

レジュメ

「Housing GSEs 改革とドッド・フランク法」 2014.04.08

日本証券経済研究所 主任研究員 若園智明

I. Housing GSEs (government sponsored enterprises) とは

1. Omnibus Budget Reconciliation Act of 1990 (包括的財政調整法) の定義 (図表1)
 - ①連邦法 (チャーター) による設立
 - ②民間による株式保有
 - ③特定のセクターへの融資・保証等を行なう金融機関
 - ④負債に連邦政府の保証はつかない、等

2. Housing GSEs の履歴

- 1938年：New Dealの一環で government agency (National Mortgage Association of Washington) としてファニーメイ設立 (National Housing Act of 1934)。
民間金融機関への資金供与、セカンダリーマークетの創設。
government bond の発行により資金調達。
(Federal Housing Administration、FHA-insured を購入)
- 1944年：ファニーメイ、購入の対象を Veteran's Administration 債 (VA-guaranteed) にまで拡大。
- 1950年：ファニーメイ、Housing and Home Finance Agency (現 Department of Housing and Urban Development、HUD) の傘下に。
- 1968年：Federal National Mortgage Association Charter Act (National Housing Act of 1954 の TitleIII) により、現在のファニーメイへ再組織化・民営化。
- 1968年：Housing and Urban Development Act によりジニー・メイが設立され、ファニーメイの一部機能を移管。
- 1970年：FHA-insured、VA-guaranteed、FmHA (Farmers Home Administration) 発行以外のMBSを購入可能に。
- 1970年：Emergency Home Finance Act により、ファニーメイが Conventional Mortgage (引受け基準を満たしたモーゲージ) を購入可能に。
同法によりフレディマックを設立。
- 1981年：ファニーメイ、MBS (パス・スルー) を発行。
- 1983年：フレディマック、CMO (collateralized mortgage obligation) を発行。
- 1984年：Secondary Mortgage Market Enhancement Act
州の antifraud 法を回避、private-label の発行・流通が容易に。
- 1986年：Tax Reform Act of 1986
real estate mortgage investment conduit が可能に。
- 1992年：Housing and Community Development Act of 1992

Housing GSEs 改革とドッド・フランク法

Federal Housing Enterprises Financial Safety and Soundness Act (HCD Act の Title 13) により、HUD の Office として Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO) を設立。(ファニー&フレディの監督機関)

同法はファニーメイ＆フレディマックに低所得層向けモーゲージの買取りを要求。
(HUD が定め議会が承認した affordable housing goal の遵守)

1994 年 : Riegle Neal Insurance Banking and Branching Efficiency Act

Community Reinvestment Act の修正。

(銀行、BHC の合併の際、地域ニーズを考慮) (89 年法以降の流れを強化)

1997 年 : FRB 等の銀行監督当局の最終規則 (2002 年 1 月より適用)。AAA*、AA*格の private-label MBS のリスクウェイトを GSE 債と同じ 20% に。

(1988 年バーゼル規制)

1999 年 : ファニーメイ、サブプライムローンに進出。(NYTimes)

2008 年 : Housing and Economic Recovery Act により政府管理下

同法により、OFHEO は Federal Housing Finance Board と統合され、新たに Federal Housing Finance Agency (FHFA) に。

2. 設立の根拠法 (the Charter) と使命、業務

1) the Charter

- ・ ファニーメイ : Federal National Mortgage Association Charter Act
- ・ フレディマック : Federal Home Loan Mortgage Corporation Act

2) The Charter Act の規定

① 購入・証券化ローンの基準 (OFHEO、現 FHFA が設定)

- ・ principal balance limitation
- ・ quality standards
- ・ loan to value 等

② 証券発行

- ・ 債務 (debt obligation) および証券化証券の発行は財務長官の承認を経て。
- ・ 財務長官の判断において、財務省は obligation の一定額を購入することが出来る。
(ファニーメイの場合、22.5 億ドルを上限)

③ SEC 登録の除外

- ・ 発行する証券は SEC の管轄外。(ただし、普通株式はボランタリーに SEC へ登録)
(ファニーメイが最初の 10-K を SEC に提出したのは 2003 年 3 月)
(ファニーメイの年次報告書は 2001 年分より開示)
(フレディマックの年次報告書は 2004 年分より開示)

④ 地方税の免除

- ・ states、counties、municipalities、(local taxing authority)

⑤その他の制約等

- ・住宅ローンの直接的な貸付の禁止等

3) 握げる使命

①ファニーメイ

- ・住宅ローン関連のセカンダリーマークетに流動性と安定性を供給。

- ・affordable housing（住宅費が所得の30%以内となる住宅）の供給の増加。

②フレディマック

- ・住宅ローンを提供する金融機関への資金供給。

- ・消費者が affordable housing を達成するための支援。

- ・住宅抵当証券市場（residential mortgage markets）の安定。

4) 業務（図表2、証券化スキーム）

II. 近年に検討された Housing GSEs 改革

1. 2000年（第106回連邦議会）

1) Housing Finance Regulatory Improvement Act of 2000（共和党下院、ベイカー）

- ・新たな規制機関の設置

- ・財務省によるクレジットラインの廃止

下院で Vote に至らず廃案（図表3、モーゲージ関連証券の発行額）

2. 2003年（第108回）

1) Secondary Mortgage Market Enterprises Regulatory Improvement Act of 2003

（共和党下院、ベイカー）

- ・OFHEO の権限を財務省傘下の OTS に移管、HUD の権限強化

下院で Vote に至らず廃案

2) Federal Enterprise Regulatory Reform Act of 2003（共和党上院、ヘーゲル）

上院で Vote に至らず廃案、第109回連邦議会で再提出

3. 2005年（第109回）~2007年（第110回）

⑤不正会計を受けての改革法案（経営陣の交代）

フレディマック（2003年）、ファニーメイ（2004年）

- ・2004年9月の OFHEO 報告書（2002年の金利低下、デリバティブ取引の累損）

1) Federal Housing Enterprise Regulatory Reform Act of 2005

（共和党上院、ヘーゲル）

- ・2003年法案の再提出。上院民主党反対、上院で Vote に至らず廃案

2) Federal Housing Finance Reform Act of 2005

Housing GSEs 改革とドッド・フランク法

(共和党下院、ベイカー&オックスリー)

下院は通過するも、上院では Vote に至らず廃案

(図表 4、2005 年に提示された 2 つの法案概要)

3) Federal Housing Finance Reform Act of 2007 (民主党下院、フランク)

- affordable housing fund (US\$3bio)

下院は通過するも、上院では Vote に至らず廃案

III. ドッド・フランク法における Housing GSEs の扱い

1. ドッド・フランク法の法文 (図表 5、ドッド・フランク法における関連法文)

1) ドッド・フランク法の目的 :

- ①金融システムの説明責任と透明性の改善、米国の金融安定を促進
- ②too big to fail の終焉
- ③bailout を終了することにより米国の納税者を保護
- ④不公正な金融サービスの慣行から消費者を保護

(図表 6、2008 年からの混乱)

2. 金融危機調査委員会の報告

1) 分裂した調査報告 (図表 7、金融危機調査に関する 3 つの報告書)

- ①住宅金融市场や証券化市場に問題が生じていたことを共通して認識。
- ②民主党系の報告書は Housing GSEs の組織構造 (暗黙の政府保証、ガバナンス、リスク管理、情報開示等) の欠陥を指摘するに留まる。
- ③特にワリソン報告書は、クリントン政権以降の歴代政権で進められてきた政府の中低所得層向け住宅政策の失敗を重視し、GSEs を経由して政策の失敗が拡散したことを見ている。(公的な部分に関する問題)
- ④同じ問題に対して①GSEs の組織改革と②政策的失敗の反省という次元の異なる 2 つの処方箋が提示。

2) 住宅政策に指摘される問題

①1992 年法 (通称 GSE 法) 以降の affordable housing goal (3 つのゴール) の影響

- low-income housing
- underserved area
- special affordable housing

(90 年代半ばまで、Housing GSEs の購入は prime のみ)

②クリントン時代の National Homeownership Strategy (1995 年)

(2000 年に持ち家率 67.5% を目標 (1991 年で 64.1%))

(フレディマックが mortgage lender に FICO スコアの使用を要求)

③CRA の影響

3. 経営破綻時の状況（ファニーメイ）

1) 環境

- ・住宅価格の下落（図表8、ケース・シラー指標）
- ・モーゲージ関連証券の発行額（上記図表3）
- ・サブプライムローンの証券化（図表9、サブプライムローンの証券化）

2) 政府支援（図表10、政府支援額の推移）

- ・2009年以降、優先株への配当金支払い。

3) ファニーメイの財務状況（図表11、ファニーメイの部門別税引き前利益）

4) 政府管理となって以降の住宅ローン取得促進

（図表12、ファニーメイなどの住宅ローン債権買取り上限額の推移）

IV. Housing GSEs 改革に関する議論

1. オバマ政権の構想

1) ドッド・フランク法が要求した調査：「アメリカ住宅金融市場の改革」（2011.02）

（財務省と住宅都市開発省（HUD）の共同報告書）

- ・GSEs問題の主要な要因として、その組織構造の欠陥とマネジメントの失敗を挙げるに留まる。
- ・消費者保護体制の不備や時代遅れの規制体系などが、米国の住宅金融市場の根源的な問題。
- ・監督責任が伴った予定（responsible timeline）により段階的に縮小し、住宅金融における役割を民間資本に代替させる。

2) 2014年1月28日の一般教書演説

・Housing GSEsを段階的に縮小し、政府の役割を限定した住宅金融システムを構築。

2. 第113回連邦議会における主な上・下院法案（2013年～2014年）

1) 上院案

①Housing Finance Reform and Taxpayer Protection Act of 2013 (S.1217)

共和党コーカー、民主党ワーナー等（超党派）、12月の委員会ヒアリング。

（下記上院案で代替？）

- ・Housing GSEsの代替として独立した政府機関（FMIC）を新設。
(FMIC : Federal Mortgage Insurance Corporation)
- ・「連邦モーゲージ保険公社」(FMIC)は、private-labelのMBSに対する信用保証業務や証券化商品分野の標準化、および関連するデータベースの構築と管理に責任を持つ他、別途設立する専門会社（FMIC Mutual Securitization Company）を通じてGSEsと同様な証券化業務も担う。

Housing GSEs 改革とドッド・フランク法

- FMIC は、銀行預金に対する預金保険と似た効果が期待される「モーゲージ保険基金」(mortgage insurance fund) を管理する。
- Housing GSEs の民間金融機関としての機能を公的機関（市場シェア等に制限がある）へ差し替え。

②共和党クラボ、民主党ジョンソン等（超党派）、**discussion draft**（2014年3月公表）。
上記 S.1217 の修正版扱い？

- FMIC の新設と機能（市場参加者の承認、監督と適格 MBS への保険の付与）
- Mortgage Insurance Fund の設立
- 納税者保護
(FMIC が保証した MBS について、最初の 10% の損失は保証の対象外) 等
- Securitization Platform の設立
- affordable housing goal の廃止

3) 下院案

①Protecting American Taxpayers and Homeowners Act of 2013 (H.R.2767)

共和党ガレット、共和党ヘンサーリング。下院金融サービス委員会 7月通過。

- Housing GSEs の代替として連邦政府が関与しない共通プラットフォームを新設し、証券化市場をほぼ民間資本によって運営させる。
- 新たに非政府かつ非営利の組織として National Mortgage Market Utility を設立し、共通の証券化プラットフォームとして使用する構想。
- 当該ユーティリティは現在の Housing GSEs と同様に連邦住宅金融庁 (FHFA) の監督対象となるが、ユーティリティ 자체は MBS への信用保証を行なわず、GSEs から証券化プラットフォームのみが移管される。
- モーゲージの証券化への連邦政府の関与はなくなり、一部の信用保証業務を除いて、住宅ローンの貸付から証券化までが基本的には民間資本によって運営される。

②Housing Opportunities Move the Economy Forward Act of 2014

共和党ウォーター、2014年3月公表。

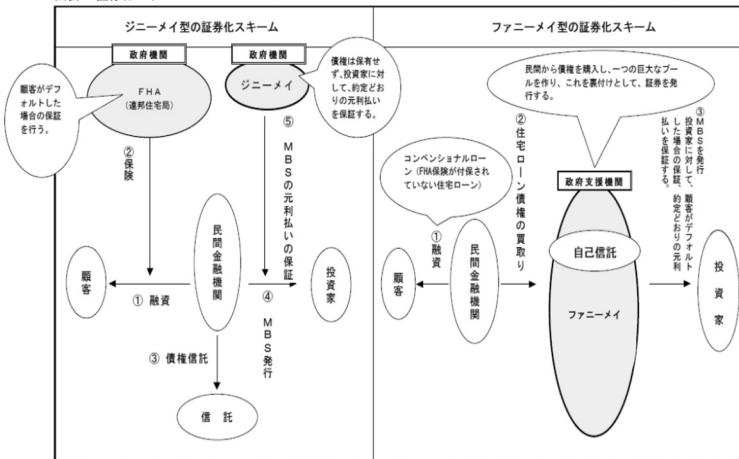
- 新たな規制当局として National Mortgage Finance Administration の設立
- Mortgage Insurance Fund による保証の提供
(最初の 5% の損失は保証の対象外)
- Mortgage Securities Cooperative による MBS の発行

V. 若干の考察：なぜドッド・フランク法に改革が含まれなかつたのか？

図表1:包括的財政調整法におけるGSEの定義

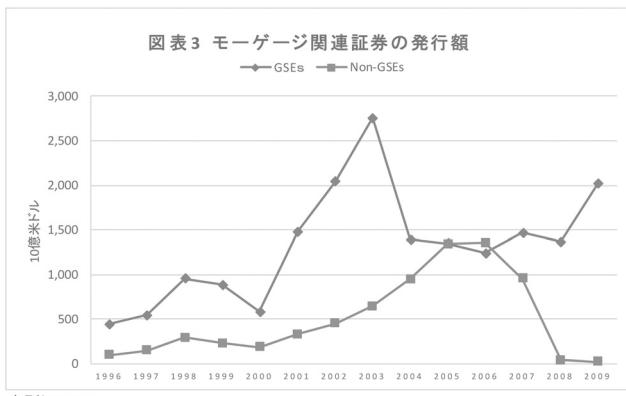
- a corporate entity created by a law of the United States that —
- (A) (i) has a Federal charter authorized by law;
- (ii) is privately owned, as evidenced by capital stock owned by private entities or individuals;
- (iii) is under the direction of a board of directors, a majority of which is elected by private owners;
- (iv) is a financial institution with power to —
- (I) make loans or loan guarantees for limited purposes such as to provide credit for specific borrowers or one sector; and
 - (II) raise funds by borrowing (which does not carry the full faith and credit of the Federal Government) or to guarantee the debt of others in unlimited amounts; and
- (B) (i) does not exercise powers that are reserved to the Government as sovereign (such as the power to tax or to regulate interstate commerce);
- (ii) does not have the power to commit the Government financially (but it may be a recipient of a loan guarantee commitment made by the Government); and
- (iii) has employees whose salaries and expenses are paid by the enterprise and are not Federal employees subject to title 5.2

図表2 証券化スキーム



出所)国土交通省

Housing GSEs 改革とドッド・フランク法



出所) SIFMA

注) GSEsには、ジニーメイを含む。

GSEs発行の証券はMBSおよびCMO。Non-GSEs発行の証券はCMBS、RMBS
Home EquityおよびManufactured Housing。

図表4 2005年に提示された2つの法案概要

Federal Housing Enterprise Regulatory Reform Act of 2005

- ◎独立した監督機関の設置
- ◎新たな監督機関の権限
 - ・GSEの閉鎖および、管財人となる権限
 - ・GSEの資本基準を強化する権限
 - ・低所得者向けプログラムに対する年次監査

Federal Housing Finance Reform Act of 2005

- ◎独立した監督機関の設置
- ◎新たな監督機関の権限
 - ・GSEの最低資本等について調整する権限
 - ・GSEの新たなプログラムに対する承認
- ◎GSEの住宅ローン買取りに上限を設ける

図表5 ドッド・フランク法における関連法文

| |
|--|
| Sec.1074 ファニー・メイおよびフレディ・マックの政府支援の終了および 住宅金融制度の改革に関する財務省調査 |
| (a) 要求される調査 |
| (b) 報告および推奨 |
| Sec.1304 2008年住宅・経済回復法の修正 |
| (a) 財務省によるファニー・メイの債務および証券の売却 |
| (b) 財務省によるフレディー・マックの債務および証券の売却 |
| (c) および(d)は省略 |
| Sec.1491 住宅抵当信用条項の保護・制限・規制を促進するための GSEs改革の重要性に関する議会の意図表明 |
| (a) 議会の所見 |
| (b) 議会の意図表明 |

図表6 2008年からの混乱

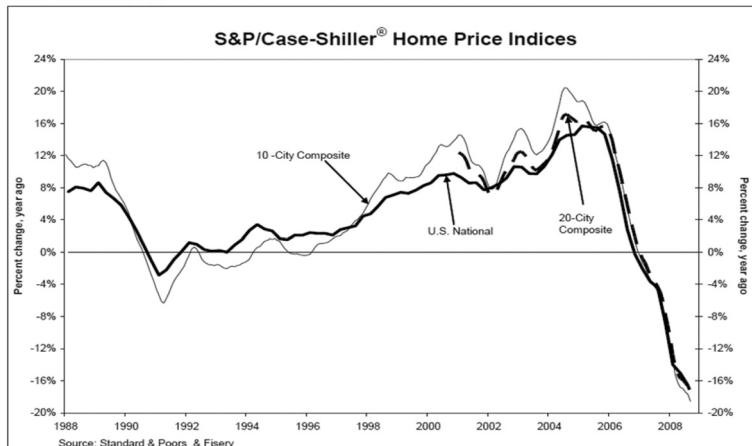
| |
|---|
| 2008年7月30日 Housing and Economic Recovery Act of 2008 |
| 9月6日 FHFAの公的管理下に 財務省による資本注入(上限1,000億ドル) |
| 9月19日 FRBがGSEsが発行した短期債券の買取を開始 |
| 2009年1月27日 FRBの債券買取が250億ドルを超える 総額1,000億ドルを予定 |
| 2009年2月18日 資本注入の上限を2,000億ドルに GSEsの住宅ローン資産保有限度額を引き上げ (8,500億ドル→9,000億ドル) |
| 2月26日 ファニーメイ支援に152億ドルの追加を FHFAが財務省に要請 |
| 3月11日 フレディマック支援に308億ドルの追加を FHFAが財務省に要請 |
| 3月18日 FOMCが債券買取予定額を7,500億ドル追加 |
| 12月24日 財務省がGSEsへの信用供与枠を それぞれ2,000億ドルまで拡大 |
| 2012年末までの損失の全額カバーを発表 GSEsの債券買取を終了 |

Housing GSEs 改革とドッド・フランク法

図表7 金融危機調査に関する3つの報告書

| 民主党系報告書 | 共和党系報告書 | P.Wallison報告書 |
|--|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> ①GSEsは危機に貢献したが主要な要因ではなかった。 ②GSEsが発行したMBSは危機の間でも価値を維持していた。 ③GSEsの問題 <ul style="list-style-type: none"> ・ビジネス・モデルの欠陥 ・過剰なロビイング活動 ・過大なポートフォリオの保有 ・ガバナンスやリスク管理の失敗 | <ul style="list-style-type: none"> ①GSEsは様々な点で危機の要因である。 ②最もtoo big to failな存在である。 ③納税者の負担が最も重い。 | <ul style="list-style-type: none"> ①政府の住宅政策の問題。 ②不適切な引受け基準の緩和。 <ul style="list-style-type: none"> ・サブプライム・ローン等の拡大の要因。 ③質の悪いローンが証券化されたことが最大の問題。 <ul style="list-style-type: none"> ・証券化自体は問題ではない。 |

図表8 住宅価格の下落

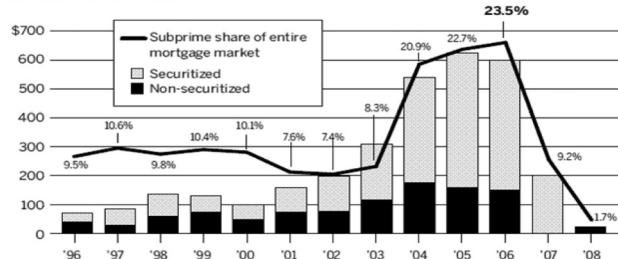


図表9 サブプライムローンの証券化

Subprime Mortgage Originations

In 2006, \$600 billion of subprime loans were originated, most of which were securitized. That year, subprime lending accounted for 23.5% of all mortgage originations.

IN BILLIONS OF DOLLARS

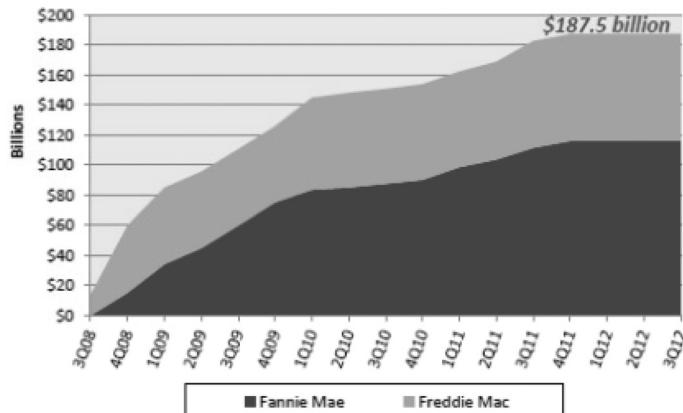


NOTE: Percent securitized is defined as subprime securities issued divided by originations in a given year. In 2007, securities issued exceeded originations.

SOURCE: Inside Mortgage Finance

出所)『金融危機調査委員会報告書』

図表10 政府支援額（優先株への払込み）の推移



出所) FHFA

Housing GSEs 改革とドッド・フランク法

図表 1 1 ファニーメイの部門別税引き前利益 (百万ドル)

