

米国における MBS 関連訴訟アップデート

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

要旨

- アメリカでは、サブプライムローン問題に関連し、住宅ローンの様々な局面で訴訟が提起されている。
- 2013年10月下旬、米銀大手と連邦住宅金融庁（FHFA）の間で、民間組成のMBS（住宅ローン担保証券）の販売等にかかる訴訟について和解が成立し、日本でも大きく報道された。
- 本稿では、米銀を巡る当局との係争の全体像を概観し、今後のアメリカの住宅金融市場への影響について考察する。

※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。

米国における MBS 関連訴訟アップデート

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



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。

1. FHFA と JP モルガン・チェースの和解の概要

2013年10月25日、アメリカの連邦住宅金融庁(FHFA¹)は、米銀最大手JPモルガン・チェース(J.P. Morgan Chase & Co.)とMBSの販売等を巡る訴訟について和解した²。

FHFAは、経営危機に直面したファニーメイとフレディマックの両政府支援企業(GSE³)を2008年9月6日に公的管理(Conservatorship)下に置き、両社の経営再建と住宅市場への資金供給を継続させてきた。両GSEには1,895億ドルの公的資金が注入されているが、納税者負担軽減の一環として、FHFAは2社に代わり、JPモルガン・チェースが2005年から2007年にかけて両社に販売した民間組成のMBS(Mortgage Backed Securities:住宅ローン担保証券)の情報開示不足等を理由に訴訟を提起し、今般、合計51億ドルをJPモルガン・チェースが支払うことで合意したものである。

図表1 和解金額の内訳(単位:億ドル)

	MBS(PLS)	ホール・ローン	合計
フレディマック	27.4	4.8	32.2
ファニーメイ	12.6	6.7	19.3
2社計	40.0	11.5	51.5

(資料) FHFA より

¹ Federal Housing Finance Agency

² <http://www.fhfa.gov/webfiles/25649/FHFAJPMorganSettlementAgreement.pdf>

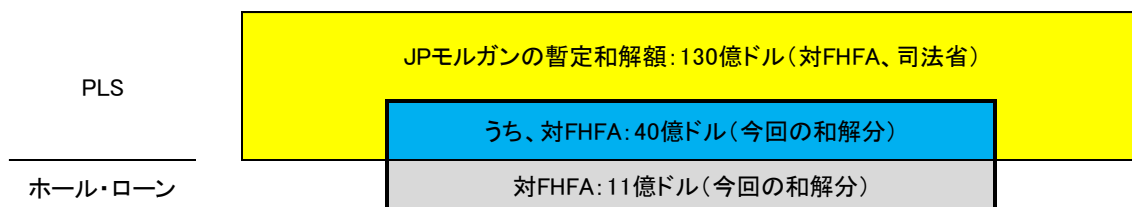
³ Government Sponsored Enterprise

FHFA は、民間 MBS（アメリカでは一般に Private Label Securities : PLS と呼ばれるので、以下「PLS」と表記する）の情報開示不足等を理由とする対民間金融機関への訴訟を 2011 年に 18 件申請しており、今回の和解でそのうちの 4 件が解決したことになる。今回の和解では、両社が投資家として購入した PLS にかかる損害賠償が 40 億ドル、証券化されていない住宅ローン（ホール・ローン : Whole Loan）にかかる損害賠償が 11 億ドルで、合計 51 億ドルとなる【図表 1】。

ホール・ローンについては、当該ローンを購入後、GSE が証券化して投資家に販売するか、そのままポートフォリオに保有している（前者は MBS 信用保証事業⁴と呼ばれ、後者はポートフォリオ投資事業と呼ばれる）。

米司法省・FHFA は、JP モルガン・チェースに対し、PLS の販売等に関連して 130 億ドルの和解で暫定合意したと報じられているが、図表 1 のうち、PLS にかかる 40 億ドルはその一部を構成する。今回の和解額 51 億ドルとの差額 11 億ドルはホール・ローンにかかるものであるが、全体の和解額 130 億ドルとの差額 90 億ドルは GSE 以外の投資家に対するものであり、今回の和解のスキームをテンプレートとして活用しようとしている【図表 2】。

図表 2 今回の和解と全体の訴訟との関係



(資料) 各種報道より筆者作成

2. JP モルガン・チェースの特殊事情

JP モルガン・チェースとの和解金額が巨額になったのは、同社が 2008 年 3 月に当時全米 5 位の投資銀行ベアー・スターンズを、2008 年 9 月に全米最大の貯蓄金融機関 (S&L⁶)

⁴ GSE が組成する MBS は GSE が投資家に対し元利払いを保証しており、世界金融危機の最中にも PLS のように価格が暴落した事実はない。ただし、担保となる住宅ローンが焦げ付いた場合、GSE が信用関連損失を負担することから、住宅バブル崩壊後、投資家は保護された一方、両社の損失が膨らみ、両社に対し公的資金が注入されることとなった。

⁵ その後、一部報道では、なお交渉が難航しているとも報じられている。

⁶ Savings and Loan Association。1970 年代から 80 年代に多くの S&L が破綻する「S&L 危機」により住宅ローン市場における S&L のプレゼンスは低下していったが、ワシントン・

のワシントン・ミューチュアルを買収したためである。

今回の和解のうち、この2社が販売に関与した内訳は公表されていないものの、Inside Mortgage Finance 社のデータによれば、この2社は2005年～2007年の民間MBSの販売の上位5位以内にランクインしていたのに対し、JPモルガン・チェースは上位10位にかろうじて入る水準であったため、JPモルガン・チェース本体にかかる分よりも買収したベアー・スターンズとワシントン・ミューチュアルにかかる分の方が多いと推測される【図表3】。

なお、当時のPLS組成が最も多いカンントリーワイド社は2008年にバンク・オブ・アメリカ（バンカメ）に買収されている。

図表3 2005～2007年のPLS発行額

(億ドル)

2005		2006		2007	
Countrywide Financial	1,675	Countrywide Financial	1,538	Countrywide Financial	838
Lehman Brothers	871	Washington Mutual	728	Lehman Brothers	495
Washington Mutual	738	Lehman Brothers	694	Wells Fargo	465
Bear Sterns	646	Residential Funding Corp.	665	Washington Mutual	405
GMAC-RFC	569	Bear Sterns	642	Bear Sterns	381
Total for all issuers	11,913	Total for all issuers	11,456	Total for all issuers	7,070
WaMu + Bear	1,384	WaMu + Bear	1,371	WaMu + Bear	786
Share of the two	11.6%	Share of the two	12.0%	Share of the two	11.1%

(資料) Mortgage Market Statistical Annual 2013 Edition, Volume II: Secondary Market, Inside Mortgage Finance Publications, Inc. Copyright 2013

3. 米銀と当局の係争の構図

FHFAはファニーメイとフレディマック2社の管財人として、両社の購入したホール・ローン、PLSにかかる訴訟を提起しているが、より広範な金融業界全体に対する連邦当局の訴訟も司法省により提起されている。

このうち、2012年2月には、米銀大手5社⁷と米司法省との間で250億ドルの和解が成立しているが、これは、住宅ローンの第一次市場（融資市場）に関する問題⁸【図表4の①】であり、第二次市場（流通市場）に関するものではない。今回の和解は、第二次市場のうち、主に民間MBSの販売に関する問題である【図表4の③】。

ミューチュアルはそのS&L業界の中では最大手として存続し続け、2008年6月時点の総資産は3千億ドル強と預金金融機関として全米8位の規模があった。

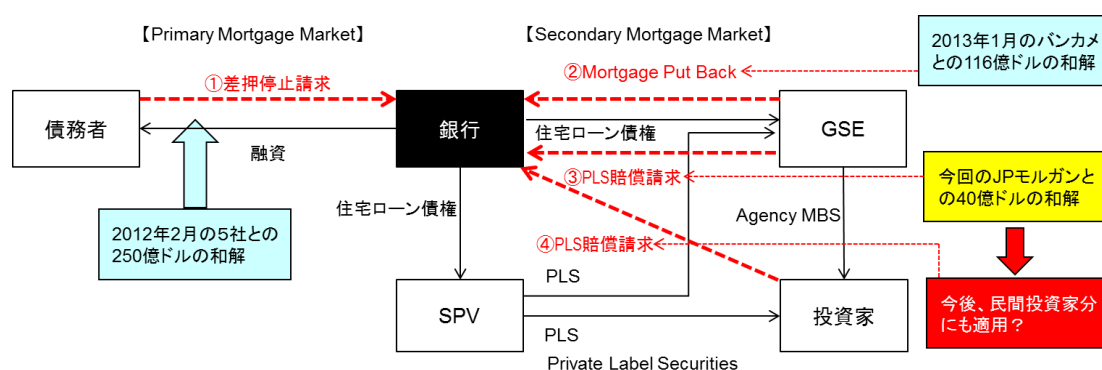
⁷ Ally Financial, Bank of America, Citigroup, JP Morgan, Wells Fargo

⁸ 差押（Foreclosure）手続きの瑕疵に係る係争が中心。

2013年1月にはファニーメイとバンカメで総額116億ドルの和解に合意している⁹が、これは証券化する前のホール・ローンの債権譲渡にかかるレプワラ¹⁰（表明保証）違反の問題であり、一般に「買い戻し問題（Mortgage Put Back）」と言われ、主にファニーメイとフレディマックに限定的な話題であった【図表4の②】。

これに対し、今回のJPモルガン・チェースとの和解は一部ホール・ローンがパッケージに含まれているものの、大宗はPLSにかかるものであり、ファニーメイ、フレディマック以外の投資家も今後、対象となってくる【図表4の④】という対象範囲の拡張性を伴う点で、2013年1月のバンカメとの和解とは性質が異なる。

図表4 米銀を巡る請求の構図



（資料）住宅金融支援機構調査部『日米欧の住宅市場と住宅金融』（金融財政事情研究会、2013年 154 ページ図表 3-19 をベースに修正）

4. ファニーメイとフレディマックへの影響の違い

今回の和解額がフレディマックの方が大きいのは、ファニーメイと比較してフレディマックがより多くのPLSを保有していたことに起因する。破綻する前年（2007年）末の数字で見ると、ポートフォリオに保有する住宅ローン関連資産の総額（Total Mortgage Assets）は両社とも7千億ドル程度で変わらないが、ファニーメイはホール・ローンが過半（4千億ドル強）を占めるのに対し、フレディマックは自社MBSを含む有価証券での保有が圧倒的に多く、かつ、PLSの保有額でもファニーメイの2倍以上、サブプライムに限れば3倍以上、保有していた【図表5】。

⁹ 2012年9月末時点でのファニーメイの買い戻し請求総額162億ドルのうち67%の108億ドルがバンカメ分で、2013年1月に、35.5億ドルの支払いと、67.5億ドル相当の約3万件的住宅ローンの買い戻しに合意した。これとは別に、未履行のサービシング業務に係る補償として13億ドルが支払われることから、合計で116億ドルとなる。バンカメの和解額が大きいのは、当時全米最大のモーゲージバンク、カントリーワイド社を2008年3月に買収した影響が大きい。

¹⁰ Representation and Warranty の略。

図表5 両GSEの保有資産内訳¹¹

(億ドル)

	2007年末		2012年末	
	ファニーメイ	フレディマック	ファニーメイ	フレディマック
総資産	8,825	7,944	32,224	19,899
住宅ローン関連債権	7,236	7,100	30,941	19,129
ホール・ローン	4,036	822	3,717	2,213
ファニーメイ証券	1,802	471	1,840	235
フレディマック証券	314	3,570	113	1,868
ジニーメイ証券	17	7	10	3
民間MBS(PLS)	948	2,189	566	1,200
うちサブプライム	320	1,013	151	444
うちオルトA	325	301	171	148

(資料) FHFA より

ホール・ローンの不良債権化と比較し、PLSの時価の下落が激しかったため、2008年春先以降、フレディマックの財務内容劣化が先行する形でGSEの経営危機が深刻化していった。【図表4の②】で示したホール・ローンのプットバック（買戻し請求）では、カンントリーワイド社を買収したバンカメとファニーメイの間で2013年1月に116億ドルの和解が成立しているが、今後、PLSの和解が進展すれば、フレディマックの方が恩恵を蒙る度合いは相対的に大きいと見られる。

今回の和解はGSEの2013年第4四半期決算にも反映されると見込まれ、2013年10月半ばに1ドル台半ばで推移していたファニーメイの株価は和解成立後に2ドル台前半にまで上昇している。なお、GSEの2013年第3四半期決算は11月に発表されると見込まれる。

5. 住宅金融市場への影響

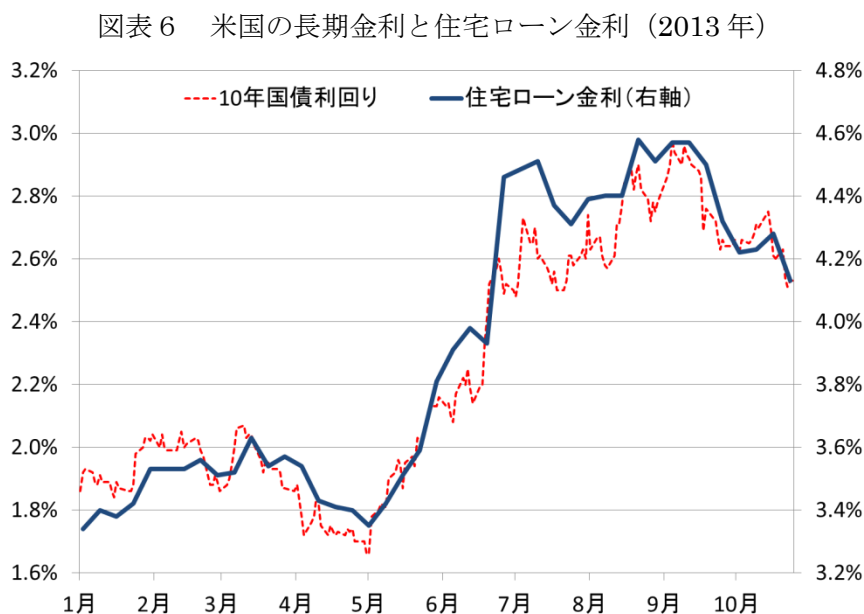
今回のJPモルガン・チェースの件では、ベアー・スターンズとワシントン・ミュージュアルの買収に際し、金融危機の拡大を抑制するため米当局が関与したことを踏まえ（特に前者ではニューヨーク連銀が深く関与した）、JPモルガン・チェースを擁護する論調も散見される（『Financial Times』など）。一方、オバマ政権としては、金融危機再発防止のため制定したドッド・フランク法¹²（2010年ウォール街改革及び消費者保護法）の実施細則策定が金融機関のロビー活動により遅延している現状に対し、金融機関を悪者扱いすること

¹¹ 総資産は2010年から会計基準の変更（FAS166、167）により、従来オフバランス扱いだったMBS信託が連結されたため、2012年の総資産等の数字は2007年と比較し殊更大きく見えるが、ポートフォリオ投資は当局の指示に従い削減が進んでいる。

¹² Public Law 111-203 Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act

で世論を味方につけようとする戦略も見え隠れする。

一方で、銀行業界は顧客説明等の規制の強化により融資現場での事務負担が重くなっていることから、新規住宅購入と比較して審査が容易な借換を優先的に扱ってきたと言われる。借換は金利が低下する局面で大規模に発生し、特に住宅ローン金利が3%台前半に突入した昨年後半から今年前半には一種の借換ブームが発生していた。しかし、5月にバーナンキFRB¹³議長が量的緩和第3弾（QE¹⁴）の購入ペース減速（Tapering）を発表してから、長期金利が上昇し、それと連動する形で米国において最も代表的な住宅ローン商品である30年固定金利型住宅ローンの金利も上昇した【図表6】。



（資料）米財務省、フレディマックより

住宅ローン金利の上昇を受け、回復途上にあった新築住宅の着工戸数は頭打ちとなり、2013年3月に季節調整済み年率換算値で100.5万戸をつけた後、90万戸前後で低迷している（連邦政府機関閉鎖の影響で、9月分の着工統計は11月26日まで発表が先延ばしされている）【図表7】。

筆者が10月に渡米して市場関係者に意見を聞いたところ、住宅市場の調整は一時的なもので、回復基調に変化はないという声が多かったが、9月18日のFOMC¹⁵声明では、「住宅ローン金利は更に上昇している（mortgage rates have risen further）」と懸念材料として指摘され、結果的に、市場関係者の予想とは裏腹に、当日のFOMCではQE3の縮小は

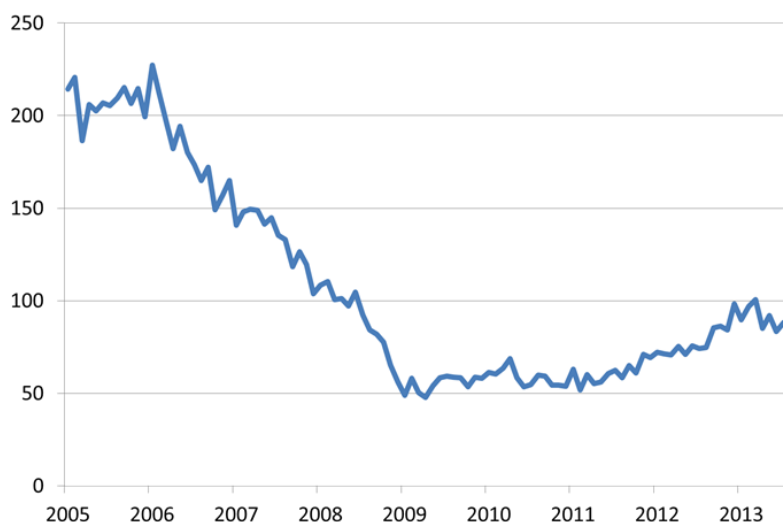
¹³ 連邦準備制度理事会（The Board of Governors of the Federal Reserve System）。アメリカの中央銀行に当たる。

¹⁴ Quantitative Easing の略。

¹⁵ 連邦公開市場委員会（Federal Open Market Committee）。FRBの金融政策決定機関。

見送られた。その後、長期金利と住宅ローン金利は若干低下してきている。

図表7 米国の住宅着工戸数（季節調整済み年率換算値：万戸）



（資料）米商務省

オバマ大統領は、2013年8月6日にGSEの段階的縮小・廃止を含む米住宅金融市場の改革案を発表したが、当時は住宅市場の回復基調が鮮明で、両社を廃止しても住宅市場への影響は限定的であるという判断があったものと見られる。しかし、その後の市場環境の変化¹⁶を踏まえ、QE3の早期縮小観測が後退したのと同様に、GSE改革のモーメンタムが落ちる可能性はある。GSEへの批判は巨額の納税者負担を発生させた、という点であるが、ファニーメイはホームページのトップに「配当として納税者に1,050億¹⁷ドル払った」とキャンペーンを打っている。大手米銀との訴訟で和解金が増えれば、ファニーメイ、フレディマックの利益は嵩上げされ、両社の立場はより強固になる。大手米銀にとっては面白い話ではないだろう。

借換ブームの終焉とともに、大手米銀では住宅ローン部門の人員のリストラを相次いで公表している。サブプライムローンのように杜撰な融資は問題だが、審査基準の厳格化により、一次取得者やマイノリティーの住宅ローンへのアクセスが極めて困難になっているとも言われる¹⁸。住宅ローンについては、アフォードビリティー¹⁹の問題ではなく、アクセ

¹⁶ オバマ大統領の演説直前の7月31日のFOMCの声明文では、「住宅セクターは強まっている（the housing sector has been strengthening）」とされていたが、10月30日の声明文では「住宅セクターの回復はこの数ヶ月幾分減速している（the recovery in the housing sector slowed somewhat in recent months）」と住宅市場の景況判断が後退している。

¹⁷ 原文は「Fannie Mae has paid \$105 billion in dividends to taxpayers」と10億ドル単位での表記となっているが、正確には1,053億ドル（公的資金注入額は1,173億ドル）。

¹⁸ 例えば、連邦議会上院銀行委員会における2013年10月29日の公聴会での全米リアル

シビリティー²⁰が問題となっている。

連邦政府機関閉鎖・債務上限問題を巡る連邦議会での駆け引きを見ても、アメリカの政治情勢は党派的な対立を克服するのが困難な二極化に突入しているようにも見受けられる。オバマ政権としては、大手銀行への圧力を強めつつ、「こちらで妥協するのでそちらで譲歩しろ」と、オバマケアをはじめとする政策の優先課題での交渉力を高める戦略をとっているのであろうが、個々の局面での当事者にとっては、納得感の得られない結論となることもありうる。アニマル・スピリッツ旺盛な米金融業界がどのような対抗戦略を展開するか、引き続き注目される。

※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>

・ FHFA “FHFA Announces \$5.1 Billion in Settlements with J.P. Morgan Chase & Co. Settlements include private-label securities and representation and warranty claims” October 25, 2013

・ NAR “Statement of Gary Thomas, 2013 President National Association of Realtors, to the United State Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, Hearing titled Housing Finance Reform: Essentials of a Functioning Housing Finance System for Consumers” October 29, 2013

・ 小林正宏「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」（「海外レポート」、住宅金融支援機構、2013年9月25日）

・ 住宅金融支援機構調査部『日米欧の住宅市場と住宅金融』（金融財政事情研究会、2013年4月）P132-133、P152-156

ター協会（National Association of Realtors : NAR）会長の議会証言原稿では、金融危機前に融資を承認された者の平均スコアよりも足下の融資を謝絶された者の平均スコアの方が高いこと等が示されている。

¹⁹ Affordability。取得能力のこと。金利が低く、住宅価格が下がり、所得が増えると、アフォーダビリティが向上する。

²⁰ Accessibility。金利が高いか低いかにかかわらず、そもそも利用可能であるか否かが問題とされる。金利がいくら低くても、利用できなければ意味がないという論旨で使われる。