

規模の拡大と多様化が進展するカバード・ボンド市場

林 宏美

■ 要 約 ■

1. 不動産向けローンや公共セクター向けローン等を担保とするカバード・ボンドといえば、以前はほぼドイツのファンドブリーフ債を指していると言ってもよかった。しかしながら、近年では、欧州各国で法規制が導入される動きと相俟って、20カ国以上で活用されるようになり、規模の拡大と多様化が進展している。
2. 欧州では、投資信託に関するEU指令（UCITS指令）22条4項を満たすカバード・ボンドに関しては、投資信託や保険会社による投資上限を通常の証券よりも高く設定することが認められる。また、金融機関の自己資本比率規制におけるリスク・ウェイトも通常証券の20%から10%に引き下げる優遇がなされており、カバード・ボンドへの投資を行いやすい環境を整えている。
3. ひとえにカバード・ボンドといっても、その商品性は、各国のカバード・ボンドに関する法的枠組み、或いは法的枠組み外の証券化手法を活かした構造などにに基づき、まちまちである。
4. カバード・ボンドの多様化が進んだ結果、基本的な商品性から乖離した債券も少なくないなかで、分析や評価が十分でない、との指摘もある。担保資産の範囲や潜在的な発行体の拡大を目指すなかで、投資判断を行いやすいよう、情報開示の充実などさらなる市場環境の整備も求められる。
5. 翻って、わが国でも2008年3月に新生銀行が国内初のカバード・ボンドを発行するニュースが報じられた。サブプライム問題の影響を受けて証券化市場に対する信頼が揺らぐなかで、資金調達手段の安定化、多様化につなげたいという思惑があったと見られる。また、日本の公的セクター向けローン及び債券等は、ドイツやフランスでカバード・ボンドの担保資産に組み込むことが認められている。わが国でもカバード・ボンドの活用が様々な観点で一考に値しよう。

I はじめに

不動産向けローンや公共セクター向けローンを担保として発行されるカバード・ボンド（covered bonds）といえば、長年の間ドイツのファンドブリーフ債を指すといっても過言

ではなかった。しかしながら、近年では、欧州の主要各国が相次いでカバード・ボンドに関する法整備を進める動きと相俟って、20以上の国々で活用されるようになり、その規模も拡大の一途をたどっている。

実際、欧州カバード・ボンド評議会（European Covered Bond Council、以下 ECBC）が公表した数字によると、2006年末における欧州のカバード・ボンド発行残高は、約1兆9,135億ユーロ（約298.5兆円、1ユーロ=156円で計算）まで拡大した。また、2001年には新規に発行されたジャンボ債（発行金額が10億ユーロ以上の大型債）の約80%がドイツ・ファンドブリーフ債で占められていたが、5年後の2006年には、ファンドブリーフ債の占めるシェアは23%まで低下した。これは、カバード・ボンドがドイツ特有の債券ではなくなっていることの一つの証左として捉えられる。

さらに、2003年には、英国の金融機関である HBOS がストラクチャード・カバード・ボンドを活用しはじめたことをきっかけに、カバード・ボンドに関する法規制が存在しない国々でも、カバード・ボンド商品が活用される素地ができた。同様に、従来カバード・ボンドに関心を示してこなかった米国金融機関の中からも2006年以降、ストラクチャード・カバード・ボンドを発行する動きが出ている。

本稿では、規模の拡大と多様化が進展しているカバード・ボンド市場の概況を示すとともに、近年における多様化の動きを整理し、今後の課題を探ってみることとしたい。

II 急成長する欧州のカバード・ボンド市場

1. カバード・ボンドとは

カバード・ボンドとは、不動産向けローン、公共セクター向けローン、船舶向け貸付を担保として、欧州を中心に近年その発行が拡大している債券である。住宅ローンのリファイナンスなど、中長期資金の調達をコスト効率的に行う手段の一つとしてその活用が進んでいる。

不動産向けローン、公共セクター向けローン、船舶向け貸付のいずれか、或いは複数の種類の貸付を混合した資産を担保にして発行されるカバード・ボンドでは、資産担保証券（ABS）のような証券化商品と異なり、担保資産は発行体である金融機関の貸借対照表上に残し、オフバランス化は行われぬのが一般的である¹（図表1）。ちなみに、カバード・ボンドが担保に設定することが出来る資産（適格担保資産）は、法律などで規定された様々な条件を満たすことが義務付けられており、高い質が求められている。

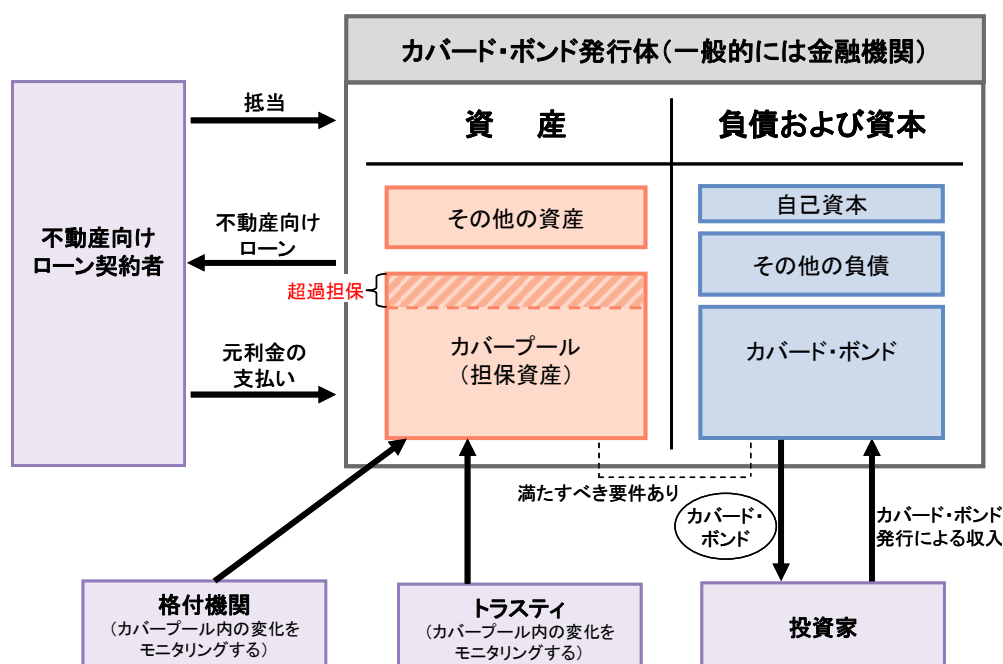
適格担保資産の高いクオリティとカバード・ボンドを発行する金融機関の信用力の両者の効力によって、カバード・ボンドの格付は、当該金融機関が発行する無担保社債（普通

¹ 中には、例えばフランスのカバード・ボンド（オブリガシオン・フォンシエール）のように、特別目的会社（SCF）を設立して、担保資産を移転するものもある。

銀行債) よりも高くなる傾向にある。実際、ムーディーズ、S&P、フィッチの世界三大格付機関のいずれかからトリプル A の格付を取得しているのは、カバード・ボンドの 90% を超えている²。そのため、カバード・ボンドは、国債よりも高イールドを追求できる安全資産として捉えられている。

カバード・ボンドは、その商品性から資産担保証券 (ABS) と比較することができる (図表 2)。カバード・ボンドを ABS と区別する大きな相違点としては、カバード・ボンドでは、前述したように、一般的に担保資産のオフバランス化が行われない点の他に、カバード・ボンドの投資家は、他の資産と明確に区分された担保資産だけでなく、発行体

図表 1 一般的なカバード・ボンドの構造



(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

図表 2 カバード・ボンドと資産担保証券の主な特徴比較

	カバード・ボンド	資産担保証券(ABS)
発行体の目的	リファイナンス	リスク軽減、規制上のアービトラージ、リファイナンス
発行体	一般的にはローンのオリジネーター	特別目的会社
オリジネーターへの償還請求権	あり(リコース)	一般的にはなし
構造	一般的には、担保資産は貸借対照表上に残すが、担保資産に相当する資産は、他の資産と明確に区分される	担保資産は特別目的会社に移される
担保資産の状況に関する投資家への情報開示	限定的であるが、トラスティ或いは格付機関によるモニタリングが行われている	一般的には高いレベルの情報開示が行われている
クーポン	ほとんどは固定	ほとんどは変動
トランジェの活用	活用されない	活用されることが多い

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

² “European Covered Bond Fact Book”, 2007 edition, European Covered Bond Council, p45

である金融機関自体に対しても償還請求権（リコース）を有している点が挙げられる。言い換えれば、カバード・ボンドの投資家にとって、担保資産は当該金融機関の信用力を補完するものとしての性格が強い。特定の性格を有する担保資産だけにエクスポージャーをもつ資産担保証券の投資家とは性格を異にしている、と言える。

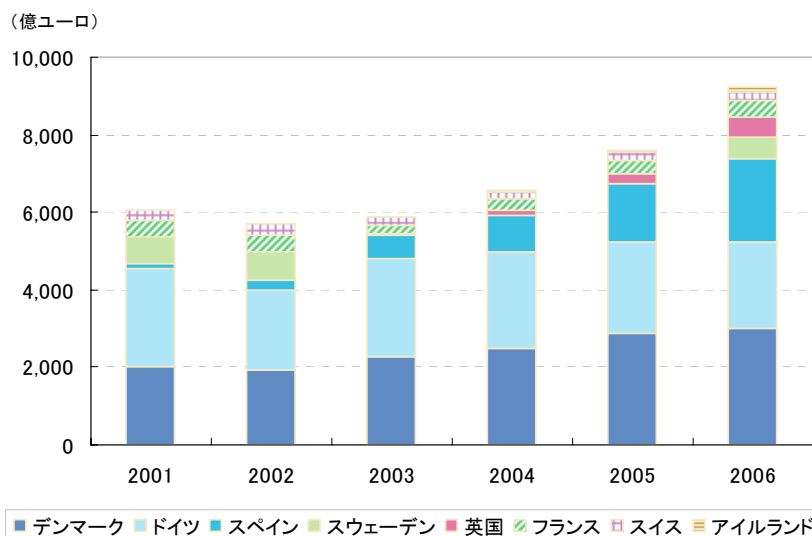
2. 欧州カバード・ボンド市場の実態

1) 拡大するカバード・ボンド市場

欧州で近年カバード・ボンドの発行が活発になっている背景には、英国やスペインを中心とした不動産市場の活況を受けて、住宅ローン需要が大幅に伸びた結果、不動産担保証券（RMBS）やカバード・ボンドなど、預金以外の資金調達手段の多様化が急務になったことがある。実際、2001～2006年における不動産向けローンを担保としたカバード・ボンド残高を見ると、スペインが2001年の135億ユーロから2006年末には約2,148億ユーロとなるなど、5年間で約16倍に拡大したのが際立っている。また、2003年に初めてカバード・ボンドが発行された英国の残高も2006年末までの3年間で約10倍になるなど、急速に拡大している（図表3）。

このように、不動産向けローンを担保とするカバード・ボンドが欧州の国々で活用されているのに対し、公共セクター向けローンを担保とするカバード・ボンドは、ドイツ、フランス、アイルランド、ルクセンブルグなど一部の国々での活用にとどまっている。その内訳を見ると、長い歴史を有するドイツが残高の81.5%という圧倒的なシェアを占めているものの、2001年時点のシェア（95.7%）と比すると低下傾向にある。残高で見ても、ドイツは2002年における8,793億ユーロをピークに、2006年末

図表3 欧州カバード・ボンド（担保は不動産向けローン）発行残高の推移



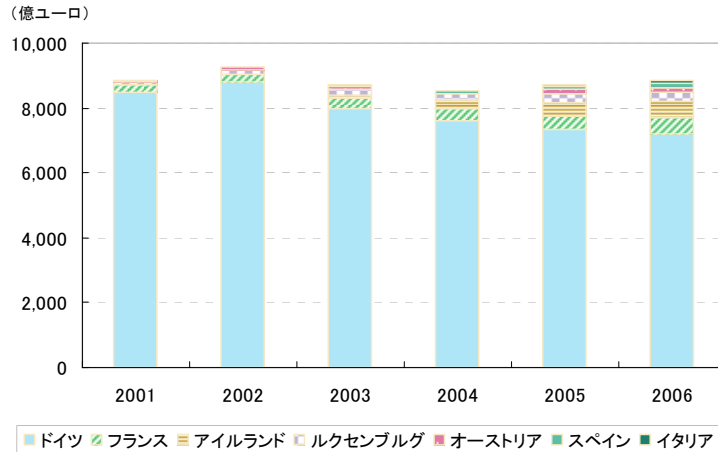
(出所) ECBC" European Covered Bond Fact Book" 2007 Edition より野村資本市場研究所作成

には7,208億ユーロまで減少した（図表4-1）。

後述するように、ドイツの減少は、公共セクター向け貸付を担保とするカバード・ボンド（＝公共ファンドブリーフ債）の発行体である州立銀行に付与されてきた州政府保証が2005年に撤廃されたことによる影響も大きいと考えられる。というのも、従来は州政府保証のもとで優良資産と捉えられていた担保資産の一部が、保証の撤廃によって担保資産に組み込めなくなった結果、担保資産が減少し、ひいては潜在的な発行額も縮小せざるを得なかったからである。また、ドイツの公的機関が、州立銀行などを介さず、直接起債することが増えた事情もあると見られる。

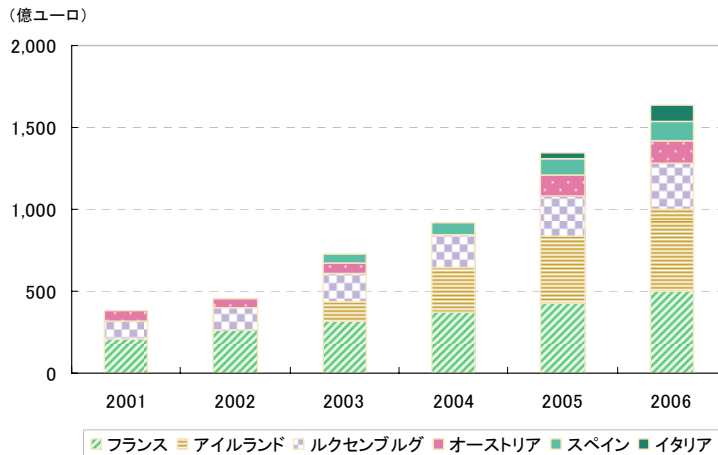
ドイツとは対照的に、図表4-2で示したドイツ以外の主要国では、その残高が増加する基調にある。例えば、2001年に法改正を行ったフランスでは、同年の210億ユーロから2006年には497億ユーロまで拡大し、5年間で2.36倍の規模となった。

図表4-1 欧州カバード・ボンド(担保は公共セクター向けローン)発行残高の推移



(出所) ECBC” European Covered Bond Fact Book” 2007 Edition より野村資本市場研究所作成

図表4-2 欧州カバード・ボンド（担保は公共セクター向けローン）発行残高の推移（除く独）



(出所) ECBC” European Covered Bond Fact Book” 2007 Edition より野村資本市場研究所作成

このように、公共セクター向けローンを担保とするカバード・ボンドの総残高がほとんど変わらないなかで、その内訳に変化が見られる点にも注目したい。

なお、船舶向け貸付を担保とするカバード・ボンドは、デンマークやドイツで発行されているが、不動産向けローンや公共セクター向けローンを担保とする債券と比べると、その残高は格段に少ない。

2) ジャンボ・カバード・ボンド市場の拡大

欧州のカバード・ボンド市場が拡大している立役者として、発行金額が 10 億ユーロ以上のジャンボ・カバード・ボンド市場にも注目する必要がある。2006 年には、スペインやポルトガルで初めてジャンボ・カバード・ボンドが発行されたのに続き、2007 年にはノルウェーなども初めてジャンボ債を発行した。各国でカバード・ボンドの活用が進んだ結果、2001 年にはジャンボ債新規発行額の 80%がドイツのファンドブリーフ債で占められていたのが、2006 年には同債のシェアは 23%まで低下した。

翻って考えてみるに、ドイツのファンドブリーフ債市場の厚みが増す契機になったのは、1995 年にフランクフルト抵当銀行 (Frankfurter Hypothekenbank AG) が初めてジャンボ・ファンドブリーフ債 (最低金額は 10 億ドイツマルク) の発行を始めたことである。その後ファンドブリーフ債の流動性は向上し、海外投資家を含む幅広い投資家がファンドブリーフ債を注目するようになった³。

ジャンボ債のなかでも、特にベンチマークとなるベンチマーク・カバード・ボンド⁴市場も拡大している。欧州では、ユーロクレジット MTS をはじめとした電子取引システムでの取引が拡大するなかで、ベンチマーク・カバード・ボンド市場は国債市場に次いで、流動性が大きい債券市場である、という認識が浸透している⁵。

3. カバード・ボンド活用の背景

欧州各国の金融機関がカバード・ボンドによる資金調達を導入している背景には、前述したように、不動産市場の活況に伴う住宅ローン増に対応するため、という事情に加えて、以下のような点が指摘できる。第一に、中長期債であるカバード・ボンドを活用することによって、金融機関が抱える負債の平均年限を長期化することが可能になること、第二に、当該金融機関が資産と負債のマッチングを最適化することが可能になること、第三に RMBS とは異なるタイプの投資家層、具体的には従来国債をはじめとした低リスク資産での運用を行ってきた投資家層もカバード・ボンドには投資しやすいことから、資金調達先の多様化も図れること、などである。

一方で、カバード・ボンドの発行体である金融機関は、カバード・ボンド発行市場で

³ 2003 年には、ジャンボ・ファンドブリーフ債の最低発行金額が 10 億ユーロに引き上げられた。

⁴ ベンチマーク・カバード・ボンドとは、最低発行額の設定 (ほとんどの場合 10 億ユーロ)、ユーロ建て、満期一括償還、固定クーポン(年ベース)の条件を満たすカバード・ボンドを指す。

⁵ ECBC

45%を消化するなど、カバード・ボンドへの最大投資家としても重要な役割を果たしている（図表 5）。欧州の金融機関にとっては、後述するように、EU の自己資本比率規制においてカバード・ボンドのリスク・ウェイトが通常より低く設定されているため、投資を行いやすい点に加え、保有資産の地域分散を図ることも可能になる。

4. 各国の実態

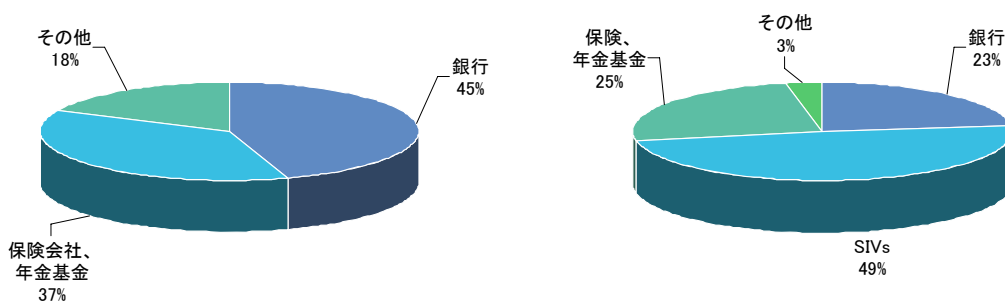
ここでは、主要国におけるカバード・ボンドの実態を紹介する。従来は、カバード・ボンドといえば、ドイツのファンドブリーフ債に代表されるような、各国のカバード・ボンド法規制に基づく債券を指していたが、最近ではカバード・ボンド法規制が未整備である英国やオランダ、米国でも、証券化手法を活用するなどして、ストラクチャード・カバード・ボンドを発行する動きが少なくない。フランスやドイツでは、両方のタイプのカバード・ボンドが並存している（図表 6）。

本項目では、まず法規制に基づくカバード・ボンドを発行する事例として、スペインの実態に触れた後、カバード・ボンド法規制に基づかないストラクチャード・カバード・ボンドを発行する事例として英国を取り上げる。続いて両方のタイプのカバード・ボンドが並存するフランス、最後に米国の実態に触れる。

1) 法規制に基づくカバード・ボンド（セドゥラス）を発行するスペイン

本稿の冒頭で触れたように、スペインは最近年においてカバード・ボンドの残高が最も急速に増加している。スペインのカバード・ボンドとしては、不動産向けローンを担保資産とするセドゥラス・イポテカリアス（Cédulas Hipotecarias、以下 CH と記す）、公共セクター向けローンを担保とするセドゥラス・テリトリアル（以下 CT と記す）の 2 種類がある。ジャンボ CH が 1999 年から、CT が 2003 年になってから確

図表 5 カバード・ボンド、ABS の投資家内訳（左がカバード・ボンド、右が ABS）

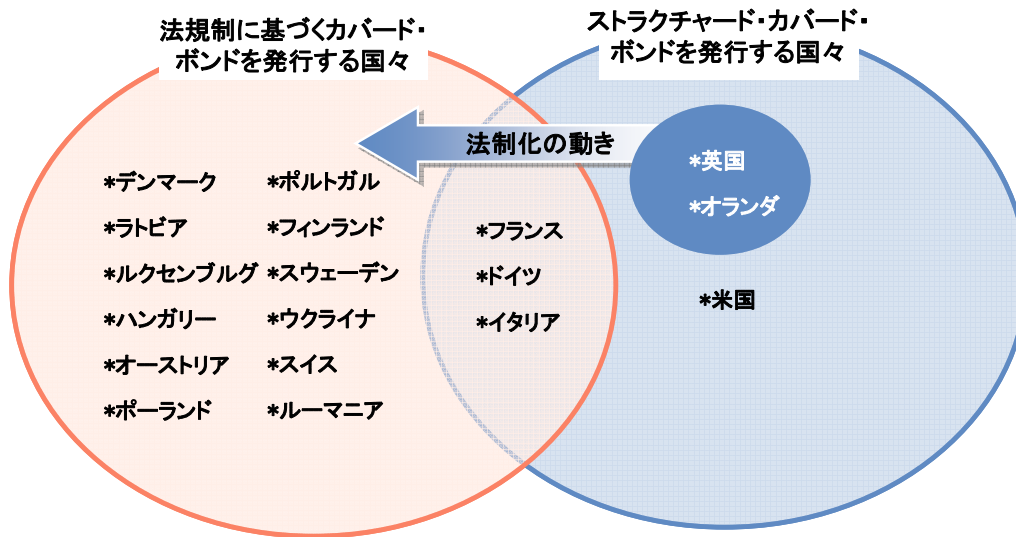


(注) 1.発行市場における状況

2.SIVs とは、Structured Investment Vehicles の略称。

(出所) "The covered bond market", BIS Quarterly Review, September 2007

図表 6 活用が進むカバード・ボンド



(出所) 野村資本市場研究所作成

立されるなど、スペインのカバード・ボンド市場は相対的に新しいものの、そのプレゼンスは大きい。

とりわけ、2001年から、複数の銀行や貯蓄銀行による共同発行債の発行が可能になったことを契機にして、欧州ジャンボ債市場でも、CHのプレゼンスは際立って大きくなった。代表的な例としては、スペインの43の貯蓄銀行⁶及び貯蓄銀行協会(CECA)が共同出資で設立したアオロ・コーポレーションのカバード・ボンド発行体、アイテ・セドゥラス・イポテカリアスが、2006年6月30日現在、ユーロヒポに続き、欧州第2位のジャンボ・カバード・ボンド発行体となるまでに発展している(図表7)。不動産向けローンを担保とするカバード・ボンドの発行額では、2005年にCHがドイツのファンドブリーフ債を抜いたが、2006年にはその差がさらに拡大した(図表8)。

2) ストラクチャード・カバード・ボンドを発行する英国

英国では、2003年にHBOSが英国の居住用不動産向けローンを担保とするストラクチャード・カバード・ボンドを発行したのを皮切りに、これまでのところビルディング・ソサイエティ(住宅金融組合)を含む8つの金融機関がストラクチャード・カバード・ボンドを発行している。カバード・ボンドに関する法規制が存在しない英国では、ストラクチャード・ファイナンスの金融技術を活用することによって、カバード・ボンドの法規制が存在する欧州主要国で発行されているのと類似した「カバード・ボンド」を活用している。各金融機関が発行するカバード・ボンドの細部の商品

⁶ スペインの貯蓄銀行について、詳しくは、林 宏美「地域金融機関として健闘するスペインの貯蓄銀行」『資本市場クォーターリー』2006年夏号参照。

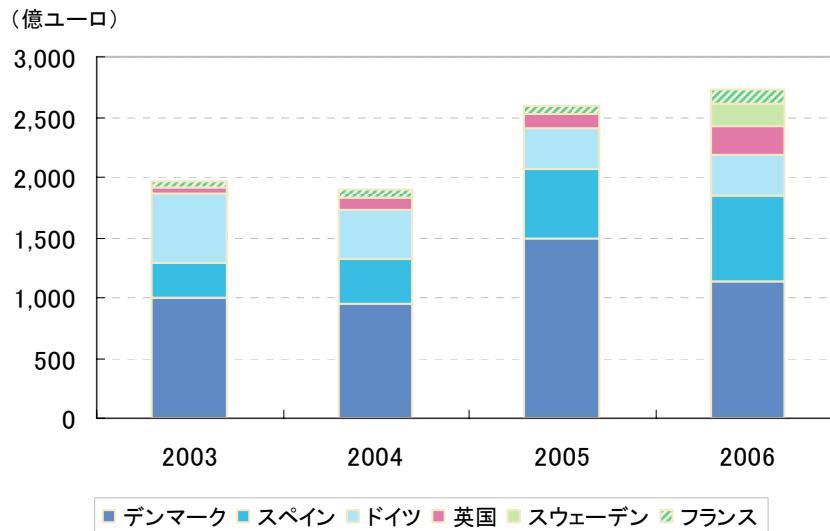
図表7 ジャンボ・カバード・ボンドの発行残高

順位	発行者	ジャンボ債発行残高 (億ユーロ)	発行本数	1本当たりの平均残高 (億ユーロ)	市場シェア
1	ユーロヒポ	499	22	23	7.2%
2	アイテ・セデュラス	409	18	23	5.9%
3	Hyp Essen	375	17	22	5.4%
4	BBVA	320	14	23	4.6%
5	DG Hyp	292	17	17	4.2%
6	DEPFA	284	13	22	4.1%
7	CFF	279	15	19	4.0%
8	AHBR	259	17	15	3.7%
9	ヒポフェラインスバンク	249	14	18	3.6%
10	DEPFA ACS	225	7	32	3.2%
11	ラ・カイシャ	223	11	20	3.2%
12	SCH	215	11	20	3.1%
13	デクシア・ミュンニシパル・エージェンシー	214	12	19	3.1%
14	カハ・マドリード	200	12	17	2.9%
15	バーデン・ヴュルツテンベルグ州立銀行	190	11	18	2.7%

(注) 2006年6月30日現在

(出所) AyT Cédulas Cajas Global, Annual Review 2006 より野村資本市場研究所作成

図表8 欧州カバード・ボンド（担保は不動産向けローン）発行額の推移



(出所) ECBC" European Covered Bond Fact Book" 2007 Edition より野村資本市場研究所作成

性はまちまちであるが、大枠を見ると共通点が少なくない。

法規制に基づくカバード・ボンドでは、先述したように、発行体のバランスシート上に担保資産を残すのが一般的であるのに対し、英国のストラクチャード・カバード・ボンドでは、担保資産である居住用不動産向けローンを、有限責任事業組合⁷ (LLP) 形態の子会社 (= 特別目的ビークル (SPV)) に売却する形を取っている。図表9が示すように、英国のカバード・ボンドは、金融機関が発行する優先無担保債に対して、LLP 形態の SPV が保証を付与する形態を取る。カバード・ボンドの投資家は、発行体である金融機関に対して直接リコースすることが出来るが、万が一発行

⁷ 有限責任事業組合 (LLP) は、2000年有限責任事業組合法の規制が適用される。

体が破綻した際への担保として SPV による保証（担保は SPV に移された不動産向けローン）が付与されている仕組みである。この保証は、カバード・ボンドの発行体による元利支払いが不可能になった際に適用されることになる。

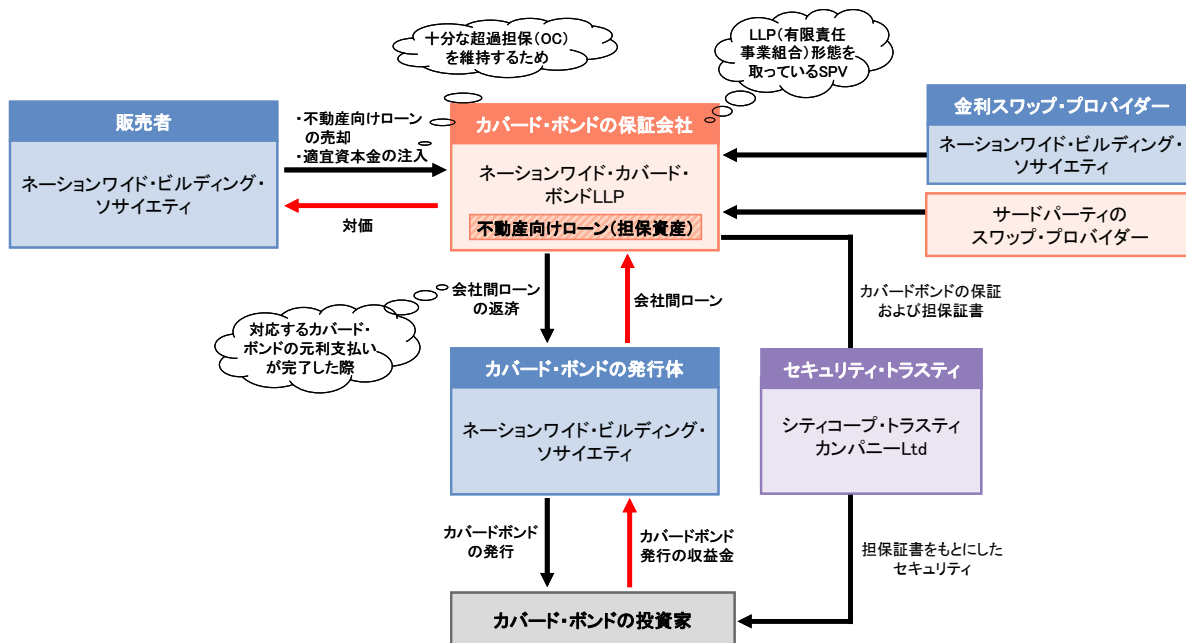
なお、英国金融サービス機構（FSA）は、金融機関によるカバード・ボンドの発行上限額に関して、総資産に占めるカバード・ボンドの割合という観点でガイドラインを設けている。具体的には、カバード・ボンド発行体は、カバード・ボンドの発行残高が総資産の 4%以上になる場合、FSA に報告することが義務付けられている。さらに、カバード・ボンドの発行残高のシェアが 20%の上限を超えた際には、FSA が自己資本比率の向上を求める制裁措置（sanctions）に踏み切る可能性が高まることになる。

3) 法規制に基づくカバード・ボンドとストラクチャード・カバード・ボンドが並存するフランス

(1) 法規制に基づくカバード・ボンド（オブリガシオン・フォンシエール）

オブリガシオン・フォンシエール（Obligations Foncières、以下 OF）と呼ばれるフランスの法的枠組みに基づいたカバード・ボンド市場は、1999 年 6 月 25 日にフランス議会が採択したカバード・ボンドの新法律（Law 532）が導入されて以来、急速に発展した⁸。その後 2001 年に同法が改正されたことで、カバード・ボンドの適格担保

図表 9 英国のストラクチャード・カバード・ボンドの仕組み
(ネーションワイド・ビルディング・ソサイエティの事例)



(出所) 野村資本市場研究所作成

⁸ フランスで初めてオブリガシオン・フォンシエールを発行したのは、クレディ・フォンシエール・フランスで、1852 年まで遡る。

資産の範囲が拡大した。大きな改正点としては、第一に適格担保資産の地理的範囲を、従来の欧州経済領域（EEA）に、新たにスイス、米国、カナダ、日本、フランスの海外直轄領が加わった点が挙げられる。第二に、従来から認められていた公共セクター向けローンに加えて、新たに公的セクターが発行する債券も適格担保資産の対象となった点がある。

フランスの OF は、貸借対照表上に担保資産を残すドイツのファンドブリーフ債やスペインのセドゥラスなどとは異なり、担保資産を子会社の SCF (the sociétés de crédit foncier) に移すことが義務付けられている。フランス銀行委員会 (CB) の監督下に置かれる SCF は、他の業務に従事することや従業員を有することが認められていないほか、株式持分 (equity interest) を保有することも出来ないなど、様々な制約があり、特別目的会社としての位置づけと捉えられる。フランスの SCF は、英国などのストラクチャード・カバード・ボンドや証券化で活用されている SPV に近い存在ということが言える。

SCF という形態を活用することによって、カバード・ボンドの投資家に対して、親会社の破綻などの影響を受けにくいことをより明示的にしていることなどから、フランスの OF が数あるカバード・ボンドの中でも最も倒産隔離の手当てが出来ている、という評価も聞かれる。

ジャンボ OF を発行している SCF としては、クレディ・フォンシェ・ド・フランスの SCF であるカンパニ・フィナンスマン・フォンシェ (CFF)、デクシア・クレディ・ローカル銀行⁹の SCF であるデクシア・ミューニシパル・エージェンシイ (デクシア MA) が挙げられる。

(2) フランスのストラクチャード・カバード・ボンド

このように、OF の法規制が整備されているフランスでも、ドイツと同様に、法整備の枠組みが適用されないストラクチャード・カバード・ボンドを発行する動きが出てきている。その先駆けは、2006 年 11 月にストラクチャード・カバード・ボンド・プログラムを公表した、フランスの大手金融機関 BNP パリバである。BNP パリバに続いて、クレディ・ミューチュアルも、ストラクチャード・カバード・ボンドを発行した。

BNP パリバが、OF の枠組みを利用しないで、ストラクチャード・カバード・ボンドを発行した理由としては、以下のような点が指摘されている¹⁰。

第一に、OF の枠組みを活用するとすると、SCF を設立したうえで、担保資産を当初から SCF に移さなければならないが、これらの手続きにかかるコストが高い点が挙げられる。BNP パリバ (BNPP) のケースでは、SPV として BNP パリバ・カバード・ボンドを設立し、同社がカバード・ボンドを発行する。担保資産である不動産向けロー

⁹ デクシア・クレディ・ローカル銀行について詳細は、林 宏美「自治体向けファイナンス業務をグローバルに展開するデクシア」『資本市場クォーターリー』2007 年春号参照。

¹⁰ “It depends what you mean by covered bond”, *Euromoney*, September 2007 などに指摘されている。

ンはオリジネーターである BNP パリバの貸借対照表上に残るが、経営破たんが発生した際には、担保資産の所有権は無条件かつ迅速に SPV に移される仕組みである。

第二に、BNP パリバは、OF の枠組みでは 20% までしか担保資産に組み込むことが出来ない保証モーゲージ・ローン を OF での組み入れ上限を超えて担保プールに含めたかった点がある。実際、BNP パリバのストラクチャード・カバード・ボンド・プログラムでは、担保資産の約 50% がクレディ・ロジマンの保証を受けた保証モーゲージ・ローンとなっている。

(3) ヴェオリアによる OF の活用

カバード・ボンドは、法規制に基づくもの、ストラクチャー物を問わず、金融機関が発行するのが定説であった。しかしながら、2006 年 11 月 28 日には、水処理事業やごみ処理事業などをはじめとした、主に地方自治体向けの環境ビジネスを手がけるグローバル企業、フランスのヴェオリア・エンヴァイアメント (Veolia Environment、VE) が、同国の銀行等貸付機関・投資会社委員会 (CECEI) からオブリガシオン・フォンシユール (OF) の発行体 (SCF) を設立する認可を取得した。実際には、ヴェオリアの子会社であるヴェオリア PPP ファイナンスが SCF としての機能を果たすこととなる。ヴェオリアは、非金融機関によるカバード・ボンド発行の素地を整えたということがいえる。

ちなみに、VE の売上高の約 3 分の 2 は、国や地方自治体向けの公共サービスに関する中長期のコンセッション¹¹ (事業特許) 契約で占められていることから、ヴェオリアの保有資産は、カバード・ボンドの担保資産として組み込みやすい性質を有しているといえる。新しい国際会計基準 (IFRS) の導入によって、VE が有するコンセッション契約に基づく多くの有形資産の取り扱いについて、見直し機運が高まったこともまた、カバード・ボンド発行の背景にあると見られる。すなわち、VE が地方自治体などとコンセッション方式に基づく契約を結んで建設したインフラストラクチャーは、契約完了時点では委託者の資産となる。こうした性質を鑑み、VE は、IFRS のもと、同契約に基づくインフラを有形資産ではなく金融資産として扱っている。

4) 米国の状況

(1) 米国のストラクチャード・カバード・ボンド

カバード・ボンドといえば、従来から欧州金融機関が欧州の市場で消化する債券として位置づけられてきたが、最近ではカバード・ボンドに関心を寄せる米国金融機関も少なくなく、同債券の発行を実際に行った金融機関も現れている。

¹¹ コンセッション (concession) 方式とは、「委託者が、上下水道、電力、ガス等の供給や鉄道、空港、橋梁、劇場などの施設の建設、管理及び運営、並びに公共サービスの提供を受託者に行わせる方式である。受託者は、委託者との契約において、事業に必要な建物や施設を自ら建設・設置し、一定期間において公共サービスの提供を行い、利用者から直接徴収する利用料金を事業報酬とする。ただし、契約内容に建物や施設などの建設を含まないコンセッション方式も存在する」(以上、財団法人自治体国際化協会の報告書 (フランスの部分) から引用)。

米国最大手のモーゲージ貸付業者の一つであるワシントン・ミューチュアル・バンク（WMB）は2006年9月、米国金融機関として初めて、ユーロ建てカバード・ボンドを40億ユーロ発行し、注目を集めた。WMBは、資金調達手段にカバード・ボンドを加えることで、資金源を多様化し、連邦住宅ローン・システム（Federal Home Loan System）への依存度を下げることが目的としている。

なお、米国ではカバード・ボンドに関する法的枠組みが存在しないため、WMBなどが発行したカバード・ボンドは、証券化手法を活用して組成された、いわゆるストラクチャード・カバード・ボンドである。

（2）欧州金融機関による米ドル建てカバード・ボンド発行

米国金融機関が欧州の市場においてユーロ建てのカバード・ボンドを発行する動きとは反対に、欧州金融機関が米ドル建てのカバード・ボンドを発行する動きもある。2006年11月に米ドル建てカバード・ボンドを発行したHBOSをはじめ、デプファ ACS 銀行、デクシア・ミュニシパル・エージェンシー、CFF が10億ドル以上のベンチマーク・カバード・ボンドを発行している。

欧州金融機関のように、米国以外の発行体が米ドル建てカバード・ボンドを発行する場合、以下の2つの方法がある。すなわち、規則144Aの国際的適用に関して規定されているレギュレーションSや規則Aに基づいてカバード・ボンドを発行する方法と、ユーロダラー・カバード・ボンドを発行する方法である。

前者の場合、1933年証券法の登録義務が免除されることから、カバード・ボンドの発行にかかるコストが大幅に縮小される。もっとも、規則144Aのもとで発行されるカバード・ボンドは、米国内の適格機関投資家¹²（QIBs）向けのみ販売することが可能、という制限が付く。また、後者の場合、米ドル建てとはいえ、米国以外の投資家や米国のオフショア向けに限定して販売するという制限が付いていることから、米国証券取引委員会（SEC）の規制対象には入らない。そのため、いずれの場合も、債券発行に伴うコストを縮小することが可能となる。

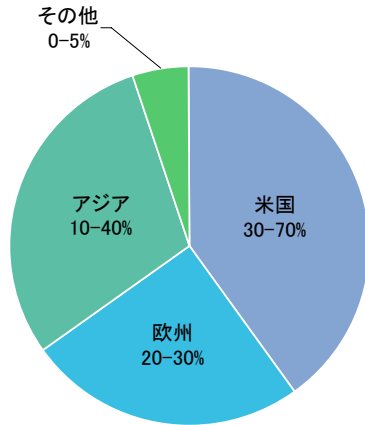
現在米ドル建てで発行されているジャンボ・カバード・ボンドを見ると、約3分の1が規則144Aに基づいて発行されている。同規則のもとで米ドル建てのジャンボ・カバード・ボンドを発行した欧州金融機関としては、バンコ・ビルバオ・ビスカヤ・アルヘンタリア（BBVA、スペイン）、HBOS（英国）、デプファ ACS 銀行（アイルランド）、エッセン・ヒュポ（ドイツ）、ネーションワイド・ビルディング・ソサイエティ（英国）が挙げられる。

米ドル建てカバード・ボンドの投資家層を見ると、規則144Aに基づく債券の場合、ファンドや保険会社など米国内適格機関投資家が中心になっているのに対し、ユーロダラー・カバード・ボンドの典型的な消化状況を見ると、世界各国の中央

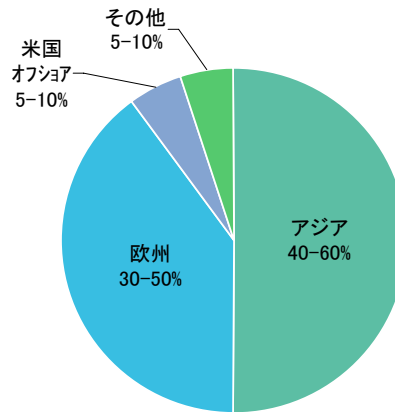
¹² 適格機関投資家（QIB）とは、1,000万ドル以上の証券を保有し、運用する登録ブローカーディーラー、1億ドル以上の証券を運用する機関を指す。

銀行が70~90%を占めるなど、銀行やファンドによる各5~10%のシェアに比べると際立った存在である(図表10~図表13)。地理的に見ても、アジアが40~60%と最も多く、欧州は30~50%程度である。中央銀行が外貨準備の運用先として米国ドル建てのカバード・ボンドを活用している実態が浮き彫りになっている。

図表10 典型的なアロケーション(地域別)
~規則144Aカバード・ボンド

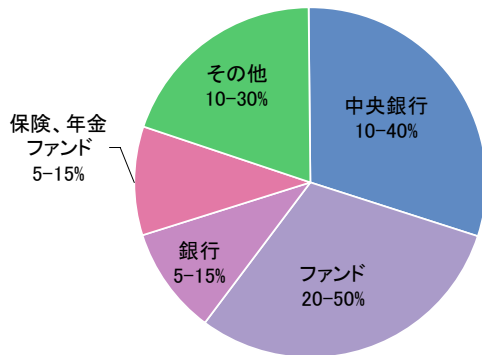


図表11 典型的なアロケーション(地域別)
~ユーロダラー・カバード・ボンド

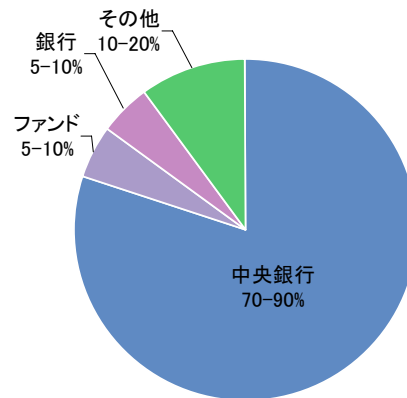


(出所) ECBC" European Covered Bond Fact Book" 2007 Edition (原典はRBS) より野村資本市場研究所作成

図表12 典型的なアロケーション(投資家別)
~規則144Aカバード・ボンド



図表13 典型的なアロケーション(投資家別)
~ユーロダラー・カバード・ボンド



(注) オランダ、イタリア(CDP)、英国のカバード・ボンドは除く

(出所) ECBC" European Covered Bond Fact Book" 2007 Edition (原典はRBS) より野村資本市場研究所作成

III 進展する法規制の整備

1. 欧州主要国で整備が進むカバード・ボンド法規制

1) ファンドブリーフ債法の導入で法規制の一本化を実現したドイツ

ドイツでは従来、ファンドブリーフ債を発行できる金融機関は、①抵当銀行、②州立銀行、③船舶抵当銀行の3種類に限られており、各金融機関の分類ごとに、それぞれカバード・ボンド法規制が存在していた。そのため、同じファンドブリーフ債であっても、発行金融機関のタイプが異なれば、根拠法も異なっていた。例えば、抵当銀行と州立銀行のファンドブリーフ債に関する法規制を比較してみると、過去数年間に2度の改正を重ね、ファンドブリーフ債のクオリティ向上を目指した抵当銀行の法規制とは対照的に、州立銀行のそれは全く改正が行われなかった。これは、州立銀行が発行するファンドブリーフ債には、州政府保証が付与されており、自動的にトリプル A の格付を取得できていたことから、法改正を行うインセンティブが働かなかったため、と見ることも出来る。

ところが、2005年7月19日には州立銀行の州政府保証が撤廃されることが決定されたことから、同年7月19日以降は州立銀行が発行するファンドブリーフ債にトリプル A が付与される保証がなくなったことを引き金にして、3本のファンドブリーフ債法を一本化しようとする動きが出てきた。州立銀行が発行するファンドブリーフ債への州保証が撤廃された後も、根拠法が異なる状況が続くと、ファンドブリーフ債の商品性をめぐる混乱がさらに大きくなりかねなかった。

こうした状況の中で、ドイツ議会が2004年3月12日にドイツ・ファンドブリーフ債法（Pfandbriefgesetz）を可決し、翌2005年7月19日、同法が施行された。ドイツ・ファンドブリーフ債法は、抵当銀行の根拠法に盛り込まれていた原則を基本として制定されている。ちなみに、2005年7月19日は、州立銀行に付与されてきた州政府保証が撤廃された日でもあった。

以下では、ドイツ・ファンドブリーフ債法の導入による主な変更点に触れる。

(1) ファンドブリーフ債を発行できる金融機関の概念を拡大

従来基本的な概念としてあった「特殊銀行原則（Special Banking Principle）」、すなわち、低リスク業務のみに従事している金融機関がファンドブリーフ債を発行できるとする原則は撤廃された。同原則の撤廃に伴い、ファンドブリーフ債を発行する金融機関であっても、信用供与機関（credit institution）が営むすべての業務に従事することが認められるようになった。言い換えれば、ドイツでは、連邦金融監督当局（BaFin）から、予めファンドブリーフ債を発行する免許を取得しさえすれば、あらゆる金融機関がファンドブリーフ債を活用できるようになったのである。

免許を取得・維持するための最低要件としては、①最低 2,500 万ユーロのコア自己

資本 (core capital) を有すること、②発行体が貸付業務に従事することが可能であること、③適切なリスク管理を行っていること、リスク管理手法を持っていること、④必要な組織構造を整えていることに加えて、経常業務の問題を継続的に示す事業計画があることの 4 点を遵守することが求められている。なお、BaFin は、ファンドブリーフ債を発行する金融機関が遵守すべき要件を満たしていない場合、ファンドブリーフ債を発行する免許を剥奪することができる。

(2) 担保資産の地理的範囲を拡大

ファンドブリーフ債の発行体が担保資産に含められる資産の地理的範囲が拡大した。すなわち、従来の EU/EEA 諸国、スイスに加えて、米国やカナダ、日本の不動産向けローン資産 (居住用不動産、商業用不動産のいずれも) を担保資産に含めることが認められるようになった。もっとも、新たに加えられた国々の不動産向けローンに関しては、当初 2 年間カバープールに組み込むことができないという制約はある。公共セクター向けローンについても、不動産向けローンと同じ地域の資産を担保資産に組み込むことが出来るようになった (ファンドブリーフ債法 20 条)。

なお、わが国をはじめとした非 EU 諸国の担保資産は、不動産向けローンの場合も公共セクター向けローンの場合も、総担保資産の 10% を上回ってはならない、という条件は付されている。

(3) 新たに義務付けられた投資家向けの情報公開

投資家向けに開示すべき情報が増えたことによって、投資家はカバープール (担保資産) の質などを、他のカバード・ボンドと比較することが容易になった。具体的には、同法では、①名目価値や正味現在価値 (NPV)、stressed NPV を含むカバープールに関する情報の四半期開示、②満期に関するプロフィール、③カバープールに含まれているデリバティブの詳細、④ローンの詳細 (例; 地理的な場所、担保の種類、滞納となっているローンの状況など) といった点をカバード・ボンド発行体が開示する義務があるとされている。加えて、リスク管理のスキルや評価に関する詳細な情報提供も求められている。

以上見てくると、ドイツのファンドブリーフ債法では、潜在的な発行体の範囲や担保資産の地理的範囲の拡大を認めることによって、発行体がファンドブリーフ債をより活用しやすくなる素地を整えるのと同時に、投資家向けの情報開示の充実を求めることで、発行体、投資家の双方が同債を利用しやすくなる環境を整備した、ということが言えよう。

2) 英国のカバード・ボンド法規制

2003 年よりカバード・ボンドが発行されるようになった英国では、早くも翌 2004 年にカバード・ボンド法規制の必要性を指摘する見方が示された。具体的には、デイ

ビッド・ミルズ教授は、財務省の諮問を受けて 2004 年 3 月に公表した「英国住宅ローン市場；長期的な見解、最終報告書および勧告（The UK Mortgage Market Taking a Long-Term View. Final Report and Recommendations.）」と題する報告書の中で、カバード・ボンドに関する法規制が英国に存在しないことが、同国における長期固定金利の住宅ローン市場の発展を阻害する要因の一つになっている、という指摘を行っていた。その後 2006 年 2 月には、英国金融サービス機構（FSA）が、財務省や業界関係者との議論を踏まえ、金融機関に対して、EU 法規制を遵守できる英国カバード・ボンド法規制の導入に向けたコンサルテーションを行うことを提案した。

こうした流れのなかで、2007 年 7 月に FSA と財務省とが共同で公表したコンサルテーション・ペーパーが「英国公認カバード・ボンドの法的枠組みに関する提案（"Covered Bonds; Proposals for a UK Recognised Covered Bonds legislative framework"）」である。2007 年 10 月 15 日までの 12 週間をコンサルテーション期間としていた同法案は、2008 年 3 月 6 日に施行された¹³。

カバード・ボンドに関する新法案が施行されると、様々なプラスの影響が出てくると見られる。まず、英国公認カバード・ボンド法を遵守することは、自動的に UCITS 指令 22 条 4 項などのいわゆる EU 基準を遵守していることを意味することから、UCITS 適格投資信託や保険会社が英国の単独機関の発行するカバード・ボンドへの投資上限を現行よりも大幅に引き上げることが可能となる。加えて、自己資本に関する EU 指令（CRD）のもと、英国公認カバード・ボンドのリスク・ウェイトが従来の 20% から 10% に引き下げられる。

英国の新法案は、現在発行されているすべての英国のカバード・ボンドが遵守できる内容と捉えられており、他の欧州主要国におけるカバード・ボンドの法規制に比べて緩いものになっている。

2. カバード・ボンドの域内基準を設けている EU

EU としても、カバード・ボンドを活用しやすいよう、投資環境を整えている。

カバード・ボンドへの主な投資家としては、図表 5 で示したように、銀行に続いて、投資信託や保険会社、年金基金などが挙げられる。欧州では、こうした投資家がカバード・ボンドでの運用を行いやすいよう、一定の条件を充たした同債券については、他の一般的な証券にはない優遇措置を講じている。

1) EU 基準を充たしたカバード・ボンドへの投資上限を優遇

欧州では、投資信託や保険会社がカバード・ボンドで運用する際の規制が特別に緩和されている。言い換えれば、EU 指令の基準を満たしており、クオリティが高いとされるカバード・ボンドに関しては、ポートフォリオに占めるシェアを通常の証券に

¹³ 同法案は、当初 2008 年 1 月 1 日に実施される予定であった。

比べて引き上げることが認められている。

具体的には、欧州では、カバード・ボンドが満たすべきクオリティの基準は、投資信託（UCITS）に関する EU 指令¹⁴の中に示されており、当該基準を満たす質の高いカバード・ボンドについては、投資に関する規制が通常の証券に比して緩和されている。一般的には、UCITS 適格投資信託が、単独の発行機関が発行した譲渡可能な証券（債券を含む）に投資できる資産は、総資産の最大 5%までに制限されている（UCITS 指令 22 条 1 項）¹⁵。しかしながら、同指令 22 条 4 項の基準を満たすカバード・ボンドに関しては、EU 加盟国の各当局が、UCITS が投資できる上限を総資産の最大 25%まで引き上げることが容認されている（UCITS 指令 22 条 4 項）。各国の当局はあらかじめ、EU 当局に対して投資上限を引き上げる旨を通知することが義務付けられているが、同条同項を遵守している大部分の EU 加盟国は投資上限の引き上げを行っている（図表 14）。

図表 14 EU 各国におけるカバード・ボンドの取り扱い

国名	UCITS指令22条(4)項の遵守状況	投資上限の引き上げ状況	リスク・ウェイト	
			国内カバード・ボンド	海外カバード・ボンド
オーストリア	○	引き上げている	10%	基本的に10% (注1)
ベルギー	×	引き上げている	-	基本的に10% (注1)
チェコ共和国	○	引き上げている	10%	基本的に10% (注1)
デンマーク	○	引き上げている	10%	基本的に10% (注1)
フィンランド	○	引き上げている	10%	基本的に10% (注1)
フランス (注2)	○	引き上げている	10%	基本的に10% (注1)
ドイツ	○	引き上げている	10%	基本的に10% (注1)
ギリシャ	○	引き上げている	-	基本的に10% (注1)
ハンガリー	○	引き上げている	10%	基本的に10% (注1)
アイルランド	○	引き上げている	10%	基本的に10% (注1)
イタリア (注3)	×	引き上げられない	20%	20%
ラトビア	○	報告なし	10%	基本的に10% (注1)
リトアニア	○	引き上げている	10%	基本的に10% (注1)
ルクセンブルグ	○	引き上げている	10%	基本的に10% (注1)
オランダ	×	引き上げられない	20%	基本的に10% (注1)
ノルウェー	× (EU非加盟のため)	引き上げられない	10%	基本的に10% (注1)
ポーランド	○	報告なし	10%	基本的に10% (注1)
ポルトガル	○	引き上げている	10%	基本的に10% (注1)
スロバキア	○	引き上げている	10%	基本的に10% (注1)
スペイン	○	引き上げている	10%	基本的に10% (注1)
スウェーデン	○	引き上げている	10%	基本的に10% (注1)
スイス	× (EU非加盟のため)	-	10%	基本的に10% (注1)
英国	×	引き上げられない	20%	20%

- (注) 1.オランダ、イタリア（CDP）、英国のカバード・ボンドは除く
 2.フランスのストラクチャード・カバード・ボンドの取り扱いは今後決定される
 3.イタリア CDP について

(出所) ECBC” European Covered Bond Fact Book” 2007 Edition（原典はパークレイズ・キャピタル）より野村資本市場研究所作成

¹⁴ 85/611/EEC、2002年1月21日には2001/108/ECで改正。

¹⁵ ちなみに、22条3項では、政府が発行した債券或いは政府が保証した債券に関しては、5%制限を35%制限に緩和する措置をとることを、EU加盟国に対して認めている。なお、EU法において担保付債券が満たすべき最低条件を示した22条4項の基準は、カバード・ボンドと明記されているわけではないが、他のEU指令でも引き継がれていることから、カバード・ボンドの中核となる規制として認識されている（UCITS指令では、「ある債券（certain bonds）」と記されている）。

また、保険会社が、UCITS 指令 22 条 4 項を満たす単独発行機関のカバード・ボンドで運用する場合も、最大 40%を同債券に投資することが可能になっている（生命保険および損害保険に関する EU 指令¹⁶）。

2) 自己資本比率規制におけるリスク・ウェイト引き下げ

EU 加盟国では、バーゼル II を基にして策定された、自己資本に関する EU 指令（Capital Requirements Directive、Directive 2006/48/EC、以下 CRD と記述）が 2006 年 6 月 7 日 EU 閣僚理事会によって採択され、翌 2007 年 1 月 1 日に施行された¹⁷。EU 加盟各国による CRD の国内法化期限は 2008 年 1 月 1 日とされている。

バーゼル II では、リスク・ウェイトの計算に際してカバード・ボンドと無担保銀行債の取り扱いが区別されていないが、欧州ではカバード・ボンドの活用が多く、国々で進んでいることを鑑み、欧州の自己資本比率規制に相当する CRD では、一定の要件を満たしたカバード・ボンドに関して、信用リスクのリスク・ウェイトを引き下げている（CRD、Annex VI, paragraph 68-71）（前掲した図表 14）。

その要件とは、①UCITS 指令 22 条 4 項の基準を満たすこと、②カバード・ボンドの担保資産が、明確に定義されたタイプ、クレジットの質に合致した資産のみで構成されなければならないこと、③ある種類の担保資産に関して、別途の制約が確立されていること（例：信用供与機関へのエクスポージャーは最大 15%）、④不動産向けローンを担保とするカバード・ボンドの発行体は、不動産評価やモニタリングに関する最低要件を満たさなければならないこと、の 4 点である。

カバード・ボンドにおける適格担保資産の範囲は、CRD のもとで具体的に定義づけられている。すなわち、カバード・ボンドの担保として認められる範囲は、公的機関向け貸付、居住用不動産向けローン、商業用不動産向けローン、船舶向け貸付に制限している。そのうえで、居住用不動産向けローンの最大 LTV（貸付額/担保価値）は 80%、商業用不動産向けローンは同 60%に制限されている。

IV カバード・ボンド市場の課題と今後の展望

以上見てきたように、ひとえにカバード・ボンドと言っても、その商品性は、各国ごとに制定されたカバード・ボンドに関する法的枠組みに基づき、まちまちである。カバード・ボンドの法整備が欧州の多くの国々で整備されているなかで、商品性は多様化の一途を辿っているといってもよい。しかも、カバード・ボンド法規制があるなしにかかわらず、同法規制の枠外で発行された、いわゆるストラクチャード・カバード・ボンドを活用する動きも目立つようになっている。

¹⁶ Directives 92/96/EEC and 92/49/EEC

¹⁷ 2007 年は、銀行がバーゼル I、バーゼル II のどちらを適用するかを選択することが認められていた。

こうしたなかで、一度カバード・ボンドの法規制を導入した国々でも、カバード・ボンド市場や同市場を取り巻く環境の変化に応じて、発行体、投資家の両方の立場を見据えたさらなる法改正を試みようとする議論も引き続き行われている。

ファンドブリーフ債の発行で長い歴史を有するドイツでは、2005年に新ファンドブリーフ債法が導入されて日が浅いが、ファンドブリーフ銀行協会(vdp)は、既にドイツ・ファンドブリーフ債法改正の議論をはじめている。ファンドブリーフ債の発行額が減少するなかで、vdpは、例えば明示的でなくても、暗黙の政府保証が付与されていると見られる機関による貸付なども、適格担保資産に含めることなどを探る可能性もある。また、従来からの伝統的な担保資産に加えて、RMBSやCMBSなどを適格担保資産として認める可能性、航空機ファイナンスを担保とするカバード・ボンド導入の可能性など、抜本的な改革まで視野に入っている模様である。

実際、最近数年間を見ると、カバード・ボンドの担保資産(カバール)は、居住用不動産向けローンや公共セクター向けローンといった伝統的な資産から、商業用不動産向けローン、銀行債、RMBS、CMBSといった資産も組み込む傾向が強まっており、担保資産の多様化が進みつつある。英国が導入しようとしているカバード・ボンド法規制でも、CRDで列挙されている伝統的な担保資産のほかに、低所得者向け住宅ローン、パブリック・プライベート・パートナーシップ(PPP)の貸付なども適格担保資産に含めることができるが見られている。また、フランスのヴェオリアも、公的セクター資産を担保とするカバード・ボンドを発行するための特別目的会社(SCF)を設立している。

このようにカバード・ボンド発行体の融通性を高めようとする流れのなかで、商品性が複雑化の一途をたどることについては、疑問を抱く声も一方である。たとえば、カバード・ボンドの多様化が進展した結果、ファンドブリーフ債などに見られる基本的な商品性から乖離したカバード・ボンドも増えているが、こうした事態に対応したカバード・ボンドの分析や評価が十二分に行われていない、とする指摘が少なくない¹⁸。担保資産の内容が多様になるなかで、カバード・ボンドの投資家は、これまで以上に、格付以外の様々なファクターも投資判断の材料として重要視するものと見られる。その意味では、充実した投資情報の開示、透明性の向上が求められる。

優良債権である担保と金融機関自体の信用力のおかげで、200年以上にわたってデフォルトを起こしたことがなく、磐石と見られてきたカバード・ボンドも、2007年のサブプライム問題の影響は回避できなかった。とりわけ、2007年11月に、英国第5位の金融機関ノーザン・ロック¹⁹が発行した130億ユーロ超のカバード・ボンドについて、ムーディーズが格下げの検討に入った旨が報じられたのとほぼ時期を同じくして、アライド・アイリッシュ・バンクやアビー・ナショナルなどが、予定していたカバード・ボンドの発行を見合わせた。ストラクチャード・カバード・ボンドの発行が活発であった英国が最も

¹⁸ 2007年9月に開催されたユーロマネー・カバード・ボンド・カンファレンスでも指摘されていた。

¹⁹ ノーザン・ロックでは、2007年9月、サブプライム問題の影響を受けて、取り付けが発生した。ノーザン・ロックの取り付けについて詳しくは、井上武「ノーザン・ロックへの取り付けとその影響」『資本市場クォーターリー』2007年秋号参照。

大きな影響を受けたのとは対照的に、ドイツのファンドブリーフ債やフランスのオブリガシオン・フォンシユールなど、法規制に基づいたカバード・ボンドへの影響は軽微であった²⁰。こうしたサブプライム問題の影響は、カバード・ボンドに関する透明性の向上が重要であることを認識するきっかけになった、と捉えることもできる。

また、単一金融・資本市場の構築を目指している欧州では、域内で統一のとれたカバード・ボンド市場の構築が視野に入っているが、既に各国でばらばらの法規制が導入されているなかで、EU としてのガイドラインをどう設定すべきか議論を呼んでいる。そのなかで、将来的には基本形のカバード・ボンドに収束していく可能性を指摘する声もあがっている²¹。

翻って、わが国においても、2008 年 3 月に新生銀行が国内第 1 号となるストラクチャード・カバード・ボンドを 500 億円発行するニュースが報じられた²²。証券化による資金調達にはわが国でも近年急速に拡大し、2006 年には 10 兆円を上回った²³ものの、その後サブプライム問題の影響を受け、証券化市場に対する信頼が揺らいでいる。こうした状況のなかで、カバード・ボンドの発行によって、資金調達手段の安定化、多様化につなげたいという思惑があったと見られる。

折しも、例えば政府系金融機関改革などの影響を受けて、従来資金調達の多くを公的資金に依存してきたわが国の地方自治体ファイナンスは、公的資金から金融機関を含む民間等引受債に重点を移さざるをえない環境下に置かれている。カバード・ボンドが、地方自治体向け融資や地方債を担保にした資金調達手段である点を鑑みると、地方自治体ファイナンスの観点からも金融機関による活用を検討する価値があると考えられる。

ちなみに、ドイツやフランスのカバード・ボンド法規制では、わが国の公的セクター向けローンおよび債券（地方債等）なども担保資産に組み込むことが認められている。これは、例えば 2006 年 12 月よりわが国での営業を開始し、地方自治体向けファイナンスに特化した銀行であるデクシアも、日本の地方自治体向け融資を OF の担保資産に組み込めることを意味するのではないか。

こうしてみると、わが国においてもカバード・ボンドの活用は様々な観点で一考に値しよう。

²⁰ 2007 年 11 月 27 日のユーロプラス・カンファレンス（於東京）では、OF のスプレッドはサブプライム危機前と比べて 2 ベーシスポイント拡大したにすぎないことが指摘された(ソシエテ・ジェネラルのプレゼンテーション)。

²¹ 2007 年 9 月に開催されたユーロマネー/ECBC のカバード・ボンド・コンGRESSにおける議論。

²² その後 2008 年 2 月に新生銀行は、不安定な市場環境に鑑み、同カバード・ボンドの起債延期を決定した。

²³ 出所は野村証券。

(参考) ドイツ、フランス、スペインのカバード・ボンド (概要)

国名	ドイツ	フランス	スペイン
名称	Hypothekendarlehenbriefe(HP) Öffentlicher Pfandbrief(ÖP) Schiffspfandbrief	Obligations Foncières(OF)	Cédulas Hipotecarias(CHs) Cédulas territoriales(CT)
枠組	法律(ファンドブリーフ債法)	法律(フランス金融および財政規約)	法律
適格担保プール	HP: 不動産向けローン ÖP: 公的セクター向けローン及び債券 Schiffspfandbrief: 船舶向け貸付 ・MBSやABSはいずれのタイプのファンドブリーフにも含めることが出来ない。	不動産向けローン、公的セクター向けローン及び債券(地方自治体や公的機関が発行する債券、或いは同機関が保証する証券も含む)。両者を混合することも可能。	CH: 不動産向けローン CT: 地方自治体および公的機関向け貸付
地理的規定	EU、米国、カナダ、日本	EEA、フランス海外直轄領、スイス、米国、カナダ、日本	スペイン国内のみ(CHの場合)、EEA(CTの場合)
(デリバティブの活用)	スワップをはじめとしたヘッジ契約(金融派生商品)は、総担保資産NPVの12%を超えない範囲で、担保資産に含める	金利リスクや通貨リスクをオフセットするために利用することが可能	
発行体	すべてのドイツ金融機関 ただし、ドイツ連邦金融監督局(BaFin)からの免許取得が必要	SCF(特別目的会社)	・商業銀行 ・貯蓄銀行 ・協同組織銀行 など
特殊銀行原則	なし	あり	なし
監督当局	ドイツ連邦金融監督当局(BaFin)	フランス銀行委員会(CB)	スペイン中央銀行
最大LTV(貸付/担保価値)比率	60%/60%	80%(居住用不動産向け)/60%	80%(居住用不動産)/70%(商業用不動産)
最低担保		102%	111%
備考			

(出所) 野村資本市場研究所作成