

みずほレポート

2011年9月13日発行

米国におけるGSE改革の動向と公的金融のあり方について

本誌に関するお問い合わせは
みずほ総合研究所株式会社 調査本部 電話 (03) 3591-1347 まで。

みずほフィナンシャルグループは
「お客さまのより良い未来の創造に貢献するフィナンシャル・パートナー」
をめざします。

Channel to Discovery

当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。

要旨

1. ファニーメイとフレディマック（以下、GSE 二社）は、「持ち家取得」の推進を目的に設立された政府支援企業（GSE）で、米国の住宅金融の重要な担い手である。GSE 二社は、民間資本による株式会社である一方、個別の設立根拠法により、低中所得者層への住宅取得支援などの公的使命が義務づけられるとともに、財務省による緊急融資枠が設けられる等、「半官半民」の特徴を持つ。
2. GSE 二社は、サブプライム問題に端を発する金融危機によって経営が悪化し、2008年9月には政府の管理下に置かれて多額の公的資金が投入された。この背景には、マーケットシェアの確保や収益の最大化のために拡大した MBS（不動産担保証券）信用保証事業やポートフォリオ投資事業から多額の損失が発生したことが挙げられる。
3. 2011年2月にオバマ政権が議会に報告した「住宅金融市場改革案」（以下、改革案）では、GSE 二社の失敗について、①民間企業として収益最大化を目指すことに伴う公的使命の弱体化、②政府の後ろ盾があると認識されたことによる不公正な優位性の供与（暗黙の政府保証等）、③不公正かつ不十分な資本水準、④構造的に弱体で不十分な規制・監督機関、などが原因として指摘された。このうち①②は、「半官半民」のビジネスモデルに起因するものであり、両社のビジネスモデルには基本的な欠陥があったとされている。
4. また、改革案では GSE 二社の縮小・廃止（wind down）を含めた改革の方向性が示された一方、住宅金融市場の「中長期的なあり方」については、具体的にどの程度政府関与を残存させるかについて与野党で見解が大きく相違しているため、明確な方向性が示されていない。
5. わが国では、金融危機や政権交代を受けて、郵政民営化や政策金融改革の見直しが行われているが、GSE 二社の失敗の教訓や改革案で示された政府関与のあり方は、今後のわが国の公的金融のあり方を考える上で十分参考になりうる。第 1 に、「公的金融機関の組織のあり方」については、「半官半民」のビジネスモデルに起因した GSE の失敗の教訓を踏まえ、公的機関としての位置付けを明確にした上で、民間市場の補完に徹していく必要がある。第 2 に、「公的金融の果たすべき役割」については、わが国が陥っている深刻な経済環境を踏まえ、いたずらに「危機モード」からの脱却を急ぐのではなく、安定した経済成長の実現に向けて公的金融を活用することも含めて、わが国の「現実」を踏まえた柔軟な対応が望まれる。

（金融調査部 小山 剛幸）

目次

1. はじめに	1
2. GSE 二社の概要	1
(1) 沿革	1
(2) 設立根拠法	2
(3) 住宅金融市場における役割	3
(4) 業務内容	5
(5) 規制・監督	6
3. GSE 二社の失敗とその原因	7
(1) 公的管理に至るまでの経緯	7
(2) GSE 二社の失敗の原因	10
4. 住宅金融市場改革の方向性	14
(1) 改革案で示された当面の対応	14
(2) 改革案で示された中長期的なあり方の検討	15
(3) 今後の見通し	16
(4) 小括	18
5. わが国へのインプリケーション	20
(1) わが国における公的金融にかかる改革の動向.....	20
(2) 公的金融のあり方について.....	23

1. はじめに

ファニーメイとフレディマックは民間企業でありながら、設立根拠法により公的使命や優遇措置が付与された政府支援企業（GSE）であり、米国の住宅金融市場において重要な役割を担っている（以下、両社を GSE 二社という）。

GSE 二社は、サブプライム問題に端を発する金融危機によって経営が悪化し、2008 年 9 月には公的管理下に置かれて多額の公的資金が投入された。金融危機を受けて、2011 年 2 月にオバマ政権が議会に提出した改革案では、GSE 二社の失敗の原因が指摘され、両社を段階的に縮小・廃止（wind down）していく方針が示されている。

民間企業でありながら住宅金融市場における公的使命を担ってきた GSE 二社の失敗の教訓や改革案で示された政府関与のあり方は、郵政改革や政策金融改革の見直しをはじめとする、今後のわが国の公的金融のあり方を考える上で十分参考になりうる。

本稿では、GSE 二社の概要を確認した後、改革案に示された GSE 二社の失敗の原因や今後の改革の方向性について解説し、最後に、わが国における「公的金融のあり方」へのインプリケーションについて考察することとしたい。

2. GSE 二社の概要

(1)沿革

①ファニーメイ(FNMA:連邦抵当金庫)

ファニーメイは、1930年代の世界大恐慌を発端とする住宅金融市場の混乱や持ち家比率の低下を受け、1938年に「国家住宅法」に基づき、政府機関として設立された。ファニーメイの設立目的は、住宅金融市場への流動性供与等を通じて「持ち家取得」を推進することで、当初は民間金融機関から連邦住宅局（以下、FHA）保証付住宅ローン等を買取って自身のバランスシートに保有する業務（ポートフォリオ投資事業）を行っていた。

1954年以降、ファニーメイは住宅ローンの買取りを要請する民間金融機関に株式の一定割合を引受けさせて一部民営化を始め、1970年には、ニューヨーク証券取引所に上場し、完全民営化した¹。この過程で、従来ファニーメイが担ってきたFHA保証付住宅ローンの買取り等の業務を1968年に政府機関として設立されたジニーメイ（GNMA:連邦政府抵当金庫）に承継させて、民営化以後は、政府機関による保証のない住宅ローンを主な対象として買取りや証券化を実施することとなった。

②フレディマック(FHLMC:連邦住宅金融抵当公社)

フレディマックは、1970年に成立した「緊急住宅融資法」に基づき、連邦住宅貸付銀行（以下、FHLB）による出資を受けて設立された。フレディマックの設立目的は、

¹ 『GSE 危機とそのインプリケーションーガバナンスの観点から踏まえてー』（小林正宏・大類雄司）によると、ファニーメイの一部民営化の背景には、民業圧迫への批判やヴェトナム戦争の戦費増大による連邦政府予算の抑制のためという見方があったとされている。

貯蓄貸付組合（以下、S&L）に対する流動性供与等を通じて「持ち家取得」支援策をさらに強化²していくことで、当初はS&Lの住宅ローンを対象として証券化を行い、組成した不動産担保証券（MBS）の元利金の支払いを保証する業務（MBS信用保証事業）を中心に実施してきた。1984年以降、フレディマックは、FHLBが傘下のS&Lに優先株を譲渡することで一部民営化を始め、1988年には、ニューヨーク証券取引所に上場して完全民営化することとなった³。

〔図表 1〕 GSE二社の主な沿革

1938年	「国家住宅法」によりファニーメイが政府機関として設立
1968年	ファニーメイの民営化により、ジニーメイが政府機関として独立
1970年	「緊急住宅融資法」によりフレディマックが政府機関として設立
	ファニーメイがニューヨーク証券取引所に上場(完全民営化)
1988年	フレディマックがニューヨーク証券取引所に上場(完全民営化)
2008年	GSE二社がFHFA(連邦住宅金融局)の管理下に
2010年	GSE二社は上場廃止(店頭取引扱い)

(資料) みずほ総合研究所作成

(2)設立根拠法

GSE二社は、当初、政府機関として設立された後に民営化されたが、連邦政府との関係を絶つことは住宅政策遂行上望ましくないとして、設立根拠法において、公的使命が義務づけられるとともに、財務省による緊急融資枠等の優遇措置が残された。

具体的には、住宅金融の流通市場における安定性の供給、民間資本市場に対する適切な対応、低中所得者向けを含む住宅金融の流通市場に対する継続的な支援、家計による住宅金融市場へのアクセス促進などが「公的使命」として義務づけられている〔図表2左〕。一方、こうした公的使命を達成するため、設立根拠法では、GSE二社に対して、通常の民間金融機関には認められていない財務省による緊急融資枠や地方税の一部免除などの特権が付与されているほか、役員構成（大統領任命枠）、議会への報告事項、業務規制等が規定されている〔図表2右〕。

このように、民間企業でありながら、米国の連邦政府と一定の関係がある企業は、GSE（Government Sponsored Enterprise：政府支援企業）と称される。

² 前述のレポートによると、フレディマック設立の背景には、当時、モーゲージバンクや商業銀行を対象としていたファニーメイに対して、競争原理を働かせてローン金利の引き下げる意図や、金融自由化の中で流動性危機に直面するS&Lのリファイナンス支援の目的があったと言われている。

³ 前述のレポートによると、フレディマックの民営化の背景は、1980年代のS&Lの経営危機を受けて、株式売却益によってS&Lへ投入する公的資金を減額させようとした意図があるとされている。

[図表 2] GSE 二社の主な公的使命と優遇措置

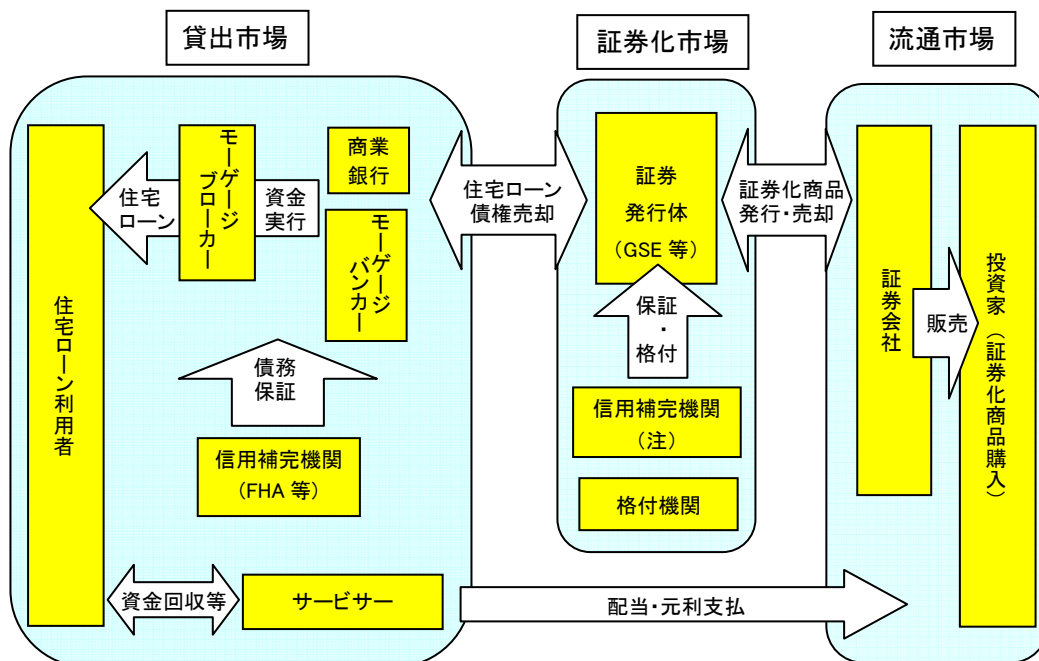
公的使命	優遇措置
① 住宅金融の流通市場において安定性を供給すること ② 民間資本市場に対して適切に対応すること ③ 住宅ローン投資の流動性を高め、住宅ローンの資金調達のために利用可能な投資資本の配分を改善することで、住宅金融（他よりも収益性が低い可能性があるが、合理的な経済的リターンがある低中所得者向けを含む）の流通市場に対して継続的な支援を行うこと ④ 住宅ローン投資の流動性を高め、住宅ローンの資金調達のために利用可能な投資資本の配分を改善することで、国内（都市、地方、貸出が十分に行き渡っていない地域を含む）の住宅金融へのアクセスを促進すること 等	① 財務省の債券買取による緊急融資枠（22.5 億ドル） ※2008 年 7 月に限度枠が撤廃 ② 州の法人所得税が免除 ③ GSE が発行する債券は SEC（米国証券取引委員会）への登録および州証券法の適用が免除 ④ 財務省証券の発行と同様に連邦準備銀行を財務代理人として利用可能 等

(資料) 各設立根拠法

(3)住宅金融市場における役割

米国の住宅金融市場は、貸出市場と証券化市場、流通市場の 3 つの市場から構成されている。わが国の市場と比較すると、貸出市場において金融機関が単独で住宅ローン業務全体を取り扱うのではなく、モーゲージ・ブローカー（ローン組成）、モーゲージ・バンカーや商業銀行（資金の貸し手）、サービサー（資金回収）などが独立し、機能分化が進んでいる点や、住宅ローンの 8 割以上（2010 年末現在）が証券化されて MBS として市場に流通している点などが大きく異なっている[図表 3]。

[図表 3] 米国の住宅金融市場(イメージ)



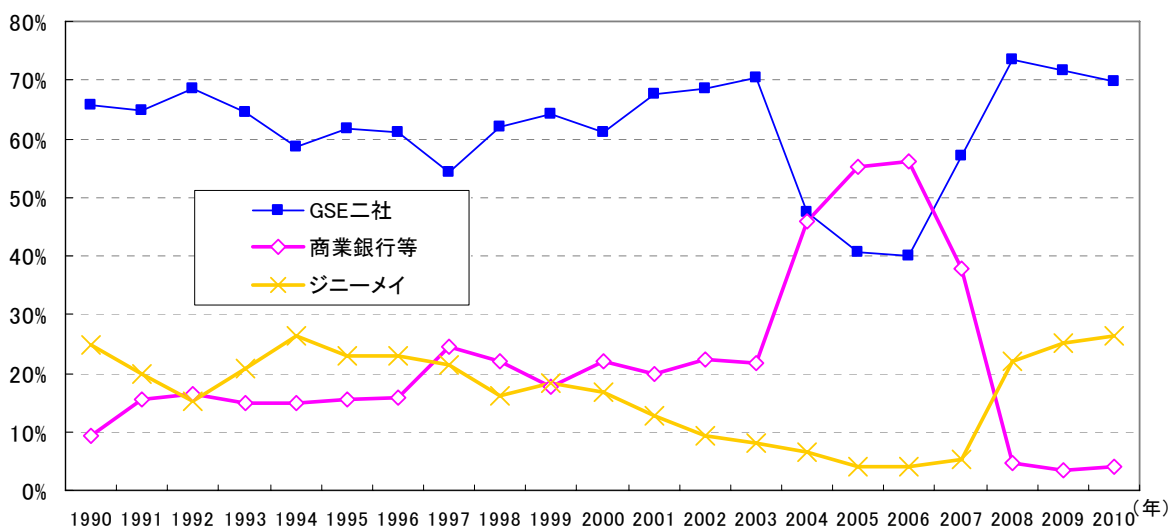
(注) 民間金融機関が証券発行体となる場合は、民間信用保証会社等が保証を行う

(資料) 国土交通政策研究所資料に基づきみずほ総合研究所作成

GSE 二社はこの3つの市場のうちの証券化市場のメインプレーヤーであり、新規 MBS 発行において GSE 二社は約 7 割のシェアを占めている[図表 4]。また、ポートフォリオ投資事業を通じて、流通市場における投資家としての機能も有している。

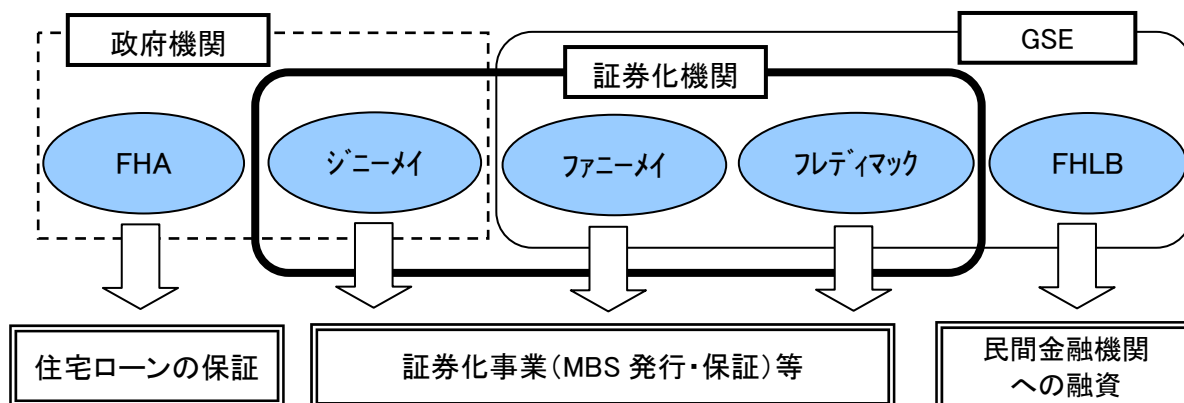
なお両社の他にも、同じ GSE である FHLB や、政府機関である FHA やジニーメイが住宅ローンの保証や民間金融機関への融資等を通じて、「持ち家取得推進」といった政策目標を推し進めている[図表 5、6]。

[図表 4] 新規MBS発行(証券化市場)のシェア



(資料) Inside Mortgage Finance

[図表 5] 住宅金融分野における主な政府機関・GSE(全体像)



(資料) みずほ総合研究所作成

[図表 6] 住宅金融分野における主な政府機関・GSE(各機関の概要)

機関	組織形態	業務目的	手法・特徴
FHA(連邦住宅局)	政府機関	・低所得者層への住宅供給支援	・住宅ローンの保証 ・連邦信用計画で予算措置
ジニーメイ (GNMA:連邦政府抵当金庫)	政府機関	・FHA 保証付住宅ローン等に対する流動性・安定性の供給を通じた、低所得者層への住宅供給支援	・FHA 保証付住宅ローン等の証券化 ・連邦信用計画で予算措置
ファニーメイ (FNMA:連邦抵当金庫)	GSE(注)	・住宅ローンの流通市場における流動性・安定性の供給 ・家計による住宅ローン市場へのアクセスの促進	・住宅ローンの証券化 (MBS 信用保証事業)
フレディマック (FHLMC:連邦住宅金融抵当公社)			・住宅ローンおよび MBS の買取(ポートフォリオ投資事業)
FHLB(連邦住宅貸付銀行)	GSE	・地域における住宅金融の安定的な供給	・加盟民間金融機関に低コスト資金を融資(間接融資)

(注) GSE 二社は 2008 年 9 月より公的管理下に置かれている

(資料) 各機関の IR 資料に基づきみずほ総合研究所作成

(4)業務内容

GSE 二社の主な業務内容は、住宅ローンを MBS 等に証券化する MBS 信用保証事業と、社債等を発行して住宅ローンや MBS 等をバランスシートに保有するポートフォリオ投資事業に区分される。過去にはファニーメイがポートフォリオ投資事業、フレディマックが MBS 信用保証事業を行うといった GSE 二社間での業務の住み分けがあったとされるが、1990 年代以降、両社の業務内容は類似化した。

①MBS 信用保証事業

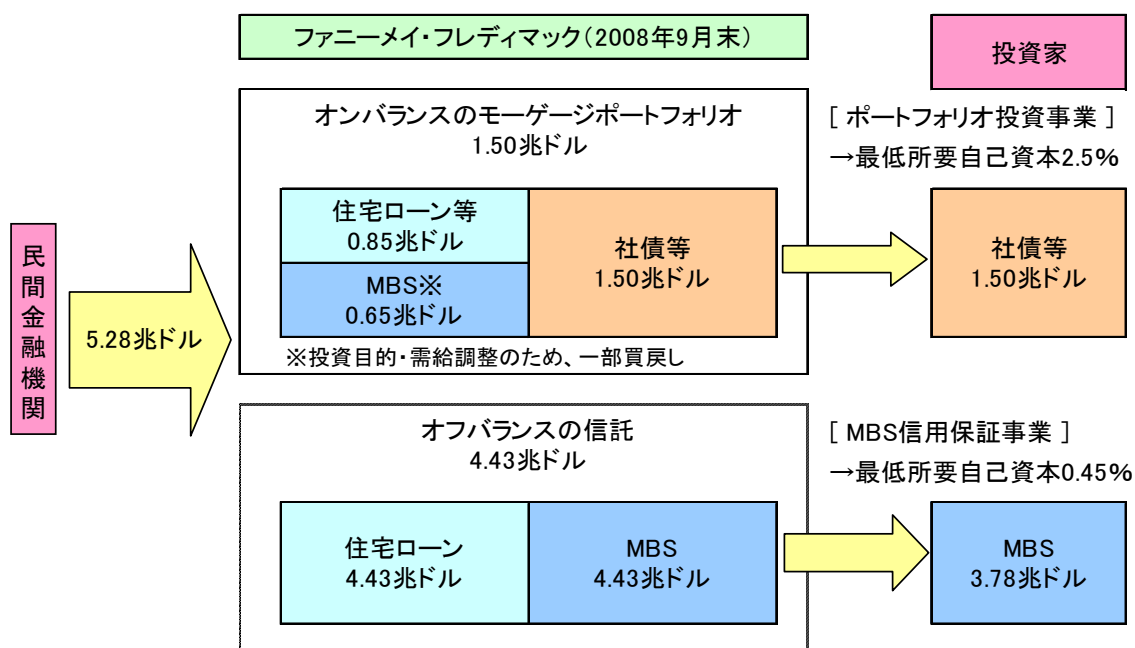
MBS 信用保証事業は、民間金融機関等が組成した住宅ローンを裏付けとする MBS を組成し、MBS の元利金の期日支払を保証する業務である。債務者がデフォルトした場合等の信用リスク負担はあるが、住宅ローンの繰上償還によるキャッシュフローの変更等に伴う ALM リスクは投資家に転嫁され、財務上も証券化資産は信託勘定でオフバランスとなっている。このため、当該事業の運営に際しての最低所要自己資本は証券化資産の 0.45%⁴と相対的に低い水準とされた。

⁴ 最低所要自己資本は、2006 年 5 月に GSE 二社の不正会計問題（詳細は P11 脚注 6 をご参照）を契機として追加で 30%が加算された後、2008 年 3 月に両社の会計の正常化等により 20%の加算に緩和され、同年 10 月に撤廃。

②ポートフォリオ投資事業

ポートフォリオ投資事業は、社債発行等を原資として民間金融機関から住宅ローンやMBS等を買取り、自身のポートフォリオに組み込む業務である。民間金融機関等のオリジネーターに直接流動性を供給できる反面、GSE二社が信用リスク、金利リスク、ALMリスク等の住宅ローンに含まれる全てのリスクを負担することとなる。このため、当該事業の運営に際しての最低所要自己資本は、買取資産の2.5%⁴とされ、MBS信用保証事業よりも高い水準が求められた。GSEは、自らが証券化したMBSを取得することにより、MBS市場の需給調整も実施している。

[図表 7] GSE 二社のバランスシート(イメージ)



(資料) 住宅金融支援機構資料に基づきみずほ総合研究所作成

(5)規制・監督

GSE二社に対する規制・監督体制は、1992年に連邦住宅公社監督局(以下、OFHEO)が設立されて以降、住宅都市開発省(以下、HUD)が公的使命感による「住宅政策目標」の達成状況の観点から監督を行う一方、OFHEOがGSE二社に対する資本の健全性や財務上の安全性の強化を目的に監督を実施することとなった。

「住宅政策目標」については、①低中所得者(地域中間値所得を下回る家計)、②貸出が十分に行き渡っていない地域(低中所得地域およびマイノリティ居住地域の家計)、③特別先(超低所得の家計および低所得地域に住む低所得の家計)を対象として一定割合の住宅ローンの買取り等が目標とされ、目標に未達の場合、HUDがGSE二社に対して是正勧告や課徴金を課することが可能であった。

3. GSE 二社の失敗とその原因

冒頭に述べたとおり、サブプライム問題に端を発する金融危機によって、GSE 二社は経営が悪化し、2008 年 9 月に公的管理下に置かれた。2010 年 7 月、金融危機の再発を防止するため、金融規制監督の包括的な強化を図る「金融規制改革法」（ドッド・フランク法）が成立したが、GSE 二社の改革については、「2011 年 1 月末までに GSE 二社の政府管理を終わらせるための方策にかかる提言等を議会に提出すること」とされ、議論が先送りされた。

以下では、ドッド・フランク法の要請を受けて、予定よりも 1 ヶ月遅れの 2011 年 2 月に財務省と HUD が議会に連名で提出した「住宅金融市場改革案」（以下、改革案）等に沿って、GSE 二社の失敗とその原因について確認することとする。

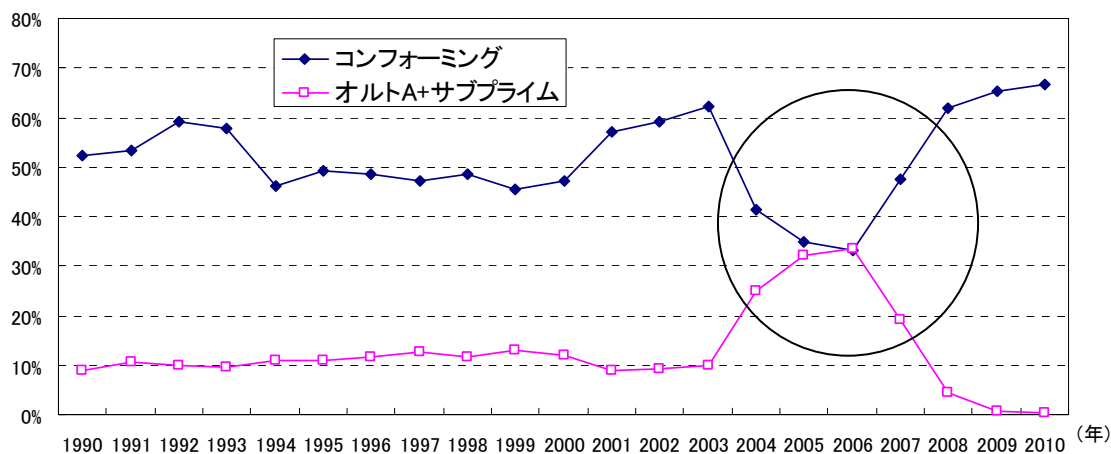
(1) 公的管理に至るまでの経緯

米国の住宅ローンは、信用面で大きな問題のない「プライム・ローン」（30 年の長期固定金利が主流）が一般的な類型で、特に、プライム・ローンの中でも、GSE 二社の MBS 信用保証業務の対象となる「コンフォーミング・ローン」は、2003 年時点で MBS 市場のシェアの 6 割程度を占めていた。

2000 年代に入り、民間金融機関では、信用面で問題のある借手を対象とした「サブプライム・ローン」（変動金利が主流）や、プライム・ローンより信用面で劣る「オルト A・ローン」などのリスクが高い住宅ローンの組成が拡大していったが[図表 8]、GSE 二社は当初、プライム・ローンの保証事業を中心に MBS 信用保証業務を継続していた。

しかし、GSE 二社は 2004 年以降のコンフォーミング・ローンのシェアの大幅な低下を受けて、株主からの要請による収益力の向上や民間金融機関との競合のために、MBS 信用保証事業でよりリスクの高い住宅ローンに対象を拡大したほか、ポートフォリオ投資事業でリスクの高い住宅ローンや MBS の保有を拡大し、民間金融機関と同様のビジネスに追随していった。

[図表 8] 新規ローンの類型別シェアの推移



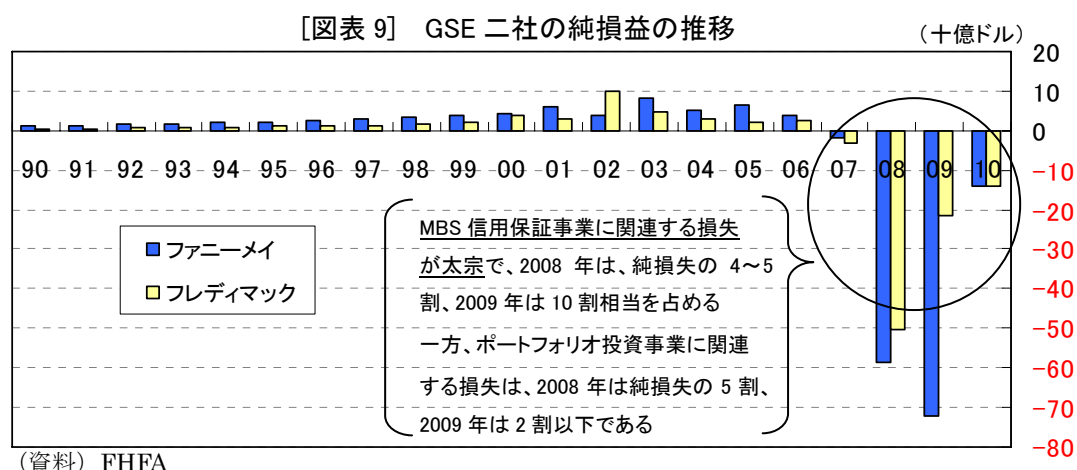
(資料) Inside Mortgage Finance

2006年から2007年にかけて、住宅金融市場ではリスクの高い住宅ローンの組成が行われていたが、GSE二社もプライム・ローンを対象とした本来のビジネスだけでなく、リスクの高い資産を対象としていった。その後、住宅価格が下落したことに加え、最初は低く抑えられていた住宅ローンの変動金利が上昇したことから、サブプライム・ローンをはじめとするリスクの高い住宅ローンが急速にデフォルトを始めた結果、こうしたローンを原資産とする証券化商品の価格が急落し、金融市場は大きく混乱した（以下、サブプライム問題）。

そこで政府は、2008年2月、住宅金融市場に流動性を供給し、金融市場全体を支えるため、危機対応としてGSE二社を活用する方策を採り、両社の証券化の対象となるコンフォーミング・ローンの限度額の引き上げや、投資事業によるポートフォリオの規模の上限撤廃などの支援措置が講じられた。

しかしながら、その後も住宅価格の下落と住宅ローンの延滞率の上昇は継続し、プライム・ローンも含めた住宅ローン全般が非常に高い割合でデフォルトしていくこととなった。その結果、ポートフォリオ投資事業におけるオルトAやサブプライム・ローン関連の損失に加え、MBS信用保証事業におけるプライム・ローン関連の損失も拡大したため、GSE二社の純損失は低水準の自己資本では吸収できない程度にまで膨らみ[図表9]、負債の返済や保証の履行が不可能であることが明らかとなった。

こうした事態を受けて、2008年7月に成立したHERA(住宅経済復興法)では、財務省に対してGSE二社への資本注入や緊急融資枠の拡大等の権限を付与したほか、両社の財務安全性・健全性にかかる監督機関であったOFHEOを廃止し、HUDの権限の一部とともに、新設の連邦住宅金融局（以下、FHFA）に移管することとされ、さらに同年9月には、HERAに基づき、GSE二社は公的管理下に置かれることとなった。



GSE二社が公的管理下に置かれた背景には、サブプライム問題の影響で、既に民間MBS市場は機能不全に陥っていたため、GSE二社が自己資本不足によって破綻した場合、住宅金融市場全体の機能が停止し、住宅取得が実質的に困難となることが危惧されたこ

とが挙げられる。また、住宅需要の減退による影響で住宅価格がさらに下落し、他の金融機関へ損失が拡大する懸念に加え、債券・MBS 残高が 5 兆ドルを超える GSE 二社の破綻はシステムリスクを引き起こし、金融システム全体を不安定にさせることも懸念された。

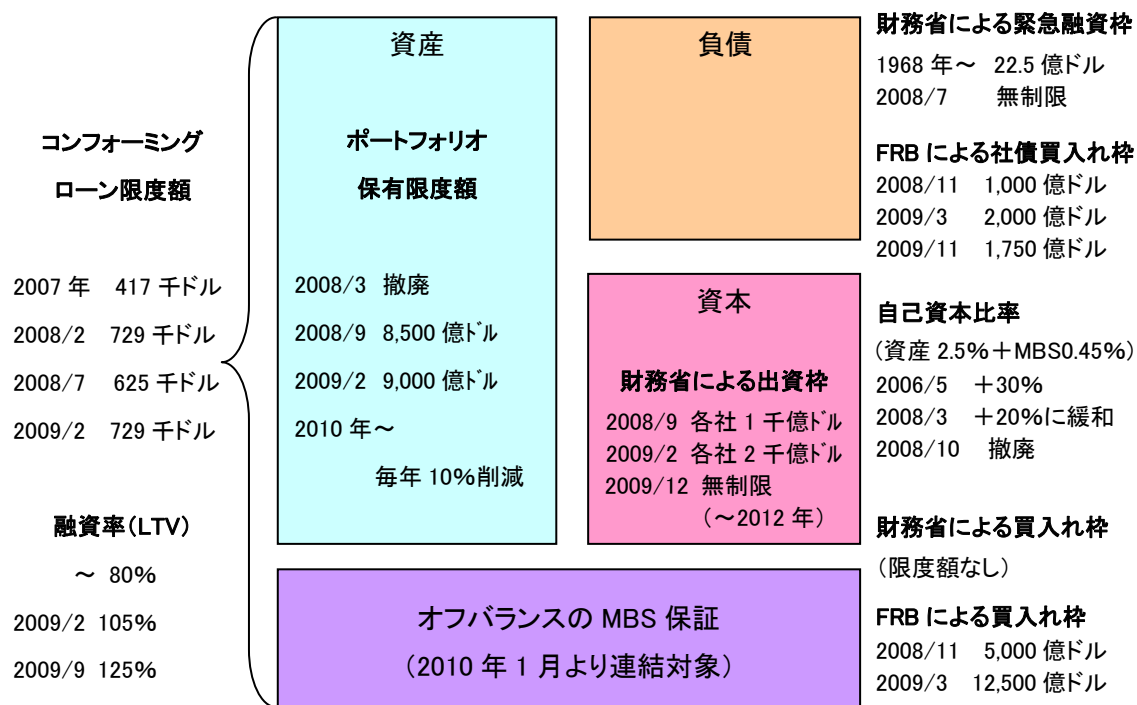
その後も、財務省による資本注入や MBS の買取り、連邦準備銀行（以下、FRB）によるエージェンシーMBS⁵や GSE 債の買取り等、GSE 二社に対する異例の公的支援を通じて、住宅金融市場の安定化が優先された[図 10、11]。

[図表 10] 財務省・FRBによる GSE への対応

プログラム		期限	規模
財務省	資本注入(優先株の購入)	2012 年末まで	無制限
	MBS の買取り	2009 年 12 月で終了	2,260 億ドル (20.8 兆円)
FRB	エージェンシーMBS の買取り	2010 年 3 月で終了	1 兆 2,500 億ドル (115.2 兆円)
	GSE 債の買取り	2010 年 3 月で終了	2,000 億ドル (18.4 兆円)

(注) 財務省の MBS 買取り実績は 2009 年 12 月末時点
 2010 年 9 月時点における GSE2 社への資本注入額は 1,483 億ドル (13.7 兆円)
 円換算レートは 2009 年 12 月末時点 (1 ドル=92.13 円)
 (資料) 米国財務省、FRB

[図表 11] GSE への救済策一覧



(資料) 国土交通省「住宅金融のあり方に係る検討会」報告資料等に基づきみずほ総合研究所作成

⁵ GSE 二社とジニーメイが発行・保証する MBS。

(2)GSE 二社の失敗の原因

改革案では、GSE 二社の失敗の原因について、「民間企業として収益最大化を目指すことに伴う公的使命の弱体化」「政府の後ろ盾があると認識されたことによる不公正な優位性の供与」「不公正かつ不十分な資本水準」「構造的に弱体で不十分な規制・監督機関」の4点が指摘されている[図表 12]。また、野党の共和党は上記に加えて、「政府の住宅政策」が GSE 二社の失敗、ひいては金融危機の原因となったと主張している。

[図表 12] 住宅金融市場における問題点一覧

住宅金融市場の基本的な欠陥	
GSE 二社の失敗	
民間企業として収益最大化を目指すことに伴う公的使命の弱体化	⇒ マーケットシェアの確保や株主からの要請による収益の極大化のために GSE 二社が必要以上のリスクテイクを行い、住宅金融市場や納税者が危険にさらされたことを問題視
政府の後ろ盾があると認識されたことによる不公正な優位性の供与	⇒ GSE 二社には地方税免除や資本水準の緩和などの優遇措置があり、投資家から、大きな損失を出しても最終的には納税者が負担するだろうといった「暗黙の政府保証」が認識されたほか、その優位性により民間金融機関よりも低コストで資金調達が可能となり、無責任なリスクテイクが拡大
不公正かつ不十分な資本水準	⇒ GSE 二社は従来、民間金融機関と比べて低い資本水準しか要求されていなかったため、より低いコストで MBS 保証事業を行っており、金融危機が発生しても、その資本水準が損失を十分に吸収できなかった
構造的に弱体で不十分な規制・監督機関	⇒ GSE 二社の資本水準や財務の健全性をチェックする役割の OFHEO が十分な監督を行う体制でなかったうえに、リスクに見合った資本水準を設定する権限がなかった

(資料)「住宅金融市場改革案」

①民間企業として収益最大化を目指すことに伴う公的使命の弱体化

GSE 二社は設立根拠法により、住宅金融の流通市場の安定性の確保や住宅金融へのアクセスの促進等が公的使命として要求されている。しかし、監督体制が不十分な中、株主からの要請によって民間企業として利益追求が優先されたことなどにより、GSE 二社の経営陣は、マーケットシェアの確保や収益の最大化のために、過度のリスクテイクを行った。その結果、サブプライム問題により多額の損失を計上し、住宅金融市場を支える機能を危機に陥れ、巨大な損失を納税者に負担させるに至った。金融危機以前の GSE 二社の利益追求が原因で、市場の安定化をもたらすという公的使命が最も必要とされたときに、本来の使命を全うできなくなる事態に陥ったのである。

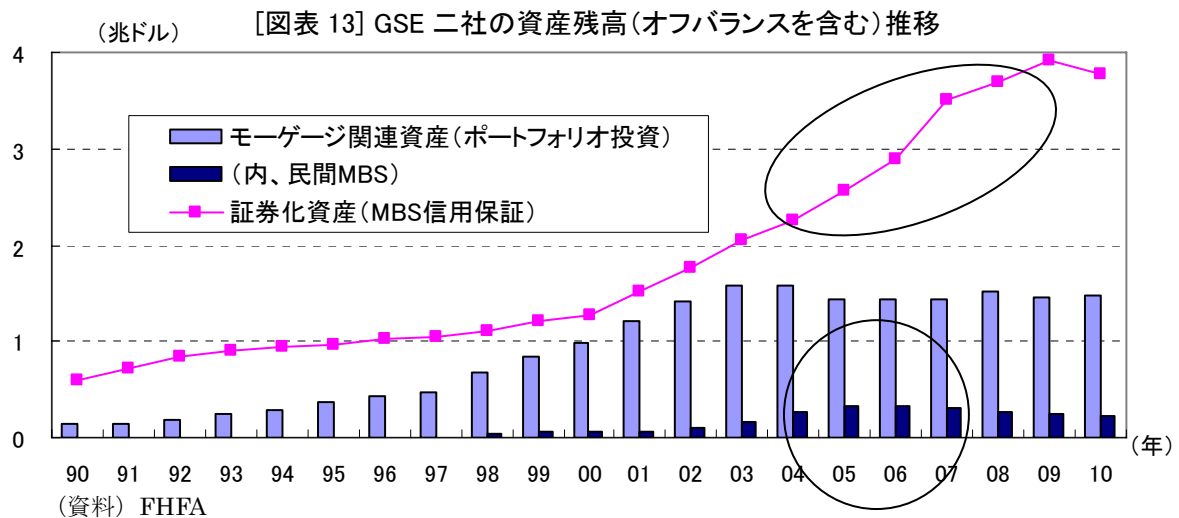
なお、GSE 二社の役員は、その報酬体系の過半が、会社の EPS（一株あたり利益）と連動しており、経営陣は短期的な利益追求に傾きやすい構造であった。2003～2005

年にかけて不正会計問題⁶が発覚する等、金融危機以前から、GSE 二社のコーポレートガバナンスの欠如が問題視されてきたが、こうした役員の報酬体系も公的使命の弱体化に拍車をかけたことが指摘されている。

②政府の後ろ盾があると認識されたことによる不公正な優位性の供与

GSE 二社は、元々政府機関であった経緯や財務省による緊急融資枠、税制措置の優遇、民間金融機関よりも低い資本水準、「巨大な損失が生じても納税者が負担するだろう」という投資家の認識（暗黙の政府保証）などの優位な競争条件を利用して利益をあげていった。例えば、資金調達において、両社は「暗黙の政府保証」により通常有すべきプレミアムを負担することなく米国債と同程度のスプレッドで社債等を発行してポートフォリオ投資が可能であったことや、所要自己資本水準の低さから、民間金融機関よりも低い保証料や手数料で MBS 信用保証が可能であったことが挙げられる。

これらの優位性が、GSE 二社が参加している市場を支配するほどの決定的な価格形成力を与え、他の競争者よりもはるかに低コストで巨大なポートフォリオの構築や MBS 信用保証業務における無責任なリスクテイクを可能とした結果、GSE 二社の資産残高は急激に増加した⁷ [図表 13]。



また、「暗黙の政府保証」等を背景とした GSE 二社の規模拡大により、金融市場全体にシステミックリスクが蓄積した点にも留意が必要である。両社のシステミックリスクに対する懸念については、2005 年に開かれた上院公聴会で、グリーンSPAN FRB

⁶ GSE 二社に OFHEO の特別検査が入り、不正な会計処理により決算が粉飾されていたこと等が発覚した事件。

⁷ モーゲージ関連資産(ポートフォリオ投資)の資産残高の伸びが 2004 年度を境に鈍化しているのは、不正会計問題の発覚により、OFHEO が GSE 二社のポートフォリオ投資の制限を要求したことが背景にある。こうした問題を受けて、2006 年以降は、ポートフォリオ投資事業の規模についてファニーメイは 7,277 億ドル、フレディマックは 7,103 億ドルを基準に年率 2%増の上限が設定された。

議長（当時）が、「GSE が投資できる資産に制限がない場合は、資産規模の増加とともにシステミックリスクが増大する懸念がある」と発言する等[図表 14]、これまでも数々の指摘がなされてきたが、今般の金融危機でその懸念が現実のものとなり、多額の納税者負担につながる事となった。

[図表 14] グリーンスパン元 FRB 議長の証言抜粋

GSE に暗黙の政府保証があると投資家が強く思っていることは、それ自体が GSE の安全性や健全性の問題を引き起こすことにはならないが、GSE の規模が巨大になるにつれ、米国の金融システムにとってのシステミックリスクの原因となる。システミックリスクは、通常の金融機関に対する規制だけでは対処するのは難しい一方、すぐ後で述べるように、GSE の場合は暗黙の政府保証で集められた投資ポートフォリオに制限をかけることで効果的に対処できる。

GSE の負債に対する政府保証によって、ファニーメイとフレディマックは、実質的に制限なく資産規模を拡大させた。民間の投資家は低い金利という形で、市場に補助金を供給してきた。議会に明示的に認められた補助金とは違って、GSE に対する暗黙の補助金は完全に GSE の意のままとなっているのだ。

(資料) 2005.4.6 上院公聴会

③不公正かつ不十分な資本水準

2006 年 5 月までの GSE 二社の最低所要自己資本水準は、MBS 信用保証事業では、その証券化したオフバランスの資産に対して 0.45%、ポートフォリオ投資事業では、その保有資産に対して 2.5%とされており、他の民間金融機関と比べてはるかに低い資本水準しか要求されていなかった。また、GSE 二社は、高い資本水準を維持する必要がなく、MBS の保証料を民間金融機関と比べてはるかに低水準に設定できたことから、利益の十分な蓄積が行われず、住宅危機に伴う損失を吸収するには不十分な資本水準のまま放置される事となった。

④構造的に弱体で不十分な規制・監督機関

1992 年に OFHEO が設立されて以降、2008 年の廃止まで、OFHEO が GSE 二社の資本の健全性や財務上の安全性を監督していた。OFHEO は、最低資本の水準を調整する裁量や、資本不足に対して資本増強を要請する権限がないなど、健全性を監督する上で十分な権限や能力を有しておらず、金融危機以前から監督・規制の不備が指摘されていた。こうした監督・規制の不備が表面化した背景として、GSE 二社の不正会計問題が挙げられる。不正会計にかかる政府の調査結果では、GSE 二社のコーポレートガバナンスの欠陥に加えて、OFHEO 等による監督・規制の不十分さが指摘され、監督・規制権限の強化をはじめとした GSE 改革の議論が活発化した。

こうした GSE 二社に対する規制・監督強化の声は幾度と挙がっており、法案審議が進んだものもあったが、共和党と民主党の対立や、GSE 二社による強力なロビー活動等により、2008 年に公的管理下に置かれるまで、実質的な制度改革は進まなかった⁸。

⁸ 2005 年には GSE 改革法案が議会に提出されたが、最終的に成立には至らなかった。なお、本件以前にも、GSE の規模拡大による金融市場における潜在的リスクや民業圧迫論等を踏まえ、共和党議員が中心

⑤政府の住宅政策

改革案では、持ち家取得の促進を目的とした政府の住宅政策は、金融危機の要因の一つではあるが第一の原因ではないとされ、その理由として緩い審査基準、低い保証料、不十分な資本水準、不適切な規制・監督等の問題は、住宅政策目標が課されていない民間金融機関でも発生していることが挙げられている。

一方、こうした見方に反発した共和党委員は、2010年12月、「金融危機の原因にかかる質疑応答」と題した非公式な報告書を改革案に先んじて公表した。共和党は金融危機を引き起こした主因が、「ハイリスクの住宅ローンを推進することになった政府の住宅政策である」という考え方に立つ。つまり、GSE 二社がリスクの高い住宅ローン等の買取りや保証を拡大させていった要因は、HUD に課された「住宅政策目標⁹」の過度な推進によるものと結論づけ、この点において民主党と大きく見解が食い違っている[図表 15]。

[図表 15] 共和党委員の報告書における GSE 関連の記載

- 住宅バブルの拡大の最も重要な原因は、住宅金融市場で最大の投資家であった GSE 二社が政府の住宅政策の道具になったこと
- 住宅金融市場における融資基準の低下の原因は、政府が事実上、GSE 二社に暗黙の政府保証を与え、市場に独占的に投資する巨大なヘッジファンドを作り上げたこと
- 政府は、GSE 等を通して、ハイリスクの貸出を拡大し、金融機関や住宅金融市場、納税者、ひいては金融システムに対してリスクを増殖させた

(資料) FCIC 等

となり GSE 改革法案が議会に提出（2000 年、2003 年等）されてきた経緯があるが、いずれも法案成立には至っていない。

⁹ 低所得者層向け住宅ローンの買取り等の目標は、2001-4 年平均が 50% であったが、2006 年に 53%、2007 年には 55% に引き上げられ、貸出サービスが十分に行き渡っていない地域向けの目標も同様に、2001-4 年平均が 31% であったが、2006-7 年には 38% に引き上げられた。

4. 住宅金融市場改革の方向性

(1) 改革案で示された当面の対応

改革案では、今後の基本的な考え方として、

- ・ 健全な民間住宅金融市場の道を開く
- ・ より幅広い住宅市場において信頼と高潔さを回復
- ・ 住宅金融へのアクセスと手頃な価格での提供を確保するために、透明性が高くかつ的を絞った支援を行うシステムの構築

の3点が示され、それぞれの考え方に基づいた当面の解決策が提案された[図表 16]。

[図表 16] 住宅金融市場における解決策一覧

健全な民間住宅金融市場の道を開く
責任ある時間軸の中で GSE 二社の規模を段階的に縮小・廃止
FHA を「低中所得者等に対象を絞った、住宅ローンへのアクセス提供」という本来の役割に戻す
中小規模の金融機関に対する FHLB の支援を強化
既存の政府の住宅金融にかかるプログラム間の関係を改善
より幅広い住宅市場において信頼と高潔さを回復
消費者が不公正な取引慣行を回避し、全情報が与えられた状態で判断できる体制の整備
証券化の過程における透明性、標準化、説明可能性の向上
金融システムの安全性・安定性を改善するために資本水準を引き上げ
金融機関に対する監督を強化
住宅ローンのサービシングや差押えにかかる手続の改善
住宅金融へのアクセスと手頃な価格での提供を確保するために、透明性が高くかつ的を絞った支援を行うシステムの構築
FHA の改革および強化
手頃な賃貸住宅へのコミットメントを刷新
すべてのコミュニティにおいて信用力のある人が借入を利用できることを確保
低中所得者層等に的を絞った、持ち家や賃貸住宅を手頃な価格で提供するための専用の基金を創設

(資料) 「住宅金融市場改革案」

このうち GSE 二社に関しては、民間資本が住宅金融市場において支配的な役割を担えるように、責任ある時間軸の中で GSE 二社の規模を段階的に縮小・廃止していくとされ、具体的な方策として以下の4項目が示されている。

①より多くの民間資金を導入するため両社の保証料率を引上げ

GSE 二社の保証料率を、市場の環境等を考慮しつつも、民間と同等の資本水準が要求された場合のリスクに見合うように数年以内に引き上げて、GSE 二社と民間金融機関との公正な競争条件を確保する。

②両社が民間の保証業者等から追加の信用補完を受けるように促すことや、借り手が求められる頭金の割合を10%に引き上げることにより、民間資金を優先的に活用

両社が民間の保証業者等から追加の信用補完を受けるよう促すことや、借り手が求められる頭金の割合を10%に引き上げることにより、民間資金を優先的に活用することが可能となる。

③コンフォーミング・ローンの上限金額を引き下げ

「住宅経済復興法」(2008年成立)により、2011年10月1日まではコンフォーミング・ローンの上限が一時的に引き上げられているが、将来的に適切な水準になるように、上限金額を引き下げる。

④GSE 二社の投資ポートフォリオを段階的に縮小

「政府保証を受けたヘッジファンド」のようなGSE二社が、株主利益の向上のために行うポートフォリオ投資は、最終的に納税者に対する負担となるため、年10%以上の割合で保有ポートフォリオを縮小していく。

(2)改革案で示された中長期的なあり方の検討

中長期的な住宅金融のあり方については、考慮に入れるべき要素として

- ・ 利用者や中小金融機関に対して住宅金融の貸出市場および流通市場へのアクセスを拡大すること (住宅金融の利用可能性)
- ・ 個人の住宅建設が魅力的になるように支援すること (住宅投資へのインセンティブ)
- ・ 政府が市場参加者から引き受けたリスク見合いの保証プレミアムを徴求することで、納税者保護を図ること (納税者の保護)
- ・ ストレステスト等を通して信用リスクの流れを確認することで、金融と経済の安定性を促進すること (金融・経済の安定)

の4点を示した上で、以下の3つの選択肢が提案されている。

- | |
|--|
| <ol style="list-style-type: none">① 住宅金融市場を民間中心のシステムとし、政府による関与は、限られた一定のグループ(FHA、農務省、退役軍人省が対象とする低中所得者層)に対する支援に限定する② 平時は①と同様の考え方であるが、金融危機等の発生時には、公的金融による信用補完が必要であることから、危機時には政府による保証機能を拡大する③ 平時は①の機能に加えて、危機時に備えて、一定の範囲のMBSに対して政府が再保険機能を提供する |
|--|

①については、平時および危機時ともに、低中所得者層等の借り手以外に対する住宅ローンの保証機能を廃止する案で、住宅金融システムにおける公的関与を最小化することで、市場機能を活用した適正な資源配分の実現、モラルハザードの減少、納税者への損失懸念の縮小などにつながる。一方、市場に対する公的関与が限定的になる結果、貸出金利の上昇等を通じて多くの国民にとって住宅金融へアクセスするコストの増加が見込まれるほか、危機時には、住宅金融市場に対する政府の十分な支援が得られず、さらなる経済状況の悪化やひいては国民負担の増加を招く懸念がある。

②については、政府が住宅金融市場の危機に対して市場へのアクセスを保証するセーフティネット機能を備えている。セーフティネット機能は平時においては最小限に抑制されるが、金融市場がストレスを受けた場合には機能を拡大し、市場を安定化させることとなる。一方、平時は最小限の機能を担いつつ、危機時には急速に業務を拡大することとなるため、組織設計や運営上の課題があるほか、①と同様に平時において住宅金融にアクセスするコストが増加することとなる。

③については、将来の危機時に備えて、平時においても政府が特定範囲の住宅ローンに裏付けされた証券に対して再保険を付与する。政府が再保険事業を行うことにより、利用者にとっては、3つの案の中で最も小さいコストで住宅金融にアクセスすることが可能で、平時・危機時ともに、市場に流動性が十分に供給されるというメリットがある。一方、政府関与が大きいと、より生産性の高い分野への資源配分を阻害したり、住宅価格の人為的な上昇を引き起こすおそれがあるほか、納税者への将来的な負担懸念は最も高く、再保険の範囲によってはモラルハザードの懸念も残存するため、実質的には改革前の住宅金融市場に最も近い案といえる。

[図表 17] 中長期的な住宅金融市場のあり方の選択肢(イメージ)

	平時		危機時
	低中所得者向け	再保証	
①	○	×	×
②	○	×	○
③	○	○	○

(資料) みずほ総合研究所作成

(3) 今後の見通し

下院の金融サービス委員会での審議等を踏まえると、民主党も共和党も、住宅金融市場改革において、政府関与の縮小という方向性については概ね一致しているように見受けられる。しかし、改革案に示された3つの選択肢について、共和党の委員は改革によって生じる住宅ローン金利の上昇や住宅金融市場の縮小等の影響は限定的であり、政府

関与を最も限定する選択肢が望ましいとする一方、民主党は民間金融機関に住宅金融市場を委ねることに懐疑的で、政府関与が最も大きい選択肢が望ましいとされており、GSE改革の程度や方法を含む、住宅金融市場の「中長期的なあり方」の議論では対立がみられる。

現在、下院の資本市場およびGSE小委員会等では共和党委員が法案を提出し、逐次公聴会や審議等が行われているが[図表 18]、共和党と民主党の意見に隔たりが大きく、上院と下院が「ねじれ」状態の中、「中長期的なあり方」にかかる改革法案の成立の可能性は低いとみられている。2012年には大統領選が予定されており、同時に上院・下院選挙が実施されることから、大統領選挙後に過半数を取った政党の主導により本格的な立法が行われるものと想定される。

[図表 18] 住宅金融市場改革関連法案¹⁰

S.693	GSE 救済廃止及び納税者保護法案	委員会へ付託
GSE 二社の公的管理期間を明確にし、業務の制限や保有資産の規模縮小、保証料の値上げ等を提示		
H.R.31	ファニー・フレディによる納税者説明責任及び透明性法案	小委員会可決 → 委員会へ付託
FHFA 検査官の権限を強め、議会への報告要求権限を拡大		
H.R.1182	GSE 救済廃止及び納税者保護法案	小委員会へ付託
GSE 二社の公的管理期間を明確にし、業務の継続条件や業務の縮小及び両社の解散にむけた道筋を提示		
H.R.1221	政府補償株式法案	小委員会可決 → 委員会へ付託
GSE 二社の役員に対する補償パッケージを中止し、他の全従業員に標準的な給与水準を適用		
H.R.1222	GSE 補助金削減法案	小委員会可決 → 委員会へ付託
市場環境等を勘案し、FHFA に対して向こう2年間で段階的な保証料の値上げを要求		
H.R.1223	GSE 信用リスク公平取扱法案	小委員会可決 → 委員会へ付託
ドッド・ فرانク法のリスク保持ルールの明確化のため、GSE 二社を二次市場の参加者達と同様の基準に設定		
H.R.1224	ポートフォリオリスク削減法案	小委員会可決 → 委員会へ付託
GSE 二社のポートフォリオ縮減を早急に実施(上限を1年目に7,000億ドル、2年目に6,000億ドル等)		
H.R.1225	GSE 債券発行承認法案	小委員会可決 → 委員会へ付託
GSE 二社の新規債券発行を承認することを財務省に要求		
H.R.1226	GSE 公的使命改善法案	小委員会可決 → 委員会へ付託
住宅価格の上昇や質の悪いローンの原因となったGSE 二社の住宅政策目標を廃止		
H.R.1227	GSE リスク・活動制限法案	小委員会可決 → 委員会へ付託
GSE 二社のマーケットプレゼンスを減じて規模を縮小するため、公的管理下にある間は新規業務を禁止		
H.R.463	ファニー・フレディ透明性法案	小委員会可決 → 委員会へ付託
公的管理下にある間は「情報公開法」を適用		
H.R.2428	GSE 訴訟費用減額法案	小委員会へ付託
GSE 二社の役員等に支払われる多額の訴訟費用を制限		
H.R.2436	ファニー・フレディ納税者負担回収法案	小委員会可決 → 委員会へ付託
財務省の保有するGSE 二社の優先株の配当率を減少させて納税者を保護		
H.R.2439	管財人下GSE 設立根拠法廃止法案	小委員会可決 → 委員会へ付託
FHFA が GSE 二社の管財人である間は設立根拠法を廃止		
H.R.2440	市場透明性及び納税者保護法案	小委員会可決 → 委員会へ付託
GSE 二社の使命にとって重要でない資産を処分して納税者を保護		

¹⁰ 2011年8月末現在の主な法案。上院法案は「S.～」、下院法案は「H.R.～」と表記。

H.R.2441	住宅信託基金廃止法案	小委員会可決 → 委員会へ付託
住宅信託基金を廃止し、資金を GSE 二社に対する毎年の分配を停止		
H.R.2462	GSE 救済上限法案	小委員会可決 → 委員会へ付託
GSE 二社に対する納税者からの資金救済額に上限を設定		

(資料) 米国議会 HP

(4)小括

オバマ政権の改革案で示された GSE 二社の失敗の要因のうち「①民間企業として収益最大化を目指すことに伴う公的使命の弱体化」と「②政府の後ろ盾があると認識されたことによる不公正な優位性の供与」の 2 点については、「半官半民」という、GSE 二社のビジネスモデルそのものに起因するものであり、こうした弊害は、議会における政府高官や GSE 二社の経営陣等の証言でも繰り返し指摘されている[図表 19]。また、金融危機の原因等を調査する目的で議会に設置された金融危機調査委員会 (FCIC) が 2011 年 1 月に公表した報告書にも、「GSE 二社の、暗黙の政府保証と公的使命を保持し、民間上場会社としての利益追求を行うビジネスモデルは基本的に欠陥があった」と明記されており、「半官半民」のビジネスモデルの構造的矛盾が GSE 二社の最も根源的な失敗の原因であったと考えられる。

また、改革案では GSE 二社の縮小・廃止 (wind down) を含めた改革の方向性が示された一方、住宅金融市場の「中長期的なあり方」については、具体的にどの程度政府関与を残存させるかについて与野党で見解が大きく相違しているため、明確な方向性は示されていない。

[図表 19] GSE 二社の経営危機にかかる関係者の発言等(抜粋)

<p>ベン・バーナンキ(FRB議長) <UC Berkeley/UCLA のシンポジウムでの講演、2008 年 10 月 31 日></p>
<p>一つのアプローチとして、ファニーメイとフレディマックを国の保護下に入る前の地位に戻す試みが考えられる。この可能性を考えるにあたり、我々は伝統的な GSE の枠組みが直面する問題を改めて認識しておく必要がある。</p> <p>第一に、現在の GSE のモデルは、民間株主の目的と公共政策の目的との間に本質的な相反関係を内包している。例えば、GSE は今年の初めに住宅金融市場が大きく落ち込んだ際、資本を増やして業務を拡大することが金融市場やマクロ経済の安定に寄与することになるにもかかわらず、こうした動きに消極的であった。GSE が住宅金融市場を支えるのに消極的であったのは、追加の増資が既存の民間株主の持分の価値を希薄化することになるという事実によるものであった。</p> <p>第二に、過去 15 年ほどの間、GSE は他の大手金融機関よりも高いレバレッジで運営されてきた。こうした相対的な資本の欠如が最終的に GSE の転落を証明することとなった。もちろん、GSE の負債が政府により保証されていると認識されている限り、いつでも可能なときにレバレッジを拡大できることは株主の利益である。</p> <p>第三に、不動産担保証券の収益と暗黙の政府保証に起因する低い資金調達コストの差を活用して、GSE がポートフォリオの規模を最大化することも株主の利益となる。しかしながら、連邦準備制度で長年議論されてきたとおり、巨大な GSE のポートフォリオは金融市場の安定にリスクをもたらしている。</p>
<p>ジェームズ・B・ロックハート(元 OFHEO 長官) <金融危機調査委員会での証言、2010 年 4 月 9 日></p>
<p>「住宅経済復興法(HERA)」がもう少し早く通過していれば、住宅金融の危機や住宅バブルは回避できたかどうかは分からないが、確実にダメージは小さかっただろう。GSE がこうした立法に長きに渡って反対してきたことは大きな過ちであり、株主に極めて大きなコストとなったことは間違いなく言えるだろう。いつも驚かされるのは、GSE の取締役会が彼らの唯一の受託者責任は株主に対するもので、利益を極大化することであると感じていたことである。最終的に彼らは失敗した。どのような新しいモデルに取ってかわられるとしても、納税者の最終的な負担により長年にわたり民間部門が利益を得ることを再び許容することのないよう、民間部門と公的部門の役割は明確に線引きされなくてはならない。</p>
<p>アーマンド・ファルコン(元 OFHEO 長官) <金融危機調査委員会での証言、2010 年 4 月 9 日></p>
<p>要約すると、ファニーメイとフレディマックの、政府から特権を与えられる特殊会社でありながら、民間保有の上場企業であるというモデルには欠陥があった。このモデルにより付与された市場や政治の力は驕り、強欲、過度なリスクテイク、特権の悪用を産んだ。もし、ファニーメイとフレディマックが現在の形態の変形にとどまることを許したなら、将来どこかで、別の委員会が再び、何が悪かったのかについて同じ問いを投げかけることになるであろう。</p>
<p>ダニエル・H・マッド(元ファニーメイ社長) <金融危機調査委員会での証言、2010 年 4 月 9 日></p>
<p>ポールソン前財務長官とは意見の相違する点が多くあったが、GSE の問題の原因がそのビジネスモデルにあるとする彼の最終的な評価には同意する。単一のビジネスラインにより、多種多様な課題の遂行を求められる GSE の枠組みでは、その後のグローバルな金融の混乱がなかったとしても、複数年にわたり全国規模で住宅価格が 30% も下落する状況に耐えることは不可能である。住宅価格が上昇しているときは、ビジネスと公的使命のバランスをとることができたが、住宅価格がこれまでの経験からはとても考えられない領域に下落した時には、いずれの行動をとったとしても恐ろしい事態となる選択を迫られることとなる。</p>

(資料) みずほ総合研究所作成

5. わが国へのインプリケーション

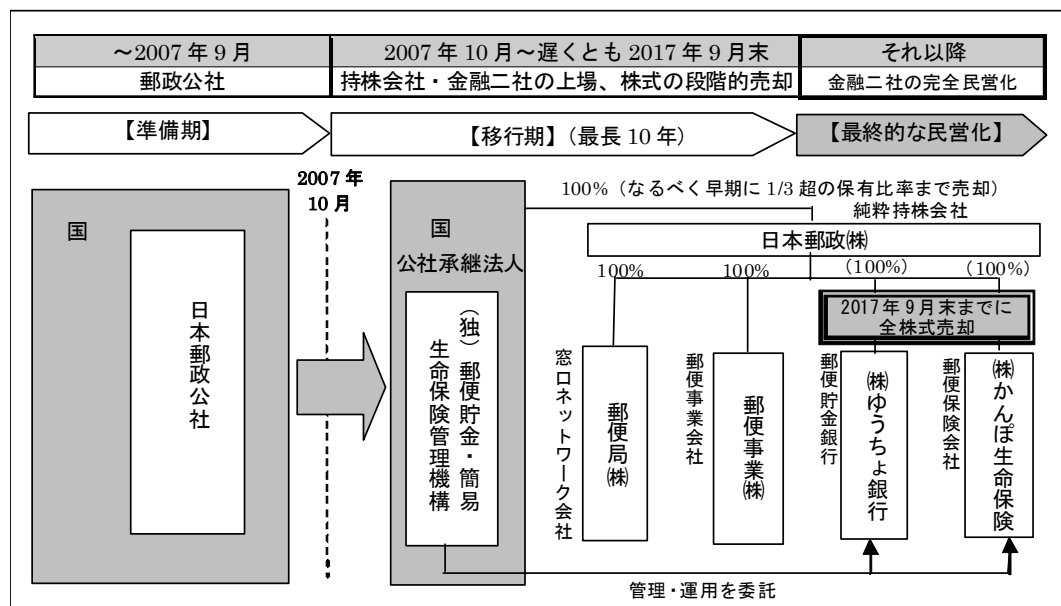
(1) わが国における公的金融にかかる改革の動向

①「官から民へ」の改革の流れ

わが国では、2000年代に入り、公的金融の役割の変質と民業との競合、公的金融の肥大化に伴う金融資本市場の歪みおよび国民負担の増大等を背景として、「官から民へ」の方針に基づいて、郵政民営化や政策金融改革などの改革が進められてきた。

郵政民営化では、2007年10月、三事業（郵便・貯金・保険）一体で運営されていた郵政公社が、持ち株会社と4事業会社に分割されたほか、貯金・保険等の金融業務は民間で提供可能として全国一律サービスの対象外とされ、傘下の金融二社については、2017年9月末までに完全民営化することとされた[図表20]。

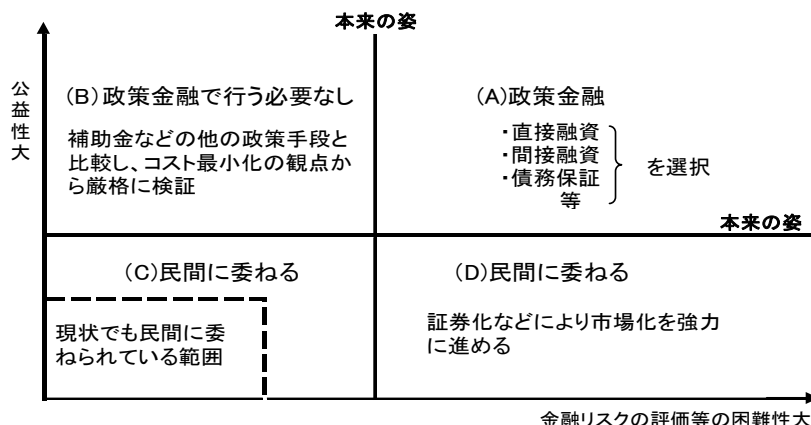
[図表20] 郵政民営化の枠組み



(資料) みずほ総合研究所作成

また、政策金融改革では、政策金融の存在意義が認められるのは、「公益性」および「金融リスク評価の困難性」が共にあてはまる分野であることが明確化され [図表21]、政策金融の機能については、(i) 中小零細企業・個人の資金調達支援、(ii) 国策上重要な海外資源確保・国際競争力確保に不可欠な金融、(iii) 円借款の3つに限定し、その他の領域からは撤退することとされた。さらに、機能面の整理を受けて政策金融機関の組織も再編され、2008年10月に政策金融機関は日本政策金融公庫（以下、日本公庫）に一元化、日本政策投資銀行（以下、政投銀）および商工組合中央金庫（以下、商工中金）は特殊法人から株式会社化の後、完全民営化することとされ、新しい体制に移行された[図表22]。

[図表 21] 政策金融の領域の整理



(資料)「政策金融改革の抜本的な改革に関する基本方針」

[図表 22] 政策金融機関の統廃合

政策金融機能の分類		機能見直し		組織の見直し	
機能	旧機関名	○維持、△当面維持、×撤退			
大・中堅企業支援	政投銀	×		株式会社化 (将来的に完全民営化)	
組合金融	商工中金	×		株式会社化 (将来的に完全民営化)	
地方公共団体支援	公営公庫	×		廃止・地方共同法人設立 (地方公営企業等金融機構)	
円借款	国協銀	○		国際協力機構(JICA)に統合	
零細・中小企業支援	国民公庫	○		1つの政策金融機関に統合 (日本政策金融公庫)	
教育資金支援	国民公庫	○× 所得制限引き下げ縮減			
中小企業支援(特別貸付)	中小公庫	○△ 定期的に見直し			
農林漁業支援	農林公庫	○ 超長期低利に限定			
食品産業(中小企業)支援	農林公庫	○ 10年超に限定			
国際競争力・資源確保	国協銀	○ 国策上必要なもの			
沖縄振興	沖縄公庫	○ 本土公庫機能見直し			
中小企業支援(一般貸付)	中小公庫	×			
食品産業(大中堅)支援	農林公庫	×			
国際金融(貿易金融等)	国協銀	×			

(注) 特別貸付(創業支援、経営革新、事業再生等)は定期的に見直し、必要性の低下したものは撤退。2011年度までは沖縄振興開発金融公庫を単独で残し、統合後も沖縄独自の制度等は維持。

(資料) みずほ総合研究所作成

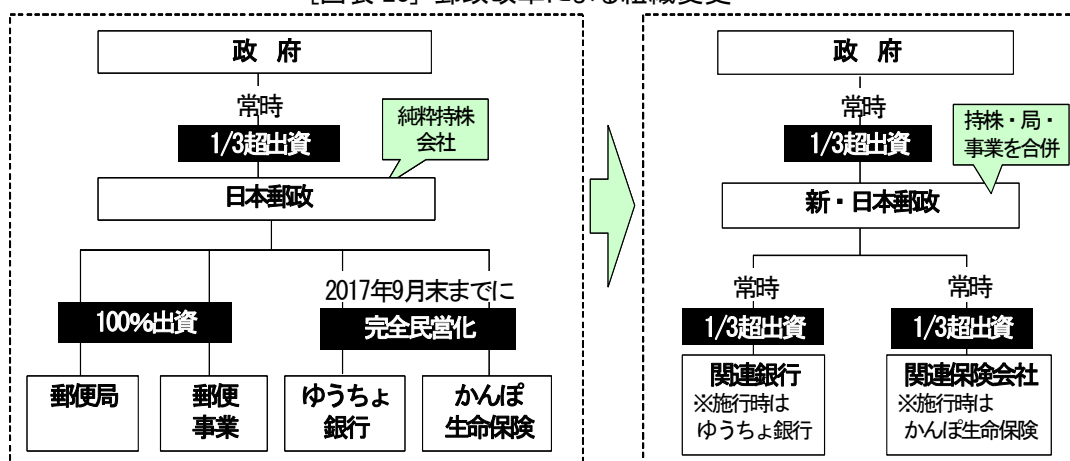
②金融危機・政権交代を受けた改革の見直し

一方、2008年秋以降の世界的な金融危機や2009年9月の民主党による政権交代を受けて、これまでの改革を見直す動きが進められた。

郵政民営化の見直しでは、2009年12月に「郵政株式売却凍結法」が成立し、日本郵政・ゆうちょ銀行・かんぽ生命の株式売却が凍結された。その後、民営化の見直しを盛り込んだ「郵政改革関連法案」が国会に提出され、衆議院には本法案を審議する特別委員会も設置されたが、参議院は野党が過半数の議席を握る情勢の中、今後の国会での審議動向は不透明となっている。

「郵政改革関連法案」では、(i) 持株会社、郵便局、郵便事業を統合し、三社体制とし[図表 23]、(ii) 郵政民営化の際に廃止された金融(郵貯・保険)の基本的なサービスを全国一律で提供することを担保するため、(iii) 完全民営化とされていた金融二社に恒久的な政府の関与を残存させ、(iv) 業務範囲の規制を事前認可制から事後届出制に柔軟化する、等の内容が示された。それに伴い、貯金の預入限度額を 1,000 万円から 2,000 万円に上げる大臣談話も公表された。

[図表 23] 郵政改革による組織変更



(資料) みずほ総合研究所作成

また、政策金融改革についても見直しが進められている。

2009年6月、危機対応業務等の大幅な拡充を受けて、5～7年以内の完全民営化が予定されていた政投銀と商工中金について、2012年3月末までの政府による追加出資の認容と完全民営化期限の3年半の延期等を内容とする法改正が行われ、2011年度末を目処として「危機対応業務の在り方」および「政府による株式保有の在り方を含めた組織の在り方」を見直し、必要な措置を講ずるとされた。

2011年5月には、東日本大震災に対応した危機対応業務の円滑な実施のため、政投銀および商工中金の完全民営化および政府出資可能期限はさらに3年間延長され、組織等のあり方の見直し期限も2014年末まで延長されることとなった[図表 24]。

[図表 24] 政投銀および商工中金改革のスケジュール

	政策金融改革 (2008年10月)	改革の見直し (2009年6月)	震災による再見直し (2011年5月)
追加出資期限	—	2011年度末	2014年度末
完全民営化期限	2008年10月1日 から概ね 5年後～7年後	2012年4月1日 から概ね 5年後～7年後	2015年4月1日 から概ね 5年後～7年後
危機対応業務及び 組織のあり方等の 見直し期限	—	2011年度末	2014年度末

(資料) 政投銀法および商工中金法に基づきみずほ総合研究所作成

このほか、2011年4月には、政策金融改革で日本公庫に統合されていた国際協力銀行を分離・独立させ、その機能強化を図る「株式会社国際協力銀行法」が成立し、政府の「新成長戦略」に示された海外インフラ輸出の促進のため、その業務範囲が拡大された。

(2) 公的金融のあり方について

このように、わが国では公的金融の改革とその見直しが行われてきたが、以下では、①公的金融機関のあり方、②公的金融の果たすべき役割について、米国におけるGSE二社の失敗やその改革における議論等を踏まえつつ、わが国における望ましい方向性を整理していく。

① 公的金融機関の組織のあり方

昨今の公的金融の改革の見直しにかかる議論では、公的金融機関の民営化は進めつつも一定の政府関与を残す「半官半民」の組織形態が検討されている。しかしながら、これまで見てきたGSE二社の失敗からも明らかなおとおり、公的金融機関における「半官半民」のビジネスモデルは構造的矛盾を抱えており、政府関与の下で公的な使命を負う機関の組織のあり方については、公的金融としての位置付けを明確にした上で、民業の補完に徹していく必要がある。

一方、公的金融機関を民営化する場合は、公的な関与を残さずに完全民営化し、官民の区別を明確にすることが望まれる。

② 公的金融の果たすべき役割

わが国では、2000年代に入り「官から民へ」という明確な理念のもとで公的金融の改革が進められてきた。しかしながら、金融危機や政権交代を受けた昨今の改革の見直しでは、危機対応における公的金融の重要性が再認識されたものの、「公的金融の果たすべき役割」についての基本的な考え方は必ずしも十分には議論されていない。

こうした中、自由市場を重んじる米国で、平時においても公的金融に大きな役割を担わせる案（改革案の③）が示されたことは、注目に値する。既に述べたとおり、現在の米国の住宅金融市場では金融危機を受けてGSEやFHAの機能が拡大された結果、新規に実行される住宅ローンの9割以上に公的保証が付されている。こうした公的金融の役割を縮小すれば、住宅取得という基礎的な社会的欲求の実現を困難にし、多くの国民への痛みを伴うものであるという「現実」が改革案の背景にあることは間違いないだろう。さらに、厳しい経済環境下で、財政政策や金融政策が手詰まり状態となる中、経済成長の原動力である住宅市場が失速すれば、経済全体に悪影響を及ぼす懸念が強く、景気を下支えする手段として、公的金融の活用の余地を残しておきたいという意図もあるのではないだろうか。

翻って、わが国経済もバブル崩壊後の「失われた 20 年」と呼ばれる経済停滞およびデフレの長期化に陥っており、リーマン・ショックや東日本大震災等の度重なる危機への対応により中小企業等の分野では公的金融のシェアが拡大している状況にある。無論、市場主義経済において、公的金融は「民業補完」を原則とすべきであることは言うまでもないが、いたずらに「危機モード」からの脱却を急ぐのではなく、安定した経済成長の実現に向けて公的金融を活用することも含めて、わが国の「現実」を踏まえた柔軟な対応が望まれる。

以上

〔 参考文献 〕

- 小林正宏・大類雄司 「GSE 危機とそのインプリケーションーガバナンスの観点を踏まえてー」(財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』2009年第3号)
- 小林正宏・大類雄司 「世界金融危機と GSE の経営危機問題～GSE のガバナンス問題、救済政策の経緯について～」(フィナンシャル・レビュー国際カンファレンス、2009年)
- 小林正宏 「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」(住宅金融支援機構 季報『住宅金融』2011年度春号)
- 長野幸司・岩本悟 「わが国における近年の住宅ローン市場の実態と住宅ローン貸出市場におけるモーゲージ・カンパニーのビジネスモデルに関する研究論文」(国土交通政策研究第26号、2003年8月)
- 坂田和光 「米国の住宅金融機関の問題点と規制強化の動きー住宅関連の政府支援企業を巡ってー」(国立国会図書館『レファレンス』、2005年12月)
- 関雄太 「ファニーメイの会計不正問題と GSE 改革の展望」(『野村資本市場クォーター』2005年春号)
- 西川珠子 「米国住宅金融が抱えるシステミック・リスク～住宅関連 GSE の問題点～」(『みずほレポート』、2003年8月25日)
- 西川珠子 「『サブプライム後』の米国住宅金融～公的な信用補完の『復権』と課題～」(『みずほレポート』、2007年12月5日)
- 米国財務省、住宅都市開発省 (2011)
– “Reforming America’s Housing Finance Market (A Report to Congress)”
Republican Commissioners on the FCIC (2010)
– “Financial Crisis Primer – Questions and Answers on the Causes of the Financial Crisis”
FCIC (2011) – “the Financial Crisis Inquiry Report”
FHFA (2011) – “ Report to Congress 2010”
Freddie Mac (2004-2010) – “Annual Report”
Fannie Mae (2004-2010) – “ Annual Filings”
Inside Mortgage Finance (2011) – “The 2010 Mortgage Market Statistical Annual”