

2013年8月9日
No.2013-008

欧州金融市場の有担保取引拡大と マクロプルーデンス上の留意点

調査部 理事 翁 百合

《要 点》

- ◆ 欧州では近年金融市場が不安定な中で有担保取引が拡大している。有担保取引が増えている国をみると、ギリシャ、ポルトガル、イタリア、スペインといった債務危機の中心となっている周縁国の金融機関や、投機的と格付けされた銀行が資金をより低い金利で確実に調達するために有担保取引を積極的に活用し、投資家もそうした有担保取引を選好していることが背景と推察される。
- ◆ 有担保取引の内訳をみると、まず、欧州に多い有担保取引であるカバードボンドの発行が周縁国中心に増加している。これは、カバードボンドが中央銀行のオペレーションの対象となっていることや監督当局の規制、破綻処理におけるカバードボンドの優先的扱いに関する議論などが影響している可能性が高い。また、レポ取引も、金融市場のリスクが高まると、無担保取引よりも選好される傾向がある。欧州中央銀行のLTROとよばれる長期資金供給オペレーションなども担保差し入れを必要としているため、これに調達を頼らざるを得ない南欧諸国の銀行の依存度が高まっている。さらに、適格担保の少ない銀行は、ELAとよばれる欧州中央銀行システムの緊急貸出に頼らざるを得ない状況となっている。
- ◆ こうした有担保取引の拡大は、以下のような問題を引き起こしている。すなわち、無担保取引市場の機能不全、銀行行動のプロシクリシティ（景気変動の振幅の高まり）の高まり、破綻処理時の預金者や無担保債権者の損失の高まり（これを Asset Encumbrance という）、銀行の経営改善先送りを助長する傾向などである。
- ◆ こうした中、2013年3月、キプロスのポピュラー銀行（現地ではライキ銀行と呼ぶ）が破綻した。その際、株主、シニア債権者のみならず、大口預金者が損失を負担する事態が発生した。中央銀行の多額のELAによってかろうじて経営を続けていたため、破綻時に優先的に中央銀行に対して債権を弁済し、大口預金者などが損失を負担することになった構図が浮き上がってくる。

- ◆ 現在、リーマンショック後の金融市場の規制整備の中で、世界的にシステム上重要な金融機関であっても、原則公的資金を使わずに破綻処理できる環境を作らざることを念頭に、法律の整備が進められている。6月にEUでも財務相理事会で指令案が合意され、10万ユーロ以下の付保預金はベイルイン（破綻処理時にカットされること）の対象外とし、これを超える大口の非付保預金のうち、個人・中小企業預金はベイルインの対象となるが、他の無担保社債などの債務よりも優先的に取扱い、カットされにくい仕組みとすることとされた。また、Asset Encumbranceへの対処として、各国がベイルイン可能負債の最低水準（総負債の8%）を設定する方向にある。このように、欧州の銀行破綻処理においては、有担保取引の拡大を背景に、①ベイルイン可能負債の最低水準を設け、無担保での資金調達を一定程度確保するよう促すこと、②キプロスの破綻処理が例外ではなく、大口預金者については、預金者優先弁済の考え方を適用しつつも、ベイルイン対象とすることなどの特徴があるといえよう。
- ◆ 以上のような欧州の動向を踏まえて、わが国の金融市場の安定性確保のための課題を考えれば、次のような点に留意すべきであろう。第一に、カバードボンドの発行はわが国では法律的には整備されていないが、この発行額が大きくなると、マクロプルーデンス上問題を生じることから、預金を取り扱う銀行のカバードボンド発行については慎重に考え、発行を認めるとしても資産の一定割合に抑えるなどの工夫が必要である。第二に、わが国では、183回国会で金融機関破綻処理に関する新たな法律が制定され、今後実務的な検討が進められる段階にあり、ベイルインが日本でもできるようになるため、破綻処理時に預金保険機構など当局が迅速に対応できるようにすることやベイルインの導入が金融市場に与える影響について、監督当局は十分モニターしていく必要がある。第三に、中央銀行としても担保政策やオペレーションの在り方、中央銀行貸出の情報開示の在り方などについて中長期的に検討を進めていく必要がある。

本件に関するご照会は、調査部・理事・翁百合宛にお願いいたします。

Tel: 03-6833-1574

Mail: okina.yuri@jri.co.jp

はじめに

2008年のリーマンショック後、ギリシャやスペインなど欧州債務問題が国際金融市場の危機の震源となり、今も南欧諸国の若年層の失業率の高止まり等を背景とした政治情勢の不安定化もあり、欧州の金融不安はくすぶり続けている。こうした情勢のもと、国際金融市場では、金融機関に対する規制強化への動きが本格化し、現在も欧米諸国を中心に様々な規制や新たな破綻処理制度導入に関する検討が続いている。

こうした中、欧州では近年金融市場が不安定な中で有担保取引が拡大しており、このことがかえって金融市場の不安定化を増幅させる事態となっている。有担保取引は、本来、無担保取引とは異なり、万が一金融機関がデフォルトしても、優先的に担保となっている優良な資産から投資家に弁済されるため、投資家サイドからみれば安全な運用手段であり、金融機関の調達手段としても安価で調達できるという点でメリットがある。しかし、金融情勢が不安定な中で有担保取引の拡大は、金融市場全体の観点からみると、健全な金融機関であっても無担保での資金調達を難しくし、経営が悪化した金融機関のスムーズな破綻処理を難しくするなど、様々な影響を及ぼしている。現在、欧州ではEU全体として統一した金融機関の破綻処理ルールを整備する段階にあるが、そうした議論にも有担保取引拡大の動きが少なからず影響を及ぼしている。

わが国では、第183回国会で金融機関破綻処理に関する新たな法律が制定され、今後実務的な検討が進められる段階にあるが、その際にも欧州の金融情勢は、参考にすべき論点が含まれていると考えられる。

こうした問題意識に基づき、本稿では、欧州の有担保取引の現状とこれがもたらす金融市場への影響について分析、検討する。

1. 欧州における有担保取引拡大の実情

(1) 有担保取引拡大の状況

欧州金融市場では、ドイツやデンマークなどの国々で、以前からカバードボンドとよばれる有担保債券の発行がさかんであったが、近年そうした有担保取引が積極的に活用され、取引量が拡大している。また、金融不安を背景に欧州各銀行への欧州中央銀行からの担保付融資も拡大している。こうしたことを背景に、E S R B (欧州システムリスク委員会)から発表された2012年 Annual Report をみると、金融市場の不安定化に伴い、2002年と比較すると近年は当時の2.5倍近くまで銀行の有担保借入れ (secured borrowing) が拡大し、無担保取引 (unsecured borrowing) が半減している。このように欧州の銀行では無担保借入れから有担保借入れへのシフトが起こっている様子がみとれる (図表1)。

E S R Bがこれを銀行の格付け別に分析した結果は、図表2の通りである。格付けの高いAA/Aの金融機関の有担保での調達 (secured funding) は、シェアで見るとむしろ低下している。一方で、投機的 (speculative) と格付けされている健全性が危ぶまれる金融機関は、有担保での調達が大きく増加していることがわかる。

Barclays Capital[2012]は、こうした担保となるカバーアセットが全資産に占める割合を金融機関の国籍別に分析している (図表3)。金融システム不安の大きいギリシャの金融機関の有担保取引が2005年対比著しい伸びを示していることがわかる。また、スペイン、アイルランド、イタリア、ポルトガルといった周縁国の有担保取引が増加している一方、最も健全なドイツはむしろ有担保取

引が減少している。増加の内訳をみると、カバードボンドの発行や中央銀行からの借入れが拡大している様子がみてとれる。

このように、最近の欧州における有担保取引の拡大は、金融市場の不安を背景に広がっており、主に健全性の低い国の金融機関が資金をより低い金利で確実に調達するために有担保取引を積極的に活用し、投資家もそうした有担保取引を志向していることが背景と推察される。

（２）有担保取引の中味

有担保取引の中味は、前掲図表の通り、カバードボンドというオンバランスの証券化商品に加えて、担保付の短期市場での取引であるレポ取引、中央銀行からの借入れなどが含まれている。これらの動向を少し詳しくみていくこととしよう。

① カバードボンド

カバードボンドとは、銀行等が保有する優良貸付債権を担保にオンバランスで発行する債券のことであり、担保資産と発行体自身の二重の信用があることが特徴である。投資家は、万一債券がデフォルトしても担保から優先的に弁済を受けられるのみならず、発行体全体からも回収ができることになる。近年、銀行によるカバードボンドの発行が世界全体でも増加している（図表４）。

世界的にみたカバードボンドの発行増加の背景には、リーマンショック後、ドイツのファンドブリーフ債などのカバードボンドが、単純な資産担保証券（MBS）やシニア社債と比較しても価格が崩れなかったことで、その健全性が投資家サイドから見直され、銀行も低い金利で資金調達できたことがある。これに対し、特に米国で大量に発行されたサブプライムローンを原債権とする資産担保証券（MBS）は、銀行からオフバランス化されている。こうした融資を実行してすぐ売却してしまう、米国型のいわゆる「originate to distribute」型のビジネスモデルは、銀行自身による債権に対する審査やモニタリングに対するインセンティブを低下させる点から批判の対象となり、こうした証券化の姿勢を見直す必要があるという点が米国の監督当局などからも指摘された。

こうした事情を背景に、バーゼルⅢの流動性規制でもカバードボンドは流動性の高い資産として位置づけられている¹のみならず、欧州では、EUの自己資本要求指令で流動性比率規制上の扱いが国債と同等に位置づけられ、シニア債券と比較すると優遇されていることから、投資対象としてもさらに魅力的となっている。

こうしたことから、従来は欧州特有の債券であったカバードボンドは、近年ではオーストラリアやカナダなどでも新たに法制が整備され、法律に基づいたカバードボンドが発行できるようになっている（カバードボンドの国別内訳は図表５の通り）。欧州でも最近特に発行が増加しているが、その要因は前述の通り欧州金融情勢の悪化から投資家が安全性を求めるようになっていること、監督上の扱いが優遇されていることに加えて、欧州中央銀行（ECB）がカバードボンドを貸出の担保のみならず、資金供給オペレーションの対象として積極的に購入していることもある。さらに、最近の破綻処理時におけるペイルイン（無担保債権者等に破綻処理時の損失を負担させる仕組み、後述）導入の議論は、一層有担保取引への投資家の志向を強める方向に作用している。図表６の通り、デンマークの銀行では、住宅ローン債権を担保としたカバードボンドだけで、2010年の段階で既に総

¹ 格付けなどの一定の要件を満たしたカバードボンドは、レベル２資産（最低１５％のヘアカット適用、全流動資産の４０％を超えない範囲で参入可能）に組み入れられることが認められている。

資産の4割もの比率に達している。このように、最近のカバードボンドの発行増加は、中央銀行のオペレーションや監督当局の規制、破綻処理におけるカバードボンドの優先的扱いが助長している側面がある。

② レポ取引

カバードボンドは長期の有担保の資金調達手段であるが、これに対し短期の有担保の資金調達手段がレポ取引である。レポ取引も、金融市場が不安定化すると取引相手のカウンターパーティーリスクが高まることから、無担保取引よりも選好される傾向がある。

③ 中央銀行からの借り入れ

欧州の銀行の有担保調達で特に増加しているのは、カバードボンド以外では、欧州中央銀行（ECB）のLTROおよび欧州各国の中央銀行から受けられる借り入れELAである。LTROは、Long Term Refinancing Operationの略であり、優良債券を担保に3年間の長期資金を欧州中央銀行が提供するオペレーションである。ドラギ現ECB総裁が就任した直後の2011年末と2012年に2回にわたり1%という低金利で金額の上限を設けず大量に資金供給を行った。図表3をみても、スペイン、アイルランド、ポルトガル、イタリアなどの周縁国の銀行のLTRO活用が目立っている。これらの国々の国債は格下げされたが、担保適格性を停止したギリシャ以外は適格担保基準を引き下げて担保として差し入れが続いている²。

ELAは、Emergency Liquidity Assistance（緊急流動性支援）の略であり、欧州各国の中央銀行による緊急貸出である。ECBの適格担保基準を満たす優良資産がない場合、ECBの承認のもと各国の銀行に対し各国中央銀行が緊急に融資をしており、原則として担保が必要となっている。ただし、各国の運用状況は必ずしも詳細には明らかになっていない。たとえば、ドイツの中央銀行であるブンデスバンクには明確なELA機能は存在していない。図表3で見える限り、ギリシャの銀行はELAに依存している比率がきわめて高く、有担保取引のシェアを拡大させる主因となっている。2012年2月にギリシャ国債がECBの適格担保からはずれたことや、5月にギリシャの銀行の一部が資本不足となりECBのオペレーションの対象からはずれたことなどが背景となっている。

④ その他

このほかにも、スワップ取引などのデリバティブ取引や保険取引などについても担保を必要とする取引が増加している。

これらのカバーアセットをたしあげ、個別銀行ごとに担保資産が資産全体に占める割合をみると、カバードボンドの発行割合が大きいデンマークのデンスケ銀行などは、2010年の時点で6割近い状況にまでなっているほか、3割がカバーアセットといった銀行も続出している（図表7）。

² ポルトガルやアイルランド国債の格付けが引き下げられるのに従い、欧州中央銀行は適格基準を引き下げてきたが、これらの国の格付けが2011年トリプルBマイナスを下回った。このため、欧州中央銀行は、この基準適用を一時的に停止して、融資を続けている。

2. 有担保取引拡大のマクロブルーデンス上の問題点

それではこうした有担保取引の拡大は、どのような影響を金融システムにもたらしているのでしょうか。前述の通り、ミクロ的視点に立つ限り、有担保取引は、各金融主体が資産の健全性を保とうとするための合理的な行動である。金融市場が不安定になった場合には、投資家は取引先の破綻リスクが高まっている場合、平時に比べてより有担保で取引をして健全性を確保しようとする。また、調達側もファンディングを確実に低金利で行おうと思えば、調達を担保付で行うことは合理的な行動である。しかし、有担保取引が拡大していくと、金融市場全体、すなわちマクロブルーデンスの観点からみて、以下のような問題点が生じてくる（図表8）。

① 無担保取引市場の機能不全

有担保取引への依存が高まるにつれて、市場が不安定化すればするほど、投資家は無担保取引のリスクを認識するようになる。この結果として無担保取引が細り、健全な金融機関であっても、なかなか無担保での調達ができなくなったり、無担保であると調達金利が上昇したりするなど、ファンディングリスクが高まる。この結果として、金融市場全体のプレイヤーの流動性リスクが高まってしまう。

② 銀行行動のプロシクリカリティの高まり

カバードボンドなどの有担保取引では、銀行は担保資産をオンバランスのまま抱えることになる。このこと自体は、たとえばオフバランスになる融資を担保とする証券化商品などと比較すると、銀行がその債権をモニタリングするインセンティブを持つという意味で、銀行にとっても資産の健全性が高まる方向に作用する。他方で、担保資産である貸付債権などがオンバランスになっていることは、景気変動の動きがそのまま銀行のバランスシート上の資産価格に反映されることを意味する。このことは、銀行のバランスシートの景気変動との同調性が高まる（プロシクリカリティが高まる）ことにつながる。たとえば、景気が悪くなると、銀行部門の貸し渋りなどを生じさせ、景気をさらに悪化させて金融システム問題を深刻化させるという問題を惹起する。

③ 破綻処理時の預金者への影響

有担保取引拡大のもう一つの大きな問題は、経営が悪化した銀行の破綻処理が難しくなることである。銀行の預金者の側から有担保取引の増加をみると、もし当該銀行が破たんすると、有担保債務が増えるだけ、預金者は回収できる優良資産を失うことになり、預金者の損失は拡大してしまう。こうした懸念が強まるにつれて、国によっては銀行によるカバードボンドの発行量に歯止めをかけ始めている。最近の各国の発行事例をみても、カナダでは総資産の4%まで、オーストラリアでは同じく8%、ニュージーランドでは10%と一定の制限をかけているケースが多い。しかし、近年、欧州ではカバードボンドの発行拡大のみならず、経営悪化金融機関の中央銀行借り入れが否応なく拡大していることに伴い、破綻時の預金者の損失が拡大する可能性が拡大している（このようなカバーアセットの拡大により、無担保債権者などへの返済分が縮小している問題を「Asset Encumbrance」問題という）。このことは、経営が悪化した銀行を金融危機時に破綻処理することが、市場の安定化を阻害するため、難しくなることを意味し

ている。

④ 銀行の経営改善先送りを助長する傾向

有担保取引で調達が可能になると、銀行の経営が悪化していても、抜本的なリストラクチャリングを銀行が先送りしてしまう傾向が出てくる可能性もある。

欧州の監督当局はこうした **Asset Encumbrance** の問題に、2011 年頃から大いなる関心を寄せていた。マクロプルーデンス上の提言を行っている E S R B から 2012 年 12 月 20 日の段階で欧州各国監督当局や銀行に対してリコメンデーションが発出されている。この内容は以下の通りである。

- A 欧州各国監督当局によるファンディングリスクとファンディングリスクマネジメントのモニタリングとアセスメントの強化
- B 金融機関による **Asset Encumbrance** についてのリスクマネジメントの強化
- C **Asset Encumbrance** に対する監督当局によるモニタリング強化
- D **Asset Encumbrance** に対する透明性確保

すなわち、銀行自身が **Asset Encumbrance** について情報開示をすると同時に、この点に関するリスクマネジメントを強化すべきことを指摘し、監督当局としても警戒を強めてきている³。

3. キプロスのポピュラー銀行破綻処理をめぐって

2013 年 3 月、キプロスのポピュラー銀行（現地ではライキ銀行と呼ぶ）が破綻した。その際、株主、シニア債権者のみならず、大口預金者が損失を負担する事態が発生した。ポピュラー銀行はキプロスで 2 番目の資産残高を有する民間銀行であるが、キプロスの民間銀行はロシアからの投資によって資産が膨らんでいた。これらの銀行の経営は不良債権問題で悪化していたが、欧州中央銀行（E C B）システムが E L A で資金繰りを支える形でかろうじて営業を続けていた。しかし、今年に入って E C B がこれを打ち切る姿勢を示したことにより、破綻に追いこまれた。キプロス中央銀行の判断で採択された銀行再編フレームワークにより、ポピュラー銀行の E L A 負債等とセットで優良債権を資産第一位のキプロス銀行に引き継がせたうえで、シニア債券保有者と大口預金者がロスを負担する（ベイルイン）形で破綻処理が行われた。破綻処理制度の整備とベイルイン導入の議論は次節でみるようにすでに始まっていたが、EU のルールとして共通化される前にベイルインが実施されたため、キプロスの事例は市場の動揺や憶測を呼んだ。⁴

具体的には、ポピュラー銀行の E L A が 96 億ユーロあり（キプロス中央銀行が破綻処理時に公表）、これは資産第一位のキプロス銀行に受け継がれた。この 96 億ユーロという金額は、2012 年

³ 米国でも有担保債務が高い金融機関は、破綻時に預金保険基金に与える悪影響があるとして、預金保険料を高くするような調整を行っていた時期がある（2009 年～2012 年）。なお、担保差し入れに関する懸念がある地域においては、資産の担保差し入れを預金保険料に反映することについて検討すべきという提案が BIS から出されている（CGFS[2013]）。

⁴ キプロスのポピュラー銀行以前、2011 年にもデンマークの **Amarbanken** の破綻の際、シニア債券保有者の債券が 41% カットされたことがあり、その後同国の銀行の資金調達コストが高騰するという事態に陥ったことがあった。この他にもシニア債券保有者がカットされる形でベイルインが実施された事例はこれまでも数例ある。

6月時点のポピュラー銀行の総資産 313 億ユーロの約 3 分の 1 である（図表 9）。ちなみにこの時点の預金は 179 億ユーロとなっている。この時点での公表ベースで不良債権比率は 18%を超えている。すなわち、当時の公表優良資産は資産全体の 82%であったが、仮にポピュラー銀行が 2012 年 6 月の時点で破綻し、中央銀行に対して優先的に債権を弁済すると、資産全体の 5 割弱しか民間債権者に返済可能債権（しかも担保の対象となっていないから、それほど良質ではない）がなかったことになる。実際には、破綻した 3 月の時点では不良債権問題はさらに悪化し、2012 年 6 月の公表ベースよりもかなり多かっただけであるから、Asset Encumbrance により、シニア債権者はもちろん、大口預金者に返済するだけの原資が非常に少なかったことが推察される状況となっている。

4. 欧州における金融機関破綻処理制度整備の動き

このような有担保取引拡大の動きやキプロスのポピュラー銀行の破綻処理は、欧州における銀行破綻処理の環境整備の議論にどのような影響を与えているだろうか。まず、国際的な銀行の破綻処理環境整備に向けた議論、は以下のような経緯をたどってきている。

2010 年 10 月、金融安定理事会（F S B）は、リーマンショックの反省に基づき、金融システムを混乱させることなく、また納税者がリスクにさらされることなく、システム上重要な金融機関の破綻処理ができることが必要との認識から、「金融機関の実効的な破綻処理の枠組みの主要な特性」（Key Attributes）を公表した。そこでは、「システム上重要な金融サービスや決済などの機能を継続すること、債権者の優先順位を尊重し、株主、無担保無保証債権者も損失を負担すること、秩序ある方法で破綻金融機関を市場から退出させること、といった実効的な破綻処理制度の基準を設け、各国において独立性、透明性の高いプロセス、健全なガバナンスを有する破綻処理当局に、幅広い権限を提供する必要がある。さらに、金融機関が危機的状況に陥った場合に備えて、将来の再建・破綻処理計画（R R P : Recovery and Resolution Plan）を策定することが求められる」（金融庁訳）としている。F S B に加盟している各国では、こうした「主要な特性」を各国の破綻処理制度に反映させていこうとしており⁵、システム上重要な金融機関について、実効性のある破綻処理体制を策定する方向にあり、わが国もそうした対応をとっている。

このように今後は、可能な限り銀行の破綻処理の際に公的資金を使わないことが国際的な共通認識となったが、これを実現するための手段のひとつが、株主のみならず、法的に手当されたベイルイン債権者が、損失を負担するという仕組みである。

EU では、欧州委員会より 2012 年 6 月に「銀行と投資会社の再建・破綻の枠組みに関する指令案」が欧州議会と閣僚理事会に提出されていたが、2013 年 6 月末の財務相理事会で合意された。その後、7 月上旬には欧州委員会より単一の破綻処理メカニズム（S R M）に関する規則案が公表された。

財務相理事会で合意された指令案によれば、10 万ユーロ以下の付保預金はベイルインの対象外とし、これを超える大口の非付保預金のうち、個人・中小企業預金はベイルインの対象となるが、他の無担保社債などの債務よりも優先的に取扱い、カットされにくい仕組みとする。また、Asset

⁵ たとえば米国ではドッド・フランク法で新たな破綻処理制度を既に整備している。具体的には、澤井・米井[2013]参照。

Encumbrance への対応としては、各国がバイルイン可能負債の最低水準（総負債の8%）を設定し、SRMに関する提案では、破綻処理コストを賄うために基金⁶が創設される。この基金は、今後創設される予定の単一銀行破綻処理機構のもとに置かれることになる。こうした対応は、欧州のAsset Encumbranceが進んでいる現実を踏まえたものと考えられる。このように、①バイルイン可能負債の最低水準を設け、無担保での資金調達を一定程度確保するように促したこと、そして②キプロスの破綻処理が例外ではなく、大口預金者については、預金者優先弁済の考え方を適用しつつも⁷、明確にバイルイン対象となったことが特徴といえる。

欧州の金融情勢は、現在は欧州中央銀行の政策が奏功していることもあって総じて安定化の方向にはあるものの、南欧諸国とドイツなどとの生産性格差という構造問題は何も解決されていない。したがって、ひとたび金融危機となり、システムリスクが拡大すると判断されれば、スペインの例のように、「金融機関が経営悪化した場合に公的資金を使わず原則として破綻させる」という原則は破らざるを得ず、原則適用は米国と比較するとマイルドなものにならざるを得ない可能性もある。現在、欧州では銀行同盟を作り、ECBを中心に銀行監督制度の統一化を図ろうとしているが、各国の預金保険制度等の違いをどう収斂させて共通の制度を構築するかなどの点について、議論は進捗しておらず、今回の破綻処理ルールについても、各国の裁量に任されている部分もある。

バイルインの導入は、納税者のコストを縮小し、市場規律を発揮していくうえでは望ましい動きである。しかし、他方でこうしたバイルインを本格的にルール化させること自体が、一層有担保取引への偏りを助長するという矛盾も生み出している。公的資金を原則として使わないという考え方のもとで、今後の破綻処理の際に、バイルインをどの程度現実にも実施しつつ金融システムの安定を図れるか、今後の欧州各国の対応が注目される。

5. わが国への示唆

（1）欧州金融情勢とわが国の破綻処理制度の現状

こうした国際情勢の流れの中で、わが国も金融機関の破綻処理のための環境整備が進められ、今6月には、預金保険法などの法律改正が実現した。わが国では、1990年代後半の金融危機を経て、預金保険法が2000年に改正され、その102条において、システムリスクが起こる可能性がある場合には、内閣総理大臣が金融危機対応会議を召集し、例外的に過小資本に陥った場合に資本注入をして当該銀行を救済する場合や、債務超過であっても預金を全額保護して破綻処理をしたり、一時国有化の上・公的管理をしたりする場合があります。その際、最終的には例外的に公的資金の投入もあり得ることも定められている。この102条を活用して、りそな銀行は救済され、足利銀行は破綻させたうえで時限的に公的管理下に置かれ、最終的に再生した。その意味で、わが国では、90年代以降の不良債権問題を経て金融システム安定の重要性の認識が国民にも浸透し、そうした特別な危機対応をとることや公的資金が限定的に活用される可能性があることも、欧米諸国よりは理解さ

⁶ 基金の規模は550億ユーロ（約7兆円）で銀行が負担することが提案されているが、銀行の健全性が相対的に高いドイツが基金の創設に反対している。

⁷ 米国の場合は、破綻時において、一般債権者より大口預金者を含む自国の預金者が、他の無担保債権者に優先するという考え方をとっている。EUの今回の合意は、個人・中小企業の保護対象預金が他の無担保債権に優先するという考え方をとっている点で、同じ預金者優先弁済であるが、米国の預金者優先弁済とは厳密には異なる。



れている程度が高いと考えられる。この点では、公的資金を金融機関救済に活用することはこれ以上許されないという金融機関に対する反発の感情が強い欧米諸国より、破綻処理制度の整備においては、一歩進んだ段階にあったと見ることもできる。しかし、わが国でもこうした特別の破綻処理制度が整備されているのは、2012年の段階では銀行単体だけであり、証券会社や保険会社、銀行持株会社の破綻処理については今まで金融システム安定の観点からの特別な対応は十分な整備がなされておらず、国際的な要請を受けるまでもなく、課題となっていた。したがって、今回の法整備により、銀行以外の金融機関についても金融システム全体に影響を与えないように破綻処理できる仕組みが整えられることが決まった意義は大きい。金融市場への影響を限定しながらスムーズに破綻処理できる体制を整えることは、金融システムの安定と市場規律の発揮の両立という意味で、望ましい方向であるからである。今後は実際に破綻処理の実務を担う預金保険機構と金融庁が中心となって、体制を整備していく必要がある。ただし、各国の破綻処理制度の法制、預金保険制度の仕組み等は大きく異なっており、特にグローバル金融機関の破綻にあたって、各国破綻処理当局が自国の預金者保護を優先する傾向がある中で、実効的な体制を確立するため、国際的な連携をとりながら制度整備を急ぐ必要がある。

わが国の金融システムの現状は、安定性のうえでは大きな不安はないものの、2013年4月以降日銀による異次元の金融緩和という新たなステージに入ったこともあり、金融機関は今後国債価格や様々な資産価格の変動リスクなどを抱える可能性が増している。今後、市場整備やプルーデンス政策上、どのような点に留意していけばよいだろうか。

(2) 市場整備、マクロプルーデンス政策上の留意点

欧州の金融情勢を踏まえれば、わが国が金融システムの安定性を確保するためには、以下のよう
な点について留意していく必要があると考えられる。

①わが国では、現状カバードボンドの発行はなく、カバードボンド発行のための法律も整備されていない。現状銀行は預貸率が低いことから、資金調達には困っていないため、カバードボンドの発行ニーズは小さいと思われる。他方、日本政策投資銀行は、民営化にあたり調達手段を多様化する意味から、カバードボンドの発行に積極的な姿勢を示している。ただし、欧州の状況を見る限り、預金を取り扱っている銀行のカバードボンド発行が増加すると、かえってマクロプルーデンス上の様々な問題を引き起こす可能性がある。有担保取引に伴う問題は、レポ取引における担保金融商品の値下がりやMBSの価格値下がり金融市場に大きな影響を与えるというかたちでリーマンショック時にも惹起した。このときは、MBSに関しては、オフバランス化されていたので、銀行本体のバランスシートに直接影響の出る問題ではなかった。しかし、カバードボンドのように銀行本体に貸付債権が残る場合を考えると、わが国のように銀行部門のシェアが高い資金仲介経路を持つ国においては、大きな影響を受ける可能性もある。このように考えると、わが国における預金取り扱っている銀行のカバードボンドの発行は、慎重に考えていく必要があり、もし発行するとしても、資産に占めるシェアの上限を厳格に設ける必要がある。

②ペイルイン条項については、わが国においても今回の預金保険法の整備により実現に向け進捗す

ることになった。ベイルイン条項は劣後債などに契約に基づいて付されることから、今後ベイルイン条項が付された債券等を各銀行が発行または締結⁸していくことになる。今回整備された預金保険法においては、破綻処理の開始時において、ベイルイン条項の妥当性を、金融危機対応会議を経て内閣総理大臣が確認し、その取扱いを決定することになる。このように、今後は銀行破綻処理時にわが国でも、ベイルインが発動されることが予想される。前述の通り、こうした環境整備が整うことはわが国の金融市場にとっても市場規律を発揮させる点からは望ましく、実際に危機時のベイルイン発動に際して混乱がないように実施していく必要がある。監督当局が契約等で定められる債務超過等のベイルイン条項の妥当性を適切なタイミングで認定するのは容易ではないケースも考えられるため、迅速に資産の状況が把握できるような預金保険機構などの体制整備が必要になる。しかし、同時にプルーデンス政策上留意すべきことは、欧州のように金融市場が不安定化した場合、投資家の有担保取引への選好が強まる可能性が高いことである。その意味で、わが国における今回のベイルインの導入は、危機時における金融市場の安定を維持しにくくする側面も持っており、ベイルインの導入が金融市場に与える影響をよくモニターしていく必要がある。

③中央銀行借り入れへの過度の依存を避けることや、中央銀行のオペレーションが市場の安定性に与える影響、中央銀行の担保政策について多面的に分析することが必要である。わが国の銀行は総じて預金が集まりやすく、金融市場が健全性を保っている現在、銀行が自律的に流動性リスクに備えることは重要であるが、それほど懸念される事態ではない。しかし、今後高齢化が進むとマクロ的に預金は徐々に減少に転じていくと予想され、さらにベイルイン可能な状況の中で金融システムが不安定化すれば、銀行が流動性リスクに備えようという動きは加速するだろう。そうした長い期間を見通すと、欧州の **Asset Encumbrance** のような事態を発生させないためには、銀行の流動性規制と中央銀行借り入れとの関係や担保政策などについて、マクロプルーデンスの観点を十分配慮した対応が必要になる。たとえば、銀行が流動性規制に対応する以上、銀行が中央銀行借り入れに安易に依存することがないように、例えばその金利水準の在り方などについて常に見直していく必要があるし、またベイルインによって無担保債権者が損失を負担するようになれば、中央銀行貸出の情報開示の在り方も問われることになる。また、担保政策についても、無担保取引の状況など市場全体の動向を見ながら、適格担保基準などを考えていく必要があるだろう。

参考文献

Barclays Capital [2012] "Over Promising? Encumbrance at European Banks" Equity Report, 8 March.

Borio, C. [2003] "Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulations?" BIS Working Papers No. 128.

CGFS [2013] "Asset Encumbrance, financial reform and the demand for collateral assets" CGFS Publications No. 49.

European Systemic Risk Board [2012] Annual Report

Haldane, A. G. [2012] "Financial arms races", Remarks 14 April 2012.

⁸ 優先株式、劣後社債、劣後ローンなどが対象となり、劣後ローンの場合は契約の締結になる。



Juvs R.[2012] “Asset Encumbrance and its relevance for financial stability” Economic Review, Riksbank.

Musel S.[2012] “Asset Encumbrance: What will happen to unsecured bank bonds?” Federal Financial Supervisory Authority(Bafin).

Stein J.V.[2013] “Liquidity Regulation and Central Banking” Remarks at 2013 Credit Market Symposium.

岩原紳作[2013] 「金融危機と金融規制—アメリカのドッド・フランク法を中心に」『前田重行先生古希記念・企業法・金融法の新潮流』商事法務

翁百合[2013] 「わが国における金融機関破綻処理制度の整備と銀行の議決権保有制限緩和の意義について」金融法務事情 8月10日号

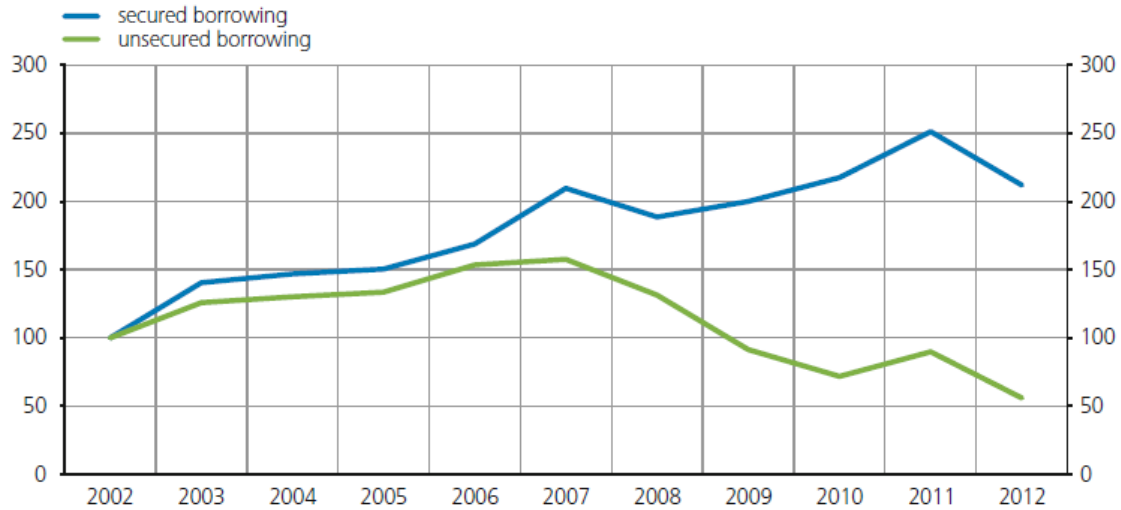
河村小百合[2012] 「欧州債務問題長期化のからくり」JRI レビュー 2012年 Vol.1. No.1

澤井豊・米井道代[2013] 「ドッド＝フランク法による新たな破綻処理制度」預金保険研究第15号 預金保険機構

御船純[2011] 「金融規制改革法（ドッド＝フランク法）成立後の米国預金保険公社 預金保険研究第13号 預金保険機構

(図表 1) 欧州銀行における有担保借入れと無担保借入れの推移

(index: 2002 = 100)

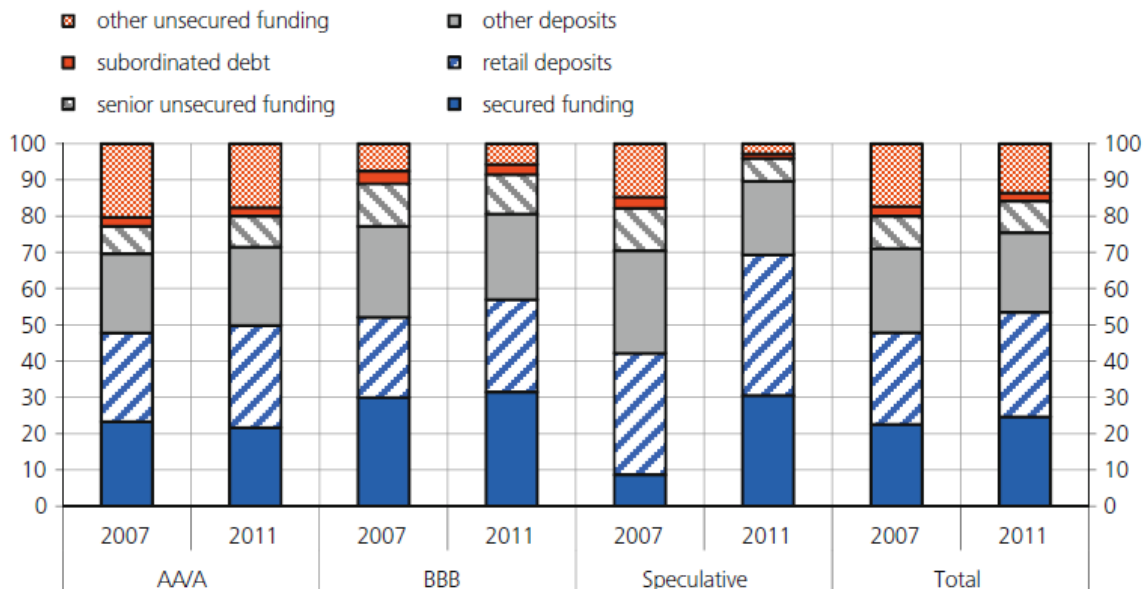


Source: ECB survey of a sample of European banks.

(資料) ESRB Annual Report 2012

(図表 2) 格付け別にみた欧州銀行の調達構造の変化

(percentages)

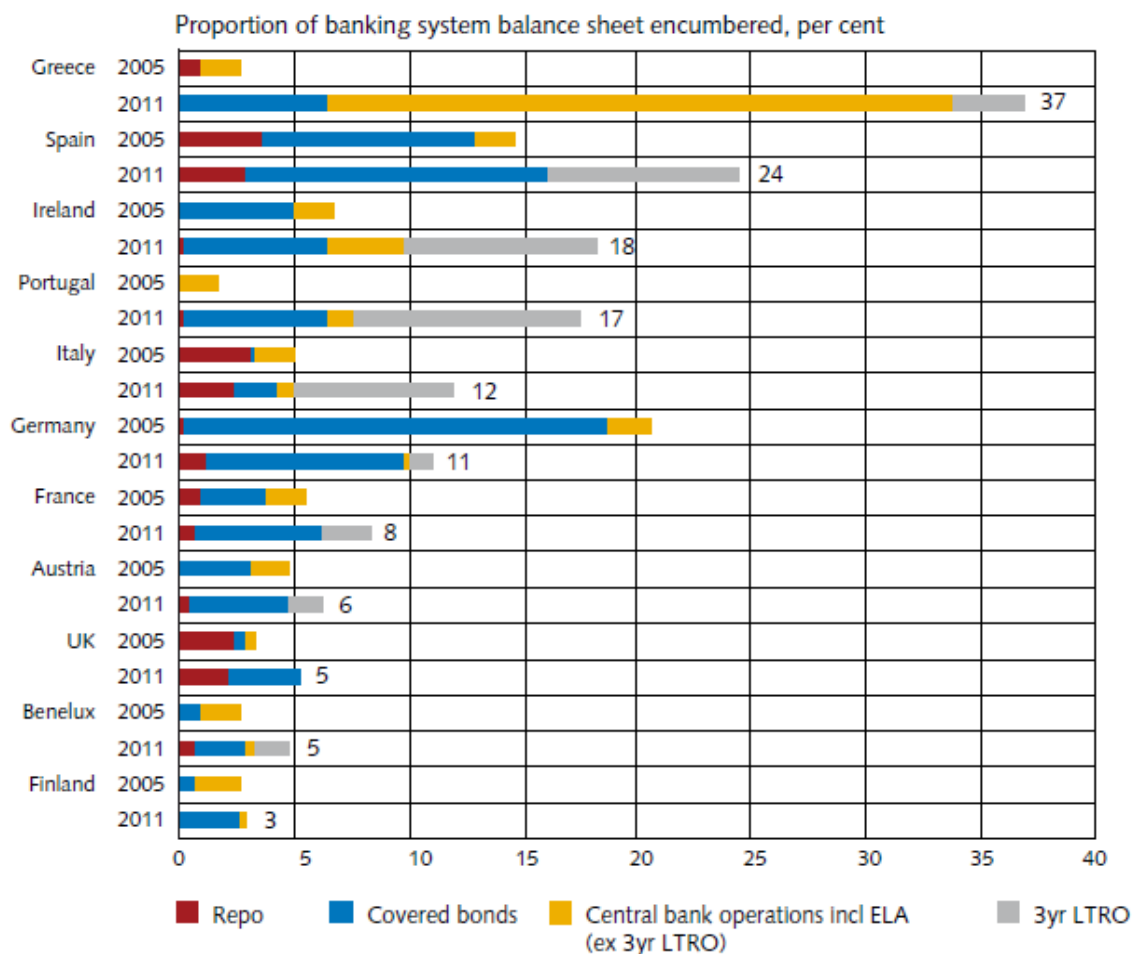


Sources: ESRB survey on asset encumbrance and innovative funding, and Bloomberg.

Notes: The sample includes a total of 29 banks: 12 AAA banks, 6 BBB banks and 11 banks with a speculative rating. In order to ensure a consistent comparison, the same sample of banks was used for both end-2007 and end-2011 data.

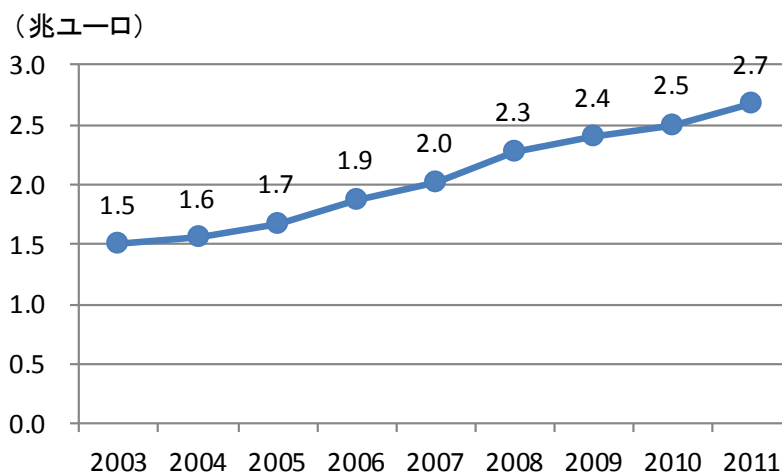
(資料) ESRB Annual Report 2012

(図表 3) 各国別にみた銀行の有担保取引の拡大状況(資産に対する有担保取引調達残高シェア、%)



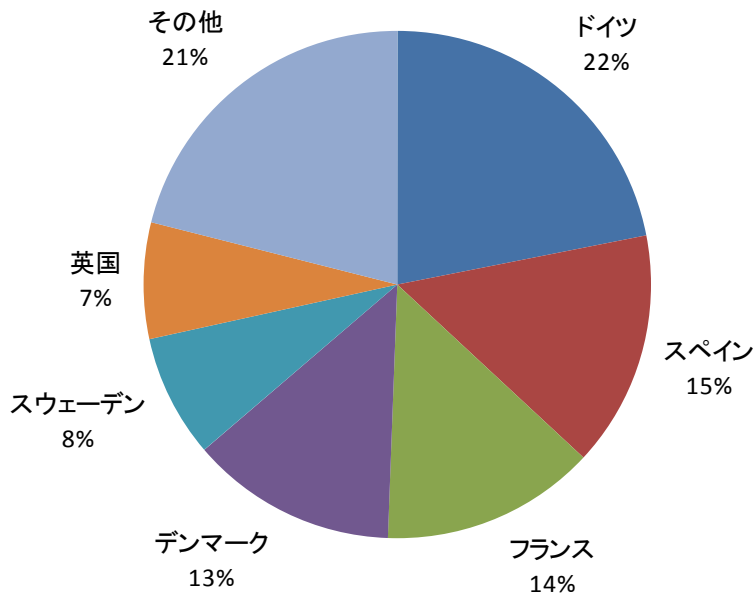
(資料) Sveriges Riksbank Economic Review 2012:3

(図表4) 世界におけるカバードボンドの発行残高推移



(資料) European Covered Bond Council

(図表5) カバードボンドの国別発行状況 (2011年)



(資料) European Covered Bond Council

(注) その他の内訳は、ノルウェー、スイス、イタリア、アイルランド、オランダ、オーストリア、カナダ、ポルトガル、ルクセンブルグ、ギリシャ、フィンランド、米国、チェコ、キプロス、ハンガリー、スロバキア、ニュージーランド、オーストラリア、ポーランド、ラトビア。

(図表6) 国別のカバードボンド残高 (2010年)

(単位: 100万ユーロ)

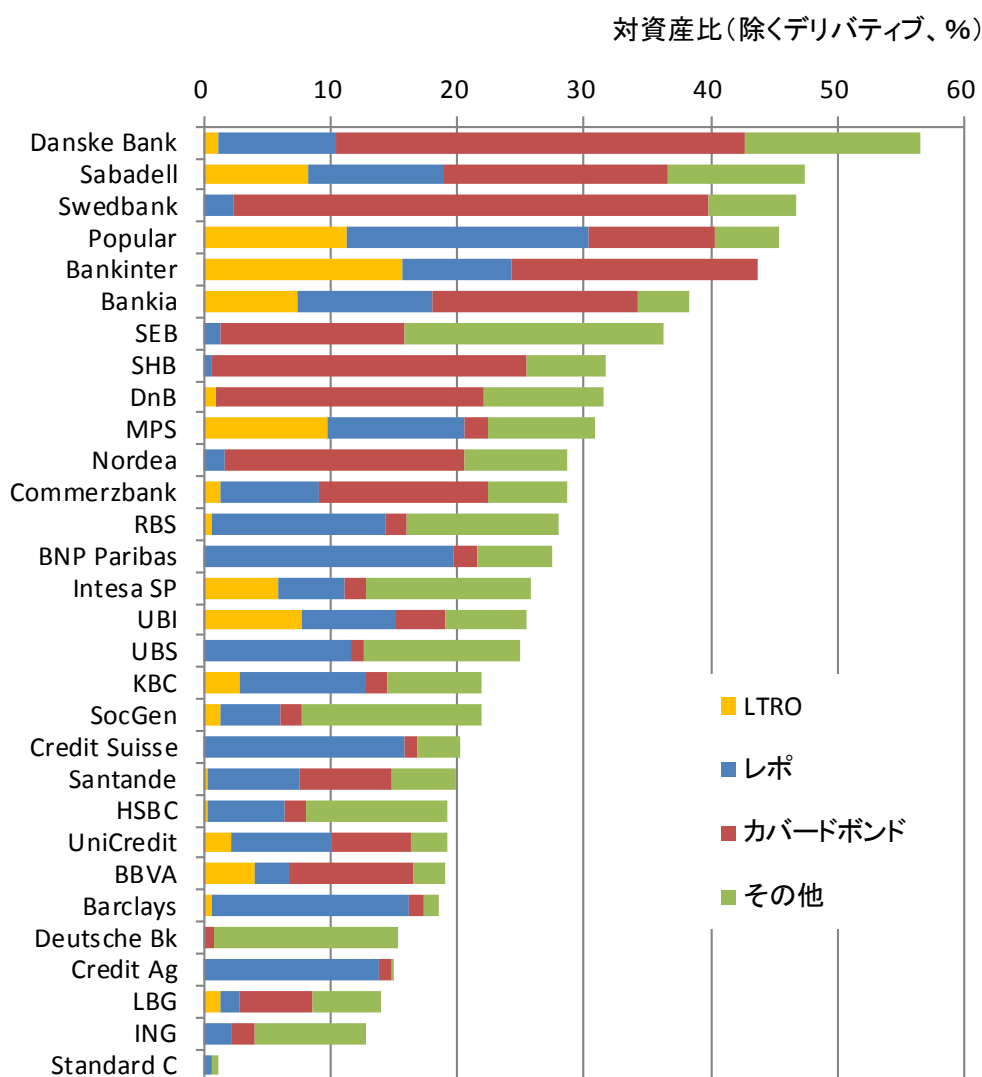
	公共セクター	モーゲージ	合計	前年比	対総資産残高比
オーストリア	21,126	9,647	30,773	23%	3.1%
デンマーク	0	332,505	339,227 ^(注1)	4%	40.9%
フランス	75,548	156,239	320,480 ^(注2)	11%	4.1%
ドイツ	412,090	219,947	639,842 ^(注1)	▲11%	7.7%
ギリシャ	0	19,750	19,750	204%	3.8%
アイルランド	36,550	29,037	65,587	▲19%	4.3%
イタリア	10,092	26,925	37,017	61%	1.0%
ルクセンブルク	28,889	0	28,889	▲9%	2.7%
オランダ	0	40,764	40,764	44%	1.8%
ノルウェー	1,837	69,871	71,708	32%	14.5%
ポルトガル	1,400	27,730	29,130	36%	5.2%
スペイン	18,350	343,401	361,751	3%	10.4%
スウェーデン	0	188,750	188,750	41%	16.4%
英国	3,548	205,370	208,918	2%	4.2%
合計	609,430	1,669,936	2,382,585	4%	6.5%

(資料) BaFin

(注) 1. Ship mortgageも含む。

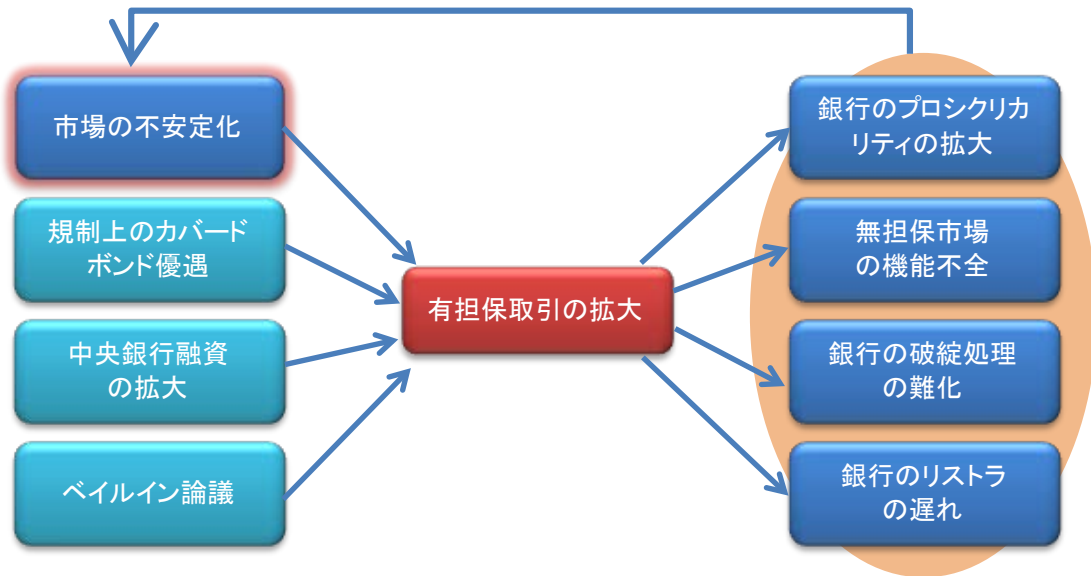
2. 混合資産(mixed assets)も含む。

(図表7) 各銀行の担保資産の資産全体に対する割合



(資料) Barclays Capitalより日本総合研究所作成

(図表8) 有担保取引拡大の金融市場への影響



(資料) 日本総合研究所

(図表9) キプロス ポピュラー銀行のバランスシート(2012年6月時点)

単位百万ユーロ、%

資産	金額	比率	負債資本	金額	比率
貸付金	23,099	73.6	中央銀行等からの借り入れ	10,364	33.0
満期保有債券	2,736	8.7	預金	17,917	57.1
(うち不良債権)	5,771	18.4	シニア債券	480	1.5
合計	31,364	100	資本	1,305	4.2
			合計	31,364	100

(注) 比率の分母は、資産全体。