わが国における
カバードボンド
の可能性を考える

特別企画

金融×IT鼎談

Dialogue

世界的な金融危機を通じて市場機能の低下が続く中、欧州の金融機関が担保付き債券の一種であるカバードボンドを活用して資金を調達する動きが目立っている。カバードボンドは、発行体と担保に二重にリコース可能な安全性の高い商品と評価され、近年アジア、アメリカにも法整備の動きが広がっている。こうした状況にわが国はどのように対応すればよいのか。カバードボンドの導入に向けて活動しておられる日本政策投資銀行の地下氏と田吉氏に語っていただいた。

株式会社日本政策投資銀行
シンジケーショングループ長
田吉 禎彦氏

グローバル商品になったカバードボンド

井上：昨年夏に日本政策投資銀行が主催された「カバードボンド研究会」の報告書が公表されました。その後、海外では一段とカバードボンドの発行が活発化しているようです。実際、ECBの「金融安定報告」によれば、ユーロ圏の銀行の長期資金調達に占めるカバードボンドの割合は4割程度にまで達しています。

これは無担保の資金取引が機能を失う下で、各銀行がバランスシート上にある流動性の低い資産を活用して資金調達しているものと理解できます。その背後には、金融危機の初期の2008～9年頃に、各銀行が各国政府による債務保証を活用して発行した債券が、順次償還を迎えていることもあるようです。

田吉：リーマンショック後に、欧州の銀行にどのようにして流動性を供給するかが政策課題となっていた際に、カバードボンドは、まず、ECBによる買取りプログラムの対象となったことで注目されました。

その後、金融危機の焦点が欧州に移る中で、銀行の信用力が母国の国債にリンクすることで資金調達が困難となりました。そういった中、カバードボン

野村総合研究所　金融ITイノベーション研究部
©2012 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

株式会社日本政策投資銀行
執行役員（特命担当）
地下 誠二 氏

株式会社野村総合研究所
金融ITイノベーション研究部長
井上 哲也

ドは銀行の信用力だけでなく、銀行の資産によってもカバーされるということで、より安全な商品と認識され、活用されるようになっています。

地下：昨年の研究会の後にも、オーストラリアでカバードボンドが法制化されました。オーストラリアで注目されるのは、大手銀行による発行が続いたことと、意外にも外貨建て債が発行されたことです。

日本では円資金が潤沢ですが、外貨調達手段の多様化を図ることは重要です。研究会で議論した当時はこれを長期的な課題と考えたのですが、その後の日本の銀行による海外業務の急速な拡大を見ると、日本でも外貨調達手段としての意義も大きいように思います。

田吉：オーストラリアは、やや極端なケースではありますが、長期資金の約半分をカバードボンドで調達しています。

地下：国によって法制面には違いもあるのに、市場で同一の「カバードボンド」として扱われていることは興味深いです。

つまり、ドイツのファンドブリーフ、フランスのオブリガシオン・フォンシエールと住宅再融資公庫債（ハビタ）、イタリア方式と発行形態は様々ですし、カバープール（担保資産のプール）の適格資産もまちまちです。一方で、各国政府は法制化を通じて市場を創出し、カバープールを監督してきたので、カバードボンドは安全な商品として扱われてきました。同時に、カバードボンドの格付は、各銀行の母国の信用力に連動する面が強く、法的な枠組みやカバープールの種類にはあまり連動しないという特徴があります。

また、フランスやドイツなど伝統的な発行国ばかりでなく、スペインが住宅政策に沿って市場を後押しした結果、急速にシェアを伸ばしてきたことも興味深いです。いまや、カバードボンドはグローバル商品になっているのです。

こうした動きにアメリカがどう追随するか注目していたのですが、これまでの住宅政策との兼ね合いで、ファニーメイやフレディマックといった政府系金融機関（GSE）の発行する住宅抵当担保債券（MBS）をどうするかに焦点が当たっているようです。

田吉：各国のカバードボンドの扱いには、国内の金融のあり方をどうするか、あるいは自国の金融機関の競争力をどうするか、という点に関する考え方が強く表れている印象があります。

たとえば、アメリカでは大企業の長期金融は資本市場が主たる場で、銀行はあまり出番がありません。一方でそれ以下の企業やリテールではノンバンクが数多く存在し、リースやクレジットを提供しています。このため、金融危機によって証券化市場の機能が低下すると、ノンバンクの抱える債権を活用

Seiji Jige

地下 誠二（じげ せいじ）

1986年 旧日本開発銀行入行（1999年 日本政策投資銀行に再編）、事業再生ファイナンス、PFI／PPP、プロジェクトファイナンスに携わった後、同行の民営化準備室から経営企画部。民営化後の調達手段としてカバードボンドも検討し、2011年には田吉とともに「カバードボンド研究会」の事務局を務める。2011年12月より現職。

したカバードボンドのような議論が出てきます。これまでGSEが支えてきた住宅ローンについても、GSEが危機に陥る中でカバードボンドはその代替になるという議論になるわけです。

これに対し、欧州ではもともと長期金融──特にインフラ整備の資金や住宅ローン──は主として銀行が手がけています。プロジェクトファイナンスや地公体向け資金も同じです。これらは銀行の伝統的役割なので、それを維持するために新たな調達手段を与えるという議論になります。また、オーストラリアやアジアでは、国内の金融市場が小さいなかで、海外でドル資金を調達することが課題となり、カバードボンドはそれに適した形態になっています。

このように、それぞれの国が、官民一緒に金融をどうすべきか考えつつ、それに沿ってカバードボンドの市場をつくっている印象があります。

日本に合った カバードボンド市場とは？

井上：日本でのカバードボンドに対する潜在的な需要については、研究会で議論されたように、まずは外貨資金の調達が想定されることが多いように思います。特に、日本の銀行が欧州の銀行に代わってアジアでの貸出を提供していく際、プロジェクトファイナンスのような長期貸出の場合には、外貨を安定的に調達する手段が重要になります。

地下：確かに、日本でカバードボンドを考える際にも、どのような資金需要を満たすことが必要かという「国策」に沿って、カバープールを選択していく必要があると感じます。

われわれも、「カバープールには絶対これを入れた方が良い」ということをアプリオリにわかっている訳ではありません。ただ、日本経済からはインフラの再構築のように長期資金が必要となる分野も出てきそうですし、公共投資がPFIという形で民間投資に置き換わるとすると、PFI向けの長期貸出は一つの候補でしょう。また、海外ではあまり見られませんが企業向けの貸出もあると思います。つまり、そのファンディングのための長めの資金調達を考えた場合は、無担保債よりもカバープールの裏づけのある、より安全な資産のほうが投資家にアピールしやすいでしょう。

また、外貨資金の調達だけでなく、円資金の調達についても、バーゼルIIIの安定調達比率（NSFR）規制の適用が近づいてくれば、コア預金をALMの観点で長期運用するだけでは心許ないという議論もあるでしょう。

田吉：「国策」という発言もありましたが、各国のカバードボンドの法制には政策意図が反映されています。日本では、かつての金融債のイメージになるのではないでしょうか。一定の範囲の金融機関が国の政策に沿った金融ビジネスを行う場合に限って、特権的に有利な資金調達手段を活用しうるということです。

「銀行の調達手段として、カバードボンドと預金は補完する関係にあると思います」（地下氏）

野村総合研究所　金融ITイノベーション研究部
©2012 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

井上：企業向け貸出を裏付け資産としたカバードボンドは、これまで余り聞いたことがありません。

田吉：海外にも若干はあります。ただ、米欧の場合、そうした資金は、大企業であれば資本市場、投資非適格の格付の企業ではレバレッジド・ローンで主として調達されているので、それほど大規模な市場ではありません。

対照的に、日本の銀行貸出の守備範囲は広く、米欧では資本市場が主たる役割を果たす領域まで含んでいます。このように、間接金融の役割が大きいという日本の特徴に合わせてカバードボンド市場を作っていくことは、政策的には何ら違和感がないと思います。

井上：カバードボンドの組成部分では銀行貸出と密接な関係を持つ訳ですが、発行部分では資本市場に支えられる部分も大きいので、間接金融と直接金融の双方に関わることになります。

地下：欧州では、企業向けの長期資金の供与という場合、船舶抵当とか航空機抵当のように資産に着目した取引が活用されているので、企業信用をカバープールに入れる文化は余りないようです。とはいえ、日本でも、銀行が「万一の場合にはカバープールをきちんと入れ替える」といった制度化がなされれば、企業向け貸出の裏付けによるカバードボンドは十分受け入れられると思います。

井上：インフラ投資を民間で肩代わりすることも日本だけでなく、先進国で共通の課題ですね。

地下：そのための工夫としては、カバードボンドも活用しうるし、レベニューボンドというアメリカ的な手段の活用も考えられます。

あまり先入観を持ってはいけないのでしょうが、日本の市場は、少なくとも感覚的にはアメリカよりも欧州に近い感じがします。そこでは、証券化という米国方式より、カバードボンドという欧州方式の方に、親和性を高く感じます。

井上：海外のカバードボンドはどのような投資家が購入しているのでしょうか。

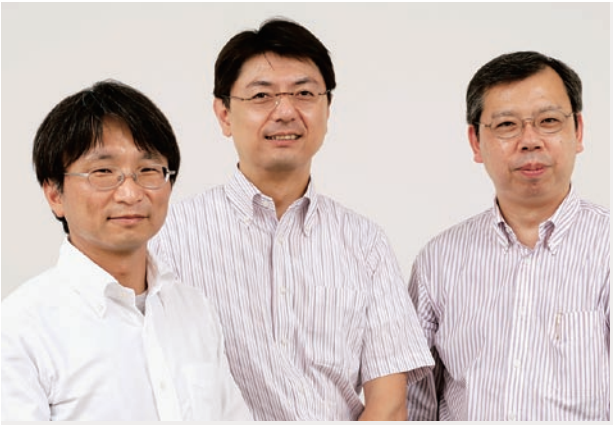
田吉：大まかに2通りの投資家がいます。一つはカバードボンドを仕組み物と考える投資家です。ただ、現在の金利環境の下では、仕組み物として捉えるにはスプレッドが薄過ぎるように感じます。

もう一つは、カバードボンドを準ソブリン債と捉える銀行などの投資家です。こうした投資家には、カバードボンドは、特定の資産で裏づけられ、AAA格がほとんどで、国の関与があって、発行額も大きいという、多くのメリットを持った商品と映ります。米国では、銀行の普通社債に比べても相応のスプレッドが取れることもあって、むしろ普通の債券ファンドなどが買っているようです。

カバードボンドを日本に導入する場合、いずれのタイプの投資家に受け入れられるのかという点は、アプリオリには何とも言えません。例えば、海外のカバードボンドの投資家は、仕組みを細かくチェックしたり、カバープールを詳細に分析したりしません。コストばかり嵩み、スプレッドで回収できなくなるからです。また、カバードボンドは、証券化商品に比べるとカバープールの内容にかかる情報開示も少ないようです。国によるある程度の関与の下で、投資家は一種の定型的な商品だと割り切っているのです。これらの点を日本の投資家がどう捉えるかが、日本で新たな市場を作る上での課題となってくるように思います。

地下：日本の現在の金融環境を考えると、カバードボンドの市場の形成には少し時間がかかるかもしれません。

我々のような発行体としての立場からは、欧州の



投資家も有力な候補になると思います。つまり、欧州にはカバードボンドに継続的に投資する主体がおり、Basel IIや欧州の銀行指令などによる優遇措置を活用しています。しかし、これらの投資家は既に「欧州物」をかなり持っているとみられるので、日本の銀行が日本の法律に基づくカバードボンドを発行すれば、かなり関心を集める可能性があります。

井上：長い目で見て日本でカバードボンドへのニーズが高まっていく一方で、当面のニーズの掘り起こしをどうするかという課題も指摘されています。

田吉：この点に関して、私はそれほどネガティブに考えていません。現在は、投資家もスプレッドのあまりに小さな商品には興味を示さないし、オリジネーターである銀行も円資金の調達には困っていません。しかし、そういうときだからこそ、みんなで腰を据えて議論して、長期にわたって維持しうる市場を作っていけば良いと思います。私も証券化市場に関わっていた身ですが、金融危機後に大きく縮小した証券化市場は、ある意味、反面教師となります。

日本でも10年後に何が起こっているかわかりません。高齢化によって、潤沢であった銀行預金が急速に減ると予想するレポートもあります。金融危機を経て、証券化市場がなかなか回復しない中で、金融システムが次に大きなショックを受ければ、円資金の調達も難しくなる事態もありえます。

地下：国内市場でカバードボンドを認知してもらうには、十分なリードタイムが必要です。当行はカバードボンドの発行を真剣に検討していますが、単独での発行だけでは十分な市場規模を確保できないので、他の銀行に発行体として参入していただくことが望まれます。また、当行自身もある程度継続的に発行を続けなければならないと思います。これらを実現する上でも、カバードボンドの発行は余裕を持って準備することで、市場の認知を十分に高めておく必要があります。

田吉：カバードボンドも、場合によっては証券化商品以上に、相応に複雑な仕組みを組み込むことが必要になります。

地下：カバードボンドは日本の金融のすべての課題を解決できる魔法のつえではありません。むしろ、金融商品の選択肢を増やすことで、銀行と投資家の双方に新たな機会を設けるのに役立つものです。日本の投資家にとって、それ自体が強力な投資妙味を持たなくても、安全資産の入れ替えの選択肢が増えることは意義があると思います。

田吉 禎彦（たよし よしひこ）

1987年 旧日本興業銀行入行。法務部、ストラクチャードファイナンス部等にて証券化業務に携わり、その後、三行統合後のみずほコーポレート銀行にて、シンジケートローン関連業務に携わる。2008年に日本政策投資銀行に入行し、引き続き、市場型間接金融・クレジット市場関連業務に携わるとともに、2011年には「カバードボンド研究会」の事務局を地下とともに務める。2011年6月より現職。

日本では、カバードボンドと預金が銀行の資金調達手段として競合するのではないかと懸念する意見も聞かれますが、私はむしろ補完する関係にあると思います。銀行にとっては、あくまでも預金が主要な資金調達手段であり、カバードボンドはそれを補う選択肢の一つというイメージです。

債権者保護のための仕組み

井上：研究会では、カバードボンドを新たに法制化する場合の主なポイントが挙げられていました。その一つが預金者を含む債権者保護の観点でした。

田吉：海外でも活発に議論がされています。最もシンプルな対処法は、カバードボンドの発行額に上限

©2012 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

を設けることです。例えば、銀行の資産ないし負債の何%という制限を設けることで、預金よりシニアな債務が過度に増えないようにするものです。

井上：つまり、「預金者保護に反するから、カバードボンドは望ましくない」と考えるのではなく、「カバードボンドを認めながら、預金者保護の仕組みをどうするか」というアプローチですね。

田吉：そうです。バランスの問題であり、アプリオリに「全くだめ」ということではないと思います。私も大事な視点だと思います。

地下：問題は、こうしたセーフガードを法的に規定するのか、市場の自主規制でいくのかという点です。この点についての考え方は国によって分かれます。

Tetsuya Inoue

井上 哲也（いのうえ てつや）

1985年 日本銀行入行。92年エール大学経済学部に留学し、経済学修士課程修了。94年福井俊彦副総裁（当時）の秘書官。2000年植田和男審議委員のスタッフ。03年金融市場局 企画役として、資本市場の活性化に関与。06年金融市場局の参事役。BISマーケッツ委員会等の国際会議の運営に参画。08年12月野村総合研究所 主席研究員。2011年10月より現職。

例えば、オーストラリアは資産の8%という形で発行額の上限を明確に規定しています。一方、伝統的にカバードボンドを発行しているドイツやフランに法的な制限はないようです。もちろん、ある銀行が過剰に発行すれば、無担保債の格付が低下したり預金者から批判されたりすることで歯止めがかかることにはなります。日本の場合には、オーストラリアのように具体的に規定した方がすっきりするかもしれません。

「日本も多様な資金調達手段をもつ環境整備が必要です」（田吉氏）

井上：また、投資家にとってカバーボンドがソブリン債に近い存在だとすれば、欧州諸国の国債格付が低下していくと、カバードボンドに対する評価も引きずられてしまうリスクもあります。

田吉：カバードボンドにネガティブな意見をお持ちの研究者には、この債券に特有の曖昧さがもたらす問題を気にする方もおられます。しかし、実際には、各国の銀行は多様な資金調達手段を持ち、それで経済を回している訳です。日本でもそうした環境の整備は必要であると思います。

地下：カバードボンドの研究は続けられるとしても、実務の面では世界の主要国に遅れをとるのかもしれません。アジアにおいて東京金融市場が中心になるという野心を持つのであれば、他の市場よりも多様な金融取引や市場を開発していかなくてはいけません。

井上：昨年の研究会によって、少なくとも技術的な課題の所在はかなり特定できました。

田吉：特定された問題の解決には、われわれも日々頭を悩ませているところです。

地下：先程の預金者保護に加え、担保制限条項（ネガティブプレッジ条項）への抵触をどう考えるかといった課題もあります。さらに、日本の金融をどのようにしていくかという大きな枠組みの中で、カバードボンドをどう位置づけるかというより大きなテーマについても、政府や金融当局と一緒に考えていかなくてはなりません。

井上：私も大変微力ですがお手伝いできたらと思います。本日はどうもありがとうございました。

（文中敬称略）