

# 米国の住宅金融市場 改革

奥谷 貴彦

## 要約

本稿では議論が進む米国住宅金融市場の改革について、公的住宅金融のあり方に注目して考察する。米国での議論から得られる日本の住宅金融市場への考察についても言及する。

2章では、米国の住宅金融市場誕生の背景や住宅バブルの発生と政府後援企業であるフレディマックやファニーメイが政府管理下に置かれるまでの過程について整理し、公的住宅金融の問題点を探る。

3章では、財務省が提案する住宅金融市場の改革案について、公的住宅金融のあり方を巡る議論を整理し分析する。また資本市場への影響についても考察する。

4章では、米国での議論を踏まえ、日本の住宅金融市場について分析し、日本の公的住宅金融のあり方について考察する。

## 目次

- 1章 はじめに
- 2章 米国住宅金融市場誕生の背景と現状
- 3章 公的住宅金融のあり方を巡る議論
- 4章 日本の公的住宅金融のあり方

## 1章 はじめに

米国ではいまだに住宅市場の低迷が続き問題となっている。国民が住宅を購入できる環境を整備することは政府の重要な政策課題であり、米住宅市場を支える住宅金融の再構築が早急に求められている。

金融危機前は連邦政府の信用を裏付けにした政府後援企業（G S E : Government Sponsored Enterprises）が住宅ローンを保証し、自ら住宅ローンの証券化商品を購入したことで、住宅ローンの供給が促進された。投資家はG S Eが発行する社債や不動産担保証券（M B S）を購入し、社債市場やM B S市場の育成にもつながった。住宅価格が安定的に上昇した背景には、世界の投資家が連邦政府の信用力を裏付けにしたG S Eに資金を供給していたことが挙げられる。

しかしながら、住宅バブルが崩壊し、住宅価格が下落に転じるとG S Eは巨額の損失を計上し、破綻の危機に直面した。G S E破綻の与える影響が甚大であることから公的資金が注入され、現在は公的管理下に置かれている。G S E問題は金融制度改革の中でも最も重要な課題の一つとしてその解決の行方が注目されている。

G S Eは住宅市場で大きな役割を担っているため、必要な機能は当面維持する必要がある。特に住宅ローン買い取りや保証は政府の差し押さえ対策として活用されており、政治的な問題でもある。一方で、今後の米住宅市場を形作る新しい住宅金融システムの構築を早急に進める必要もある。2010年7月に成立した米金融規制改革法では金融制度の幅広い分野における改革が盛り込まれたが、G S E改革については具体的な議論が棚上げされた。今後、12年の大統領選を控え米住宅市

場のあり方を巡る議論が活発化すると思われる。

G S E改革は今後の日本でのM B S市場や公的金融のあり方を巡る議論の指針ともなるだろう。本稿では日本の住宅金融制度への示唆についても言及する。

## 2章 米国住宅金融市場誕生の背景と現状

### 1. G S Eの誕生

米国における住宅ローンの流通市場やM B S市場は過去大きく変わってきた。その変革に主要な役割を果たしたのが、ファニーメイ（Fannie Mae : Federal National Mortgage Association）やフレディマック（Freddie Mac : Federal Home Loan Mortgage Corporation）などの政府後援企業（G S E）である。

約40年前にファニーメイやフレディマック（以下、G S E両社）は民営化、ならびに新設され、法律によってG S Eであると定められた。G S E両社は民間企業でありながら、共通の公的使命も持つ。主に以下の3つが公的使命である。①住宅ローン流通市場のインフラ整備、②住宅市場の安定性確保と継続的な支援、③住宅ローン債権への投資を促進する。G S E両社は主に住宅ローン債権を購入することによって公的使命を果たしていた。G S E両社は購入した住宅ローン債権を保有、もしくは証券化しM B Sを組成、債務保証し投資家に売却した。

政府の後援を背景に両社の保証するM B Sは、民間金融機関が保証するM B Sよりも価値が高いと投資家に考えられていたため、民間の参入は遅れ、G S E両社は住宅ローンの流通市場で最大の市場参加者であり続けた。その後、民間大手金融

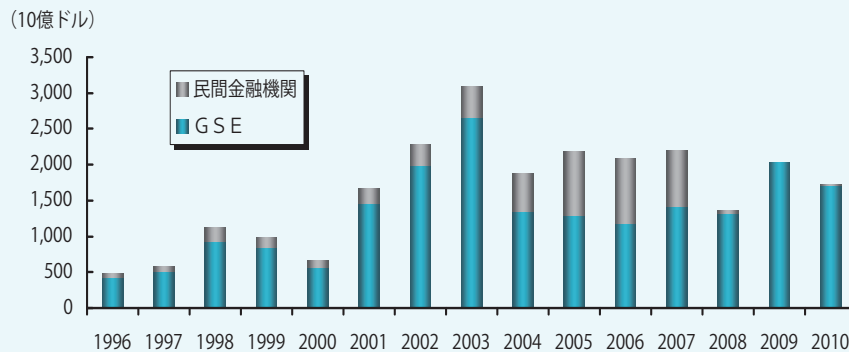
機関はGSE両社が事業の対象外としていた高額なローンや信用力の低いサブプライムローンなどの分野に限って進出していたが、08年の金融危機以降は住宅ローンの証券化事業を縮小している。

金融危機後、住宅価格の下落や債務不履行の増加を背景にしてGSE両社は業績が悪化した。信用が低下し資金調達に支障をきたし、08年9月に連邦政府の公的管理下に置かれた。そして財務省はGSE両社の損失を12年まで補填することになった。加えて連邦準備銀行はGSE両社のMBSを上限1兆2,500億ドル、債務を上限1,750億ドル買い取ることでGSE両社の経営を支援した。このような支援はMBS市場に安定性をもたらしたが、GSE両社の市場占有率を維持することにつながった一面もあると言える。

公的管理下に置かれたGSE両社であるが、その事業のどこに問題があったのか分析したい。まず事業リスクとそのリスクへの対処から考察した

い。GSE両社の事業には次のようなリスクが含まれていた。MBSの保証における1つ目のリスクは信用リスクである。これはMBSとして証券化された住宅ローンの借り手が債務不履行に陥った際、その債務を保証するGSE両社が債務の全額を返済しなければならないリスクである。住宅バブルが崩壊するまでは住宅ローンの担保となる住宅の価格が長期間上昇することを前提にし、住宅ローンの頭金がローン総額の20%以下に設定されていた場合が多く、潜在的な債務不履行の割合を高めたとされる。2つ目のリスクが金利リスクである。GSE両社は住宅ローンやMBSを保有しており、市場金利変動による同評価額の変動リスクを抱えていた。金利が下がると住宅ローンの借り換えが進むが、GSE両社は固定金利のGSE債に金利が下がる以前の割高な配当を支払わなければならない。金利が上がると住宅ローンの繰上げ返済が抑制され、市場での調達金利が上昇して運用利回りを上回る逆ザヤに陥る可能性

図表1 不動産関連証券発行額



(注) 不動産関連商品にはMBSやCMOが含まれる

(出所) 米国証券業金融市場協会(SIFMA)から大和総研作成

がある。このような金利リスク、繰り上げ返済のリスクは金利スワップやコーラブル債<sup>1</sup>の発行によって対応されていた。

## 2. 事業の優位性

次にG S E両社の事業の優位性について考えてみたい。G S E両社は株式会社としてニューヨーク証券取引所に上場し、株主に利益を還元することを目的としながら民間企業が享受できない税制上の優遇処置等が適用されていた。なお、G S E両社が公的管理下に置かれてからは財務省が株式を保有し、両社は上場廃止となっている。加えて両社は資金調達についても民間企業より有利であった。両社の発行する社債はいわゆる暗黙の政府保証を背景に米国債と同じように扱われ、銀行や貯蓄銀行による保有について上限規制は設けられなかった。また財務省の緊急融資枠も設けられていた。

G S E両社には政府後援企業として公的使命も課せられていた。両社は連邦住宅金融局（Federal Housing Finance Agency）の監督下に置かれ、資本規制を課せられていた。また規制により、購入できる住宅ローンは制限されており、住宅ローンの保証や保有について、政策目標として住宅ローンの借手が一定割合で中低位所得者になるように義務づけられていた。

## 3. 事業モデルの変化

次にG S E両社の誕生から公的管理下に置かれるまでの事業モデルの変化を見ていきたい。G S E両社や連邦住宅局（Federal Housing Administration）などの米国の住宅金融システム

は1920年代の大恐慌の後、住宅価格の下落や差し押さえ率の上昇に対応するために相次いで創設された。当時、住宅ローンの借手は開発の進んでいた西部などの地方に多く存在し、地方の貯蓄銀行が利用されていた。しかし、貯蓄銀行は短期性資金である銀行預金を元手に融資していたため、貸出額に限度があり、最長で10年物の住宅ローンしか提供できなかった。また長期性資金である生命保険や住宅ローン保証会社による住宅ローンの流通市場は限定的な規模であった。このように民間の金融機関では資金需要に十分に対処できなかったことから、国営金融機関である連邦住宅局が創設されることになった。連邦住宅局が30年物の住宅ローンを提供し始めたことで、毎月の返済額が抑制され、ローンの借り換えが必要でなくなった。ファニーメイは連邦住宅局の住宅ローンを買収することを目的に1938年に設立された。68年にはベトナム戦争の長期化によって財政が悪化した政府が、政府会計からファニーメイの保有する負債をオフバランスすることを目的にファニーメイを民間企業と定めた。同時に、ファニーメイの一部を新設したジニーメイ（Government National Mortgage Association）に移管し、住宅都市開発省の傘下に置いた。ジニーメイは連邦住宅局や退役軍人省が保証した住宅ローンの元利金が遅滞なく支払われるよう保証する組織として発足した。70年には急増する貯蓄貸付組合の融資に対応するため、フレディマックが設立された。

ファニーメイだけが住宅ローンを購入し証券化するビジネスモデルを続けていたが、変化が訪れる。70年代に金利が急上昇し、フレディマック

1) コーラブル債とは債券の発行体が特定の日に繰り上げ償還する権利を有している代わりに、同期間の債券よりも利率が高くなっている債券。

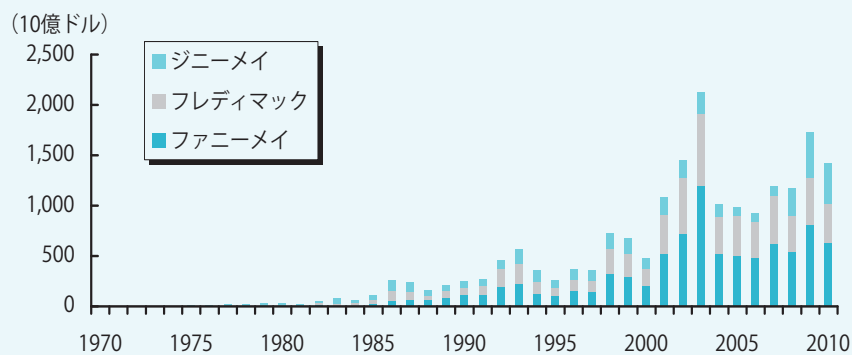
は保有していた住宅ローンの評価額が下落したが、ファニーメイは購入した住宅ローンの証券化によって、金利上昇の影響を抑えることができた。これを契機にして、80年代以降にフレディマックも証券化事業を推し進めることになった。この証券化事業によって、事業リスクを低減することができたと言える。

しかしながら証券化事業は、低い調達費用で資金調達し住宅ローンを買取り、保有するポートフォリオ事業と比較すると好況時の収益性は劣る。住宅価格が上昇した90年代にはGSE両社の証券化事業は縮小し、ポートフォリオ事業の拡大が進んでいった。しかし、2007年以降住宅価格が下落に転じるとポートフォリオ事業の損失が

拡大した。

また住宅ローンの流通市場で特に重要であった出来事として、1970年代に民間金融機関によるMBS発行が急増したことが挙げられる。民間金融機関は政府の後援がないためGSE両社が扱っていた住宅ローンについては競争力がなかったが、それ以外の額面の大きい住宅ローンやサブプライムローンなどのリスクが高いローンに進出し、2005年と06年には発行されるMBSの約半分以上を民間金融機関が発行するまでに民間の進出が加速した。しかし金融危機後、民間金融機関の多くは証券化事業の規模を縮小し、その後も住宅市場の本格的な回復が遅れるなど、困難な事業環境が続いている。

図表2 GSEのMBS発行額推移



(注) フレディマックは1971年、ファニーメイは1981年に不動産関連証券の発行を開始した

(出所) SIFMAから大和総研作成

#### 4. 業績悪化の原因

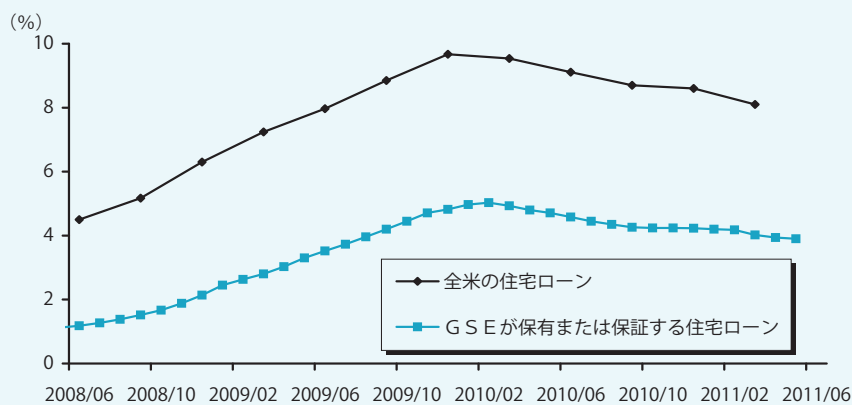
次にGSE両社が公的管理下に置かれるまで業績が悪化した原因を探りたい。GSE両社のポートフォリオ事業が損失を抱えた主な原因として、住宅ローンを買う際の信用基準の緩和が挙げられる。民間金融機関がサブプライムローンなどの信用力が低い住宅ローンの証券化によって、MBS発行市場において半分以上のシェアを得たことを参考にし、GSE両社も信用力が低い住宅ローンの証券化事業に進出した。しかし住宅価格が下がると債務不履行が急増し、GSE両社に損失をもたらした。またGSE両社は民間金融機関による証券化を信用補完し、投資家に対する元利払いを保証する保証型事業を運営していた。しか

しプライムローンの債務不履行が増加し、同事業は大きな損失を被った。

リスク管理について検証すると、GSE両社が保有または保証する住宅ローンのうち、90日以上の返済延滞もしくは差し押さえが執行された住宅ローンの割合は、全ての住宅ローンを対象とする同割合の半分程度で推移している。GSE両社が住宅ローンを保有または保証した際、一定の信用基準が確保されており、リスク管理が全く機能していなかったわけではないと考えることができる。

金融危機後、GSE両社は社債による資金調達コストの上昇に見舞われた。政府は金融市場の安定化のため、08年9月7日に両社を公的管理下に置いた。その後、連邦準備銀行が両社の発行す

図表3 90日以上返済延滞または差し押さえ執行の割合



(注1) 90日以上返済延滞もしくは差し押さえが決定した住宅ローン、月ごとの値

(注2) 全米の値は1戸建てまたは4戸までの集合住宅が対象の住宅ローン、四半期ごとの値

(出所) 連邦住宅局“Foreclosure Prevention Reports”

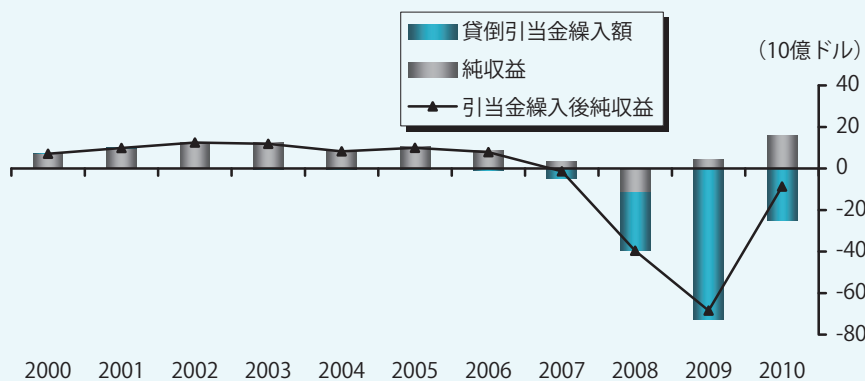
全米抵当貸付銀行協会(MBA)“National Delinquency Survey”から大和総研作成

るMBSを購入するなどの金融政策が実行されている。現在も両社は米国の住宅ローンの多くを買い取り、または保証しており、住宅金融において重要な役割を担っている。住宅ローンの買い取りや保証によって、金融危機前の高利の住宅ローンの借り換えが促進されると、低利の住宅ローンが

増加し、債務不履行の可能性が低下する。そうすると差し押さえ物件が減少し、住宅価格の下落圧力が弱まる。

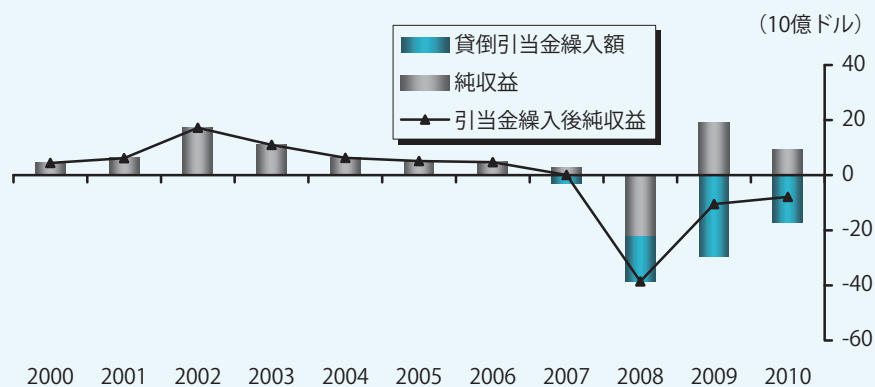
GSE両社の業績に注目すると、両社の事業から得られる純収益は08年度の水準と比較すると回復している。しかし、貸倒引当金が業績の足を

図表4 ファニーメイの業績推移（年度）



(出所) Bloombergから大和総研作成

図表5 フレディマックの業績推移（年度）



(出所) Bloombergから大和総研作成

引っ張っており、引当金繰入後純収益はマイナスで推移している。両社が保有または保証する住宅ローンの債務不履行が依然として多く、貸倒引当金繰入額が高水準で推移していると考えられる。差し押さえ率が改善し貸倒引当金繰入額が業績を圧迫しない水準まで減少することや、住宅価格が安定的に上昇し保有住宅ローンの価値上昇を享受できることの2点が確認できるまで、当面は政府の支援が必要であろう。

### 3章 公的住宅金融のあり方を巡る議論

#### 1. 政府の住宅金融市場改革案

11年2月に財務省と住宅都市開発省は住宅金融市場の改革案について発表している<sup>2)</sup>。同案では実効性のあるGSE両社の改革や政府のGSE両社への支援が経済の回復に必要な不可欠とし、また納税者にとっても最適な選択であるとしている。その上で、慎重な改革が納税者の資金による投資へのリターンを確実にし、将来の損失を最小化すると述べ、注意深く改革を行う必要があると主張している。GSE両社は住宅ローンを買って取り、住宅価格が上がると買い取った住宅ローンの価値が上昇し、その評価益が計上される。また、差し押さえ率が下がれば貸倒引当金繰入額が減少し、将来の損失も減少するだろう。

また同案ではGSE両社の業績を分析し、両社の損失の大部分は金融危機前の住宅バブルの際に購入または保証した住宅ローンに起因するものであるとし、それ以降は買い取りや保証の審査基準を引き上げているとしている。そのため、現在の両社の買い取りや保証事業には大きなリスクがな

いとしている。

GSE両社は多大な損失を被ってしまったため、住宅市場を支え、国民が住宅ローンを契約できる環境を整備するような住宅金融市場改革を實行しなければならないと提言している。

以上の議論を踏まえた上での論点として以下の4点が挙げられている。1つ目は住宅ローンのインフラとしての供給である。政府によるGSE両社の支援により、特に長期・固定型の住宅ローンが低金利で提供され、住宅ローンが標準化される利点がある。また標準化によって住宅ローン業者や地方銀行が参入でき、市場の寡占が防止できるとしている。2つ目は住宅投資の促進についてである。政府のGSE両社への支援により、住宅への投資はより有利な選択となる。しかしながら、個人の住宅投資が過剰に促進されると、教育など雇用創出を促す支出が抑制される可能性がある。また住宅価格の過度な上昇はより大きな住宅バブルとその崩壊を起こしかねない。このような欠点も考え住宅改革を行うべきとしている。税制の優遇処置なども住宅投資を促進する手段として有効であるとしている。3つ目は納税者の保護である。直接か間接かを問わず、政府が住宅ローンに関与する限り、何らかのリスクが発生する。そのリスクの対価として保証料を市場参加者から徴収する場合、保証料の価格設定は簡単でない。政策目標である安価な住宅ローンを供給するために保証料率を下げ、過度にリスクを取り、納税者の資金を危険にさらす可能性もある。その対策として、全ての資金調達に政府が責任を持つのではなく、民間と政府両方の資金を用いた方式や保証料率を適切な水準に設定するなどの方法が考えられる。4つ目は金融市場や経済の安定性についてである。

2) 米財務省、住宅都市開発省“REFORMING AMERICA’S HOUSING FINANCE MARKET A REPORT TO CONGRESS”



経済危機や金融危機などのストレス下において、G S E 両社への政府の資金支援が金融市場の安定性を高めるだろう。しかし、一定の金融安定性を担保すると、民間金融機関が市場で過度にリスクを取り、金融市場の安定性が損なわれる可能性も考えられる。

以上のような論点から、G S E 両社の改革について以下の3案が提示された。

オプション1：民間による住宅金融システムを構築。連邦住宅局、農務省、退役軍人省（以下、同政府当局）は一部の借り手の住宅ローンを保証する。

オプション2：オプション1に加え、同政府当局は金融危機下において住宅ローンを保証する体制を整備する。

オプション3：民間による住宅金融システムを構築。同政府当局は中低額所得者の住宅ローンを保証する。また民間の十分な資本を柱にし、同政府当局が金融危機に対処する住宅ローンの再保険を手掛ける。

## 2. 官民ハイブリッド型の利点と欠点

3案全て、民間が住宅金融の主要な役割を担い、政府が住宅ローンを保証する、官民ハイブリッド型の住宅金融システムである。この官民ハイブリッド型を従来のG S E や国営化、政府の支援を取りやめる完全民営化と比較すると、以下のような利点が挙げられる。

官民ハイブリッド型では政府の保証によって住宅ローンの流通市場の流動性が確保できる。特に金融危機下において、住宅ローンに投資商品としての安定性を担保することができる。保証料率を上げることで、以前よりも納税者の取るリスクは軽減されるだろう。

国営化と比較すると、政府が金融市場に多大な影響力を行使する懸念が和らぐ。民間の市場参加を促し、納税者の負担を軽減できる。また民間がリスクを取ることで、保証料の慎重な価格設定やリスクマネジメントの向上を促進するだろう。

完全民営化と比較すると、官民ハイブリッド型は政府の金融市場への影響力があるために、金融危機下において秩序のある対処が期待できる。

一方、官民ハイブリッド型の欠点としては以下のような点が挙げられる。過去に政府の住宅金融制度は住宅ローンの保証料を低く設定していたため、金融危機後に貸倒引当金繰入額が急増している。今後厳格な保証料が設定されるかどうかは断定できない。政策目的である住宅の普及を達成するには保証料率を低く設定し、低利の住宅ローンを実現しなければならない。しかし、株主に利益を還元するには高い保証料率を設定したほうがよく、矛盾を抱えた構造となる。また民間金融機関の住宅ローン関連商品が幅広く保証され、再び大きすぎてつぶせない問題が発生する可能性がある。そのため、規制当局は常に金融機関の動向を把握し、適切な規制を導入し対応する必要がある。

## 3. 住宅金融や経済への影響

次に、財務省の提案した3案が住宅金融市場や経済に与える影響を見ていきたい。オプション1の利点は以下のとおりである。

住宅投資を促進しないため、住宅バブルを招く可能性が低くなる。そのため一部の政策目標の住宅ローンについて納税者の取るリスクも低くなる。また住宅投資ではなく、長期的に経済が成長するような投資に資金が向かう利点もあるだろう。

一方で欠点もある。民間主体で行うことから政

府保証の裏付けがなく、証券化を行う会社の資金調達金利が上昇し、長期・固定型ローンの金利が高くなる可能性がある。住宅購入者にとっては不利になるだろう。また金融危機下において、迅速な政府の対応ができない。もう一つの欠点としては、投資家が金融危機下における政府の対応を期待していると、暗黙の政府保証と似た状況となり、モラルハザードに陥る可能性がある。

オプション2の利点は以下のとおりである。平常時において住宅金融への政府の関与は現在と比較すると弱めることができる。加えて、金融危機下において政府が迅速に関与することができ、住宅市場の安定性を確保できる。また平常時の保証を限定し、リスクを抑制することで、金融危機下における保証に対応できる。そのほかに金融危機下においては民間が住宅ローンの保証を停止する可能性が高く、納税者の取るリスクに相応する比較的高い保証料率が設定できるだろう。加えて、オプション1と同じく平常時に住宅投資を抑制し、成長投資を促進する効果がある。

オプション2の欠点としては、オプション1と同じく、民間主体で証券化を行うため、資金調達金利が高く、長期・固定型ローンの金利も高く設定される可能性がある。

オプション3の利点は次のとおりである。再保険制度には金融危機下において安全弁としての役割が期待でき、市場の混乱を回避できるだろう。また再保険料を上げ

ることで、納税者の取るリスクに相応した再保険料を徴収することが可能であろう。再保険が適用されるため、オプション全3案の中では、長期・固定型ローンの金利が最も低くなるとみられる。住宅購入者にとっては3案の中で最も有利な案であると言える。

オプション3の欠点は以下のとおりである。住宅投資の促進が成長投資を抑制する可能性がある。また住宅投資が過熱すると住宅バブルを招く可能性も否定できない。

#### 4. 金融市場への影響

次に以上の3案が実現した場合の金融市場への影響を見ておきたい。オプション全3案のケース

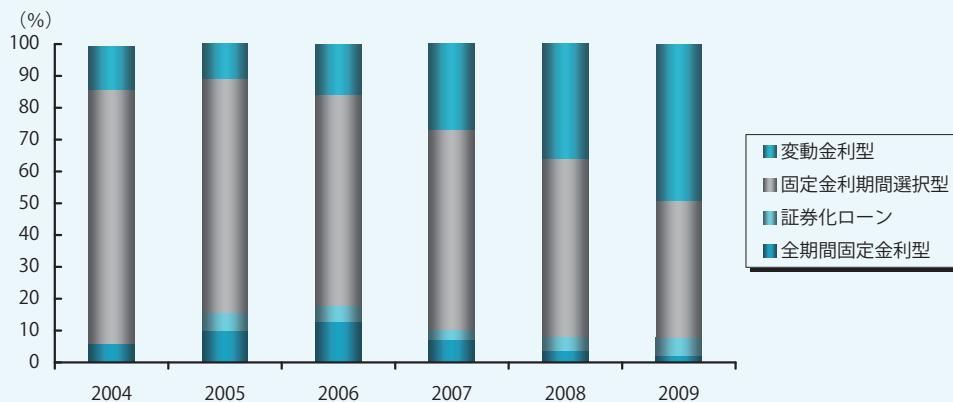


において、保証料率の段階的な引き上げとGSE両社が買い取り、保有する住宅ローン残高の毎年10%削減が前提となっている。この前提でMBS市場への影響を考えると次のように分析できる。まずGSE両社の保有住宅ローン残高の段階的な削減によって、両社が買い取りに用いる資金の調達額も減少するだろう。よってGSE両社の社債発行額が徐々に減少すると考えられる。このように資産や負債の圧縮が進むことから、両社がこれまでリスクマネジメントに用いていた金利スワップの契約を徐々に解消していくとみられる。また3案共に民間が主体となり資金調達と住宅ローンの証券化を行う。そのため、新しい民間金融機関の無担保社債が連邦準備銀行融資の適格担保として認められない可能性があるだろう。

## 4章 日本の公的住宅金融のあり方

日本の住宅は持ち家が賃貸住宅よりも多い。持ち家世帯率は1980年代以降約6割の水準を維持している<sup>3)</sup>。米国の持ち家比率が約7割であるので、米国より若干下回る水準である<sup>4)</sup>。米国では個人金融資産のうち、株式などの投資が預貯金を上回る。また長期・固定型の住宅ローンがプライムローンの7割を占める。一方、日本の個人金融資産は短期性資金である預貯金の割合が長期性資金である株式などの投資の割合を上回り、住宅金融は主に銀行を主体に成り立っている。銀行は短期性資金を住宅ローンの貸付原資としているため、長期固定型の住宅ローンの供給には何らかの

図表6 各種住宅ローンの割合（日本、新規貸出金額ベース、年度）



(出所) 国土交通省「平成22年度 民間住宅ローンの実態に関する調査結果報告書」から大和総研作成

3) 総務省「平成20年住宅・土地統計調査」

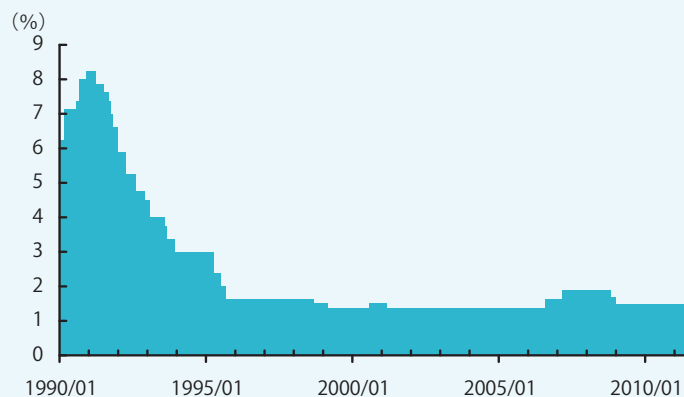
4) 米センサス局「American Housing Survey 2009」

仕組みを必要とする。そこで、公的機関である独立行政法人の住宅金融支援機構が銀行の住宅ローンを買取り、証券化し長期・固定金利の住宅ローンを提供している。また近年は長期的な低金利政策の影響などから変動金利が好まれる傾向にある<sup>5)</sup>。民間の新規住宅ローン貸出額における各種住宅ローンの割合を見てみると、2005年から変動金利型の割合が増加し、09年には49%と全体の約半分を占めた。一方、固定金利期間選択型は変動金利型にシェアを奪われる形で05年からその割合が減少し、09年には43%まで減少した。固定金利期間選択型は10年物以下の住宅ローンである。10年物以下を短期と定義すると、短期物の住宅ローンが全体の92%を占めたことになる。

日本では、生活様式に合った多様な住宅ローンを提供することを目的に独立行政法人の住宅金融支援機構が住宅ローンを買取り証券化し、長期・固定型の住宅ローンを供給している。このようなポートフォリオ事業のほかにも、民間金融機関による証券化を信用補完し、投資家に対する元利払いを保証する保証型事業も行っている。長期・固定型の住宅ローンの代表的な商品として35年物固定金利の住宅ローンが挙げられる。

公的機関が事業を行う理由としてはいくつか挙げられる。資産規模が大きい一部の民間企業が住宅ローンの証券化市場を寡占し、高い水準の固定金利が設定される可能性があるとされていること。仮に競争が確保され多数の企業が参入した場合も規模の経済が働かないこと。事業の採算性が

図表7 短期プライムレート（日本）



(出所) 日本銀行から大和総研作成

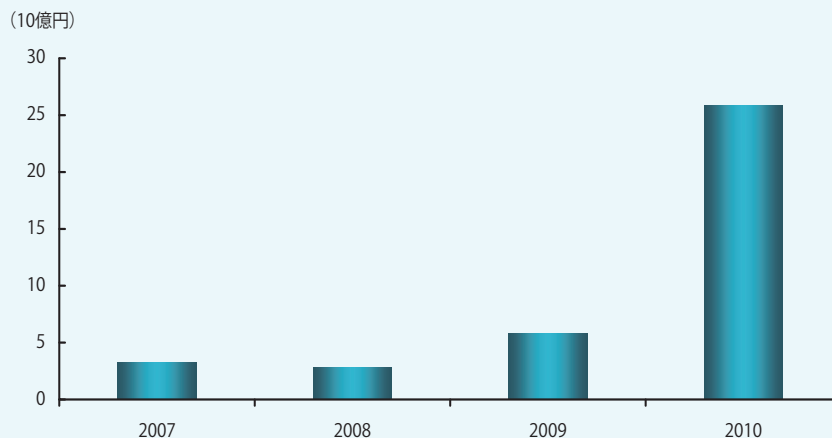
5) 国土交通省「平成22年度 民間住宅ローンの実態に関する調査結果報告書」

低いことも危惧されている。住宅金融支援機構の証券化支援事業は赤字が続いており、民間による事業の運営は困難であろう。また公的信用力の裏付けがあると、発行する住宅ローンの証券化商品の格付けが有利になり、低い固定金利を実現できる。

しかしながら、公的機関が証券化事業を担うと資本市場において国が大きな役割を担うことになる。国は一般的に破綻する可能性が少ないため、コスト管理やリスク管理に対する意識が民間企業と比較すると不十分となる可能性もある。加えて、政策目標のために低利の住宅ローンを提供すると住宅投資が促進され、本来必要な成長投資が抑制される可能性もあるだろう。その点では市場の金

利から逸脱しない、成長投資を抑制しない程度の住宅金利水準を保つ必要がある。また民間がリスクを取らず国がリスクを取るにより、モラルハザードが起こる可能性もある。米国では住宅バブルにおいて、民間の住宅ローン会社が住宅ローンのリスクを連邦住宅局に過少申告していた例もあった。以上のように、公的機関による住宅金融には様々な利点があるが欠点もある。日本では米国のように長期・固定型ローンの市場シェアが高くないことから資本市場での国の役割は比較的小さい。政策目的として今後も事業を運営するならば、上記の欠点についてガバナンスが有効に働くよう運営されることが望ましいと考える。

図表8 証券化支援事業の当期総損失推移（年度）



(出所) 住宅金融支援機構事業報告書から大和総研作成

【参考文献】

- 独立行政法人住宅金融支援機構「平成 22 事業年度事業報告書」
- 国土交通省「平成 22 年度 民間住宅ローンの実態に関する調査結果報告書」
- 総務省「平成 20 年住宅・土地統計調査」
- 米財務省、住宅都市開発省“REFORMING AMERICA’S HOUSING FINANCE MARKET A REPORT TO CONGRESS”
- Viral V. Acharya, Matthew Richardson, Stijn van Nieuwerburgh, and Lawrence J. White, “Guaranteed to Fail: Fannie Mae, Freddie Mac, and the Debacle of Mortgage Finance”
- Viral Acharya, Matthew Richardson, Stijn Van Nieuwerburgh, and Lawrence J. White, “A Blueprint for Mortgage Finance Reform”
- Peter J. Wallison, Alex J. Pollock, Edward J. Pinto, January 2011, “An American Enterprise Institute Policy White Paper Taking the Government Out of Housing Finance: Principles for Reforming the Housing Finance Market”
- Dwight M. Jaffee, Lawrence J. White, Peter Wallison, Arnold Kling, Anthony B. Sanders, Michael Lea, March 2011, “Mercatus Center: Five Proposals for a New Housing Finance System in the United States The Economics of Housing Finance”
- David Scharfstein and Adi Sunderam, February 2011, “Reform: Privatizing, Regulating and Backstopping Mortgage Markets”
- Karen Dynan and Ted Gayer, February 2011, “The Government’s Role in the Housing Finance System: Where Do We Go from Here?”
- Mark Zandi and Cristian deRitis, February 2011, “The Future of the Mortgage Finance System”
- The Mortgage Finance Working Group, sponsored by the Center for American Progress, January 2011, “A Responsible Market for Housing Finance A Progressive Plan to Reform the U.S. Secondary Market for Residential Mortgages”
- Diana Hancock and Wayne Passmore, January 2011, “Catastrophic Mortgage Insurance and the Reform of Fannie Mae and Freddie Mac”
- A CBO Study, December 2010, “Fannie Mae, Freddie Mac, and the Federal Role in the Secondary Mortgage Market”
- Dwight M. Jaffee, November 2010, “Reforming the U.S. Mortgage Market Through Private Market Incentives”
- Toni Dechario, Patricia Mosser, Joseph Tracy, James Vickery, and Joshua Wright, August 2010, “A Private Lender Cooperative Model for Residential Mortgage Finance”
- Ingrid Gould Ellen, John Napier Tye, Mark A. Willis, May 2010, “Improving U.S. Housing Finance through Reform of Fannie Mae and Freddie Mac: Assessing the Options”
- The Housing Policy Council, February 2010, “Moving Beyond Fannie Mae and Freddie Mac: A Proposal for a New Generation of Entities to Facilitate a Secondary Market for Conventional Mortgages”
- Federal Government Affairs and Housing Finance Committees, January 2010, “Future of Fannie Mae and Freddie Mac and the Housing Finance System”
- Mortgage Bankers Association, August 2009, “MBA’s Recommendations for the Future Government Role in the Core Secondary Mortgage Market”
- National Association of REALTORS®, “Recommendations for Restructuring the GSEs”
- Economic analysis by Susan Woodward and Robert Hall, “Financial Crisis and Recession”

[著者]

奥谷 貴彦（おくたに たかひこ）



ニューヨークリサーチセンター  
研究員  
担当は、米国政策全般