

オーストラリアにおけるカバード・ボンド市場の創設

林 宏美

■ 要 約 ■

1. オーストラリアでは、2011年11月15日、オーストラリア・ニュージーランド銀行が、11月17日にはウェストパック銀行がそれぞれ12.5億米ドル、10億米ドル発行したカバード・ボンドは、国内金融機関として第一号、第二号となった。いずれのカバード・ボンドも発行体の信用格付けよりも高い格付けを取得している。
2. 国内の銀行や信用組合、住宅金融組合によるカバード・ボンド発行は、2011年10月17日に「1959年銀行法の改正および関連する目的に関する法律（2011年改正銀行法）」が施行されたことで可能となった。
3. 2008年10月に設立された預金保険に相当する金融請求権スキームの恒久化が決まると、従来預金者保護の観点から禁止されていたカバード・ボンドの発行解禁の気運が高まった。背景には、①海外及びホールセール市場への依存度が高まる国内銀行における資金調達源の多様化ニーズ、②2011年10月末現在1,145億豪ドルの残高を有する政府保証債の借り換え先としての期待、③バーゼルⅢで導入予定である流動性カバレッジ比率（LCR）などへの対応、④職域年金制度（スーパーアニュエーション）の運用先としての活用といった点があることが指摘できる。
4. オーストラリアのカバード・ボンドは、2010年12月に打ち出された銀行システム改革パッケージの一環として盛り込まれ、2011年改正銀行法の施行で発行が解禁された。折しも欧州債務危機が深刻化し、欧州での中長期の資金調達が困難になるなかで、担保資産を債務危機の影響が軽微な豪州の資産に限定している点、カバード・ボンド保証体（SPV）となる第三者に担保資産を移譲すること等で、倒産隔離を一層確実にしている点など、オーストラリアのカバード・ボンド市場は注目すべき材料が少なくないと見られる。

オーストラリア国内金融機関によるカバード・ボンド発行

オーストラリアでは、2011年11月15日、国内4大銀行の一角をなすオーストラリア・ニュージーランド銀行（ANZ）が、国内金融機関として第一号となるカバード・ボ

ンド（債権担保付き社債）を 12.5 億米ドル（5 年物）発行したのに続き、11 月 17 日には、同じく 4 大銀行の一つであるウェストパック銀行（Westpac Banking Corporation）が、5 年物カバード・ボンド 10 億米ドルを発行した。ANZ グループ財務部門のストラクチャー・ファンディング部門ヘッドを務めるニードム（Needham）氏は、ANZ のカバード・ボンドには、全体の 3 分の 2 を占める資産運用会社および保険会社を中心に、同行の想定を超える多くの投資家が集まった、と述べている¹。

ANZ、ウェストパック銀行のいずれのカバード・ボンドも、ムーディーズ、フィッチからトリプル A の格付けを付与されるなど、両者とも発行体（ムーディーズ：両行とも Aa2、フィッチ：AA マイナス（ANZ）、AA（ウェストパック銀行））よりも高い格付けを得ているのは、一般的なカバード・ボンドと同様、投資家が、発行体に加えて、優良な担保資産（カバー・プール）にも償還請求権を有する、というカバード・ボンド特有の特徴を有しているからである。ちなみに、ANZ、ウェストパック銀行の担保資産は、いずれもオーストラリア国内の住宅用不動産ローンのうち、様々な条件を満たした優良資産で占められている（図表 1）。

オーストラリアで、国内大手銀行が相次いでカバード・ボンドの発行を行ったのは、2011 年 10 月 17 日に「1959 年銀行法の改正および関連する目的に関する法律（An Act to amend the Banking Act 1959, and for related purposes、通称：2011 年改正銀行（カバード・ボンド）法）」が施行されたことで、国内の銀行や信用組合、住宅金融組合がカバード・ボンドによる資金調達を行うことが可能となったことを受けた動きである。

図表 1 ANZ、ウェストパック銀行が発行したカバード・ボンドの担保資産

項目	オーストラリア・ニュージーランド銀行 (ANZ)	ウェストパック銀行
発行金額/年限	12.5 億米ドル/5 年物	10 億米ドル/5 年物
担保資産	オーストラリア国内住宅用不動産ローン	オーストラリア国内住宅用不動産ローン
総額	35.07 億豪ドル	75 億豪ドル
金利種類	変動 (100%)	固定 (13.9%)、変動 (86.1%)
平均的なローンの規模	約 29.6 万豪ドル	約 25.2 万豪ドル
LTV	67.4%	62.7%
居住用、投資用内訳	74.5% (居住用)、25.5% (投資用)	82.7% (居住用)、17.3% (投資用)
地域 (州) 別内訳	ニューサウスウェールズ 25.8% ビクトリア 34.6% クイーンズランド 12.3% サウスオーストラリア 6.4% ウェスタンオーストラリア 16.0% タスマニア 1.8% オーストラリア州特別地域 2.5% ノーザンテリトリー 0.7%	ニューサウスウェールズ 44.8% ビクトリア 30.7% クイーンズランド 0.0% サウスオーストラリア 5.5% ウェスタンオーストラリア 12.9% タスマニア 1.8% オーストラリア州特別地域 2.9% ノーザンテリトリー 1.2%

(注) 担保資産の状況は、ANZ が 2011 年 10 月 31 日時点、ウェストパック銀行が 2011 年 10 月 14 日時点。
(出所) ANZ、ウェストパック銀行、およびフィッチレーティングス資料を基に野村資本市場研究所作成

¹ “ANZ heralds Australia’s arrival, outcome ‘very respectable’”, *The Covered Bond Report*, 2011 年 11 月 16 日

カバード・ボンド法の枠組みが整備された背景

1．預金者保護との関係で禁止されてきたカバード・ボンドによる資金調達

オーストラリアの金融監督当局に相当するオーストラリア健全性規制庁（Australian Prudential Regulation Authority、APRA）は、これまで同国の金融機関によるカバード・ボンドの発行を認めてこなかった。

その背景には、1959年銀行法13条A項(3)において、APRAの認可を受けた預金取扱金融機関（Authorised Deposit-taking Institutions、ADIs）が債務の履行が出来なくなるか、支払いが滞るかのいずれかの事態に陥った場合、預金者がその他のすべての債権者よりも優先的に弁済権を有することが大前提とされている点がある。これは、カバード・ボンドにおける最大の特徴、すなわちカバード・ボンドの投資家が担保資産への優先弁済権を有する点と相容れないことを意味するため、預金者保護を最優先する観点から、APRAは、ADIによるカバード・ボンドの発行を認めてこなかった。オーストラリアには、従来、国内ADIに適用される明示的な預金保険が存在しておらず、預金者保護が1959年銀行法13条A項(3)の規定に依存していた点が、カバード・ボンドの発行解禁を踏みとどまらせる要因になっていたと捉えることも出来る。

こうしたなかで、グローバル金融危機の只中であった2008年10月12日、オーストラリア政府は、ADIが抱える預金およびホールセール銀行負債の両者を保証する方針を公表した。この方針は、後に、ADIの保護対象預金を最高100万豪ドルまで保証する金融請求権スキーム（Financial Claims Scheme、FCS）²と100万豪ドルを超える大口預金および適格ホールセール銀行負債を保証するスキーム³とに二分されることとなったが、後者については、2010年3月31日をもって、新規負債の適用を廃止している。

その後2011年9月11日、オーストラリア政府がFCSを恒久化する方針を明確にすると、預金者保護がFCSで確保されるようになったことから、銀行法の改正を行っても、預金者の不利益にはつながらないとの判断が働き、カバード・ボンドの発行を容認する気運が高まることとなった。

2．国内債券市場の整備を進めたいAPRA

このように、最大の障壁となっていた預金者保護が確保されたうえで、APRAがカバード・ボンドの発行を解禁するスタンスに転換した背景としては、以下の点を指摘することができる。

第一に、金融危機によってオーストラリアの国内銀行が資金調達難に直面した点が挙げ

² 2012年2月1日以降、FCSが適用される上限金額は100万豪ドルから25万豪ドルに引き下げられる。

³ 前者は保険料なし、後者は預金取扱金融機関や発行体の信用格付けに基づいた保険料を課していた。

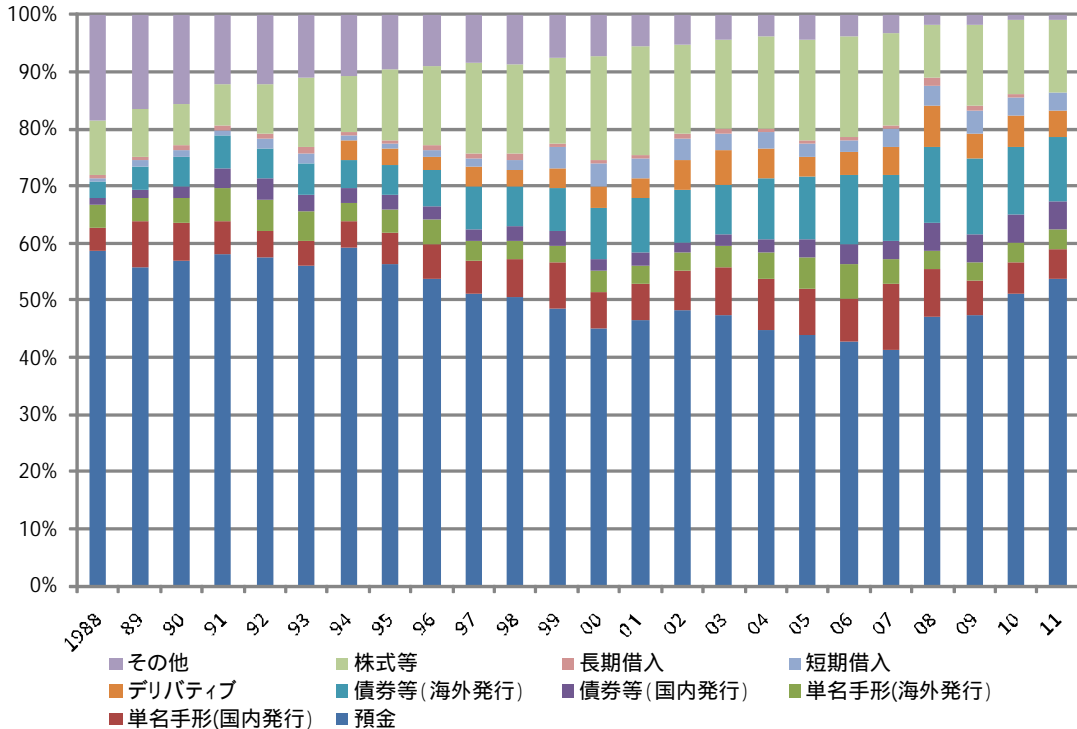
られる。1988年以降のオーストラリアの銀行における資金調達構造の推移を見ると、国内で発行した債券等よりも、海外で発行した債券等への依存度が一貫して高い状況があるほか、1988年には58.7%を占めていた預金による調達割合が低下傾向にあり、金融危機直前の2007年末には41.2%と最低水準を記録していた(図表2)。一方で、1988年当時は3.0%に留まっていた海外での債券発行による調達は、2008年末には13.3%まで上昇するなど、オーストラリアの銀行は、金融危機時に安定的な資金調達を行いきにくい構造になっている。

格付け機関のムーディーズが、2011年5月18日、ANZ、オーストラリア・コモンウェルス銀行、ナショナル・オーストラリア銀行、ウェストパック銀行の国内4大銀行の格付けをそれぞれAa1からAa2に引き下げた際も、格下げの主要因として、平均40%の負債をホールセール市場に依存している点が指摘されていた。

第二に、2008年10月にオーストラリア政府が導入を発表した政府保証債のリファイナンス先の一つとして、カバード・ボンドが視野に入っている点を指摘できる。2011年10月末現在、1,145億豪ドルの残高を有する政府保証債⁴が2012年頃より相次いで満期を迎える見通しにあるため、借り換えが円滑に進むかどうか疑問視されている(図表3)。

第三に、バーゼルで導入予定である流動性カパレッジ比率(LCR)およびネット安定

図表2 オーストラリアの銀行における資金調達構造の推移

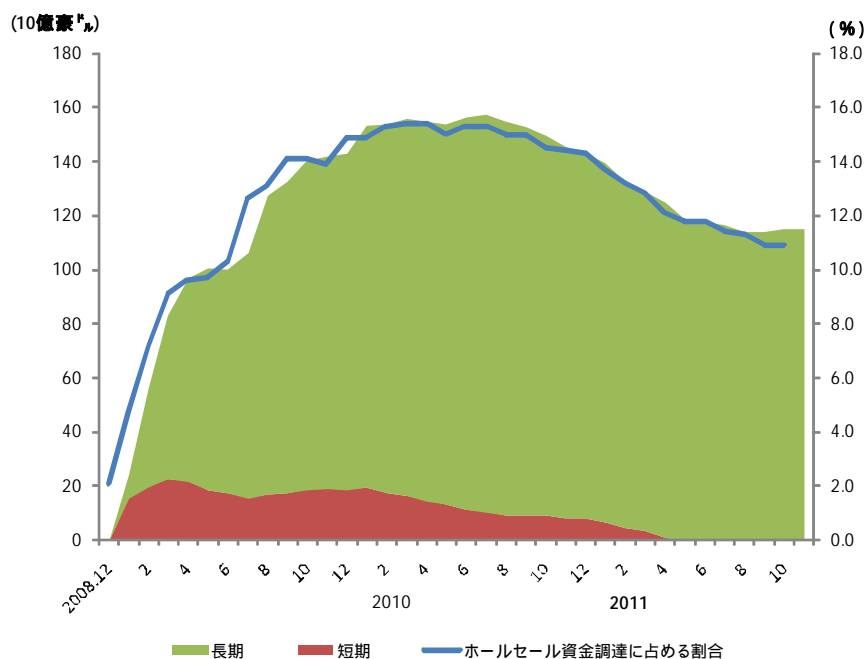


(注) 「その他」には、為替手形なども含まれている。

(出所) オーストラリア統計局資料を基に野村資本市場研究所作成

⁴ 政府保証債は、2010年2月7日にオーストラリア政府が政府保証の撤廃を公表して以降は新規発行されていない。

図表 3 オーストラリアの政府保証債の推移



(出所) オーストラリア政府資料を基に野村資本市場研究所作成

調達比率 (NSFR) に関して、国内銀行が遵守するのが困難な点が挙げられる⁵。オーストラリアの国債発行残高 (対名目 GDP 比) が 2010 年末に 22.3% に留まるなど、日本をはじめとした他国と比べて、レベル 1 資産への組入れが可能な国債が相対的に少ない。加えて、APRA が、オーストラリアドル建ての市場性証券に関するレビューを実施した結果、現時点では、カバード・ボンドを含めて、LCR における適格流動資産 (レベル 2 資産) に該当する資産は存在しないと結論付けていた。このように、オーストラリアでは、レベル 1 資産、レベル 2 資産ともに組入れ可能な資産が枯渇している状況の中で、APRA はカバード・ボンドをレベル 2 資産として組み込むことを検討する用意がある旨を発言している⁶。

第四に、オーストラリアの年金システムの二階部分に相当する職域年金制度、スーパーアニュエーション⁷の運用先として、カバード・ボンドを活用する意向も挙げられる。後述するように、オーストラリア政府が、2010 年 12 月に銀行システム改革パッケージの中で、カバード・ボンドの発行解禁を盛り込む方針を公表した際にも、この点が言及されていた。オーストラリア・スーパーアニュエーション・ファンド協会 (ASFA) のバモス代表は、「スーパーアニュエーション・ファンドは国内住宅ローンに担保とするカバード・

⁵ パーゼル の流動性規制について、詳しくは、小立敬、磯部昌吾「パーゼル : 包括的な銀行規制改革パッケージの概要」野村資本市場研究所『野村資本市場クォーターリー』2011 年冬号 p20~p23 参照。

⁶ 金融機関関係者は、流動性規制が実施に移される 2015 年までには、APRA がカバード・ボンドをレベル 2 資産と認める公算が大きい、と見ている (“Why Canberra is opening up to covered bonds” *Asiamoney*, 2011 年 6 月 15 日)

⁷ スーパーアニュエーションについて詳しくは、神山哲也「オーストラリアにおけるスーパーアニュエーションの現状」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2008 年春号参照。

ボンドをはじめとした、トリプル A 格付けの債券購入に関心がある」、と述べていた⁸。

なお、オーストラリアでは、外国金融機関によるカバード・ボンドの発行はこれまで禁じられておらず、既に外国勢による発行実績がある。2010 年 10 月、カナダの大手銀行 CIBC (Canada Imperial Bank of Commerce) が発行した 7.5 億豪ドルのカバード・ボンドはそうした事例の一つである。CIBC が発行したカバード・ボンドのうち約 75% は銀行を中心としたオーストラリアの投資家が購入しており、国内投資家もカバード・ボンドを投資対象として認識する素地が既に出来ていると捉えることができよう。

オーストラリアのカバード・ボンド法の概要

1. 銀行システム改革パッケージの一環

豪州国内銀行などによるカバード・ボンドを用いた資金調達解禁の動きは、2010 年 12 月 12 日、ウェイン・スワン財務相が公表した、一連の銀行システム改革パッケージ「競争力があり持続可能な銀行システム (A Competitive and Sustainable Banking System)」の中に盛り込まれた点に端を発する(図表 4)。カバード・ボンドによる資金調達を可能にする点は、改革パッケージが掲げる 3 つの柱のうち、「オーストラリア金融システムの長期にわたる健全性および持続性の確保」を図るための手段に含まれている。さらに言えば、金融システムにおける健全性及び持続性を確保することによって、国内の家計および中小企業が妥当なレベルの金利で貸付を受けられる状況を維持することが、背後にある政府の

図表 4 オーストラリアの銀行システム改革パッケージ

項目	改革内容	実施時期
	消費者が、より良いディーラーを金融機関から引き出せる体制作り	
	・ 新規住宅ローンにおける解約手数料の禁止	2011年7月1日
	・ 預金の預け替えや住宅ローンの借換の自由度(ポータビリティ)を拡大	
	・ 住宅ローン貸付業者に対して、潜在顧客へのシンプルな重要事項シート(1枚物)の提供を義務付け(オンラインで申込みを受付ける場合にはオンライン上にも同シートを閲覧できるようにすることを義務付け)	2012年1月1日
	・ オーストラリア競争・消費者委員会(ACCC)が競争抑止的な価格付けに対して起訴出来る権限などを強化	
	・ クレジットカード債務者にとってより望ましい条件のディーラーを受けられるようにするための速やかな法整備	2012年7月1日
	・ "Bank on a Better Deal"と題する消費者教育の全国キャンペーンを実施	
	・ ATM手数料に関する競争及び透明性の向上を目指した現行の改革を一段と進めるのに必要であれば、財務省がオーストラリア準備銀行(中央銀行)と共同でタスクフォースを立ち上げる	
	中小金融機関が大手銀行と競争できる環境づくりの支援	
	・ 相互会社セクターの支援により、銀行システムにおける新しいピラーの構築	
	・ 金融請求権スキームを国内金融システムの恒久措置とすることの確認	
	・ 中小貸付業者によるRMBS市場の活用に向けた支援の第3のトランシェの導入	
	・ 中小貸付業者のためにプレット型RMBS市場の発展を加速	
	オーストラリア金融システムの長期にわたる健全性および持続性の確保	
	・ 国内の銀行、信用組合、住宅金融組合によるカバード・ボンドの発行を容認	2011年10月17日
	・ 市場の厚みがあり、流動性が確保された社債市場の発展	

(出所) オーストラリア財務省の各種資料を基に野村資本市場研究所作成

⁸ "Australia opens the door to covered bonds" Clayton Utz (2010 年 12 月 13 日)

目的である。これは、オーストラリア政府が着々と進めようとしている一連の銀行システム改革における他の 2 本の柱が、中小金融機関が大手銀行と伍して競争できる環境づくり、消費者が金融機関と取引をする際に不当な対応を受けない環境づくり、としている点と呼応している。

こうした改革の方針を受けて、2011 年 3 月 24 日に公開草案 (Exposure Draft) が公表された 2011 年改正銀行 (カバード・ボンド) 法案は、同 9 月 15 日にオーストラリア連邦議会に上程、可決された後、国王の同意を受けて 10 月 17 日に成立した。

2 . オーストラリアのカバード・ボンドの概要

ここでは、2011 年改正銀行法の枠組みに基づくカバード・ボンドの概要について、主要な点を紹介する。今後はオーストラリアにおけるカバード・ボンドは、同改正銀行法に基づく法的枠組みに従って発行することが義務付けられた。なお、2011 年改正銀行法が導入されたことに伴い、2011 年 11 月 8 日には、APRA が新たに設ける健全性基準 APS121 カバード・ボンド (APS121) の草案が公表された。2011 年 12 月 9 日まで受け付ける APS121 の草案に対するパブリック・コメントを踏まえて、APRA は 2012 年の早い段階で新規則を導入する予定である。

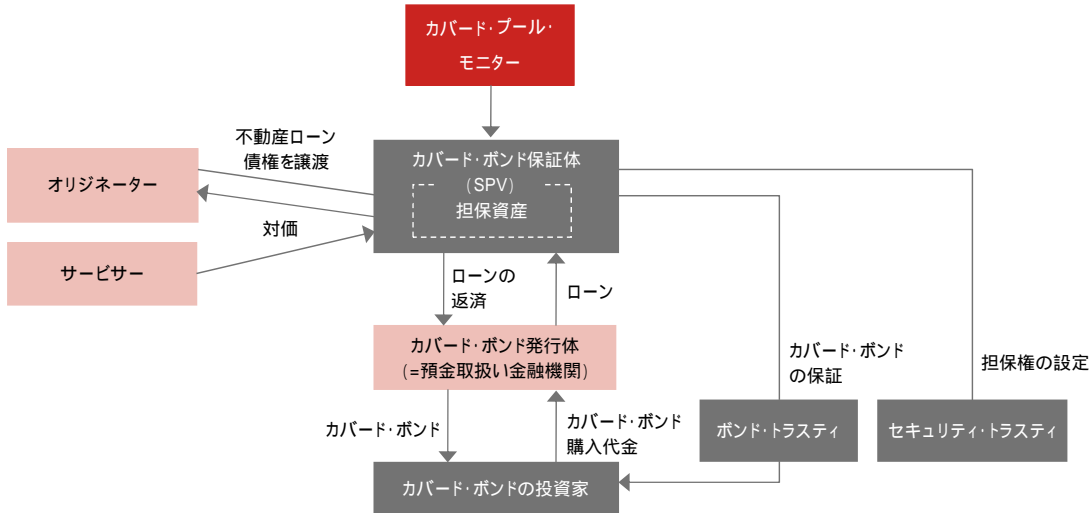
1) カバード・ボンドの発行体

今回整備された法的枠組みによって、オーストラリアにおいてカバード・ボンドを発行出来るのは、APRA の監督下にあるすべての国内預金取扱金融機関 (ADI)、すなわち国内の銀行、信用組合、住宅金融組合に限られることとし、海外の ADI は明確に除外されることとなった。また、適格担保資産 (カバー・プール) も、国内の住宅用不動産および商業用不動産を担保とした住宅ローン (組入れ上限は、住宅用不動産が LTV80%、商業用不動産が LTV60%) に限るとしている。主要国のカバード・ボンドでは、自国に加えて、適格担保資産の国や地域については幅広く設定されているものが多いなかで、国内不動産に限定している点は、オーストラリアの大きな特徴である。

また、ADI が発行できるカバード・ボンドの上限額を、ADI が有する国内資産の 8% (超過担保を含む) とすることで、カバード・ボンド債権者から無担保債権者や預金者へのリスク移転を限定する手当てが施されている。

オーストラリアのカバード・ボンドにおいては、ADI が発行体となる一方、担保資産については、カバード・ボンドの発行のために設立された特別目的ビークル (SPV) に譲渡されて倒産隔離するのが一般的な構造である (図表 5)。そして、SPV がカバード・ボンドの保証体となり、カバード・ボンドの保証を行う仕組みである。カバード・ボンドの発行体と担保資産を管理する保証体が異なる主体であるこ

図表5 オーストラリアのカバード・ボンドの一般的な構造



(出所) 野村資本市場研究所作成

とが想定されている点⁹は、他の主要国の法規制に基づくカバード・ボンドには見られない特徴と言える。

2) カバー・プールの質の維持

カバード・ボンドの発行体となる ADI は、ADI とは独立した立場にあるカバー・プール・モニターを予め任命することが義務付けられる。なお、カバー・プール・モニターの適格要件としては、2001 年会社法の下で、監査法人として登録されているか、オーストラリア金融サービス免許 (AFSL) を保有しているか、或いはカバー・プール・モニターになる目的に関して AFSL の保有を免除されているかのいずれかを満たすことが求められている。

カバー・プール・モニターの役割は、カバー・プールの登録の維持、ステークホルダー向けの定期的報告書の提供、APRA の要請に基づく報告書の提供、カバー・プールにおける資産の性質および価値に関する法的要件を満たしているかの評価などを行うことである。法の枠組みでは、カバー・プール・モニターは、少なくとも半年に一度は、上記の役割についてモニタリングすることが義務付けられている。

3) 共同発行カバード・ボンドの仕組み

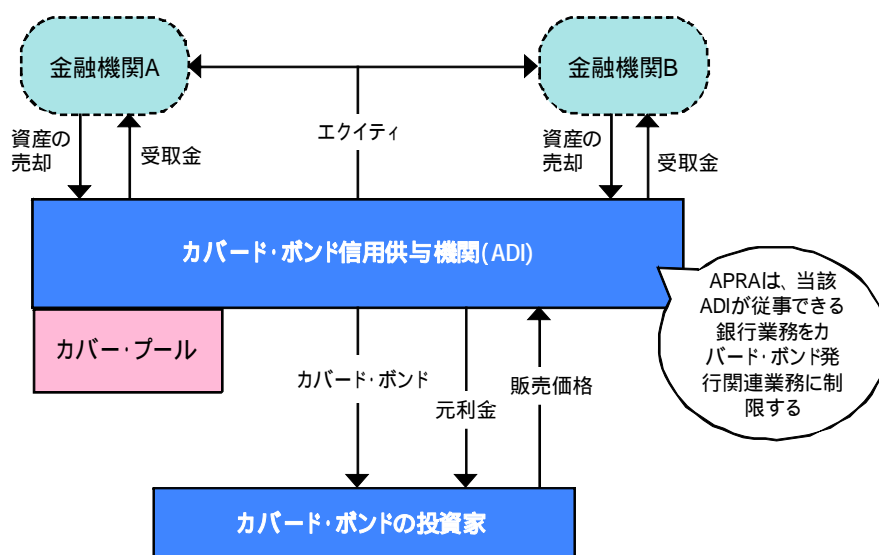
中小規模の ADI が共同で担保資産をプールすることによって、カバード・ボンドを共同発行する仕組みが 2 種類あり得ることが明示された点も大きな特徴の一つに挙

⁹ カバード・ボンドの保証体は、ANZ のケースでは Perpetual Corporate Trust Limited、ウェストパック銀行のケースでは BNY Trust Company of Australia Limited であった。なお、法律上は SPV を子会社とすることについて禁止規定はなく、改正銀行法の資料においては、カバード・ボンド SPV は、ADI の子会社もあり得るとされている (Parliament of Australia/Department of Parliamentary Services, "Banking Amendment (Covered Bonds) Bill 2011", 17 October, 2011, Bill Digest No.59, 2011-12)。

げられる。

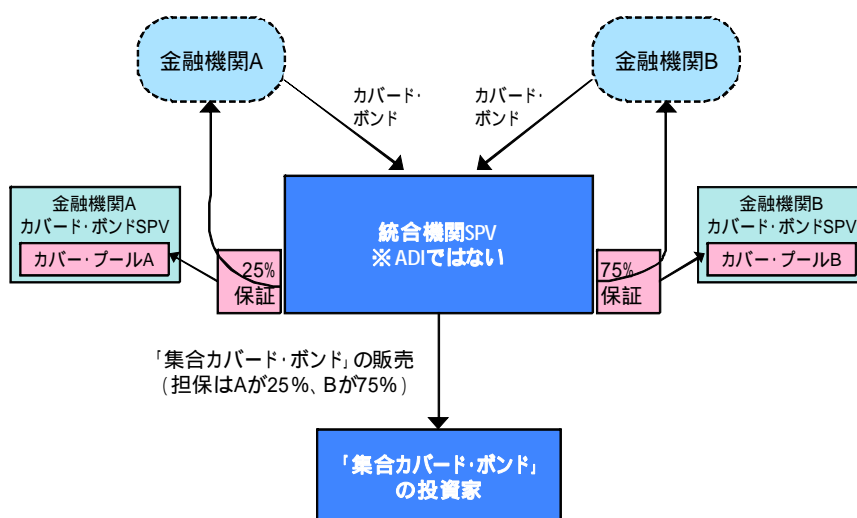
一つ目の仕組みは、共同発行に参加する複数の ADI がオーストラリアでの銀行業務に従事できる信用供与機関を新たに設立し、新設された ADI がカバード・ボンドを発行する方法である（図表 6）。この場合、単一の ADI がカバード・ボンドを発行する際と同様な規制が新 ADI に課せられることとなる。二つ目の仕組みは、参加する各 ADI がそれぞれ発行するカバード・ボンドを担保とする負債証券「集合カバード・ボンド」を発行する「統合機関（aggregating entity）」を設立する方法である（図表 7）。なお、二つ目の仕組みにおける「統合機関」は、一つ目の仕組みと異なり ADI ではない。

図表 6 新たに ADI を新設する共同発行の仕組み



（出所）“Banking Amendment(Covered Bonds)Bill 2011 Explanatory Memorandum”を基に野村資本市場研究所作成

図表 7 ADI を新設しない共同発行の仕組み



（出所）“Banking Amendment(Covered Bonds)Bill 2011 Explanatory Memorandum”を基に野村資本市場研究所作成

今後の展望と課題

欧州を中心に近年多くの国々がカバード・ボンドの法整備を進めてきたなかで、アジア・オセアニア地域において、カバード・ボンドに関する法的な枠組みを整えたのは、オーストラリアが初めてである。オーストラリアのカバード・ボンドは、欧州主要国で既に浸透している法的枠組みを踏襲している部分が少なくないなかで、オーストラリア独自の点も見受けられる。

例えば、オーストラリアが適格担保資産を国内の住宅ローン債権に限定している点は、適格担保資産に、海外主要国の住宅ローン債権や公的セクター向け債権を組み込むことが出来る欧州主要国のカバード・ボンドとは対照的である。また、担保資産を国内資産に限定していることに呼応し、無担保債券保有者や預金者へのリスク移転を限定するために設けられている発行上限額（8%）の計算においても、ADI が保有する国内資産を基準としている。このように、オーストラリアが国内資産を意識した法的枠組みとしている点は、中小金融機関も含めた国内金融機関による資金調達手段を多様化させ、国内債券市場の発展と活用を進めたい政府の思惑を反映したものと見えよう。そうしたなかで、一般的にカバード・ボンドの発行体といえば、担保資産となり得る優良資産を一定規模以上保有する大手金融機関が主流をなすなかで、共同発行の仕組みを通じて、中小金融機関もカバード・ボンドによる資金調達を行う道が当初から法律の枠組みで用意されている点も注目に値する。

なお、2011年11月に発行された2行のカバード・ボンドでは、担保資産の管理を行うカバード・ボンド保証体（SPV）は、カバード・ボンドの発行体である金融機関の子会社ではなく、第三者の金融機関が務めている。ここでは、担保資産を移譲するSPVを第三者の金融機関とすることによって、倒産隔離を一層確実なものにしたい思惑が働いていると見られる。

オーストラリアのスワン財務相は、今後数年間におけるオーストラリアの預金取扱金融機関によるカバード・ボンドの発行額が約1,300億ドルになる、との見通しを立てている。折しも、欧州債務危機が深刻化し、欧州での中長期の資金調達が困難になるなかで、担保資産を欧州債務危機の影響が相対的に軽微なオーストラリアの資産に限定している点、第三者をSPVとすること等で、倒産隔離を一層確実にしている点など、オーストラリアのカバード・ボンド市場は注目すべき材料が少なくないと見られる。