディマックの業務の簡素化と緩やかな縮小(以下は検討中もしくは実行しているもの)	
一戸建て住宅ローン業務	
保証料の引き上げ	
民間投資家との損失分担契約の促進	
モーゲージ保険の一段の活用	
集合住宅ローン業務	
政府保証無しでも成り立つプロジェクトかどうかを特に考慮して実行	
投資業務	
既に縮小中(財務省の縮小目標に沿って、納税者利益の最大化を目指す)	
「差し押さえ防止」と「新規購入・借り換えの住宅ローン提供」の継続	
HARPの強化	
「サービシング・アライメント・イニシアチブ」の継続実施	
差し押さえ防止のため、ショートセールや代物弁済(deed-in-lieu)の再活用	
差し押さえ所有物件(REO)の賃貸転換などの推進	

(資料)米連邦住宅金融局資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

加えて、戦略計画を実行するための具体的な2012年の施策を、「2012年スコアカード」として発表(第5表)。「新しいインフラの構築」と「ファニーメイ・フレディマックの支配的地位の後退」に各30%と高いウェイトを置き、実際に、例えば保証料を2012年に2回引き上げるなど、スコアカードに沿った運営を行ってきた。

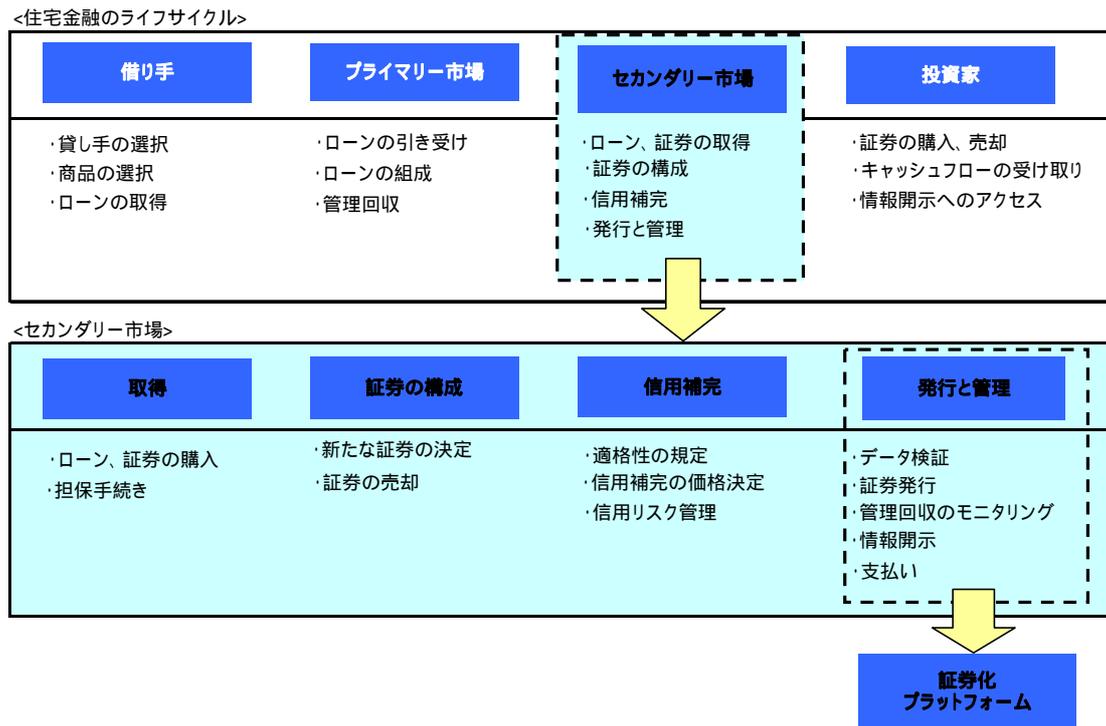
第5表: FHFAによる「2012年スコアカード」

新しいインフラの構築(ウェイト:30%)	
住宅市場機能強化のために実施している施策の継続・完遂	
MBSのローン毎のデータ(テンプレート作成など)	
統一住宅ローンデータプログラム(UMDP)をタイムテーブルに沿って実施	
売り手とサービサーの契約の調和	
証券化プラットフォーム(2012年内に提案を実施)	
プリーング及び管理回収契約(契約雛形の提案)	
特定業務を簡素化・縮小することで、市場におけるファニーメイとフレディマックの支配的地位の後退(ウェイト:30%)	
保安全管理の目標達成に向け選択肢を検討(集合住宅ビジネス、投資ポートフォリオ、不良債権の取り扱いなど)	
リスクシェア(取引の開始、取引増加ベースの提示)	
保証料設定	
一戸建て保証料の引き上げ、州毎の法律に応じた適切な保証料の設定	
「差し押さえ防止」と「新規購入・借り換えの住宅ローン提供」の継続(ウェイト:20%)	
「サービサー・アライメント・イニシアチブ」の継続実施	
「ショートセール」プログラムの強化	
「代物弁済(deed-in-lieu)とdeed-for-lease」プログラムの構築と強化	
差し押さえ所有物件(REO)の売却推進	
保安全管理目標達成に向けた効率的な運営(ウェイト:20%)	
買い戻し請求などの適切な実施	
適切な内部統制、リスク管理体制の維持	

(資料)米連邦住宅金融局資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

また、「新しいインフラの構築」に盛り込まれた「証券化プラットフォーム」について、FHFAは2012年10月にホワイトペーパーを公表。「新しいインフラの構築」の目的は、住宅金融市場のプロセスのなかで、問題のある範囲について、新たな取引慣行を整備し、共通化・効率化することで、流動性を高め、民間資本を呼び込むことにある。証券化プラットフォームの機能は、住宅金融のセカンダリー市場のうち、“発行と管理”に関する部分である（第22図）。

第22図：FHFAが提案している新たな証券化プラットフォームの範囲と機能

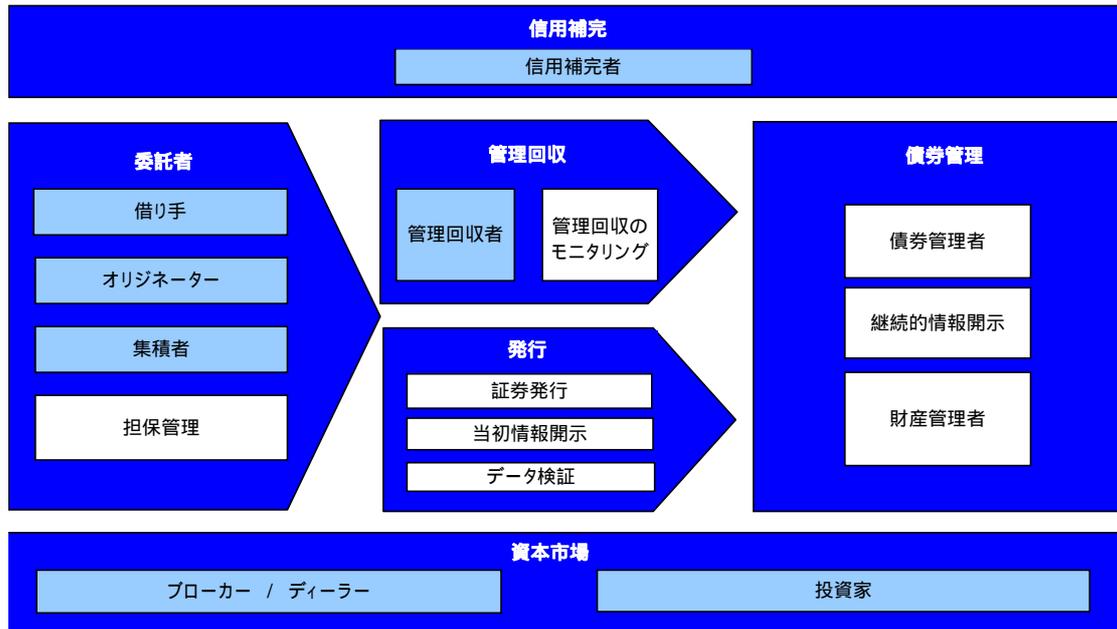


(資料)米国連邦住宅金融局資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

証券化プラットフォームの機能は、具体的には「担保管理」、「管理回収のモニタリング」、「証券発行」、「当初情報開示」、「データ検証」、「債券管理」、「継続的情報開示」、「財産管理」の8つである（第23図）。現在、ファニーメイとフレディマックが行っている業務のうち、「信用補完者」、「投資家」、「集積者」としての機能を除いた部分となる。

なお、この証券化プラットフォームは、将来的な住宅金融市場改革に柔軟に対応できるように設計され、今後の改革内容を制約しない、とされている。

第23図：FHFAが提案している新たな証券化プラットフォームの機能



(注) 白色のボックスは、新たな証券化プラットフォームが担う機能。  
 (資料) 米連邦住宅金融局資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

なお、中央銀行であるFRBも2012年1月に住宅市場改善提案を発表している（第6表）。「差し押さえ銀行所有物件の賃貸転用促進」や「住宅ローン借り換え・条件変更プログラムの改善」などについて、具体的な提案が行われたが、政府の支出拡大やファニーメイ・フレディマックの役割拡大が必要となるものが多く、実現は一部に限られている。

第6表：FRBによる住宅市場改善提案

差し押さえ銀行所有(REO)物件の賃貸への転換推進	物件を取り扱う“ランド・バンク”の政府等による設立、銀行の物件所有可能期間に関する新たなガイドラインの提示
借り換えプログラムHARPの改善	GSEローン以外にもプログラムの対象を拡大
条件変更プログラムHAMPの改善	条件変更後の債務返済比率の緩和
差し押さえではなく、ショートセールや代物弁済(deed-in-lieu)の活用	
サービス業務の改善	サービス業務のデータ開示、サービスの変更を容易にし競争を促進、サービス報酬体系の改善、担保権設定の電子化などによる効率化

(資料)FRB資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### (3) 2013年のGSE・住宅金融市場改革の動向

2013年3月、FHFAは「2013年スコアカード」を発表(第7表)。「業務縮小・支配的地位の後退」の取り組みに対するウェイトを、2012年の30%から50%へ引き上げた。

「セカンダリー住宅ローン市場インフラの構築」では、ファニーメイとフレディマックによる証券化を目的とした新たな合併会社の立ち上げが盛り込まれた。両社の証券化プラットフォームは一本化され、現在の証券化機能は廃止される方針である(注16)。

「市場プレゼンスの縮小」では、2012年とは異なり、集合住宅ローン業務(注17)や投資ポートフォリオ(注18)の縮小について具体的な施策が盛り込まれたほか、一戸建て住宅ローン業務において民間金融業者とのリスク分担などが新たに加わった。「差し押さえ防止と新規購入・借り換えの住宅ローン提供の継続」では、引き続き、住宅ローンの条件変更と借り換えを推進する方針(特に、足元で取り扱いが伸びているHARPを積極活用)。なお、スコアカード項目からは外したものの、保証料の引き上げは2013年も継続するとしており、引き上げペースが注目される。

(注16) 新会社のCEOにはファニーメイとフレディマックから独立した人材を登用。オフィスも両社とは別の場所に設置。監視はFHFAが行う予定である。新会社は、当初は2社が所有し、2社の資産を置き換えることが主要な業務となるが、将来的には米国の住宅金融インフラとして活用できるように所有形態などは柔軟に変更できるようにする。

(注17) 集合住宅ローン業務の縮小では、新規取得の前年比10%減少が盛り込まれた。集合住宅ローン業務の縮小方法が一戸建て住宅ローン業務と異なる背景は、次の2点。集合住宅ローン業務における両社のシェアは金融危機で一旦高まったが、2012年には通常時のシェアに回帰。集合住宅ローン業務における両社のシェアはそもそもそれほど高くない。集合住宅ローン業務ではリスク分担の取引を既に実施しており、ファニーメイはローン組成者(オリジネーター)と、フレディマックは投資家とリスク分担をしている。

(注18) 保有ポートフォリオの縮小では、流動性の劣る資産を5%売却することが盛り込まれた。保有ポートフォリオは、保管理前は自社発行のMBSなどで占められていたが、現在は延滞ローンなどが増えており、流動性が低下している状態。

第7表: FHFAによる「2013年スコアカード」

セカンダリー住宅ローン市場のための新しいインフラの構築(ウェイト:30%)	
共通の証券化プラットフォーム(CSP)	
当初の所有と経営形態を決定	
当初のビジネスモデルを一段と具体化	
複数年の計画を立案(設立、テスト期、発展段階)	
プラットフォームのテストを開始	
契約とディスクロージャーのフレームワーク	
統一住宅ローンデータプログラム(UMDP)	
特定業務を簡素化・縮小することで、市場におけるファニーメイとフレディマックの支配的な地位の後退(ウェイト:50%)	
一戸建て住宅ローン業務	
一戸建て住宅ローン市場でのリスクを民間金融業者と分担(一戸建て保証ビジネスにおいて、ファニーメイとフレディマックのクレジットリスクをシェアする取引を、2013年に未払い元本で300億ドル実施を目標)	
集合住宅ローン業務	
集合住宅ローンの新規取得を、2012年に比べ10%縮小(縮小は、価格引き上げや引き受け基準の厳格化などで対応する予定)	
保有ポートフォリオ縮小	
2013年の目標は流動性の劣る資産の5%売却(新規に取得しなければ、売却せず償還を待つだけでも財務省より求められている縮小目標を数年内に達成できるが、売却をすることで達成時期を早める)	
「差し押さえ防止」と「新規購入・借り換えの住宅ローン提供」の継続(ウェイト:20%)	

(資料) 米国連邦住宅金融局資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 6. 各種の GSE・住宅金融市場改革“法案”と“提案”

ここでは、これまでの主要な GSE・住宅金融市場改革法案と民間提案を確認しておきたい。ファニーメイとフレディマックの業務縮小や規制強化に関する法案が 2011 年に複数提出されたが、将来的な住宅市場における政府の役割を十分検証し、住宅金融市場全体の改革を含む法案はそれほど多くない（第 8 表）。

足元では、上院銀行住宅都市委員会に所属する与野党議員が共同で「GSE 改革の活性化法」を提出。包括的な住宅金融市場改革の早期実現を促す内容であり、動向が注目される。

第8表:主なGSE・住宅金融市場改革“法案”

〔上院〕	
「住宅ローン市場の民営化と安定化法」(2011年)	
(提案者)	コーカー(共和)
(概要)	・ファニーメイとフレディマックの保証残高は毎年10%縮小、10年かけてゼロに ・その後は純粋な民間だけの住宅ローン市場に、政府は関与せず
「GSE改革の活性化法」(2013年3月)	
(提案者)	コーカー(共和)、ワーナー(民主)、ヴィッター(共和)、ワレン(民主)～銀行住宅都市委員会のメンバー
(概要)	・政府支出の財源を賄う目的での、ファニーメイ・フレディマックの保証料引き上げを禁止 ・包括的な住宅金融改革がまとまり、議会在承認するまで、財務省保有の優先株の売却を禁止
〔下院〕	
「GSE救済廃止・納税者保護法」(2011年)	
(提案者)	ヘンサリング(共和)
(概要)	・ファニーメイ・フレディマックは15年間かけて完全に廃止 ・その後は純粋な民間だけの住宅ローン市場に、政府は関与せず
「2011年住宅金融改革法」(2011年5月)	
(提案者)	キャンベル(共和)、ピーターズ(民主)
(概要)	・少なくとも5つの民間会社を作り、適格な住宅ローンを対象に明確な政府保証付でMBSを発行 ・会社自身には政府保証を付けず、GSEより多くの資本を保有
「住宅ローンのためのセカンダリー市場法」(2011年7月)	
(提案者)	ミラー(共和)、マッカーシー(民主)
(概要)	・ファニーメイとフレディマックに代わり、純粋な政府機関がMBSの発行と保証を担う ・投資ポートフォリオでは集合住宅ローンを購入 ・取り扱う商品や保証料はFHFAが決定
「2011年住宅金融法」(2011年)	
(提案者)	イサクソン(共和)
(概要)	・向こう10年間の時限措置として、ファニーメイとフレディマックに置き換わる新たな機関を設立 ・新機関は信用力の高い住宅ローンのみを保証 ・10年後に新機関は民間へ売却、その後の住宅ローン市場へは政府介入せず

(資料)各種資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

次に民間の提案をみていく。法案と同様 2011 年に、シンクタンクなどから多数の提案が発表されている（第 9 表）。細部は異なるが、「ファニーメイ・フレディマックの縮小には時間をかけること」、「政府保証は暗黙ではなく明示的とすること」、「政府がバックストップとしての役割を果たすこと」、などは各提案に概ね共通していると言えよう。

提案のなかで、FHFA 局長に指名との観測報道もある、ムーディーズ(ザンディ氏)の内容を確認しておく。当該提案では、民間と政府の双方が関与する“ハイブリッドシステム(政府が異常な環境時のみ支払う保険を提供)”を推奨している。政府が明示的な保証を提供する場合に比べて、完全な民間システムでは住宅ローン金利が 0.4 ~ 1.4%高くなると分析。また、ハイブリッドシステムにおける住宅ローン金利は、政

府の明示的な保証に比べて 0.1%高くなるが、民間システムに比べて 0.87%低くなるとしている。なお、ハイブリッドシステムにおける政府の役割としては、異常時の保証提供に加えて、証券化プロセスの標準化、住宅金融システムの規制がある。

第9表:主なGSE・住宅金融市場改革“提案”

アメリカン・エンタープライズ研究所(AEI)	
・住宅金融市場へは原則として政府支援を行わない	
・規制は必要な範囲内に止めるとともに、住宅ローンの質へ重点を置いた規制にすべき	
・低所得層への住宅取得支援は、全て財政に計上して実施	
・ファニーメイとフレディマックは、時間をかけてゆっくりと民営化	
アメリカ進歩センター	
・住宅ローンの保証は民間の登録モーゲージ機関(CMI)が実施	
・政府はCMIの破綻に備えて「災害時リスク保険基金」を運営、CMIから保証料を徴収	
・本提案による30年固定住宅ローン金利の上昇コストは、0.5%程度に止まる	
ムーディーズ	
・政府の役割は、危機時の保証、証券化プロセスの標準化、規制の実施	
・ハイブリッドシステムにすれば、民間の市場機能と政府のバックストップ機能の保持が可能	
・ファニーメイとフレディマックの機能は、一部は民間、一部は政府へ	
全米不動産協会(NAR)	
・ファニーメイとフレディマックは、株式会社ではなく輸出入銀行の様な政府の独立機関に	
・新機関は、広範な分野に渡り安全な住宅ローンを保証	
・新機関は、リスクに見合った保証料設定を徹底	
アメリカン・アクション・フォーラム	
・現状を考慮し、セカンドベストではあるが「リスク分担アプローチ」を提案	
・損失は一次的には組成者が負担(損失負担率は、当初5%・30%へ)	
・政府は再保証を実施(損失負担率は、当初95%・70%)へ	
全米建築業者協会(NAHB)	
・政府は、民間資金で運営する再保険基金を設立	
・基金が枯渇する危機的状況時のみ、政府が支払いを実施	
全米モーゲージ銀行協会(MBA)	
・民間資金で運営される政府支援機関が保証を実施、組成者や発行者などもリスクを分担	
・政府保証は明確にし、極端に市場が崩壊した時に限り支払いを実施	

(資料)各種資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

また、直近 2013 年 2 月に、元上院議員などによる「超党派政策センター」から発表された改革案は、包括的な内容で実際の改革への影響も大きいとみられるため、内容を確認しておきたい。

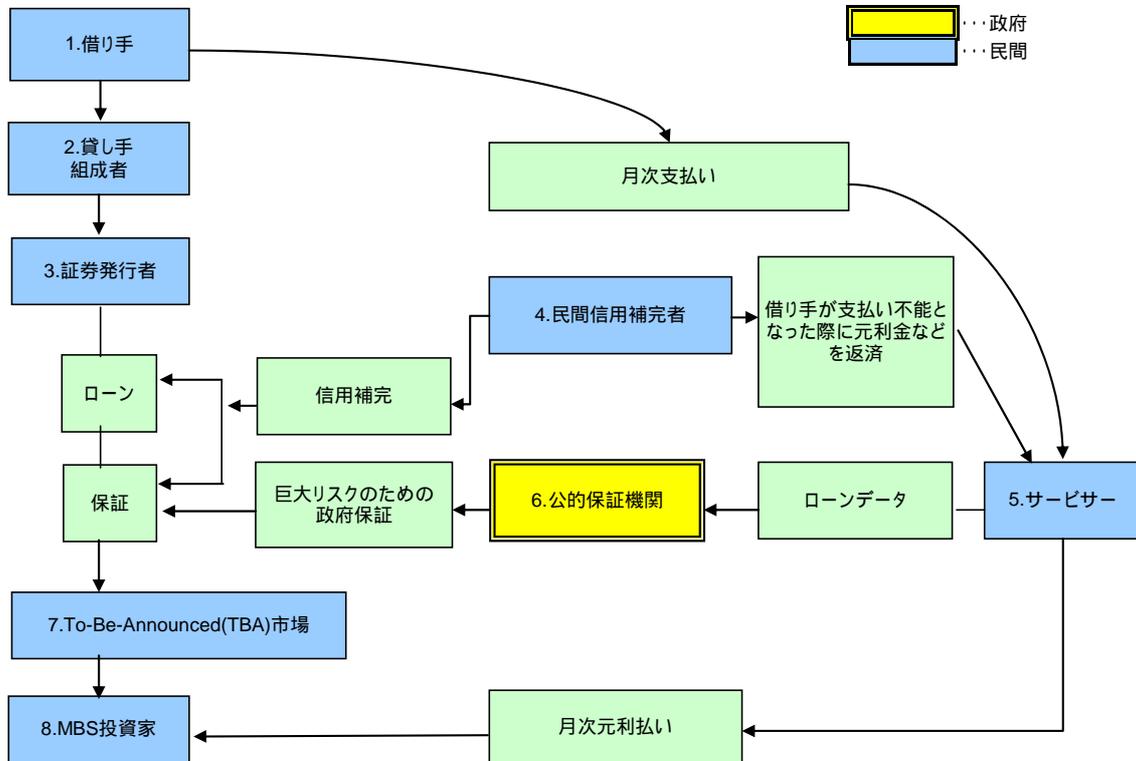
提案では、ファニーメイとフレディマックは公的保証機関(public guarantor)へ置き換えられる。公的保証は、明示的、民間資本で損失を吸収できない場合のみ支払いを実施、保証の対象は証券のみ、とされている。ファニーメイとフレディマックは、移行期間に投資ポートフォリオを縮小。保証料を引き上げて民間に近付けるほか、取り扱い住宅ローンの上限も引き下げる(現在の 417,000 ドルから 275,000 ドルへ)。

公的保証機関は、独立した完全な政府機関となり、(ファニーメイやフレディマックと異なり)MBS の売買や発行を行わないため、現在のジニーメイと類似した機能となる(第 24 図)。また、公的保証機関は、発行者・サービサー・信用補完者が適格かどうかを、資本の厚さなども含めて判定する。

提案では、政策目標の変更にも言及している。これまでの持家に傾斜した政策から、高齢化などの構造変化を考慮し、賃貸市場支援も拡充する必要を強調。公的保証機関

も、一戸建て住宅と賃貸住宅の双方を保証することが想定されている。

第24図：新たな住宅金融システムのイメージ図(超党派政策センターの提案)



(注)「TBA市場」とは、主にエージェンシーMBSにおいて、約定時点で銘柄の特定を行わない取引市場のこと。  
 (資料)超党派政策センター資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 7. GSE・住宅金融市場改革の見通し

FHFA デマクロ局長代理の議会証言(3月19日)によれば、住宅金融を市場に任せただけの場合、少なくとも次の2つの失敗が生じる可能性がある。市場参加者が不必要に住宅ローン市場の安定や流動性に懸念を強める、持家による正の外部経済が顕在化しない。また、一戸建て住宅ローン市場は、その規模の大きさにおいて、他の消費者信用市場と決定的に異なるとしている。

共和党の一部からは、「ファニーメイ・フレディマックを廃止し、政府関与を無くすべき」との主張もあるが、このように米国では住宅(金融)市場における政府関与を肯定する意見が根強い。少なくとも、オバマ政権下で改革が実施されるのであれば、政府の一定の関与を残した内容となろう。

改革の方向性は、FHAは存続、ファニーメイ・フレディマックは廃止、バックストップとして再保険を提供する純粋な政府機関を設立、となる可能性が高そうだ。この場合、住宅ローン金利は上昇するも、大幅とはならない見込みである。

米国では、金融危機以降に行われた金融規制強化や、このところの緊縮財政の動きからも明らかなように、金融機関や景気に回復の兆しが伺えれば、直ぐに改革が実行されてきた。住宅金融市場改革も同様の可能性、即ち政治的判断は一般に考えられて

いるほど景気や住宅市場へ配慮しない可能性があるろう。

## おわりに

ファニーメイ・フレディマックの業務は、一段の縮小が不可避であることに加え、GSE・住宅金融市場改革の機運も高まりつつある。一方で、民間資本を呼び込むための、標準化され効率的な住宅金融市場の再構築に向けた取り組みも、着実に進展している。

当面のポイントは、ファニーメイ・フレディマックの業務縮小や改革実施のペースに対し、住宅金融市場の再構築、民間資本流入のペースが遅延していないかどうかであり、注視が必要だ。

以 上

( H25.4.24 栗原 浩史 hiroshi\_2\_kurihara@mufg.jp )

発行：株式会社 三菱東京 UFJ 銀行 経済調査室  
〒100-8388 東京都千代田区丸の内 2-7-1

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。