

イギリスにおけるカバードボンド市場の新展開

築田 優

要 旨

2007年夏に顕在化したサブプライム危機は、2008年9月のリーマン・ショックを経て世界的な金融危機へと深刻化した。危機の背景には、住宅ローン担保証券（MBS）をはじめとする資産担保証券（ABS）や、またそれらを再証券化した債務担保証券（CDO）等のオフバランス型証券化商品に内在する不完全性が、証券化技術の本来的な目的と異なる利用方法や投資家のハイリスクな投資行動、そして世界的な低金利政策等の結果生じた過剰流動性とも相俟って深刻化した危機であった。そして危機の深刻化とともに、多くの国で住宅金融市場も停滞した。

このような状況下、これまで証券化商品市場で一定のプレゼンスを示していたイギリスでは、今後はオンバランス型証券化商品であるカバードボンド（Covered Bond）の市場を拡大させ、それにより金融市場、特に住宅金融市場の回復を後押ししようとする動きがある。カバードボンドはドイツを中心として主にヨーロッパで多額に発行されているが、イギリスではこれまであまり発行されてこなかった証券である。具体的には、近年になりイギリスではカバードボンドに関する特別法の整備が進展し、2008年3月6日に The Regulated Covered Bonds Regulations 2008が発効した。世界の金融市場および証券化商品市場では高いプレゼンスを示しているものの、カバードボンド市場においてはプレゼンスが低かったイギリスにおけるこのような変化は、イギリスの住宅金融市場の回復に一定の貢献が期待できるだけでなく、イギリス住宅金融市場の規模から考えれば、今後の世界金融市場および証券化商品市場にも影響を与える可能性もある。

本稿では、このように新たな展開を見せ始めているイギリスのカバードボンド市場について考察を行い、また今後へのインプリケーションを導き出す。

目 次

- I. 問題意識と研究の目的
- II. ヨーロッパのカバードボンド市場
 - 1. カバードボンド市場の概要
 - 2. カバードボンドの特徴
- III. イギリスのカバードボンド市場
 - 1. カバードボンド市場の形成
 - 2. 2008年カバードボンド規制法の成立
- IV. イギリスのカバードボンド市場の新展開
 - 1. 世界金融危機と世界のカバードボンド市場
 - 2. イギリスのカバードボンド市場における新展開
- V. 結論およびインプリケーション

I. 問題意識と研究の目的

2007年夏に顕在化したサブプライム危機は、2008年9月のリーマン・ショックを経て世界的な金融危機へと深刻化した。この危機の背景には、住宅ローン担保証券 (Mortgage Backed Securities: MBS) をはじめとする資産担保証券 (Asset Backed Securities: ABS) や、またそれらを再証券化した債務担保証券 (Collateralized Debt Obligations: CDO) 等のオフバランス型証券化商品に内在する不完全性が、証券化技術の本来の目的と異なる利用方法や投資家のハイリスクな投資行動、および世界的な低金利政策の結果生じた過剰流動性とも相俟って深刻化した危機であった。2010年6月現在、金融市場を取り巻く状況は、危機が最も深刻だった2008年後半から2009年と比べれば改善方向にはある。しかし危機を完全に脱したとはまだ言えず、今後しばらくは停滞が続くものと思われる。

このような状況下、これまで証券化商品市場の中心的存在であったアメリカとイギリスで、今後はオンバランス型証券化商品であるカバードボンド (Covered Bond) の市場を拡大させ、それにより金融市場、特に住宅金融市場の回復

を後押ししようとする動きがある。両国は、これまでカバードボンドをあまり発行してこなかった国である。具体的には、アメリカで2008年7月17日、連邦預金保険公社により「カバードボンド政策に関する最終ステートメント (Final Covered Bond Policy Statement)」が発表され、また2008年7月28日には財務省により「居住用住宅ローンを担保とするカバードボンドに関するベストプラクティス (Best Practices for Residential Covered Bonds)」が発表された。いずれもカバードボンド市場の拡大を促す方針を明確にしたものである。またイギリスでは、2008年3月6日にカバードボンドに関する特別法として「2008年カバードボンド規制法 (The Regulated Covered Bonds Regulations 2008)」が施行され¹⁾、後に述べるようにカバードボンド市場の拡大に大きく影響する、カバードボンドに関する根拠法が整備された。世界金融市場では特にプレゼンスが高いもののカバードボンド市場ではプレゼンスが低かった両国におけるこのような変化は、両国の金融市場および住宅金融市場の回復に一定の貢献が期待できるだけでなく、両国の住宅金融市場の規模から考えれば、今後の世界の金融市場や住宅金融市場、そして証券化商品市場にも大きな変化を生じさせる可能性もある。

そこで本稿では、世界のカバードボンド市場の状況を概観したのち、カバードボンドに関する特別法の整備を行うなどより本格的に変化が生じているイギリスのカバードボンド市場について考察を行い、そして今後にたいするインプリケーションも導き出したい。そのため、まず第Ⅱ章では、イギリスのカバードボンド市場を考察する準備として、ヨーロッパを中心とする世界のカバードボンド市場について考察し、またその証券化商品としての特徴についても検討する。続く第Ⅲ章においては、イギリスのカバードボンド市場の歴史的な展開とその特徴について明らかにする。そして第Ⅳ章では、世界金融危機下の世界およびイギリスのカバードボンド市場について考察する。最後の第Ⅴ章ではそれまで述べた内容をまとめ、今後のイギリスのカバードボンド市場にたいするインプリケーションを述べる。

なお本稿における考察の多くは、イギリスのカバードボンド市場を地理的にはヨーロッパのカバードボンド市場と、商品分類的にはMBS市場と比較することにより行う。ただし、本稿におけるMBSとは、特別にことわらない限りプライムローンから組成された居住用住宅ローンを担保とした証券(Residential Mortgage Backed Securities: RMBS)を指すものとする。すなわち、商業用不動産ローンを担保とした証券(Commercial Mortgage Backed Securities: CMBS)や、サブプライムローンを担保としたRMBSは含まないものとする。

Ⅱ. ヨーロッパのカバードボンド市場

ここからは、まず世界のカバードボンド市場

の中心であるヨーロッパの同市場について考察し、その後にカバードボンドの特徴や歴史的展開について述べていきたい。

1. カバードボンド市場の概要

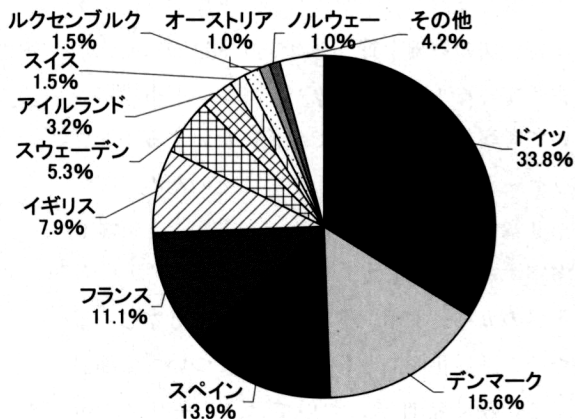
ヨーロッパ・カバードボンド協議会(European Covered Bond Council: ECBC)によると、カバードボンドとは住宅ローン債権や公共セクター向けローン債権等のカバープールにより担保された負債債権とされている。国ごとに若干のばらつきはあるが、そのほとんどは公共セクター向けローンと住宅ローンを担保としたものである²⁾。またほとんどのカバードボンドは、ヨーロッパの金融機関により資金調達を目的として発行され、そして主な投資家はヨーロッパの機関投資家となっている。

カバードボンドは信用力が高い証券化商品とされている。これは、発行国で整備されているカバードボンドに関する特別法において発行体が信用力の高い大手銀行等に限定されていることや、ヨーロッパ連合(European Union: EU)独自の自己資本比率規制である資本要求指令(Capital Requirements Directive: CRD)³⁾等により、担保資産の種類や質が厳格に規定されていること等による。そのためカバードボンドは、投資家においては国債に準ずる安全資産と認識されており、またそのほとんどが格付機関からAAAを取得している⁴⁾。

このようなカバードボンドの高い信用力は、発行体にたいしては低コストでの資金調達を可能とさせ、また投資家にたいしては国債並みの安全資産へ投資しながら国債より高い利回りを得ることを可能とさせる。このような背景のもと、カバードボンドは特に1990年代後半以降、ヨーロッパを中心に発行額が増加した。そして

図表1 カバーボンド発行残高とシェア(2008年末)
(単位 残高:100万ユーロ、シェア:%)

国名	発行残高	シェア
ドイツ	805,623	33.8
デンマーク	373,091	15.6
スペイン	332,085	13.9
フランス	264,479	11.1
イギリス	187,470	7.9
スウェーデン	126,425	5.3
アイルランド	75,688	3.2
スイス	36,180	1.5
ルクセンブルク	35,617	1.5
オーストリア	24,050	1.0
ノルウェー	23,071	1.0
その他	101,142	4.2



[出所] European Covered Bond Council [2009]をもとに作成。

1) ここではシェア1%以上の国のみ取り上げた。

2008年末までに、ヨーロッパの約30か国から約2.4兆ユーロのカバードボンドが発行された。同時期のヨーロッパにおけるMBS発行残高が約1兆ユーロ⁵⁾であったことから、カバードボンド発行は、ヨーロッパではMBS発行より一般化した資金調達手段であったといえる。なおカバードボンドは国ごとに名称が異なり、例えばドイツではファンドブリーフ、スペインではセデュラス・イボテカリアス、フランスではオブリガシオン・フォンシェと呼ばれている。

ところでヨーロッパの金融機関等が積極的にカバードボンドを発行した目的には、資金調達という目的以外にもさまざまな指摘がされている。その主なものとしては、①資金調達手段の多様化、②負債の平均年限の長期化、③資産と負債のマッチングの最適化、④金融機関の資金調達先の多様化、である(林[2008])。2000年

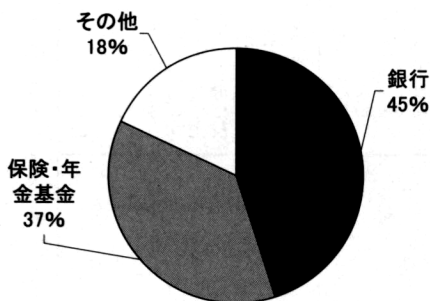
代にはヨーロッパ各国で住宅ローン貸出額が増加し、一方でその原資としてリテール預金以外に市場性資金の重要性も増していた事を考えると、上記の①および④は、特に住宅ローンの貸出を行っていた金融機関において強い要因となったと考えられる。

ヨーロッパのカバードボンド市場について、European Securitisation Forum [2009a], European Covered Bond Council [2009]および河村[2009]等により詳しくみていくと、ヨーロッパ最大(世界最大)の発行残高を有する国はドイツである(図表1)。2008年末のドイツのファンドブリーフ発行残高は8,000億ユーロを超え、ヨーロッパ全体の発行残高の33.8%を占める。そして同時期のデンマークが約4,000億ユーロ(同15.6%)、スペインが3,300億ユーロ(同13.9%)、フランスが2,600

億ユーロ（同11.1%）と続く。カバードボンド以外の証券化商品の発行残高が約6,150億ユーロで、ヨーロッパにおけるシェアが40.1%⁶⁾と最も高いイギリスは、カバードボンド市場においては発行残高が1,875億ユーロ、シェアが7.9%とそれほど高くない。

つぎにカバードボンドの発行体と投資家についてであるが、カバードボンドは各国のカバードボンドに関する根拠法（カバードボンドに関する特別法、または一般法内の特別規定）により発行体が限定されている。大抵の場合は大手銀行や専門金融機関等で、いずれも信用力の高い者に限られる。そして主な投資家は機関投資家である。Bank for International Settlement [2007] によると、発行残高のうち45%が銀行、37%が保険・年金基金、18%がその他の保有とされている。なお、その他の多くは投資ファンドと考えられる⁷⁾（図表2）。

図表2 カバード・ボンドへの投資家



〔出所〕 Bank for International Settlements [2007]. p.47.

ところで、カバードボンドといっても大きくは2種類に分けられる。ひとつは、カバードボンドに関する特別法に基づき発行される伝統的なカバードボンドである。2010年6月現在、ヨーロッパでは25か国（周辺国も含めると約30か国）で根拠法が整備されており、カバードボ

ンドといえば通常はこちらを指す（図表3）。もうひとつは根拠法なしに発行される非伝統的なカバードボンドである⁸⁾。これは証券化スキームや個別契約等により伝統的なカバードボンドに近い性質を持たせて発行されたもので、厳密にいうとカバードボンドに類似の証券である。これを敢えて伝統的なカバードボンドと区別する場合には「ストラクチャード・カバードボンド」と表現されるが、ただし特別な理由がない限り市場では区別なく扱われる。なお、ストラクチャード・カバードボンドはごく一部の国により発行されているにすぎず、また発行残高も少ない⁹⁾。ちなみにフランスなど一部の国では、根拠法に基づくカバードボンドとは別に、ストラクチャード・カバードボンドも発行されている。

このようなカバードボンドに関して、ヨーロッパ主要国の2008年末時点における状況を詳しく分類したのが図表4である。これによると、カバードボンドのうち住宅ローン債権を担保とするもののシェアが全体の63.5%と最も多い。次に多いのは公共セクター向けローン債権を担保とするもので、全体の32.4%である。そしてこの2つを合わせると、全体の90%超となる。なお公共セクター向けローン債権を担保とするカバードボンドはそのほとんどがドイツで発行されているが、フランスやアイルランド、ルクセンブルク等でも少額ながら発行されている。また2008年にドイツで発行されたカバードボンドは、その71.8%が公共セクター向けローン債権を担保としたものであった¹⁰⁾。詳しくは後述するが、ドイツではカバードボンドは19世紀から発行されており、一方で他のヨーロッパ諸国で本格的に発行されるようになったのは1990年代後半からである。すなわち、カバード

図表3 カバードボンドに関する特別法の例

ドイツ (Pfandbriefe)		スペイン (Cédulas)		イギリス (Regulated Covered Bonds)	
発行者	信用機関	信用機関	信用機関	信用機関	信用機関
特別な許可を受けた信用機関	直接リコース可	直接リコース可	直接リコース可	直接リコース可	直接リコース可
債権保有者は信用機関に対しリコースできるか	発行者	発行者	発行者	発行者	カバードボンドを保証するSPE (しかしながら、カバード資産は国際会計基準に従い発行者のバランスシートに計上される)
カバード資産の保有者	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
発行者は原資産のオリジネーターか	有る	有る	有る	有る	有る
カバードボンドに関する特別法	有る	有る	有る	有る	有る
カバードボンド発行者の倒産に関する法的フレームワーク	一般破産法に代わる特別法的フレームワーク	一般破産法に代わる特別法的フレームワーク	一般破産法、一般破産法に代わる特別法的フレームワーク	一般破産法、一般破産法に代わる特別法的フレームワーク	一般破産法 一般破産法に代わる特別法的フレームワーク
Ⅲ. カバード資産					
カバードボンドに含まれる資産の種類	公的セクター向けローン債権、住宅ローン、船舶ローン、航空機ローン、信用機関へのローン	住宅ローン	住宅ローン	住宅ローン	公的セクター向けローン債権、住宅ローン、シニアMBSから組成されたクループ(RMBSは、AAAであり発行者の属するイギリス籍信用機関により発行されたもの)、船舶ローン、信用機関へのローン、住宅ローンを除く住宅協会へのローン、PFI、PFIへのローン債権
公的部門資産の地理的範囲	国内、多国籍開発銀行 (Multilateral development banks)、EEA、スイス、アメリカ、カナダ、日本	EEA (一部はEU加盟国に限る)	EEA (一部はEU加盟国に限る)	EEA (一部はEU加盟国に限る)	国内、EEA、スイス、アメリカ、カナダ、日本、ニュージーランド、オーストラリア、その他
モーゲージ資産の地理的範囲	国内、EEA、スイス、アメリカ、カナダ、日本	EEA (一部はEU加盟国に限る)	EEA (一部はEU加盟国に限る)	EEA (一部はEU加盟国に限る)	国内、EEA、スイス、アメリカ、カナダ、日本、ニュージーランド、オーストラリア、その他
カバードボンドの特別な情報開示義務	有り	有り	有り	有り	有り

〔出所〕 European Covered Bond Council [2009]および European Covered Bond Council ホームページを参考に作成。

図表4 ヨーロッパにおけるカバードボンド発行残高およびシェアの分類別比較

	金額 (単位：100万ユーロ)								シェア (単位：%)				
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2003	2004	2005	2006	2007	2008	
<担保債権別>													
公共セクター	869,714	858,645	869,924	884,038	858,773	772,999	57.2	54.1	50.7	46.0	40.6	32.4	
住宅ローン	606,009	677,427	784,968	963,403	1,161,268	1,514,958	39.9	42.7	45.8	50.2	55.0	63.5	
船舶	10,087	9,542	10,586	11,341	13,136	16,333	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	
混合資産	34,530	41,350	50,040	61,930	80,097	80,631	2.3	2.6	2.9	3.2	3.8	3.4	
<規模別>													
ジャンボ債	704,140	779,485	878,416	1,008,206	1,117,847	1,360,928	46.9	49.7	51.5	52.7	53.0	57.1	
非ジャンボ債	797,688	789,230	828,791	903,873	992,426	1,021,842	53.1	50.3	48.5	47.3	47.0	42.9	
<募集方式別>													
公募	1,014,569	1,013,885	1,168,587	1,250,123	1,562,696	1,460,694	72.2	69.5	72.2	72.3	75.1	73.3	
私募	391,063	445,911	449,920	477,959	518,564	531,912	27.8	30.5	27.8	27.7	24.9	26.7	
<通貨別>													
ユーロ建	1,212,927	1,252,336	1,336,404	1,326,039	1,562,266	1,666,837	80.8	79.8	78.3	75.5	74.0	69.9	
自国通貨建	244,441	268,811	308,626	374,255	443,137	603,173	16.3	17.1	18.1	21.3	21.0	25.3	
他通貨建	44,461	47,568	62,178	57,181	104,869	114,764	3.0	3.0	3.6	3.3	5.0	4.8	
<金利形態別>													
固定金利	1,255,309	1,286,536	1,410,606	1,532,625	1,774,255	1,836,328	87.5	86.4	87.4	87.4	86.2	78.3	
変動金利	155,423	177,148	176,737	200,286	241,677	479,113	10.8	11.9	10.9	11.4	11.7	20.4	
その他	24,578	25,313	27,225	20,565	41,798	28,878	1.7	1.7	1.7	1.2	2.0	1.2	
合計	1,520,339	1,586,964	1,715,518	1,920,712	2,113,274	2,384,921	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	

[出所] European Covered Bond Council [2009] p.383. をもとに作成。

ボンドは歴史的にはドイツで公共セクター向けローンの貸出を行っている金融機関の資金調達手段として発行されていたが、1990年代後半からは他のヨーロッパ諸国でも住宅ローン貸出を行っている金融機関の資金調達手段として発行されるようになったということであり、発行目的に変化が生じている面が指摘できる。

ところで、2005年以降のヨーロッパのカバードボンド市場では、公共セクター向けローン債権を担保とするカバードボンドの発行額が急速に減少している。具体的にみると、2003年末にはヨーロッパのカバードボンドの約60%が公共セクター向けローン債権を担保としたものであったが、2008年末には約30%にまで減少した。これは、単純に住宅ローン債権を担保とするカバードボンドの発行額が増加していたこともあるが、より大きいのはドイツで公共セクター向けローン債権を担保とするカバードボンドの発行額が減少していることである。すなわち2005年にそれまで公共セクター向けローン債権を担保にカバードボンドを発行していた州立銀行に与えられていた担保資産への州政府保証が廃止された。そしてこれにより、それまで州政府保証がなされていたために担保として適格とされていたものが不適格となった。その結果、担保として適格な債権そのものが減少し、ドイツのカバードボンドの主流であった公共セクター向けローン債権を担保とするカバードボンドの発行額が減少することとなったのである(林 [2008])。

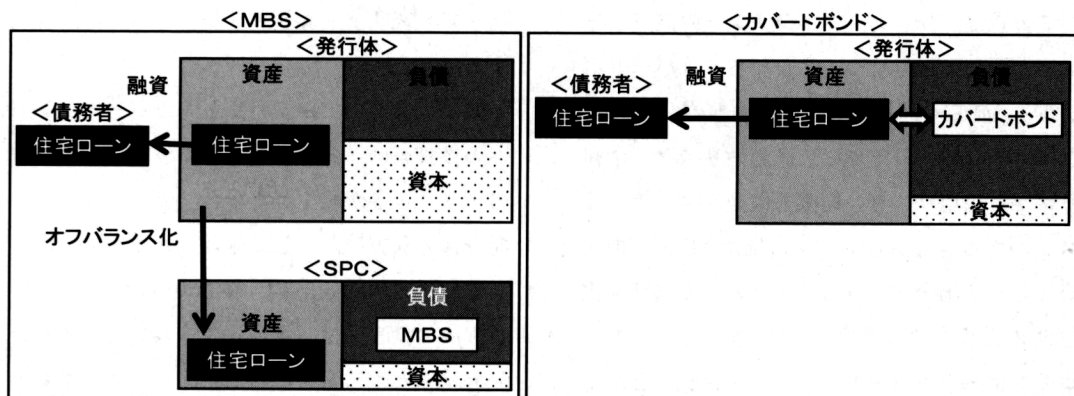
また、発行規模別にみるとジャンボ債の発行シェアが高い。ジャンボ債とは、カバードボンドのうち、①発行規模が10億ユーロ以上、②固定利付きのプレット債(満期一括償還方式の債権)、③ユーロ建て、④固定金利、等の条件を

満たすものである。ジャンボ債は、規格化と大規模化により、流通市場にける流動性向上や大口投資家の呼び込みを意図して1995年にドイツのファンドブリーフ法改正時に導入されたものである。ジャンボ債の導入以降、数年間はドイツでのみ発行されていたが、その後スペインやポルトガルおよびノルウェー等でも発行されるようになった。そして現在までに広く一般化し、2005年以降は(件数ベースでは非ジャンボ債の方が多いが)残高ベースでは非ジャンボ債を上回った。

次に発行通貨別にみると、ユーロ建ての発行残高が最も多い。これは、主要発行国のほとんどがユーロ圏であり、流通市場取引もユーロ圏内で行われることが多いことが理由として大きい。ただし European Covered Bond Council [2007a]によると、ヨーロッパの金融機関は2000年前後よりドル建ての発行額を増加させており、そしてドルの大半はヨーロッパの銀行に預金されているユーロ・달러であるという。またユーロ・달러建てカバードボンドは、地域的にはアジア諸国に約40~50%、ヨーロッパ諸国には約30~50%保有されており、投資家別にみればその大部分(約70~90%)が各国中央銀行に保有されている¹¹⁾。このような点は、各国中央銀行が外貨準備の運用先としてドル建てカバードボンドへ投資している面を表しているとも指摘されている(林 [2008])。ちなみに、ヨーロッパの金融機関は、ドルに限らずスイス・フランやポンドおよび円建ての発行も行っており、これらもその多くが主に国内外の中央銀行等による保有となっている。

その他では、募集方式は公募が全体の70%と主流で、また金利形態は固定金利が主流である。なお、カバードボンドの発行期間(満期)

図表5 MBSとカバードボンドの発行ストラクチャー



〔出所〕小林・石井〔2009〕43頁図1を一部改編。

はさまざまではあるが、European Covered Bond Council〔2007a〕によれば、デンマークやルクセンブルクといった例外を除けば一般的には6年から10年が主流となっている。ただし最大発行国のドイツでは発行期間が比較的短いものが多く、発行済みカバードボンドの80%以上が満期5年以下となっている（Verband Deutscher Pfandbriefbanken〔2006〕）。

また流通市場での取引形態としては、伝統的には非上場で電話を利用しての相対取引が主流であった。しかしVerband Deutscher Pfandbriefbanken〔2006〕によれば、2000年代には市場流動性の高いジャンボ債発行額の拡大やITの発達もあり、マルチディーラー・プラットフォームのEuro Credit MTSやEurex Bond、カスタマー・プラットフォームのTrade webやBond VisionおよびBloomberg Trading等を介して行われる取引も活発化した。そして現在までに、相対取引とプラットフォーム取引の割合は、同等かプラットフォーム取引の方が多くなった可能性も指摘されている¹²⁾。

2. カバードボンドの特徴

カバードボンドをMBSと比較すると、次の3点が相違点に挙げられる。すなわちカバードボンドは、①オンバランス型証券化商品であること、②二重りコース型証券であること、および③一定条件を満たしたカバードボンドはEU独自の金融規制等において優遇措置が講じられていること、である。

まず①であるが、一般的なMBS発行の場合、もともと発行体のバランスシートの資産側にあった担保資産（住宅ローン）がオフバランスの特別目的会社（Special Purpose Company: SPC）等に譲渡され、SPC等はそれらを担保にMBSを発行する。しかしカバードボンドの場合、一部の例外を除きこれを発行するのは担保資産を直接保有している金融機関等である。またカバードボンドの場合、担保資産も発行されたカバードボンドも発行体のバランスシート上に残る（図表5）。このような点が、カバードボンドがオンバランス型の証券化商品とされる理由であり、MBSとの大きな相違点

である。

この点は、リスク・マネジメントの観点から大変重要な意味を持つ。すなわち、カバードボンドも MBS も、担保資産には（証券化される前のローン債権段階では）流動性リスク、金利リスク、信用リスク、期限前償還リスク等のリスクがある。しかしローン債権が MBS の担保資産となる場合、それらリスクの多くは証券化される過程で投資家等に移転される。一方、ローン債権がカバードボンドの担保資産となる場合、上記リスクの多くが他に移転されることはない。そのためカバードボンドの発行体は、担保資産の質を高く維持し、積極的にリスクを管理する必要もある。加えて各国のカバードボンドに関する根拠法では、その担保資産は専門機関による監査を受けることになっており、また監督機関等は必要に応じて担保資産の入れ替えを指示する権限を付与されている場合が多い。このようにカバードボンドがオンバランス型証券化商品であることは、証券化商品に内在するリスクを低減する大きな動機となっている。逆に言えば、このようなことによりカバードボンドは投資家保護の色合いが濃く、それゆえ投資家からも高い信用を得ているのである。

なおカバードボンドにおいては、2007年夏以降の世界的な金融危機の背景にあったと指摘されているモラルハザードの発生は抑制されると考えられる。ここでいうモラルハザードとは、主にオフバランス型証券化商品において発生した、証券化後の売却を前提とした証券化モデル (Originate To Distribute) や、それに起因するハイリスク債権 (サブプライムローン等) の過大な証券化等を指す。なぜならカバードボンドの場合、そもそもハイリスク債券を担保とする発行ができず、また例えそのような債権を証

券化してもオフバランス化できないため、証券化してもメリットよりデメリットの方が大きいからである。

次に②についてみていくと、カバードボンドへの投資家は、発行体の破綻やカバードボンドのデフォルトが発生した場合、カバープールと発行体の双方にたいして遡及 (リコース) ができる (Dual Recourse)。すなわちカバードボンドへの投資家は、カバープールにたいする優先弁済権と、残余資産にたいする一般債権者と同順位での請求権を有している (小林・石井 [2008])。これが MBS の場合であれば、現実的にはカバープールにしかリコースができない (Single Recourse)。このような二重のリコース権は、もしもの場合に投資家が負う損失を MBS と比べ軽いものにする。なおカバードボンドは二重リコース権が設定されているため、特に民間で発行される MBS になされているような優先劣後構造による信用補完構造にはなっていないことが一般的である。

上記の①および②は、主にカバードボンドへの投資家にたいするメリットである。しかし裏返せば、これは発行体にとって発行コストおよびその後の維持管理コストの上昇の一因となり、さらに投資家における利回り低下の一因ともなる。このように考えると、カバードボンドは発行体にとって発行時には低コストで資金調達ができる手段ではあるが、発行後のコスト次第では有利なものとは言い切れない部分もある。さらにカバードボンドがオンバランス型証券化商品であることは、発行体からみればバーゼルⅡをクリアするという点ではプラスに作用しない。このような点は、オンバランス型証券化商品の発行が進んでいたアメリカやイギリスで、カバードボンド市場がこれまで進展してこ

なかった要因となった可能性もある。

そして③についてであるが、European Covered Bond Council [2009] および林 [2008] を参考にまとめると、EUにおけるカバードボンドの質に関する基準は「投資信託指令 (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directive: UCITS 指令)」で示されている。また UCITS 適格投資信託は、単独発行体が発行する譲渡可能証券への投資上限を、総資産の5%までと制限されている (UCITS 指令第22条1項)。しかし UCITS 指令第22条4項を満たすカバードボンドに限り、投資上限は同25%に上げられる。実際に引上を行うには各国金融監督当局が事前にEU当局へその旨を通知する必要があるが、同条項を満たすほとんどのEU加盟国はこの通知を行って引上を行っている。また、保険会社が UCITS 指令第22条4項を満たすカバードボンドへ投資をする場合も、「EU生命保険および損害保険指令 (EU Directives on Life and Non-Life Insurance)」により、同条項を満たすものであれば同40%まで投資することが認められている。

さらにEU加盟国では、CRDにおいて一定条件を満たすカバードボンドの場合、これを資産として保有する際のリスクウェイトが20%から10%に引き下げられている。条件とは、① UCITS 指令第22条4項を満たし、②担保資産が明確に定義され、かつ質の高い資産プールで構成され、③ある種の担保資産に関しては別途の制約が確立されており、④(住宅ローンが担保資産の場合)担保資産の評価やモニタリングにおいて一定条件を満たしている、の4点である。このようにEUでは、カバードボンドにたいする優遇措置が複数設けられており、そして

このような措置により発行体においてはカバードボンドを発行するメリットが高められ、また投資家においても投資意欲が高められているのである。なおMBSにはこのような措置は設けられていない。これはEUおよびその周辺国の金融市場ではMBSが一般化していないことを、逆に言えばカバードボンドが一般化していることを表している。

なおバーゼルⅡの標準的手法では、銀行が資産側のバンキング・アカウントにカバードボンドを保有する場合、リスクウェイトは根拠法に基づくものなら10%に下げられており、そうでなければ20%とされている。なお、アメリカの公的MBSは別として、民間金融機関発行のMBSは、シニア部分かメザニン部分等のAA-以上の格付けであれば20%である。また、住宅ローン債権をそのまま資産勘定に残している場合のリスクウェイトは35%である。

Ⅲ. イギリスのカバードボンド市場

ここからは、イギリスのカバードボンド市場が形成された2003年から変化が起きる前年の2007年までの展開を考察する。その後、2008年以降の変化について考察を行う。

1. カバードボンド市場の形成

イギリスで初めてカバードボンドが発行されたのは2003年で、それはHBOS¹³⁾が50億ポンドのストラクチャード・カバードボンドを発行したことによる。それ以降、ノーザンロック(2008年2月に国有化)とブラッドフォード・アンド・ピングレー(2008年9月に国有化、その後分割され売却)が共同でストラクチャード・カバードボンドを発行するなど、他の一部

図表6 イギリスのカバードボンド発行残高・新規発行額

発行残高	金額 (単位:100万ユーロ)						シェア (単位:%)					
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<担保債権別>												
公共セクター	0	0	0	0	0	0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
住宅ローン	5,000	14,959	26,778	50,548	81,964	187,470	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
船舶	0	0	0	0	0	0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
混合資産	0	0	0	0	0	0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<規模別>												
ジャンボ債	5,000	14,250	23,250	45,269	66,774	162,530	100.0	95.3	86.8	89.6	81.5	86.7
非ジャンボ債	0	709	3,528	5,279	15,190	24,940	0.0	4.7	13.2	10.4	18.5	13.3
<募集方式別>												
公募	5,000	14,959	26,778	50,548	81,964	187,470	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
私募	0	0	0	0	0	0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<通貨別>												
ユーロ建	5,000	14,250	24,384	44,884	69,672	76,687	100.0	95.3	91.1	88.8	85.0	40.9
自国通貨建	0	709	2,335	3,127	4,704	102,139	0.0	4.7	8.7	6.2	5.7	54.5
他通貨建	0	0	60	2,536	7,588	8,644	0.0	0.0	0.2	5.0	9.3	4.6
<金利形態別>												
固定金利	5,000	14,959	24,698	48,467	76,515	78,603	100.0	100.0	92.2	95.9	93.4	41.9
変動金利	0	0	2,089	2,081	4,563	108,707	0.0	0.0	7.8	4.1	5.6	58.0
その他	0	0	0	0	886	160	0.0	0.0	0.0	0.0	1.1	0.1
新規発行額												
<担保債権別>												
公共セクター	0	0	0	0	0	0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
住宅ローン	5,000	9,959	11,819	23,770	31,874	104,222	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
船舶	0	0	0	0	0	0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
混合資産	0	0	0	0	0	0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<規模別>												
ジャンボ債	5,000	9,250	9,000	22,019	21,665	89,922	100.0	92.9	76.1	92.6	68.0	86.3
非ジャンボ債	0	709	2,819	1,751	10,208	14,300	0.0	7.1	23.9	7.4	32.0	13.7
<募集方式別>												
公募	5,000	9,959	11,819	23,770	31,874	104,222	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
私募	0	0	0	0	0	0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<通貨別>												
ユーロ建	5,000	9,250	10,143	20,500	24,788	7,753	100.0	92.9	85.7	86.2	77.8	7.4
自国通貨建	0	709	1,626	745	1,841	96,469	0.0	7.1	13.7	3.1	5.8	92.6
他通貨建	0	0	60	2,525	5,245	0	0.0	0.0	0.5	10.6	16.5	0.0
<金利形態別>												
固定金利	5,000	9,959	9,730	23,770	28,424	2,608	100.0	100.0	82.3	100.0	89.2	2.5
変動金利	0	0	2,089	0	2,564	101,455	0.0	0.0	17.7	0.0	8.0	97.3
その他	0	0	0	0	886	160	0.0	0.0	0.0	0.0	2.8	0.2

[出所] European Covered Bond Council [2009] p.383.をもとに作成。

の金融機関でもこれに追随する動きがあり、イギリスのストラクチャード・カバードボンド市場には一定の拡大がみられた。

European Covered Bond Council [2008]によると、2007年末時点までのイギリスのカバードボンド発行残高は約820億ユーロ(約580億ポンド)であった(図表6)。このことから、イギリスのカバードボンド発行残高は、発行が開始されて以降の4年間で11倍以上に増加したことがわかる。ただし先述のとおりイギリスにお

けるカバードボンド発行残高は、ヨーロッパ全体からみれば大きい方とはいえない。また European Mortgage Federation [2009]によれば、カバードボンド発行残高が名目GDPに占める割合をみても2007年末時点ではイギリスは約4%であるが、ドイツが約37%、スペインが約27%、フランスが約11%となっており、カバードボンドの発行が活発な諸国と比較するとイギリスの水準は低い。このようなことから、イギリスのカバードボンド市場は2007年末時点

ではまだ発展途上であったといえる。

一部繰り返しになるが、イギリスでカバードボンド市場の発展が進まなかった主な要因には次の2点が挙げられる。すなわち、①イギリスではこの時期までカバードボンドに関する特別法が整備されていなかったこと、②住宅ローンの証券化商品としてはMBSが主流となっていたこと、である。①については次節で詳しく述べることにし、ここでは②について詳しく考察する。

イギリスで初めてMBSが発行されたのは1987年であった¹⁴⁾。その後のMBS市場は拡大を続け、1990年代初めに限ってはイギリス経済の不況下で一時的に停滞したものの、1997年以降は再び拡大を始めた。特に2004年以降は大手銀行による発行額の増加もあり、発行残高は急速に増加した。その結果、2007年末までに貸出済み住宅ローンの20%近くがMBSとして証券化された。そしてイギリスMBS市場は、現在までにヨーロッパでは最大で、世界でもアメリカに次ぐ第2位の規模となった。

一方、イギリスを除くヨーロッパ諸国では、イギリスでMBSが初めて発行された1987年より前からカバードボンドが発行されていた。カバードボンドはドイツのファンブリーフが起源とさるが、しかしドイツで本格的にファンブリーフの発行額が拡大し世界的に認知されるようになったのは、1995年のジャンボ債の導入以降であった。すなわちジャンボ債の導入により、ファンブリーフは市場における流動性が増して投資家も多様化し、また多国籍化した。さらに同時期のITの進歩により電子取引システムが構築され、取引にかかる手間が減ったこともこれを後押しした。それに加え、1999年のユーロ導入以降を意識し、この前後にはヨー

ロッパ各国でファンブリーフと同様の債券、すなわちカバードボンドを発行することができるよう根拠法の整備が進んだ。このようにして、「ドイツのファンブリーフ」は、1990年代後半になり「ヨーロッパのカバードボンド」へと一般化し、また市場も急速に拡大した(河村[2008], Verband Deutscher Pfandbriefbanken [2004], [2009])。

なお、このようなヨーロッパのカバードボンド市場の展開はイギリスMBS市場の展開と重なる部分も多い。言い換えれば、イギリスにおける住宅ローン債権等の証券化の手段としては、カバードボンドとMBSという2つの手段があったということである。しかし現実から見れば、イギリスでは多くの金融機関がMBS発行を優先したためMBS市場は拡大し、一方でカバードボンド発行と市場拡大は限定的だった。

ところでこの時期のイギリスでは、金融機関側からのカバードボンドに関する特別法の整備への要請は強いものではなかった。これは、イギリスの法体系が慣習法体系であることも一因にあると考えられる。すなわち新種の金融商品を開発・販売する際に新たに立法を必要とする大陸法体系と異なり、イギリス法が属する慣習法体系ではそれを必要としない。そのため頻繁にイノベーションが起こる証券市場の発達には、慣習法体系は適合的なのである。そしてそれにより、イギリスでは根拠法がなくともストラクチャード・カバードボンドの発行が可能であったのである。このようなことから、イギリスにおいては法の整備への要請は強くはならなかった。

ちなみに企業財務制度研究会編[1992]によれば、フランスで1991年に、ドイツでは1995年

にMBS発行が開始された。しかし2010年6月時点における両国の同市場は依然として小さく、発行残高もカバードボンドよりずっと少ない。またこのようなことは、ヨーロッパの多くの国にも当てはまる。これについては家計貯蓄率の高低による資金集中部門の違いにより説明されることもあるが、現実的には(特にドイツは)経路依存性によるものと考えるべきではないか。

ところで先に述べたように、イギリスのカバードボンド発行は2003年のHBOSによる50億ユーロ(約36億ポンド)のストラクチャード・カバードボンド発行に始まる。具体的には、この年にHBOSが2件のストラクチャード・カバードボンドを発行し、発行額はそれぞれ30億ユーロと20億ユーロであった。ちなみに、ストラクチャード・カバードボンドの発行自体もこれが世界初であった。イギリスでストラクチャード・カバードボンドの発行が可能であったのは、このときまでにイギリスでもMBS市場が一定の拡大を見せるなど、住宅ローン債権の証券化技術と経験が蓄積されていたこともあるが、より大きかったのは、先に述べたとおりイギリス法が慣習法体系であったことである。

イギリスのストラクチャード・カバードボンドについてより詳しく述べると、通常のカバードボンド発行のスキームでは、先に述べたように担保資産は発行後も発行体のバランスシート上に残る。しかしバランスシート上に担保資産をブックしたまま担保権を設定するには、発行体破綻時に別除権が確保されるスキーム(資産分離)が必要となる。そのため通常はカバードボンドに関する特別法が設けられ、別除権が破産法に優越する権利が与えられる¹⁵⁾(小林・石

井[2008])。しかしHBOSがこの時発行したストラクチャード・カバードボンドは、根拠法に基づくものではなかった。そのため発行スキームはイギリス契約法に基づき通常とは異なる形式で構築した。これは大陸法体系のヨーロッパ諸国では不可能なことであったが、しかしHBOSのストラクチャード・カバードボンドは格付機関から高格付けを得た。その結果、ストラクチャード・カバードボンドは金融商品としての信頼感を高めることとなり、イギリス以外の国(例えばオーストリア)でも発行されるようになった。ただし既に述べたとおり、現在においては一部の国のみで発行されているに過ぎず、また発行残高も少ない。

なお、2003年以降イギリスでは2007年末までストラクチャード・カバードボンドが発行されていたが、そのスキームおよび特徴は次のようなものであった。すなわち担保資産のオリジネーターがストラクチャード・カバードボンドの発行体となる一方、担保資産はオリジネーターのSPCである有限責任事業組合(Limited Liability Partnership: LLP)形態の子会社に譲渡し、LLPは万が一の場合にはストラクチャード・カバードボンドを保証するという形式である。なおLLPは発行体の100%子会社であるため、担保資産は発行体のバランスシート上に残る。このようなスキームは現在も基本的に引き継がれており、そのためイギリスのカバードボンドは、根拠法が整備された現在においても新種のカバードボンドと見られている。

2. 2008年カバードボンド規制法の成立

イギリスでカバードボンドに関する法整備について具体的な動きがあったのは、2004年のことであった。これについて斉藤[2005]等を参

考にまとめると、この前年の2003年4月、当時のブラウン財務大臣（前首相）は、ロンドン大学インペリアル・カレッジのデビット・マイルズ教授にたいし、イギリスの住宅ローンにおいて長期固定金利型商品が一般的ではないのはなぜか、およびその改善策についてのレポートを求めた。そしてマイルズ・レポートでは、イギリスでもカバードボンドの法整備をすることの必要性について言及された。そしてそれ以後、イギリスでもカバードボンドに関する法整備について議論が行われるようになった。

このようなレポートが求められた背景には、政府がイギリスの住宅価格の変動が大きいこと、イギリスで主流の変動金利住宅ローンでは住宅ローン借入者は金融政策の影響強く受けること、アメリカで進展している住宅ローン債権の証券化をイギリスで進めるには変動金利住宅ローンは適さないことなどを問題視していたことがあった。

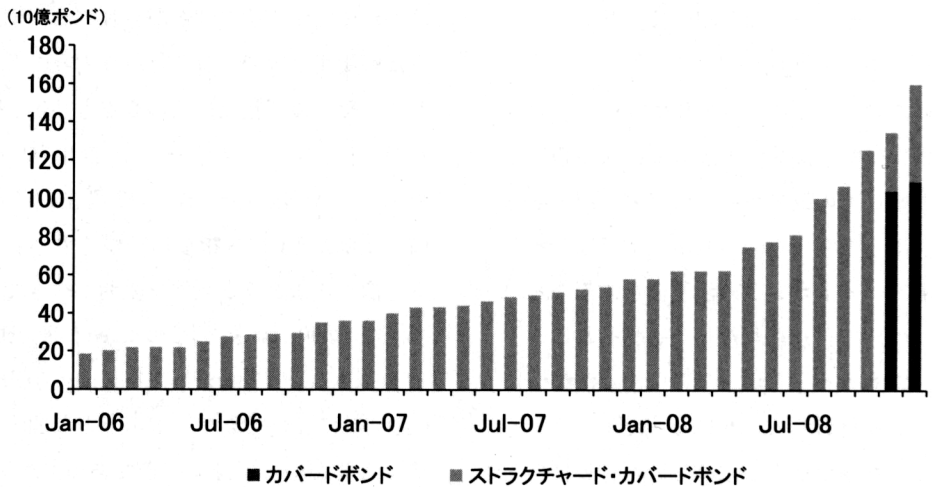
マイルズ・レポートについて概要を述べると、マイルズ教授は2003年12月9日に中間報告を、2004年3月16日には最終報告を公表した¹⁶⁾。マイルズ・レポートの調査対象はカバードボンド市場ではなく住宅金融市場全般で、特に変動金利住宅ローンに関する内容であった。そのためカバードボンドについての記述は限定的であった。しかしマイルズ教授は最終報告のなかで、イギリスにおいて長期固定金利住宅ローンが一般的でない理由のひとつに、イギリスではカバードボンドに関する法整備が進んでいないことを挙げた。すなわち、イギリスの住宅ローンの貸手は長期資金の調達困難により長期固定金利住宅ローンの貸出を拡大させることが難しくなっており、これを解決するにはドイツのような長期債（カバードボンドを指す）の

市場を拡大すべきであるが、しかしイギリスではこれに関する法整備がなされておらず、この点は解決すべきである、という内容であった。さらにマイルズ教授は次の2点も勧告した。それは、「勧告：金融サービス機構（Financial Services Authority: FSA）は現在のイギリス破産法制がUCITS指令に基づくカバードボンドを認めるかどうか見解を表明すべきである」、「勧告：政府は、バーゼルに基づくEU指令（The New Capital Adequacy Directive: CAD3）においてカバードボンドに関する特別法は必要ないと保証すべきである」、というものであった¹⁷⁾。いずれの勧告も、カバードボンド発行に関する障壁や制限を除去すべきのものであった。

2006年2月、FSAは財務省や関係機関とそれまで行っていた議論をもとに、イギリスにおいてもEU指令等の順守が可能なカバードボンドに関する特別法の整備を行う方針を発表した。そして2007年7月、財務省とFSAは共同で「イギリス公認カバードボンドの法的枠組みに関する提案（Proposals for a UK Recognized Covered Bonds Legislative Framework）」を発表した。この提案は実質的な法案で、一部変更の後、「2008年カバードボンド規制法（Regulated Covered Bonds Regulations 2008）」（以下、2008年法）として正式に法制化され、2008年1月1日に発効することが決定した。なお同法は、その後の世界的な金融市場の混乱等もあり、発効が2008年3月6日に延期されることとなった。しかしいづれにしても同法の発効により、イギリスでも根拠法に基づくカバードボンドである Regulated Covered Bonds が発行されることとなった¹⁸⁾。

なお2008年法は、これまで発行体がとってき

図表7 イギリスにおけるカバード債券発行残高



〔出所〕 European Covered Bond Council [2009] p323.

た発行スキームを特別法によりあらためて根拠付けるというものであった。そのためすでにストラクチャード・カバード債券の発行を行っていた発行体は、それまでの発行スキームを大きく変更する必要はなかった。また2008年法の成立により、イギリスのカバード債券も先に述べたEUの金融規制等における優遇措置を受ける対象に含まれた。その結果、イギリスのカバード債券発行残高は2008年以降に急速に増加した（図表7）。

以上述べてきたように、イギリスのカバード債券市場は2008年法の成立を境に大きく変化した。ただしその歴史は、ストラクチャード・カバード債券が発行されていた時期も含めても市場形成から10年未満であり、すなわち比較的新しい市場なのである。

IV. イギリスにおけるカバード債券市場の新展開

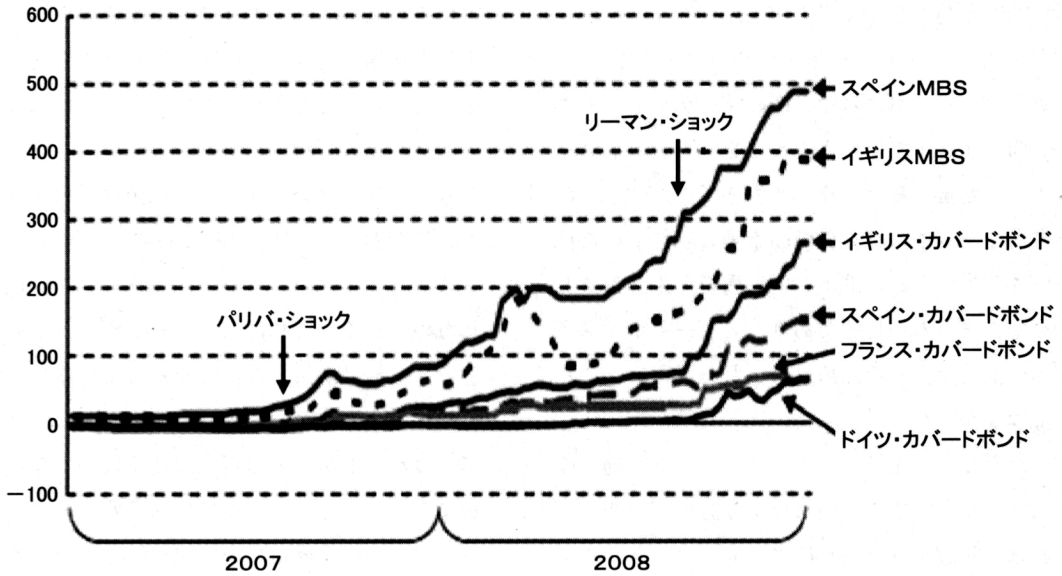
ここからは、2008年法発効以降のイギリスにおけるカバード債券市場の新展開について考察を行うが、まずは同時期に深刻化していた世界金融危機下のヨーロッパおよびイギリスのカバード債券市場について概観し、その後にイギリスのカバード債券市場の新展開について考察する。

1. 世界金融危機と世界のカバード債券市場

2007年8月に顕在化したサブプライム危機は、2008年9月のリーマン・ショックを経て、世界金融危機と呼ばれる状況へと深刻化した。また世界の金融市場および証券化商品市場は大きく停滞した。そして2010年6月現在も、回復は限定的である。

図表8 カバードボンドとMBSのアセット・スワップ・スプレッドの国際比較

(ベースポイント)



〔出所〕河村 [2009]. p.60.をもとに作成。

(注) カバードボンドおよびMBSは全て住宅ローン債権を担保としたもの。

一連の金融危機下では、ヨーロッパでも多くの国で住宅市場および住宅金融市場が停滞した。なかでもイギリスやスペインなど、高水準の住宅バブルが生じていた国における停滞は著しく、例えばイギリスの住宅価格は、2007年末までは前年同月比では上昇していたものの、前月比では大きく下落し、また2008年以降は下落幅も拡大した¹⁹⁾。さらに実体経済の悪化もあり金融機関は新規住宅ローン貸出に慎重となり、住宅価格が下落したにもかかわらず貸出額は減少した。加えて住宅ローン返済の延滞率や住宅差押え率も上昇した。

それでは世界金融危機下において、カバードボンド市場およびMBS市場はどのような状況であったのだろうか。図表8は、この時期のヨーロッパ主要国の両市場における、アセッ

ト・スワップ・スプレッドを比較したものである。これによると、パリバ・ショック以前はカバードボンドおよびMBSのスプレッドはともに低水準で推移していた。しかしパリバ・ショックを機に両者のスプレッドは異なる動きを示すようになった。すなわち両市場ともスプレッドは拡大傾向ではあるが、カバードボンドのスプレッドはMBSのそれよりも拡大幅がずっと小さい。ドイツで発行されたものに限ってみれば、ほぼスプレッドは拡大していない。一方で、MBSのスプレッドはパリバ・ショック以降急速に拡大し、リーマン・ショックの時期までにスペインMBSで300bp、イギリスMBSは100bp代後半にまで広がった。このように、パリバ・ショックからリーマン・ショックまでのカバードボンド市場の状況は、良いと

は言えないまでも MBS よりはずっと安定的であった。

2007年11月21日に ECBC が、カバードボンド市場のボラティリティーの高さを危惧し、ヨーロッパにおける銀行間のマーケットメイクを同月26日まで停止することをマーケットメーカーに勧告するということがあったが²⁰⁾、これもあくまで他の証券化商品市場に生じていた投げ売り等がカバードボンド市場でも生じることを防止するのが目的であり、カバードボンド市場に混乱が生じたため対応をとったということではなかった。

ただし、イギリスのカバードボンド市場ではスプレッドが他国の同市場よりも広がった。これは、2007年9月14日にノーザンロックがイングランド銀行から緊急流動性供給を受けたことも関連していると思われる。すなわちノーザンロックが流動性危機に陥ったことを受け、同日に大手格付機関のフィッチと S&P がノーザンロックの信用格付けを1ノッチ引き下げたが、ノーザンロックはイギリスのカバードボンド市場では一定のプレゼンスを示していたため、これによる市場の混乱を危惧したマーケットメーカーが、イギリスにおけるカバードボンド取引を一時的に停止した²¹⁾。また同時期には、ムーディーズがノーザンロック発行のカバードボンドの格下げを検討していると報道された（翌年2月にノーザンロックが国有化されると、実際に格下げが行われた）。さらにそれ以前からイギリスでは多くの金融機関で損失が拡大しており、また通常時から低い MBS 等の証券化商品の流通市場における流動性がさらに低下していた。そのため投資家はまだ機能していたカバードボンドの流通市場でこれを売却して準備を増やすなどの行動を取っていた。結果として、イ

ギリスのカバードボンド市場は売り注文主導の取引が活発化し、ボラティリティーも高まっていたのである。このようにイギリスのカバードボンド市場にかぎっては2007年時点でも混乱が生じていたこともあり、スプレッドも他国よりも大きく拡大したのである。

しかしリーマン・ショック以後は様相が異なる。すなわち、MBS のみならずカバードボンドのスプレッドもヨーロッパ全体で急速に拡大したのである。これは、カバードボンド市場においても混乱が生じたことを示している。しかしながらヨーロッパの多くの金融機関にとって、カバードボンドは資金調達手段および投資資産として大きな位置づけにあった。そのためヨーロッパの金融市場を安定させるという意味では、カバードボンド市場を安定させることも重要なことであった。それもありヨーロッパ中央銀行 (Europe Central Bank: ECB) は、2009年5月に「カバードボンド買取りプログラム (Purchase programme for covered bonds)」の実施を発表し、6月4日にはこのプログラムの詳細を発表した。概要としては、AA かそれと同等格付けのユーロ建てカバードボンドを、ECB が2010年6月までに600億ユーロ買い取るというものであった。ただし600億ユーロという規模は、ヨーロッパのカバードボンド発行残高の4%程度で、また名目 GDP の1%以下であった (中村 [2009])。アメリカやイギリスの資金供給額 (資産買取り額) が、名目 GDP 比で10%前後であったことと比較すると、この金額はずっと小規模であった。このように考えると、このプログラムの効果は限定的であろう。

なお、この時期にカバードボンド市場が停滞した要因には、各国政府が異例の危機対応の一環として、銀行負債に政府保証を付与したこと

も挙げられている。すなわち、カバードボンドが国債並みの安全性を有しているがために投資していた投資家が、より安全な政府保証付き銀行負債へ投資先を変化させたために、カバードボンドの流通取引が停滞した、というものである(河村 [2009])。しかしいずれにしても、世界金融危機が深刻化する過程において、デフォルトの発生や発行済み MBS 価格の大幅下落もあり新規発行が事実上不可能となっていた MBS とは異なり、カバードボンドにはデフォルトは発生せず、以前よりは小規模ながらも一定規模で新規発行が継続され、それにはジャンボ債も含まれていた。

2. イギリスのカバードボンド市場の新展開

2007年夏以降、世界金融危機下において一時的に停滞したイギリスのカバードボンド市場であったが、しかしその点を考慮しても2008年法の成立後のイギリスのカバードボンド市場は、それまでと比較すれば大きく拡大し、新たな展開をみせている。

European Covered Bond Council [2009]によると、2008年末時点のイギリスのカバードボンド発行残高は約1,650億ポンド(約1,875億ユーロ)となった。この規模は、2007年末時点の発行残高の2倍を超える規模であった(図表6)。また新規発行額も、2008年は1,000億ユーロを超え、2007年の約320億ユーロの3倍以上となった。さらにイギリス名目 GDP に占めるカバードボンド発行残高の割合も2008年末には10%を超え、2007年より大きく増加した。そして2009年上半期には年間の過去最大件数である26件のカバードボンド発行が行われた(European Covered Bond Council [2009])。

このようなイギリスのカバードボンド市場の拡大には、当然ながら2008年3月に2008年法が発効したことが大きく影響したと考えられる。すなわちイギリスで発行されたカバードボンドのうち2008年法を順守するものには、EUの金融規制下の優遇措置が適用されるようになったため、UCITS 適格投資信託や保険会社においては、イギリスのカバードボンドへの投資上限を5%から25%へと大幅に拡大することが可能となった。さらに2008年法の発効により CRD に規定されているイギリスのカバードボンドのリスクウェイトが20%から10%へと引き下げられ、これも投資家のイギリスのカバードボンド保有を積極化させたと考えられる。また外部要因としては、2008年後半以降の世界的な金融危機の深刻化の原因の一因に、オフバランス型証券化商品である MBS や CDO の市場における停滞があったが、これらの市場には一定の回復はみられるものの依然として不信感が強く、投資家においてはこれらへの投資を控える傾向が継続したこともあったであろう。このようにイギリスのカバードボンド市場は、内部要因としては2008年法の発効、外部要因としてはオフバランス型証券化商品市場の停滞および不信感を背景に拡大した。

2008年以降のイギリスのカバードボンド市場の概要について、図表6により具体的にみると、発行規模別ではジャンボ債の占める割合が増加した。これはイギリスのカバードボンドへの投資額が大規模化することや、流通市場における流動性を意識してのことであると考えられる。また発行通貨別ではポンド建ての新規発行額が急速に増加した。2007年までイギリスでも主流であったユーロ建て発行は、残高ベースでは増加したものの、新規発行額では大きく減少

図表9 イギリスのカバードボンドへの投資家

投資家	割合
銀行	41.1%
投資ファンド	23.6%
中央銀行	14.1%
年金基金	7.5%
保険会社	5.3%
ヘッジファンド	0.7%
エージェンシー	0.4%
個人	0.4%
企業	0.2%
その他	6.7%

[出所] HM Treasury [2008b] .p.11.

した。また金利形態に関しては、2007年までは他のヨーロッパ諸国に合わせた固定金利での発行が主流であったが、2008年以降は変動金利での発行が中心となっている。これは、カバードボンドの担保資産であるイギリスの住宅ローンのほとんどが変動金利であることと関連していると考えられる。

さらに2008年法では、カバードボンドの発行体は、イギリス国内で規制されている業務を行っており、またイギリス国内に登記上の事務所があり、さらにFSAが設定した追加要件を満たす公認金融機関に限定されている。現実的には、アビーナショナル（スペインのサンタンデル傘下）、アライアンス・アンド・レスター（同サンタンデル傘下）、パークレイズ、BOS（Bank of Scotland、現在ロイズ・バンキング・グループ傘下）、HSBC、リーズ住宅金融組合、ネーションワイド住宅金融組合、ヨークシャー住宅金融組合が主な発行体となっている。ちなみに2007年まではノーザンロックも主な発行体のひとつであったが、2007年9月に流

動性危機に陥り、2008年2月には国有化されたため2010年6月時点では発行を停止している。

なおイギリスのカバードボンドへの主な投資家は、HM Treasury [2008b]によれば銀行である。銀行の保有割合は全体の41.1%となっている。そして投資ファンドが23.6%、中央銀行が14.1%と続く（図表9）²²⁾。ヨーロッパ全体で見ればカバードボンドの投資家として大きなプレゼンスを示している年金基金および保険会社は、イギリスにおいては7.5%、保険会社は同5.3%と低い。そして投資家を国籍別（地域別）にみるならば、北欧諸国²³⁾が全体の23.7%と最も多く、ドイツ／オーストリアが同23.1%、フランスが14.7%、イギリス／アイルランドが12.5%と続く（図表10）。このように、イギリスのカバードボンドへの投資家としては、主にイギリス外のヨーロッパ系銀行や投資ファンドのプレゼンスが高い。

この点は、同じ住宅ローン債権の証券化商品であるMBSと比較すると大きく異なる。HM Treasury [2008b]によると、イギリスMBSへ

図表10 イギリスのカバード・債券への投資家（国籍別）

投資家	割合
北欧諸国	23.7%
ドイツ	23.6%
フランス	14.7%
イギリス/アイルランド	12.5%
ベルギー/オランダ/ルクセンブルグ	9.1%
アジア	2.9%
イタリア	2.3%
スイス	1.8%
アメリカ	1.1%
スペイン	0.4%
その他	8.0%

〔出所〕 HM Treasury [2008b] .p.11.

の投資家としてプレゼンスが高いのはマネー・マーケット・ファンド（MMF）で、その保有割合は全体の42.0%であった。そしてこれらは主にアメリカ系と思われる。それに続くのは銀行で、同35%であった。しかしイギリスのカバード債券への投資国としては、アメリカは全体の1.1%と少ない。これは、アメリカではカバード債券が一般化していないことが要因であると考えられる。すなわちアメリカのカバード債券発行残高は2008年末時点では130億ユーロ未満で、GDPに占める割合も0.1%であり、このようにアメリカではカバード債券が一般化していなかったことから、カバード債券への投資国としてもプレゼンスが低かったのである。このことは、カバード債券が一般化しているヨーロッパ諸国の多くが、イギリスのカバード債券への投資家となっていることから判断できよう。

さらにアメリカの投資家がカバード債券への投資に積極的ではなかった理由として、カ

バード債券の利回りの低さも関係していると考えられる。すなわちMBSもカバード債券も住宅ローン債権が担保資産である点は同じであり、双方とも高格付けの商品は多数に存在していた。しかしカバード債券は安全性がより高く、それにより利回りも国債より若干高いという水準であった²⁴⁾。MBSの利回りに関するデータは入手が困難であるが、カバード債券よりも高かったことは確かであろう。そのため同じ住宅ローン債権の証券化商品であり同様に高格付けを得ているのであれば、投資家としては利回りの高いMBSへの投資額を増加させることは自然である。またこのような傾向は特にアメリカでは強いため、アメリカの投資家の多くはカバード債券への投資には積極的にならなかったのであろう。ちなみにこのような傾向は、イギリスの投資家においても同様であるといえよう。

なお、イギリスにおけるカバード債券の流通市場取引についてであるが、他のヨーロッパ

諸国同様に、一般的には電話を介した相対取引を中心に行われている。先に述べた電子取引システムを介した取引も行われているが、ただし流通市場での取引額はそもそも大きくない。

V. 結論およびインプリケーション

本稿では、ヨーロッパおよびイギリスのカバードボンド市場について考察した。以後は、これまで述べた内容をまとめ、今後へのインプリケーションを導くことでむすびとしたい。

カバードボンドはヨーロッパを中心に発行されている、国債並みの安全性と信用力を有するオンバランス型証券化商品であった。イギリスでは2003年に初めて発行されたが、以後のカバードボンド市場はそれほど拡大しなかった。しかし2008年の根拠法の整備以降、同市場は拡大傾向となっている。

また、2007年夏以降の世界金融市場の混乱のもと、MBS等のオフバランス型証券化商品市場は大きく停滞し、それが金融市場の混乱を深刻化させた面もあった。しかし、オンバランス型証券化商品であるカバードボンド市場の状況に関しては、決して良いとは言えないながらも一定の安定を維持していた。それもあり、これまでMBS等が国内証券化商品市場の中心であったイギリスでもカバードボンド市場を拡大させ、それにより特に住宅金融市場の回復を後押ししようとする動きが生じている。

イギリスでは2003年からストラクチャード・カバードボンドが発行されていたが、同市場が拡大しなかった要因には、これが、根拠法に基づいて発行されたものではないこともあった。すなわち、カバードボンド市場が進展している国ではカバードボンドに関する特別法や一般法

内でこれに関する規定が整備されており、またそのような国で発行されているカバードボンドにはEUの金融規制等において優遇措置がなされていた。しかしイギリスにはそのような根拠法が整備されていなかったためイギリスでは、2004年のマイルズ・レポートにおける勧告もあり、2008年にはカバードボンド規制法が整備された。そしてこれが、2008年以降のイギリスのカバードボンド市場の拡大に寄与した。

ただし、カバードボンド市場を政策的に急いで拡大させるとすれば、これに問題がないわけではない。カバードボンドはこれまで繰り返し述べてきたとおりオンバランス型の証券化商品である。そのため、今後イギリスで政策的にカバードボンド発行額を無理に拡大させていこうとすれば、金融機関はそれに見合う自己資本を積む必要が生じる。場合によっては、金融機関はオフバランス化している資産を再びバランスシートに戻さなければならなくなる。そうになると、金融機関は増資や保有資産の売却により準備を増やす必要も生じる可能性もある。しかし金融危機を経て金融機関の保有している資産には損失が発生している場合が多い。そしてそのような資産を売却するとなると、金融機関は損失を確定することにもつながり、これは新たな信用不安の火種になる可能性もある。

また、2010年6月時点においてイギリスのカバードボンド発行は活発化しているものの、この傾向が今後にもMBS市場等が安定を取り戻した際にも続くかどうかは疑問が残る。特にパーゼルⅡのもとでは、金融機関には自己資本比率を向上させる動機が強く、当然イギリスでもこの傾向は同様である。そのため、今後これら市場が安定を取り戻した際には、金融機関はカバードボンドの発行を減少させ、オフバラン

ス型証券化商品の発行を再び拡大させる可能性もある。これに伴い投資家も利回りのより高いオフバランス型証券化商品へ資金をシフトさせることになる。カバード債券の流通市場においては価格下落などの混乱が生じるリスクもある。

さらに、イギリスに加えアメリカにおいてもカバード債券市場の拡大方針が政府より表明されている。アメリカの住宅金融市場は世界的に見ても大規模であり、アメリカでカバード債券市場が拡大すればそれだけ世界の住宅金融市場および証券化商品市場に大きな影響を与えることとなる。そして先に述べたようなリスクは、アメリカにも当てはまる部分もあることから、これらのリスクは両国の金融市場および証券化商品市場に留まらず世界的なリスクとなりうる。そのように考えれば、このようなリスクを事前に認識し、そして現実に顕在化させないための方策に関しても議論される必要もあろう。

今後も、イギリスも含めヨーロッパやアメリカにおいてカバード債券市場の拡大が続くかどうかは、現在のところ判断が難しい。しかし先に述べたリスク等をクリアしながら市場の拡大が継続するのであれば、住宅金融市場の安定化にとってプラスに作用するであろう。その意味でも、新展開をみせているイギリスのカバード債券市場の動向は注目する意義が高い。

注

- 1) イギリス財務省のホームページを参照。(http://www.hm-treasury.gov.uk/d/si_coveredbonds_030708.pdf)
- 2) 主な基準等は、ヨーロッパ・カバード債券協会による「必須事項 (Essential Features)」に示されている。
- 3) パーゼルⅡを基に作成されたEU独自の自己資本比率規制。2006年に採択され、2007年に発効した。

- 4) ヨーロッパ・カバード債券協会による[2009]によれば、カバード債券の90%以上は代表的な格付け機関からAAAの格付を得ている。また実際、1980年代から2008年までのデフォルト率は、投資適格債として最も低いBBBであっても0.24%~0.58%であり、AAAであればほぼ0%である。
- 5) European Securitization Forum [2009] p.6.より。なお、この大半がイギリスで発行されたMBSである。
- 6) European Securitization Forum [2009] p.7.より筆者計算。なお基となるデータの性質上、証券化商品にはABS(自動車ローン、クレジットカードローン、無目的ローン、学生ローン等)、CDO、CMBS、RMBS、WBS(Whole Business Securitization)が含まれる。
- 7) European Covered Bond Council [2009]によると、ベンチマーク・カバード債券の39%が投資ファンドによる保有であることから推測できる。
- 8) この分類は公式に定義されたものではないが、カバード債券市場で一般的に用いられている分類である。
- 9) アメリカでは2006年に初めてストラクチャード・カバード債券が発行された。ただし規模は少額であった。
- 10) 全体の0.1%ではあるが、ドイツとデンマークでは船舶向けローンを担保とするカバード債券が発行されている。なおイギリスも含め、船舶向けローンを担保とするカバード債券の発行が法的に認められている国は多数存在する。
- 11) 詳しくは European Covered Bond Council [2007a] pp.49.-pp.59.を参照。
- 12) Verband Deutscher Pfandbriefbanken [2006]によると、2006年時点では相対取引が60%、プラットフォーム取引が40%であった。
- 13) ハリファックスとバンク・オブ・スコットランドが2001年に合併して誕生。2008年、ロイズTSBに救済合併されロイズ・バンキング・グループ(ロイズBG)傘下になった。
- 14) イギリスのMBS市場については、築田 [2008]・[2009]を参照されたい。
- 15) このことが、カバード債券に関する特別法が必要な理由でもある。
- 16) マイルズ・レポートに関しては、斉藤 [2005] が詳しい。
- 17) いずれの勧告も Miles [2004] p.78.より。訳文は筆者による。
- 18) イギリス公共セクター情報局 (Office of Public Sector Information: OPSI) より。(http://www.opsi.gov.uk/si/si2008/ukxi_20080346_en_1)
- 19) 世界金融危機下のイギリス金融市場および金融業界再編については、斉藤・築田 [2008]、築田 [2008]・[2009]を参照されたい。
- 20) ロイター通信イギリス電子版による。(http://uk.reuters.com/article/idUKL1472911720070914?sp=true)
- 21) ヨーロッパ・モーゲージ連合 (Europe Mortgage Federation) による。(http://www.hypo.org/DocShareNoFrame/docs/2/IAJJFANBPKKJGPEIAELKA BNHPDB39DBYCYTE

4Q/EMF/Docs/DLS/2007-00281.pdf)

- 22) 各部門の国籍に関しては明らかにされていないものの、ドイツ、フランス、イギリス、北欧諸国が大部分を占めていたと考えられる。
- 23) HM Treasury [2008b]では Nordics と表現されている。これらの具体的な国名までは示されていないが、一般的にはデンマーク、ノルウェー、フィンランド、アイスランド、スウェーデンを指すため、ここでもこの5か国であると考えられる。
- 24) ただし、2008年法成立前までのイギリスではストラクチャード・カバードボンドのみの発行であったことから、通常のカバードボンドよりは信用力が低くなり、その分利回りも高かった面はある。

参 考 文 献

・ 日本語文献

- 河村小百合 [2009] 「カバードボンド—グローバル金融市場における金融仲介機能回復に向けて—」, 『Business & Economic Review』2009年3月号, 日本総合研究所。
- 企業財務制度研究会編 [1992] 『証券化の理論と実務』, 中央経済社。
- 小林正宏 [2008] 「デンマークの住宅金融市場について」, 『季報 住宅金融』2008年度秋号, 住宅金融支援機構。
- 小林正宏・石井崇樹 [2008] 「ヨーロッパのカバードボンド市場の動向」2008年度冬号, 住宅金融支援機構。
- 斉藤美彦 [2005] 「イギリス住宅金融とマイルズ・レポート」, 『証券経済研究』第50号, 日本証券経済研究所。
- 斉藤美彦・築田優 [2008] 「ノーザンロック危機と監督機関の対応」, 『証券経済研究』62号, 日本証券経済研究所。
- 中村正嗣 [2009] 『みずほ欧州経済情報』2009年5月号, みずほ総合研究所。
- 日本証券経済研究所 [2008] 『ヨーロッパの証券市場 (2009年版)』, 日本証券経済研究所。
- 林宏美 [2008] 「規模の拡大と多様化が進展するカバードボンド市場」, 『資本市場クォーターリー』2008年春号, 野村資本市場研究所。

築田優 [2009] 「世界金融危機とイギリス住宅金融市場」, 『獨協経済研究年報』第18号, 獨協大学経済学会。

築田優 [2008] 「イギリスにおける住宅ローン担保証券 (MBS) 市場の展開」, 『証券経済研究』第64号, 日本証券経済研究所。

・ 英語文献

- Bank for International Settlements [2007] *International banking and financial market developments*, BIS Quarterly Review, September 2007.
- Miles, D [2004] *The UK Mortgage Market: Taking a Long-Term View: Final Report and Recommendations*, March 2004.
- Miles, D [2003] *The UK Mortgage Market: Taking a Long-Term View: Interim Report*, December 2003.
- European Central Bank [2008] *Covered bonds in the EU financial system*, December 2008.
- European Covered Bond Council [2009] *European Covered Bond Fact Book 2009*, September 2009.
- European Covered Bond Council [2008] *European Covered Bond Fact Book 2008*, August 2009.
- European Covered Bond Council [2007a] *European Covered Bond Fact Book 2007*, September 2007.
- European Covered Bond Council [2007b] *ECBC '8-to-8' Market-Makers & Issuers Committee Statement*, 21. November 2007.
- European Securitization Forum [2009a] *ESF Securitisation Data Report Q1: 2009*, June 2009.
- European Securitization Forum [2009b] *ESF Securitisation Data Report Q3: 2009*, December 2009.
- European Securitization Forum [2009c] *ESF Securitisation Data Report Q4: 2008*, February 2009.
- Europe Central Bank [2008] *Covered Bonds in*

the EU Financial System, December 2008.

European Mortgage Federation [2009] HYPO-STAT 2008 A review of Europe's mortgage and housing markets, November 2009.

Financial Services Authority [2009] The Turner Review. A regulatory response to the Global banking crisis, March. 2009.

HM Treasury [2008a] The Regulated Covered Bonds (Amendment) Regulations 2008, March 2008 (http://www.hm-treasury.gov.uk/d/si_coveredbonds_030708.pdf).

HM Treasury [2008b] Mortgage Finance: interim analysis, July 2008.

HM Treasury [2008c] Mortgage Finance: final report and recommendations, November 2008.

HM Treasury [2008d] Proposals for a UK Regulated Covered Bonds legislative framework: summary of responses and final Impact Assessment, February 2008.

HM Treasury and Financial Services Authority

[2007] Proposals for a UK Recognized Covered Bonds legislative Framework, July 2007.

Securities Industry and Financial Market Association [2009] *1st Annual European Covered Bond Investors' Survey*, European Covered Bond Dealers Association an Affiliate of SIFMA, May 2009.

• ドイツ語文献

Verband Deutscher Pfandbriefbanken [2009] Der Pfandbrief 2009/2010, Juli 2009.

Verband Deutscher Pfandbriefbanken [2008] Der Pfandbrief 2008/2009, Juli 2008.

Verband Deutscher Pfandbriefbanken [2006] Der Pfandbrief 2006, August 2006.

Verband Deutscher Pfandbriefbanken [2004] Der Pfandbrief 2004, August 2004.

(獨協大学大学院経済学
研究科博士後期課程)