

国土交通省「長期固定ローンの供給支援のあり方に関する検討会」  
(第4回)資料

# 米住宅公社2社の事例研究

新生証券

債券調査部 シニアアナリスト、部長

松本 康宏

2010年4月23日



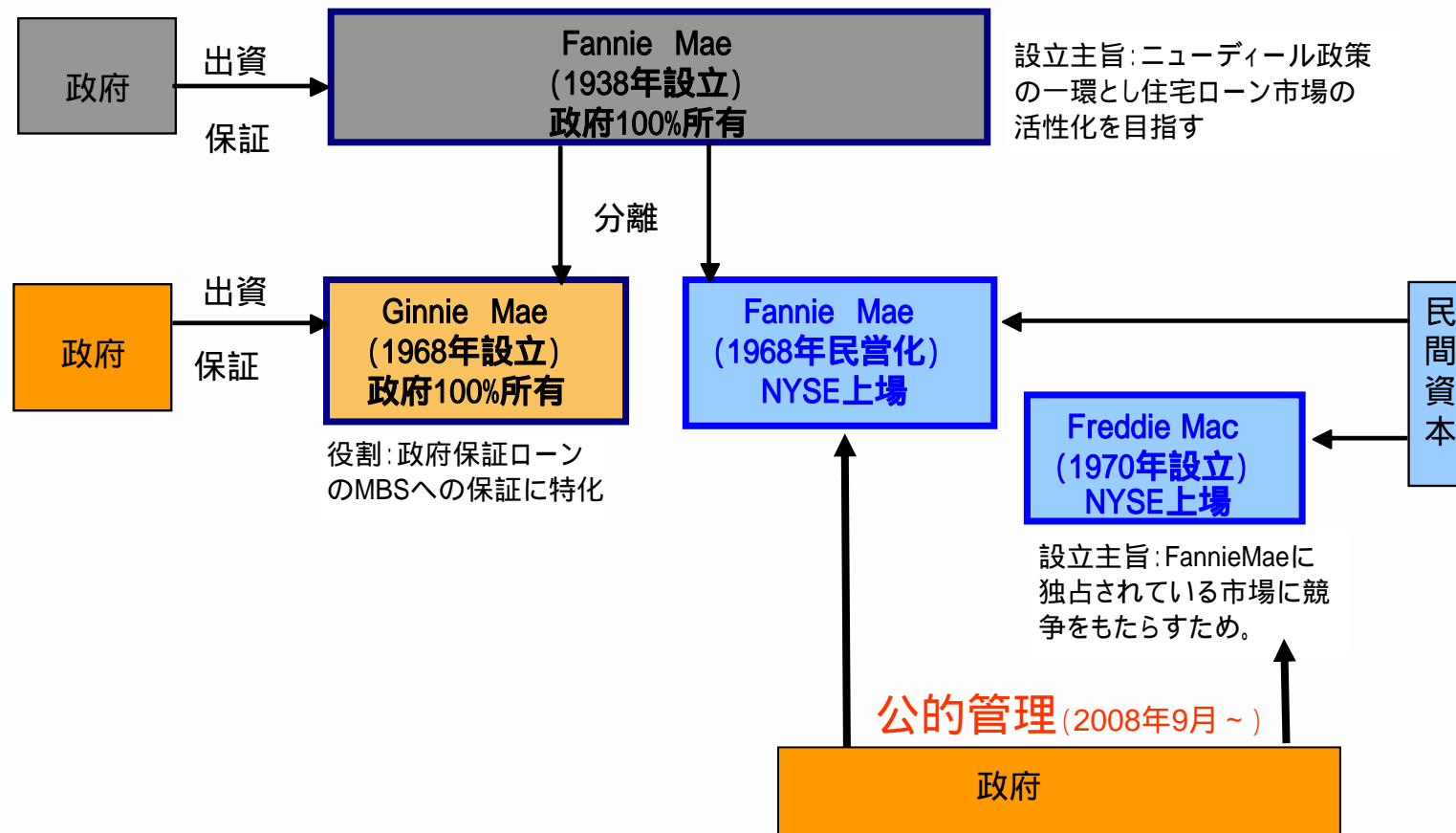
# 目次

米国における住宅金融公社2社の沿革·····	3
住宅ローンビジネス規模·····	4
累積赤字の状況·····	6
公的資本注入の状況·····	7
資産規模の推移·····	9
“実質破綻”の問題の本質·····	10
米住宅公社2社の教訓·····	12

## 参考文献

“米住宅バブル崩壊：救済に1兆ドルが必要化もしれない - ファニーメイとフレディマック”、週刊エコノミスト2008年8月19日号、pp33-35、松本康宏  
“驚愕のバランスシート：FRBとECBが民間リスクを一手に背負う”、週刊エコノミスト2010年1月19日号、pp33-34、松本康宏

# 米国における公的な住宅金融機関の沿革



(出所: 新生証券)

## 米2公社が関与する住宅ローンビジネス残高は5.5兆ドル

米住宅金融公社2社が関与する住宅ローンビジネス(オフバランス含む、MBS及び保証)の残高は約500兆円(2009年9月末現在)に達する。これは、同国GDPの約4割に相当する規模であり、両社が同国経済に与える潜在的な大きさを表わしている。

**2社の破綻は、同国MBS市場の破綻をも意味する**

### 米住宅金融公社2社の住宅ローンビジネスの残高

	ファニーメイ		フレディマック		2社単純合計	
	億ドル	兆円	億ドル	兆円	億ドル	兆円
+ 所有する住宅ローンポートフォリオ	7,927	71.3	7,842	70.6	15,768	141.9
+ 自社MBS及び保証の残高	28,207	253.9	na	na	na	na
- 所有する自社MBS	3,706	33.4	na	na	na	na
= 住宅ローンビジネスの残高	32,728	294.6	22,427	201.8	55,155	496.4

注: 1ドル = 90円で換算 出所: 各社公表資料より新生証券作成

# 米国住宅2公社の財務状況

(単位:百万円)

	ファニーメイ	フレディマック	民間2社合計	ジーニーメイ
決算期	08/3/31	08/3/31		07/9/30
リスク総額(オフバランス含む)	4,004,311	3,543,301	7,547,612	427,566
有利子負債+発行MBS	2,961,298	2,196,996	5,158,294	427,566
デリバティブ契約残高(注1)	1,043,013	1,346,305	2,389,318	-
バランスシート(オンバランス)				
総資産	843,227	802,992	1,646,219	13,710
米国債等	20,484	17,232	37,716	13,168
モーゲージ関連資産(注2)	741,250	687,584	1,428,834	19
有利子負債	760,340	759,769	1,520,109	
短期負債	215,916	290,540	506,456	該当せず
長期負債	544,424	469,229	1,013,653	
政府資金	-	-	-	12,621
株主資本	38,836	16,024	54,860	-
OFHEO自己資本規制				
コアキャピタル	42,676	38,320	80,996	該当せず
必要キャピタル	37,602	32,324	69,926	
余剰キャピタル	5,074	5,996	11,070	
モーゲージ関連ポートフォリオ(オフバランス含む)				
ポートフォリオ合計	2,927,663	2,149,689	5,077,352	427,566
貸出金等	410,935	88,334	499,269	-
モーゲージ担保証券	2,516,728	2,061,355	4,578,083	427,566
自社保有分	315,770	624,128	939,898	-
投資家保有分(オフバランス)	2,200,958	1,437,227	3,638,185	427,566
サブプライム関連等残高(ローン+MBS)(注3)				
Alt-A	344,582	99,580	444,162	
サブプライム	51,198	186,092	237,290	
商業不動産担保証券	25,617	64,616	90,233	
合計	421,397	350,288	771,685	該当せず
ポートフォリオ構成比	14.4%	16.3%	15.2%	
ポートフォリオ構成比(自社保有分のみ)	58.0%	49.2%	53.6%	
不良債権の状況				
不良債権額	10,934	22,749	33,683	
対ポートフォリオ比率	0.4%	1.1%	0.7%	
引当金額	5,195	3,872	9,067	
決算期	07/12/31	07/12/31		07/9/30
収益基盤(通期ベース)				
営業収益	3,170	3,293	6,463	750
信託管理・保証手数料	5,659	2,635	8,294	267
利息収支	4,581	3,099	7,680	483
その他	-7,070	-2,441	-9,511	-
クレジット費用	5,012	4,842	9,854	-
純利益	-2,050	-3,094	-5,144	738

(注1)みなし元本ベース (注2)モーゲージ関連資産には住宅ローンと同担保証券を含む (注3)ファニーメイはオフバランス分(証券化して投資家に売却した分)を含む。ただし、商業不動産担保証券はオンバランス分(自社保有分)のみ、フレディマックは売買勘定と投資勘定を含むオンバランス分のみ

(出所)各社決算資料より新生証券が集計・作成

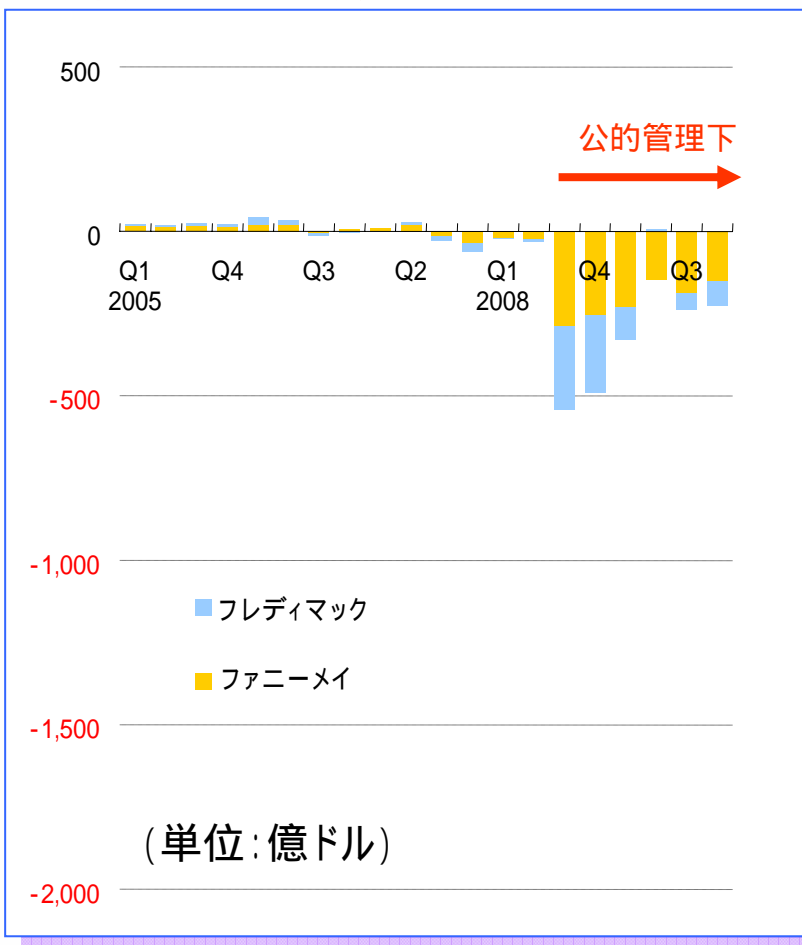
## 資料:米住宅公社2社の“実質破綻直前”の財務内容

出所:

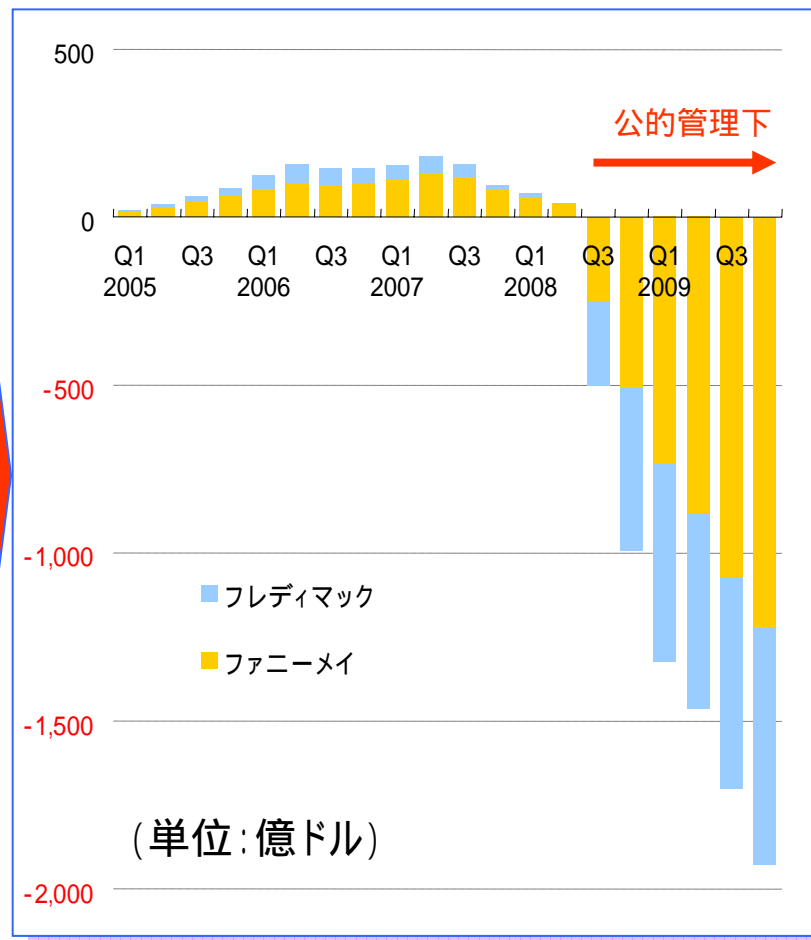
“米住宅バブル崩壊:救済に1兆ドルが必要化もしれない - ファニーメイとフレディマック”、週刊エコノミスト2008年8月19日号、pp33-35、松本康宏

# 不良債権処理で累積赤字約2000億ドル(過去5年間)

## 四半期ごとの純損益の推移



## 2005年からの累積額

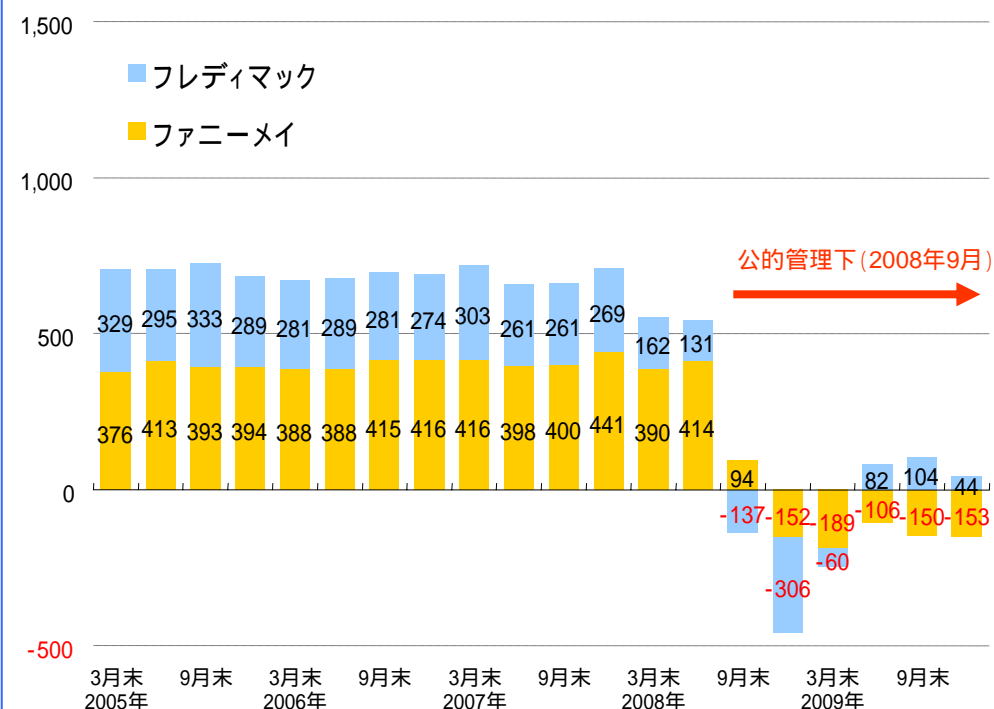


出所: 各社決算資料より新生証券作成

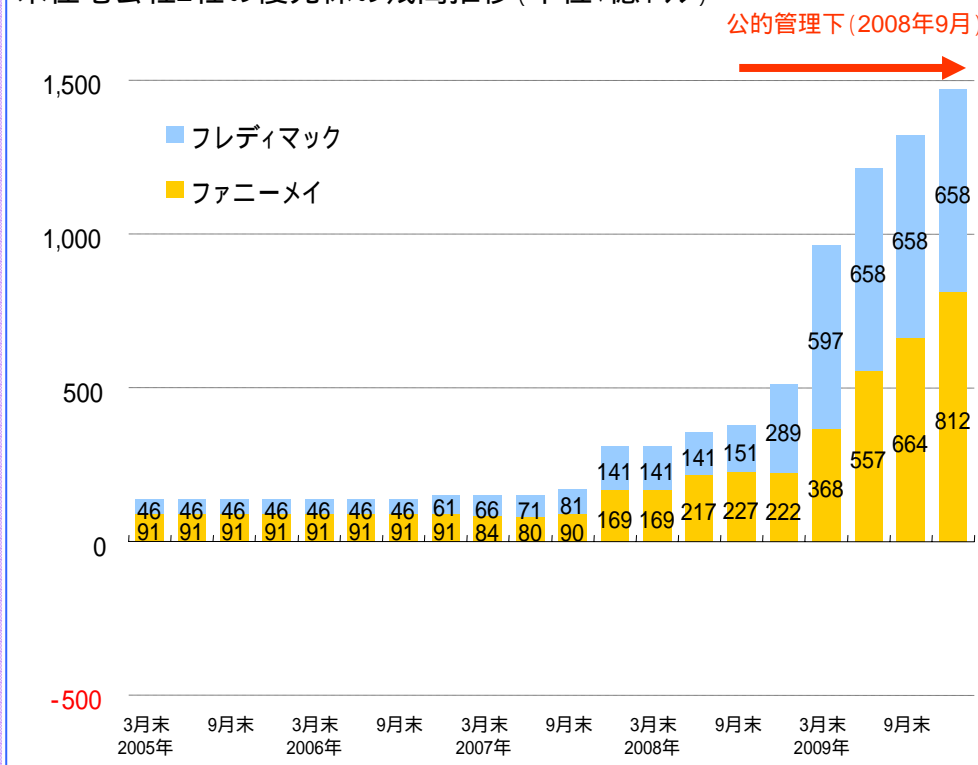
# 増大する公的資本注入

公的管理下(2008年9月)以降、巨額赤字の穴埋めのために、公的資金による約1100億ドル(約10兆円)の優先株による増資が実施

米住宅公社2社の自己資本の残高推移(単位:億ドル)



米住宅公社2社の優先株の残高推移(単位:億ドル)



出所:各社決算資料より新生証券作成



FRB

(単位:億ドル)

	金融不安 以前	ヘア破綻 直後	リーマン破綻 直後	年初	現在
	2007年	2008年		2009年	
	7月26日	3月19日	9月17日	1月7日	12月16日
金保有	402	416	1,291	521	589
信用供与残高	8,499	8,730	9,782	21,224	22,180
(米国債を除く)	592	2,125	4,984	16,467	14,415
従来の運用					
米国債	7,907	6,605	4,798	4,757	7,766
レボ取引	188	620	980	600	0
プライマリークレジット	0	1	334	837	192
金融危機対応による施策					
プライマリーディーラー向け	0	288	598	343	0
期日物融資制度(TAF)	0	800	1,500	3,840	858
MBS(住宅ローン担保証券)	—	—	—	—	9,012
政府系機関債	—	—	—	193	1,577
AIG向け直接融資	0	0	—	391	199
AIG関連資産買い取り	0	0	—	467	382
ヘア関連資産買い取り	0	—	294	271	266
AMLF	0	0	0	211	0
CPFF	0	0	0	3,344	140
TASLF	0	0	0	—	468
他中央銀行向け通貨スワップ	—	—	—	—	145
その他	404	416	1,279	5,970	1,175
総資産	9,017	9,250	10,302	21,745	22,770

(注)TAF(Term Auction Facility), AMLF(Asset-Backed Commercial Paper Money Market Funding Liquidity Facility),CPFF  
(Commercial Paper Funding Facility), TASLF(Term Asset-Backed Securities Loan Facility)

(出所)FRB資料より新生証券作成

出所:

“驚愕のバランスシート:FRBとECBが民間リスクを一手に背負う”、  
週刊エコノミスト2010年1月19日号、pp33-34、松本康宏

1兆589億ドル



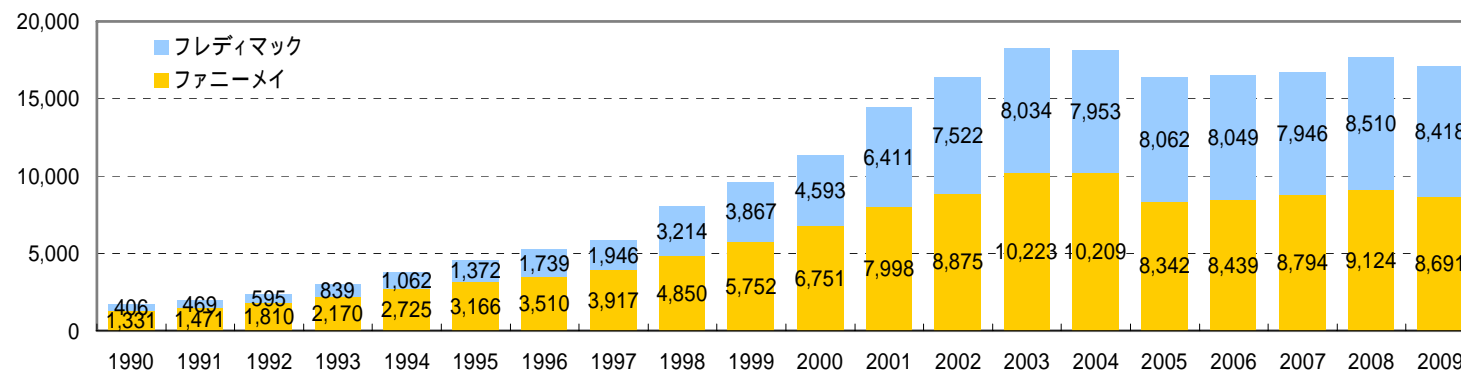
## 公社2社(民間)の総資産規模は国有企業の100倍超

保証のみに特化しているジニーメイ(政府100%所有)のバランスシートは極めて小さい。それに対して、公社2社(民間)の総資産(合算ベース)はジニーメイの100倍超と巨額

	ファニーメイ		フレディマック		2社単純合算 (A)		ジニーメイ (B)		A/B (倍)
	億ドル	兆円換算	億ドル	兆円換算	億ドル	兆円換算	億ドル	兆円換算	
総資産	8,903	80.1	8,666	78.0	17,569	158.1	157	1.4	112倍
負債	9,052	81.5	8,562	77.1	17,614	158.5	16	0.1	1075倍
純資産(債務超過)	(150)	(1.3)	104	0.9	(46)	(0.4)	140	1.3	na

注: データは2009年9月末現在、1ドル = 90円で換算 出所: 各社決算資料より新生証券作成

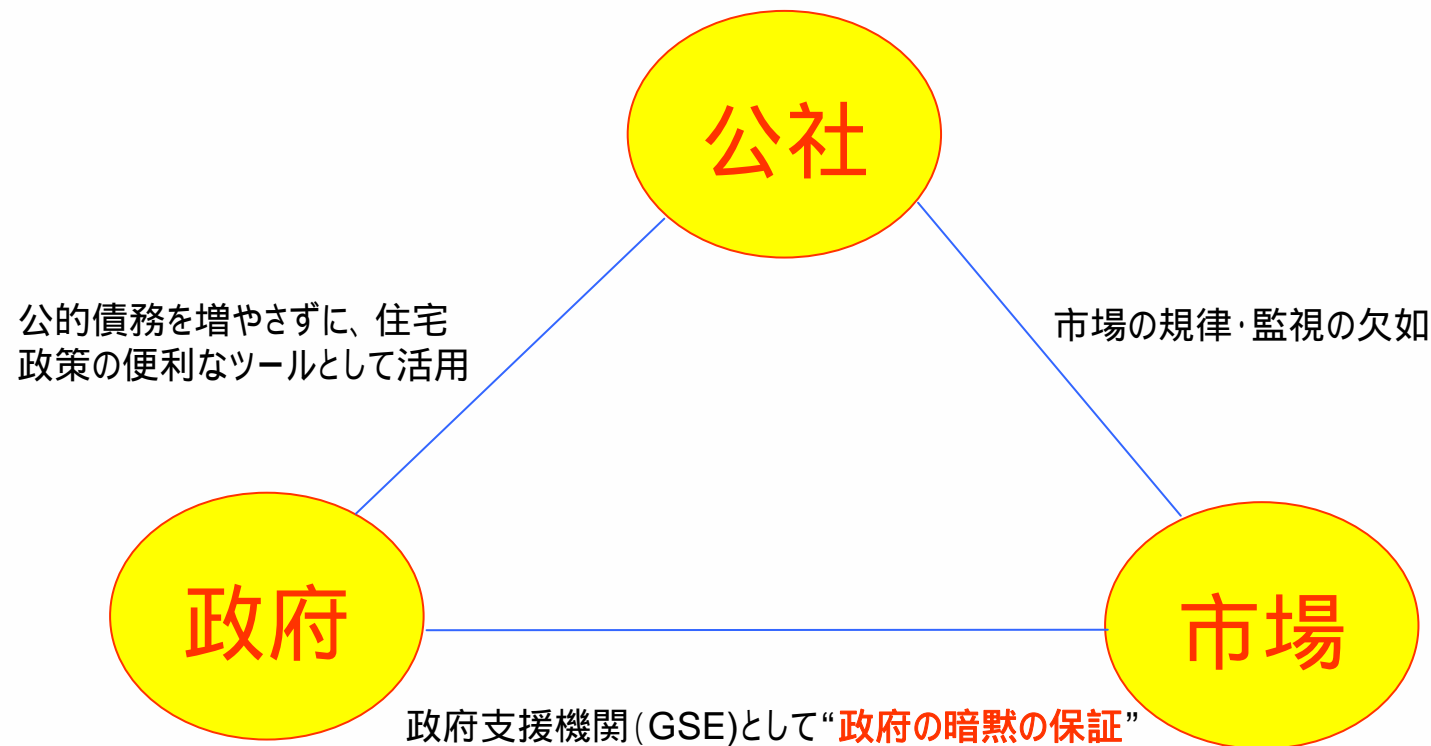
米住宅公社2社の総資産の推移(単位: 億ドル)



注: 各年12月末現在、出所: 各社決算資料

# 米住宅金融公社の“実質破綻”の問題の本質

公的機関の民営化がもたらした3者間(公社・市場・政府)のもたれあいによりモラルハザードが誘発される



# 米住宅金融公社におけるモラルハザードを誘発した要因

民間企業としてのガバナンスが機能し難い“半官半民”としての経営実態

## 政府支援機関\*としての高い信用力

\* Government sponsored entity (GSE)

政府による“暗黙の保証”を背景に、市場の規律・監視が働きにくい

## 民間資本による運営

政府の直接的な管理が及びにくい

安易な拡大路線が認容されやすい

政府にとっては、公的債務を増やさずに住宅政策を推進することが可能

民間金融機関としての拡大主義、収益機会の追求

## 米住宅公社2社の“実質破綻”からの教訓

- ファニーメイ、フレディマックの2社は民間資本による上場企業として運営される一方で、政府の住宅政策の重要な政策実行機関として実質的に機能してきた。
- 政府は、両社による民間債務への“フリーライド”により、公的債務の負担を実質的に軽減してきたことは、政府所有のジニーメイとの規模の比較からも明らかである。
- 市場も、ファニーメイ等2社に対しては、政府支援機関(GSE)として“政府による暗黙の保証”を前提として、市場規律がほとんど機能していなかったと思われる。
- 民間企業の組織形態を採りつつ、政府の住宅政策における政策実行機関としての役割を担う“半官半民”での企業運営により、公社、政府、市場の3者間におけるモラルハザードを誘発する構造が、公社2社の実質破綻の要因の一つになっていると思われる。



政府の住宅政策における政策実行機関は、政府の管理下による機関に留まっておくべきである。

## 当社の概要

商号等 新生証券株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第95号  
本店所在地 〒100-0011 東京都千代田区内幸町 2-1-8  
加入協会 日本証券業協会、社団法人金融先物取引業協会  
対象事業者となっている認定投資者保護団体 なし  
資本金 87.5億円 新生銀行100%出資  
主な事業 金融商品取引業  
設立年月 平成12年12月  
連絡先 代表03-6408-4800

このレポートに含まれる情報は、新生証券株式会社(以下、弊社)が信頼できると考える情報源より取得されたものですが、弊社はその正確さについて意見を表明し、または保証するものではありません。情報は不完全または省略されたものであることがあります。このレポートは、目論見書ではありませんし、このレポートで取り扱われている有価証券の価値についての判断の基準を示す目的で作成されたものではありません。また、このレポートは、有価証券の購入、売却その他の取引を推奨し、または勧誘するものではありません。このレポートに含まれる予想及び意見は、レポート作成時における弊社の判断に基づくものであり、予告なしに変更されることがあります。弊社またはその関連会社は、このレポートで取り扱われている有価証券またはその派生証券を自己勘定で保有し、または自己勘定で取引することがあります。弊社の役職員、従業員はこのレポートに取り上げられている発行者の役職員として勤務し、あるいは勤務する可能性があり、またアドバイス等を行うことがあります。弊社は、このレポートで取り上げた発行者に対して、過去12ヶ月以内に有価証券の引受その他の投資銀行サービス(アドバイザー、シンジケーションのマネジャー、アンダーライティング等)を行った可能性があります。弊社は、法律で許容される範囲において、このレポートの発表前に、そこに含まれる情報に基づいて取引を行うことがあります。弊社はこのレポートの内容に依拠して読者が取った行動の結果に対し責任を負うものではありません。このレポートは限られた読者のために提供されたものであり、弊社の書面による了解なしに複製することはできません。