



米国政府抵当金庫（ジニーメイ） の最近の動向



住宅金融支援機構 調査部 主席研究員（海外市場担当） 小林 正宏

こばやし まさひろ

1988年東京大学法学部卒業、住宅金融公庫入庫。海外経済協力基金（OECF）マニラ事務所駐在員、国際協力銀行（JBIC）副参事役、ファニーメイ特別研修派遣等を経て、2011年4月より現職。著書に『通貨の品格 円高・円安を超えて』（中央公論新社、2012年）、『通貨で読み解く世界経済 ドル、ユーロ、人民元、そして円』（中央公論新社、2010年、共著）等がある。2011年4月より中央大学経済研究所客員研究員。2012年2月より、アジア太平洋住宅金融連合（APUHF）Advisory Board Member。2012年度日本不動産学会賞（論説賞）受賞。

【要 旨】

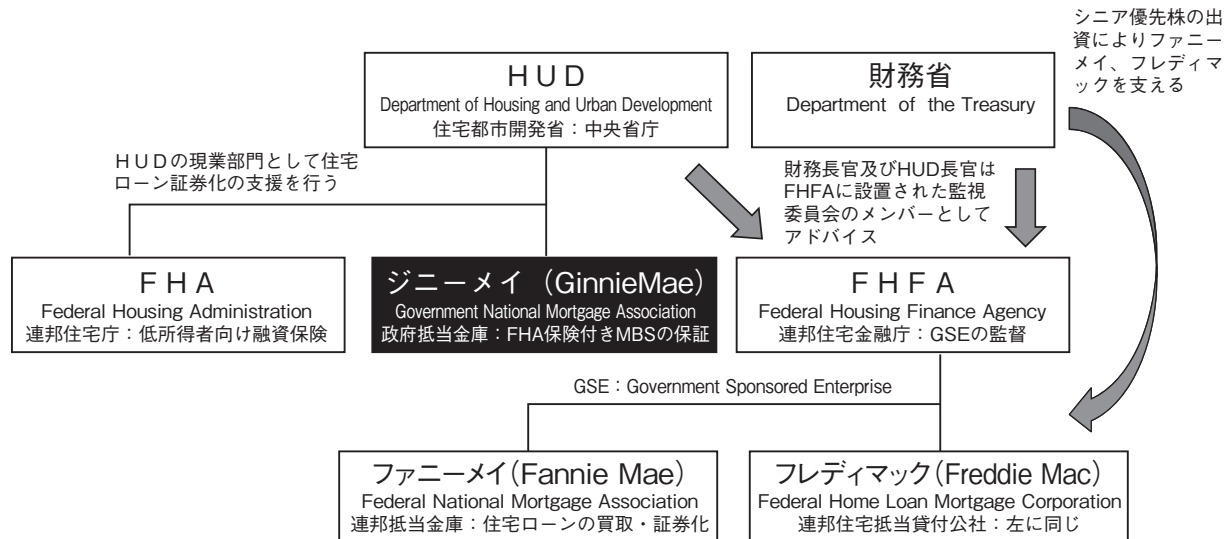
- 1 アメリカでは住宅ローンの3分の2近くが証券化されているが、その大半はファニーメイ、フレディマック、ジニーメイ（米国政府抵当金庫）の3社によるAgency MBSが占めている。
- 2 ファニーメイ、フレディマックの2社は半官半民のGSE（政府支援企業）という組織形態であるのに対し、ジニーメイは純粋な政府機関である。また、両GSEが2008年に実質的に破綻した後に円換算で18兆円を超える公的資金の注入を受けたのに対し、ジニーメイは1968年の設立以来、一度も赤字に転落したことはない。
- 3 現在、アメリカにおいては、連邦議会の上下両院においてGSEの段階的縮小・廃止を軸とする住宅金融改革法案が審議中であるが、ジニーメイについてはそのような議論はない。
- 4 今般、日本の住宅金融支援機構は海外の機関との協力に係る了解覚書（Memorandum of Understanding：MOU）の最初の締結先として、ジニーメイを選んだ。当該MOUは、ジニーメイにとっても海外の機関との最初の締結事例とのことであり、日米の協力関係の強化が図られることが期待される。

1 はじめに

ジニーメイ（Ginnie Mae, Government National Mortgage Association：政府抵当金庫）は、1968年に設立された、米国の住宅都市開発省（US Department of Housing and Urban Development：HUD）の

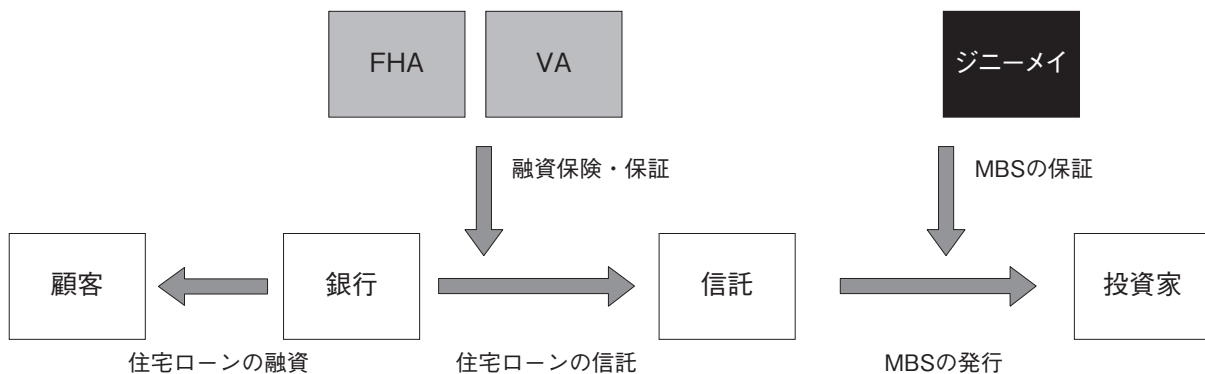
監督下にある連邦政府機関である【図表1】。ジニーメイは、同じHUDの管轄下にあるFHA（Federal Housing Administration：連邦住宅庁）等^{*1}の公的保険・保証が付保された住宅ローンを担保として組成された住宅ローン担保証券（Mortgage Backed Securities：MBS）の保証業務を行っている【図表2】。

図表1 アメリカの住宅関連機関と連邦政府の関係



資料：各種公表資料より

図表2 ジニーメイのビジネスモデル



資料：各種公表資料より

1968年の設立当時、ジニーメイはファニーメイ (Fannie Mae, Federal National Mortgage Association：連邦抵当金庫) の民営化と併せて、従来のファニーメイの政策的色彩の強い業務を分離して、そのような公的機能を担わせる機関として発足したという歴史的経緯がある^{※2}。米国で最初のMBSが発行されたのは1970年に遡るが、そのMBSに対して元

利払い保証を付したのがジニーメイである^{※3}。

ジニーメイは住宅金融支援機構が実施している証券化支援事業 (保証型) のモデルとなった組織で、MBSの保証残高は2013年10月末現在、1兆4,670億ドル (約147兆円) に上り、米国の住宅金融市場において重要な役割を果たしている公的機関である。

連邦政府機関であるジニーメイによるMBSの保

※1 FHA、VA (Department of Veterans Affairs：退役軍人省) の他にも、HUDの公共・インディアン住宅局、農務省等の公的プログラムを含むが、本稿では主にFHAのケースについて記載する。

※2 Fair Housing Act of 1968

※3 米国の初のMBSの発行は1970年2月19日、発行体はAssociated Mortgage Companies, Inc. 及びその子会社South Jersey Mortgage Companyとされる。



図表3 ジニーメイとGSEの比較

	ジニーメイ（政府抵当金庫）	ファニーメイ フレディマック
組織形態	連邦政府機関（Government Agency） ※HUD（住宅都市開発省）の一部局	GSE（政府支援企業） ※株式会社（上場廃止も、店頭市場で取引継続）
設立	1968年	ファニーメイ：1938年 フレディマック：1970年
将来像	特に議論はない	オバマ大統領は廃止の意向 廃止法案が上下両院で審議中
事業内容	MBSの元利払い保証	MBSの組成と元利払い保証 ポートフォリオ投資
MBSの発行・保証 残高（2013年10月末 現在）	1.4670兆ドル	ファニーメイ：2.7636兆ドル フレディマック：1.6153兆ドル
住宅ローン利用者の 信用リスク	負担しない（FHAが負担）	負担する
経営状態	40年以上、常に黒字	金融危機後、巨額損失（足下は巨額黒字）
公的資金注入	なし	両社合わせて約19兆円

資料：各種公表資料より筆者作成

証は連邦政府による明示の保証（full faith and credit of the United States）であり、政府支援企業（GSE：Government Sponsored Enterprise）として株式会社でありながら暗黙の政府保証により事業を拡大して巨額の報酬を得つつ、バブル崩壊後は巨額の公的資金注入を受けたファニーメイ・フレディマックとは組織形態、事業内容、企業文化が異なる。両GSEとは異なり、ポートフォリオ投資事業は実施しておらず、また、住宅ローン債権の信用リスクについても負担しない（FHAが負担する）【図表3】。

ファニーメイ、フレディマックはオバマ大統領が2013年8月に廃止の方針を打ち出し、現在、上下両院で廃止に向けた法案が審議されているが、ジニーメイを廃止すべきという議論は筆者の知る限り聞いたことがない。

2 ジニーメイの最近の動向

ジニーメイは、MBSの元利払い保証を行う機関であり、住宅ローンの原債権に係る信用リスクは別の連邦政府機関であるFHAが負担している。よって、住宅バブル崩壊による債務不履行、差押えの急増といった事象についても、ジニーメイの経営には悪影響を及ぼしていない（FHAは保険財務が悪化し、2013会計年度末の2013年9月末に17億ドルの公的資金注入を米財務省に申請すると報道されたが、翌日の10月1日から連邦政府機関が一部閉鎖された影響もあり、当該公的資金申請についてのプレスリリースは本稿執筆時点において確認されていない）。

住宅ローン利用者が債務不履行に陥り最終的に差押えとなった場合でも、延滞中の元利金については原則的にサービサーが立替払いする必要がある。サービサーは、FHAに保険請求をして、立替払いした割賦金と、担保処分によって回収できなかった残元

図表4 GSEとジニーメイのリスク分布

	GSE		ジニーメイ
	ポートフォリオ投資事業	MBS信用保証事業	
ALMリスク	GSE	投資家	投資家
住宅ローン利用者の信用リスク	GSE	GSE	FHA
サービサーの破綻リスク	GSE	GSE	ジニーメイ

資料：各種資料より筆者作成

金の弁済を受ける。極論をすれば、MBSを発行した金融機関（通常はそのままサービサーとなる）が破綻して、バックアップサービサーに切り替わる間の資金繰りをジニーメイは支援するものである【図表4】。

ジニーメイが負担するリスクはFHAと比較すれば小さく、保証料率はMBS残高の6bp（0.06%、年率）に過ぎない^{※4}。連邦政府全体として見ればFHA（及びVA）にそれなりの信用リスクが集積しているが、ジニーメイに限定すると安全なビジネスモデルと言え、結果的に、2012年9月末時点で約164億ドルの純資産を抱えるに至っている。

かつてはニューヨーク証券取引所にも上場された株式会社であったファニーメイ、フレディマックと異なり、ジニーメイは100%政府保有であり、高額の役員報酬や株主配当のためにリスクを追及するようなインセンティブは存在しない。2000年代前半から中盤にかけての住宅バブルの時期に、ファニーメイやフレディマックは業容を拡大してきたが（ただし、バブルのピーク時にはサブプライムローンを中心とする民間金融機関にシェアを奪われたものの）、ジニーメイはあたかも当時の住宅金融公庫と同じように規模が縮小していた^{※5}【図表5】。

しかし、2007年以降、サブプライム問題で民間の

証券化市場が壊滅的な状況となる中、FHAの限度額引き上げ等の効果もあり、ジニーメイのMBS保証残高は大きく増加してきている。年間のジニーメイ保証によるMBSの発行額を見ても、バブルのピーク時には1千億ドルを割る規模だったところから、4千億ドル前後にまで急増している【図表6】。

このように、「晴れた時に傘を貸して雨が降ると取り上げる」と景気循環増幅効果（プロシクリカリティ）を揶揄される民間金融機関とは逆に、バブルとはカウンターシクリカルに機能してきており、まさに民業補完の役割を果たしていると言える。

なお、ジニーメイMBSには、単独の金融機関が発行するGinnie Mae I と、複数の金融機関が共同で発行するGinnie Mae IIがある。後者は、担保となる住宅ローンの金利に若干の幅（MBS利率+25~75bp）の余裕を持たせており、組成の柔軟性が高いとされ、単独ではプール規模を確保できない小規模の金融機関にも利用されてきた。

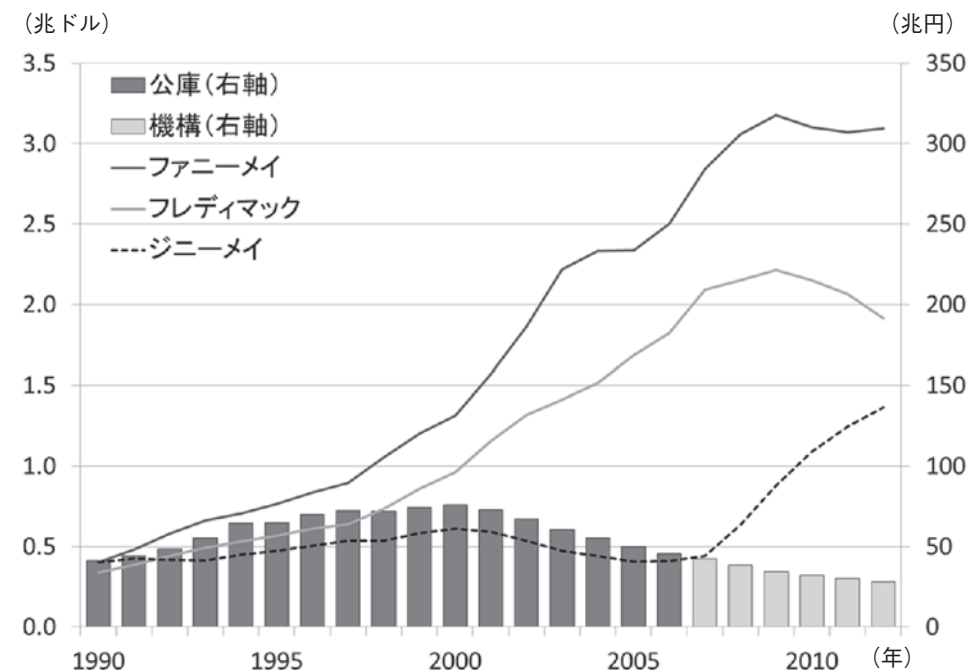
従来はGinnie Mae I が原則形と言われてきたが、2010年以降、発行額が逆転し、特に2013年に入ってからGinnie Mae I の発行額が大きく減少してきた【図表7】。この背景としては、地理的分布や住宅ローン利用者属性についてより分散の効いた大規模な

※4 FHAの保険料（Mortgage Insurance Premium：MIP）は一括払い分（Upfront Premium）が原則1.75%、毎年払い分（Annual MIP）が2013年4月以降、45bp~155bpとなっている（返済期間、融資率、融資額等により異なる）。2013年第3四半期のファニーメイの平均保証料率は58.7bp、フレディマックは53.2bp。

※5 日米の比較において、円ないしドルの一方の通貨に換算すると、為替相場の影響により実際の動きと異なる形となるので、【図表5】では取って別通貨建てで表示している。なお、機構の残高が低下し続けているのは、公庫から引き継いだ既往債権の残高が減少していることに起因する部分が大きく、証券化支援事業の残高は堅調に推移している。

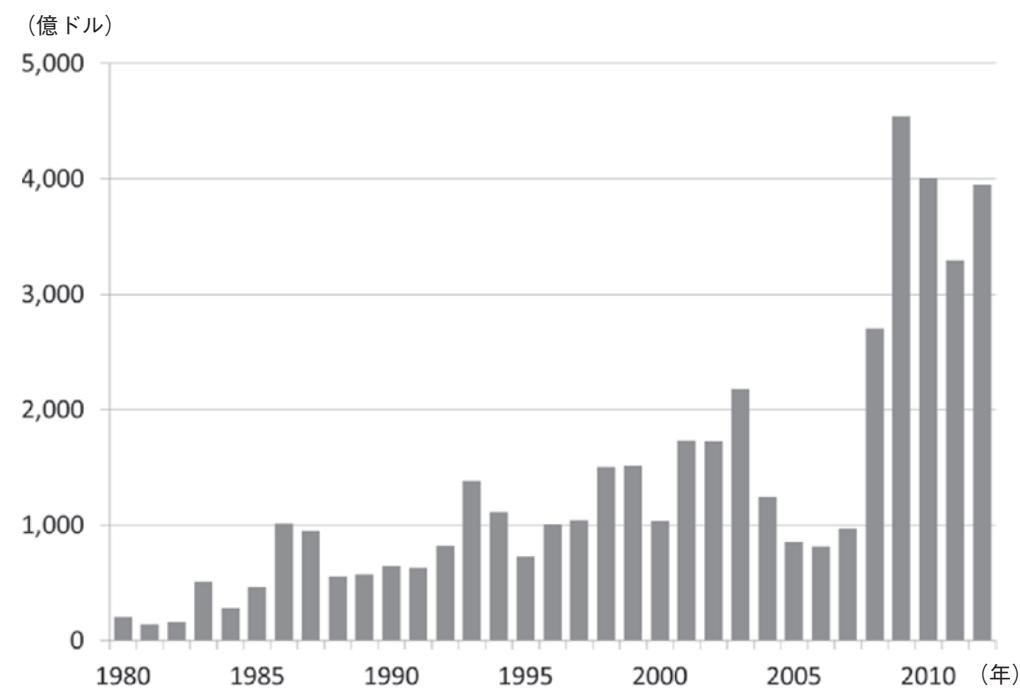


図表5 日米の住宅金融機関の規模比較



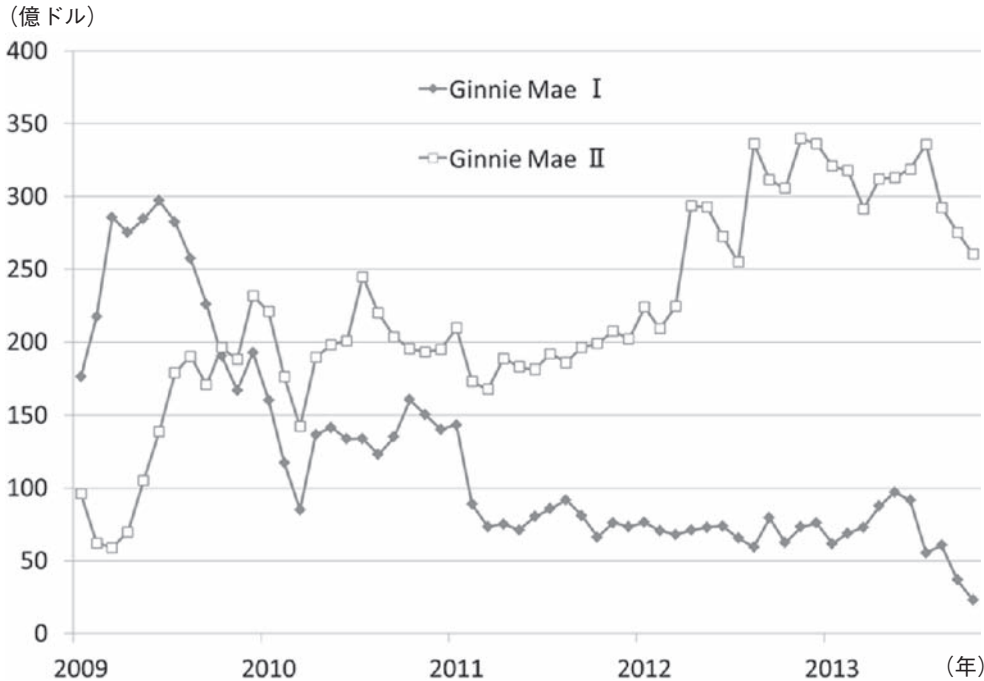
注：ジニーメイはMBS保証残高、ファニーメイとフレディマックはポートフォリオ投資事業とMBS信用保証事業の合計。公庫・機構は直接融資と証券化支援事業の合計。
資料：FHFA、SIFMA、住宅金融支援機構より

図表6 ジニーメイ保証によるMBSの発行額



資料：ジニーメイより

図表7 ジニーメイ I と II の発行額（月次）



資料：ジニーメイ公表資料より

プールを投資家が選好するようになった点が指摘されている。そうした中で、2013年秋頃から、両プログラムを統合するのではないかとの観測が市場に流布し始め、同年10月4日に「検討中である」旨のプレスリリースを出した^{※6}。その後、両プログラムの統合については見送る旨の報道がなされている。なお、ジニーメイのMBSについてもファニーメイ、フレディマックのMBS同様、REMIC^{※7}を始めとする二次証券化商品が多数組成されている。また、リバース・モーゲージの証券化商品であるHECM^{※8} MBSも保証している。

3 ジニーメイの今後と日本への示唆

これまで何度か『季報住宅金融』にも寄稿してきたが、ファニーメイとフレディマックという両GSEはアメリカの住宅金融市場改革の本丸として激しい議論が米国内で展開されている一方、FHAについては財務内容の悪化を契機にリスク管理の高度化を求める声は強まっているものの、ジニーメイはほぼ無風状態であると言ってよい。

アメリカでは、ファニーメイとフレディマックが果たしてきた中間層に対する政策的支援についてどこまで縮小していくのか、という点について、共和党と民主党で妥協点を探る動きが続いているもの

※6 Market Speculation on the Future of the Ginnie Mae I and II Single-Family Programs
http://ginniemae.gov/media_center/Pages/WhatsNewDispPage.aspx?ParamID=47

※7 Real Estate Mortgage Investment Conduitの略。基本的にCMO（Collateralized Mortgage Obligation）と同義だが、民間証券化の場合はCMO、Agencyの場合はREMICという用語を使う方が多いように見受けられる。

※8 Home Equity Conversion Mortgageの略。FHAが付保するリバース・モーゲージのプログラム。2012年9月末現在の保証残高は369億ドル。



図表8 米国住宅金融市場と医療保険改革のイメージ

	住宅金融	医療保険
高所得者層	民間	
中間層	GSE→FMIC?	オバマケア
低所得者層等	FHA・ジニーメイ等	メディケア・メディケイド

← 激しい議論

の、FHAを中心とした低所得者層等、一定の政策支援が必要な階層に対する連邦政府の関与が必要だという認識は、民主党はもちろん、共和党もほぼ共有している。これは、医療保険制度改革において、中間層も含むオバマケアは政策論争が続いている一方、低所得者層や高齢者向けのメディケア・メディケイドは社会的なバックストップとして必要と理解されているのと似ていなくもない【図表8】。

何よりも、ジニーメイは政府支援企業ではなく完全な連邦政府機関であり、暗黙の政府保証ではなく明示の政府保証で事業を実施しており、支援の対象とコスト構造が極めて高い透明性を持っている。だからこそ、これほど激しく議論が揺れ動いている米住宅金融市場改革の中でも、大きな焦点となっていないとも考えられる。

現在上院で審議されている法案 (S. 1217)^{※9} においては、ファニーメイとフレディマックを廃止した後に、MBSに対する連邦政府保証を付与する組織としてFMIC (Federal Mortgage Insurance Corporation: 連邦住宅金融保険公社) の設立が提案されている。同法案の帰趨はなお不透明であるが、もし可決・成

立した場合、FMICとジニーメイという二つの連邦政府機関がMBSの保証業務を行うことになる。その場合でも、ジニーメイはFHA・VA等の連邦政府機関の保証・保険の付いた公的なローンを対象とし、FMICはより広範な現在のコンフォーミング・ローン^{※10}を対象とするというデマケ (役割分担) が行われるものと推察される。

上院・下院における住宅金融市場改革法案の行方についてはなお予断を許さないが、30年固定の住宅ローンを維持することが必要という認識はオバマ大統領も明確に打ち出しており、そのような長期間のローンを担保に組成されるMBSを世界中の投資家に購入してもらうためには連邦政府の保証が必要だとの市場関係者の声はなおも根強いものがある。

翻って、日本においては証券化支援事業がようやく10年を迎え、買取残高、MBS発行残高も10兆円を超えた。2002年に証券化支援事業を学ぶためファニーメイにトレイニーとして派遣された当時から隔世の感があるとはいえ、それでも日米のMBS市場規模には文字通り桁違いの差がある。アジアでは最大の発行体となり、アジア諸国から日本での経験に学

※9 Housing Finance Reform and Taxpayer Protection Act of 2013

※10 Conforming Loan: ファニーメイ、フレディマックの買い取り基準に合致するローン。

米国政府抵当金庫（ジニーメイ） の最近の動向

びたいという声が寄せられているが、40年の歴史を経て、なおも商品性の改善を目指す米国の事例に学ぶ点も多い。

そうした中、2014年1月9日に、ワシントンDCにおいて、住宅金融支援機構はジニーメイと両機関の情報交換等を柱とする協力関係強化の了解覚書（Memorandum of Understanding：MOU）を締結した。住宅金融支援機構にとっても、またジニーメイにとっても、海外の機関とのMOU締結は初めての事例であり、今回のMOU締結は日米双方にとって歴史的イベントと言える。調印式にはクリントン政権で海軍長官（Secretary of Navy）を務めたジョン・ダルトン氏等、約40名の政府関係者が参列し、日米の友好関係の象徴だと祝辞を頂いた。ジニーメイのトーザ総裁からも、この調印式はジニーメイの40年

余の歴史の中で記念すべき一日となったとのコメントがあった。

知見の交換を通じ、日米両国民によりよい住宅ローン商品を提供し、更にはアジア諸国にも様々な教訓を伝授することで、アジア・太平洋地域の金融市場の安定化に微力なりとも貢献できればと考える。

※本稿の意見にわたる部分については執筆者個人の見解であって、住宅金融支援機構の見解ではありません。

〈参考資料〉

Ginnie Mae “Annual Report 1970”

Ginnie Mae “Annual Report 2012”

住宅金融支援機構調査部 [2013] 『日米欧の住宅市場と住宅金融』（金融財政事情研究会）

小林正宏 [2013] 「オバマ大統領の米住宅金融市場改革案と上下院法案の行方」（『季報住宅金融』2013年度秋号）



写真は左から、ラム国際課長、キニー上級副総裁、筆者、トーザ総裁、宍戸理事長、ゲティス副総裁、伊達推進役