

新たな注目を集めるカバード・ボンドの特徴と市場急拡大の背景

篠田 優

はじめに

二〇〇八年秋に深刻化したグローバルな金融危機以降、金融機関および投資家は、資金調達・投資先選択等のさまざまな面で方向転換を迫られている。そのようななか、近年ではカバード・ボンドに注目が集まっており、発行額の急増や発行国の増加が顕著となっている。そこで本稿では、カバード・ボンド市場の概要とカバード・ボンドの商品性をまとめたのち、近年の市場拡大と発行国増加の背景について検討する。

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) によれば、カバード・ボンドとは、質の高いカバールール (担保資産のプール) を担保にもとにヨーロッパで発行されている債券⁽¹⁾で、その信用力の高さからヨーロッパ金融市場では国債に次ぐ安全資産とみなされている。またカバード・ボンドはほとんどの国において、発行体や担保資産の種類・質が法律 (カバード・ボンド発行のために設けられた特別法) により厳しく規定されており、発行体はほぼ全ての国で信用力の高い金融機関や専門金融機関に限定されている。そして、担保資産は公共部門向け貸出債権と住宅ローンで、投資家は機関投資家を中心である。なお一部の中央銀行もカバード・ボンドへの投資家となっている⁽²⁾。

カバード・ボンド市場についてより詳しくみていくと、公表されている最新の公式データ⁽³⁾では、二〇一〇年末時点で約二・五兆ユーロのカバード・ボンドが発行されている(図表1)。二〇一〇年末までにヨーロッパで発行された証券化商品が約二兆ユーロであったことを考えると、カバード・ボンドはヨーロッパでは証券化商品より一般的な金融商品・資金調達手段だったことがわかる。またECBCによれば、二〇一〇年から二〇一一年上半期までにヨーロッパの金融機関が調達した資金の三八%が、カバード・ボンドの発行による調達であった(図表

図表1 カバード・ボンド発行残高(担保資産別、2010年末時点)

(100万€)

	公共部門向け 貸出債権	住宅ローン	船舶	混合資産	合計
ドイツ	412,090	219,947	7,805	0	639,842
スペイン	18,350	343,401	0	0	361,751
デンマーク	0	332,505	6,722	0	339,227
フランス	75,548	156,239	0	88,693	320,480
イギリス	3,548	205,370	0	0	208,918
スウェーデン	0	188,750	0	0	188,750
ノルウェー	1,837	70,178	0	0	72,015
アイルランド	36,550	29,037	0	0	65,587
スイス	0	62,046	0	0	62,046
オランダ	0	40,764	0	0	40,764
イタリア	10,092	26,925	0	0	37,017
ポルトガル	1,400	27,730	0	0	29,130
ルクセンブルク	28,889	0	0	0	28,889
オーストリア	19,555	7,645	0	0	27,200
ギリシャ	0	19,750	0	0	19,750
カナダ	0	18,003	0	0	18,003
アメリカ	0	11,497	0	0	11,497
フィンランド	0	10,125	0	0	10,125
チェコ	0	8,242	0	0	8,242
ハンガリー	0	6,323	0	0	6,323
スロヴァキア	0	3,442	0	0	3,442
ニュージーランド	0	1,247	0	0	1,247
ポーランド	126	511	0	0	637
ラトビア	0	63	0	0	63
合計	607,984	1,789,739	0	0	2,500,943

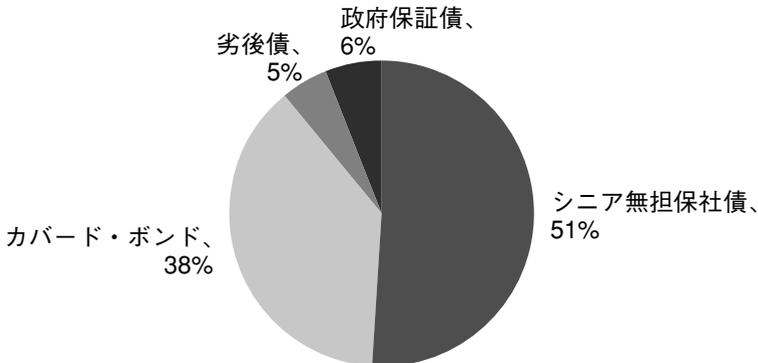
(出所) European Covered Bond Council [2011] p. 457を参考に筆者作成。

2)。xviiiにヨーロッパ中央銀行 (European Central Bank: ECB) によれば、二〇一〇年末時点のユーロ圏の債券発行残高が約一六兆ユーロで、そのうちMFI⁽⁵⁾から発行された債券が約五・二兆ユーロであった。そこから計算すると、残高が約二・五兆ユーロのカバード・ボンド市場は、ヨーロッパ債券市場の一五・六%、MFI⁽⁵⁾発行債券の五〇%近くを占める巨大な市場であることがわかる。

図表1からカバード・ボンド市場を国別にみていくと、発行残高の上位六カ国がドイツ (約六四〇〇億ユーロ)、スペイン (約三六〇〇億ユーロ)、デンマーク (約三四〇〇億ユーロ)、フランス (約三二〇〇億ユーロ)、イギリス (約二二〇〇億ユーロ)、スウェーデン (約一九〇〇億ユーロ) となっており、この六カ国でカバード・ボンド市場の八〇%以上を占めている。なかでもドイツの発行残高が際立って多く、ドイツだけで市場全体の二五%以上を発行している。また上記六カ国の発行残高を各国別にGDP対比で見ると、ドイツが八・八%、デンマークが一四・八%、フランスが一〇・四%、イギリスが一二・一%、スウェーデンが五四・五%となっており、カバード・ボンド市場は金融市場のみならず、各国経済全体からみても大きな位置付けとなっている。

ちなみにカバード・ボンドは各国ごとに名称が異なる。例えば、ド

図表2 ヨーロッパの金融機関の資金調達構造 (2010年から2011年上半期)



(注) 証券化商品の発行と短期金融市場からの借入を除く
(出所) European Covered Bond Council [2012] p. 70.

イツではファンド・ブリーフ (Pfand Brief)、スペインではセデュラス・イポテカリアス (Cedulas Hipotecarias)、フランスではオブリガシオン・フォンシエ (Obligations Foncières)、イギリスではレギュレーテッド・カバード・ボンド (Regulated Covered Bond) などと呼ばれている。

つぎに、図表1からカバード・ボンドの担保資産についてみていくと、担保資産の大部分は住宅ローンである。ドイツを中心に、公共部門向け貸出債権を担保資産とするカバード・ボンドも発行されている。もともとカバード・ボンドは、一七世紀のイタリアで発行された債務証券を起源と言われているが、一八世紀後半にドイツで抵当銀行法が制定されて以降は、「ドイツで公共部門向け貸出債権を担保に発行する債券」フランド・ブリーフ」がカバード・ボンドであると言って差し支えない状況であった。しかし二〇〇〇年前後にヨーロッパで発行国が増加していくなか、担保として認められる資産も多様なものとなり、結果として住宅ローンが担保資産として主流となった(図表3)。

ただし二〇〇五年以降、ドイツにおける公共部門向け貸出債権を担保としたカバード・ボンドの発行額は減少し、それに伴いドイツのカバード・ボンド発行額が全体的に減少した。というのも、ドイツのカバード・ボンドの主要発行体であった州立銀行に付されていた貸出債権への州政府保証が二〇〇五年に撤廃され、それに伴い州政府保証があったことによりカバード・ボンドの担保資産として認められていた債権が担保資産として認められなくなった。その結果、担保資産の物理的な減少から公共部門向け貸出債権を担保としたカバード・ボンドの発行額が減少し、カバード・ボンド全体の発行額も減少したのである。⁽⁸⁾

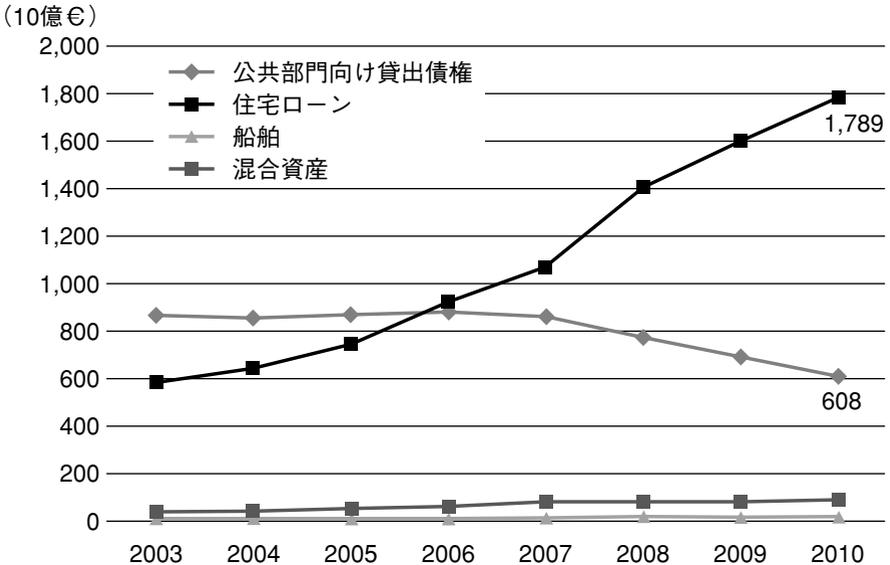
なお、ここでイギリスのカバード・ボンド市場の拡大が近年特に顕著であることに触れておきたい。イギリスでカバード・ボンドが本格的に発行されるようになったのは二〇〇八年からであるが、前年の二〇〇七年末時点で

では発行残高が約八〇〇億ユーロで、発行残高のGDP比も四%であった。⁽⁹⁾しかし二〇一〇年末までに、先に述べたとおりヨーロッパ(＝世界)第五位の発行残高にまで市場は急拡大した。これはつぎに述べるように、歴史的にカバード・ボンド発行額が多い国々と同様に、イギリスでもカバード・ボンドに関する根拠法の整備が行われたことが大きく影響したと考えられる。

2 カバード・ボンドの特徴

カバード・ボンドの特徴についてみていくと、そのおもな特徴としてはつぎの四点が挙げられる。すなわち、①根拠法により厳格に規制されていること、②オンバランス型債券であること、③二重リコースが可能であること、そして④EUの金融規制等において優遇措置が施されていること、の四点である。ただし②・③については、①で挙げた根拠法のなかで規定されているものであり、④については根拠法のもとで発行されたカバード・ボンドに適用されるものである。したがって、カバード・ボ

図表3 カバード・ボンドの担保資産種類の推移



(出所) European Covered Bond Council [2012] p. 56.

ンドは、特に①の根拠法による厳格な規制により特徴づけられると言える。

ここでまず①の根拠法の点について述べると、カバード・ボンドの発行を行っている国のほとんどは、特別に定められた根拠法により厳格に規制されている（図表4）。そして根拠法では、発行体や担保資産の種類と質、担保資産のLTV（Loan to Value）、情報開示方法や頻度、発行スキーム、担保資産および発行債券（カバード・ボンド）のバランスシート上の扱い等が明確に規制されており、これによりカバード・ボンドの規格化と品質（信用力）の維持が図られている。根拠法が整備されていない国や、根拠法が整備されていてもそれに沿うかたち以外で発行を行う金融機関からは、証券化技術や個別契約によりカバード・ボンドに近い性質を持たせた債券が発行されている

図表4 カバード・ボンド法制の各国比較

	ドイツ	フランス	スペイン	イギリス
名称	Pfand Brief ファンドブリーフ	Obligations Foncières オブリガシオン・フォンシエ等	Cedulas Hipotecarias セデュラス・イポテカリアス等	Regulated Covered Bond レギュレテッド・カバード・ボンド
発行体	貯蓄金融機関等	特別金融機関	全金融機関	免許を受けた金融機関
投資家の発行体に対する遡及権	直接遡及可	直接遡及可	直接遡及可	直接遡及可
担保資産の保有者	発行体	発行体	発行体	SPE (LLP)
担保資産	公共部門向け貸出債権、船舶ローン、航空機ローン、金融機関への貸出債権	公共部門向け貸出債権、住宅ローン、MBS (条件付き)	住宅ローン	公共部門向け貸出債権、住宅ローン、MBS (条件付き)、住宅協会への貸出債権、PPI/PFIへの貸出債権
最低超過担保	2%	2%	条件により有り	約10%
担保資産のLTV上限	住宅ローン 60% 商業ローン 60% 船舶ローン 60% 航空機ローン 60%	住宅ローン 80% 商業ローン 60%	住宅ローン 60% 商業ローン 80%	住宅ローン 60~80% 商業ローン 60~70% 船舶ローン 60%
LTV算出の根拠	貸出額	貸出額	貸出額	市場価格
ストレステストの頻度	毎週	毎日	不定期	不定期
情報開示義務	有り	有り	有り	有り

(出所) European Covered Bond Council ホームページより筆者作成 (<http://www.ecbc.eu/framework/freeCompare>)。

る場合もあり、これらは一般にストラクチャード・カバード・ボンドと呼ばれる。ただし二〇一二年六月時点で、ヨーロッパだけでも二五カ国、北米やアジア・オセアニアなどを含めれば約三〇カ国以上で根拠法が整備されている。近年の例を挙げれば、イギリスが二〇〇八年に、韓国が二〇〇九年に、オーストラリアが二〇一〇年に法整備を行った。そしてアメリカでも、上下両院で法案が出ており、近い将来には法整備が実現するものと思われる。なお日本では日本政策投資銀行などが中心となり法整備も含め国内導入の可能性にかんする議論を行ったが、現時点では具体的な話にはなっていない。

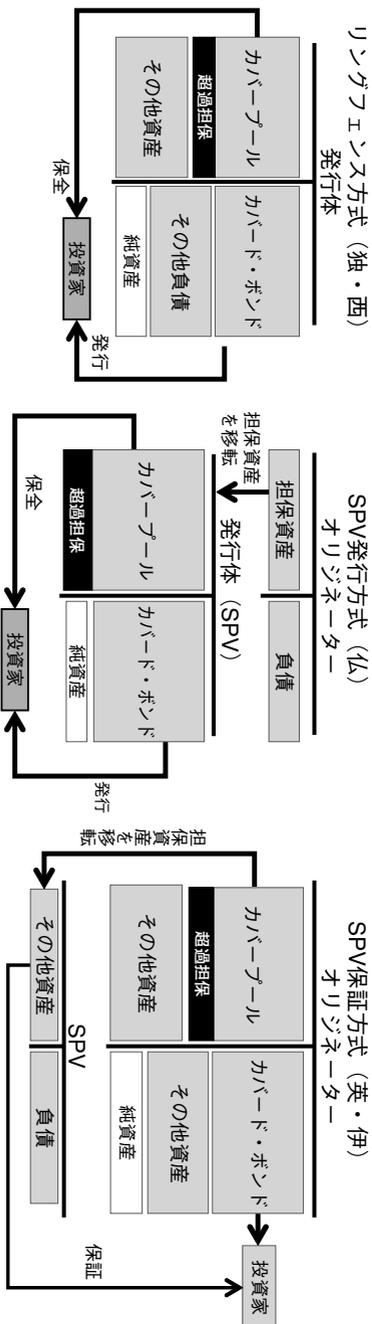
つぎに②のオンバランス型債権である点についてみていくと、例えばMBSの場合、もともと発行体のバランスシートの資産側にあった担保資産（住宅ローン）がオフバランスの特別目的ヴィークル（Special Purpose Vehicle: SPV）に移転され、SPV等はそれらを担保にMBSを発行する。しかしカバード・ボンドの場合、根拠法の規定により、発行体（金融機関）は担保資産をオフバランス化等することなく直接保有し、またカバード・ボンドとその担保資産は発行体のバランスシート上に残すことが一般的である（図表5左）。この点がカバード・ボンドとMBSの大きな相違点であり、カバード・ボンドがオンバランス型債券とされる理由である。⁽¹⁰⁾

なお、このようにカバード・ボンドがオンバランス型であるという点は大変重要な意味を持つ。すなわち、担保資産が貸出債権としてまだ金融機関のバランスシート上にある段階では、そこには金利リスク・信用リスクなど様々なリスクがある。しかし、もしその債権を担保にMBSが発行される場合、債権はオフバランス化されて証券化されるため、リスクの多くは投資家に移転される。しかし債権がカバード・ボンドの担保資産となる場合、担保資産もカバード・ボンドも発行体のバランスシートに残す（オンバランス）ため、投資家に移転されるリスクは限定的である。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

する必要がある。くわえて各国の根拠法に基づくカバード・ボンドであれば、その担保資産は専門監査機関等の監査を定期的に行うことが規定されており、また監督機関等は必要に応じて担保資産の入替を指示する権限を付与されている場合が多い。そのためカバード・ボンドは、そもそも質の低い資産を担保にし発行を行う動機が低い構造となっているのである。別の見方をすれば、投資家保護に優れた債権で、いわゆるOriginate To Distribute型のビジネスモデルには不向きな債券なのである。

なお、先に挙げたカバード・ボンドの発行スキームはヨーロッパの代表的なカバード・ボンド発行国であるドイツとスペインの例で、「リングフェンス方式」と呼ばれるものである。紙幅の関係で他の例を詳細に挙げることはできないが、フランスはSPVが発行体となっており（SPV発行方式）、またイギリスやイタリアはSP

図表5 カバード・ボンド発行方式の概要



(出所) カバード・ボンド研究会 [2012] 18頁を基に筆者作成

Vが担保資産を保有してカバード・ボンドを保証するかたち（SPV保証方式）となっている⁽¹¹⁾（図表5）。ただし、いずれの場合においてもカバード・ボンドへの投資家を保護する仕組みは確保されている。

つぎに③の二重リコース型債券である点についてみると、カバード・ボンドへの投資家は発行体が破綻した場合、担保資産と発行体の残余資産の双方に対して償還請求ができることが根拠法で認められている（Dual Recourse）。これがMBSの場合であれば、現実的にはカバール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、投資家が負う損失をMBSと比べ軽いものにすることから投資家保護的であり、カバード・ボンドの信用力を高める一因ともなっている。ただし、カバード・ボンドの発行体の破綻率やカバード・ボンド自体のデフォルト率は非常に低く、一般的に投資適格とされるBBB以上の格付けを三大格付会社から付与されたカバード・ボンドのデフォルト率は、二〇〇八年以降の金融市場の混乱期を含めても〇・二〇～〇・五八%（図表6）と、同格付けの証券化商品等と比較しても低い値となっている⁽¹²⁾。そして④のEU金融規制における優遇措置についてであるが、EUの投資信託等に関する規制である「譲渡可能証券への集合投資に関する指令：Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directive（UCITS）」では、EUの適格投資信託が単独発行体の発行する有価証券へ投資する場合、投資上限を自らの資産の五%までと制限されている。しかし投資先がUCITSの示す条件を満たすカバード・ボンド⁽¹³⁾である場合に限り、この上限が二五%に引き上げられている。また、EUの自己資本比率

図表6 カバード・ボンドの年間デフォルト率

	S&P (1981-2010)	Moody's (1983-2010)	Fitch (1991-2010)
AAA/Aaa	0.00	0.00	0.00
AA/Aa	0.02	0.02	0.24
A/A	0.08	0.06	0.24
BBB/Baa	0.25	0.20	0.58
BB/Ba	0.95	1.20	1.28

（出所）European Covered Bond Council [2012] p. 36.

規制である資本要求指令（Capital Requirements Directives：CRD）においては、CRDで示された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・ウェイトが二〇%から一〇%に引き下げられている。⁽¹⁴⁾その他にもEUでは、このようなカバード・ボンドに対する優遇措置が複数設けられており、それにより投資家においてはカバード・ボンドを保有するメリットが高められているのである。

なおバーゼルⅢでの扱いは明確になっていない部分が多いものの、二〇一五年より導入される予定となっている流動性カバレッジ比率（Liquidity Coverage Ratio：LCR）の算定において、一定の条件を満たすカバード・ボンドについては、「レベル2資産」（最低一五%のヘアカット適用後、全流動資産の四〇%以内で適格流動性資産に算入可）に算入することが認められること等が現時点で明らかとなっている。⁽¹⁵⁾ちなみに例えばシニア無担保債は適格流動資産に組み入れることは認められていない。

3 カバード・ボンド市場の急拡大の背景

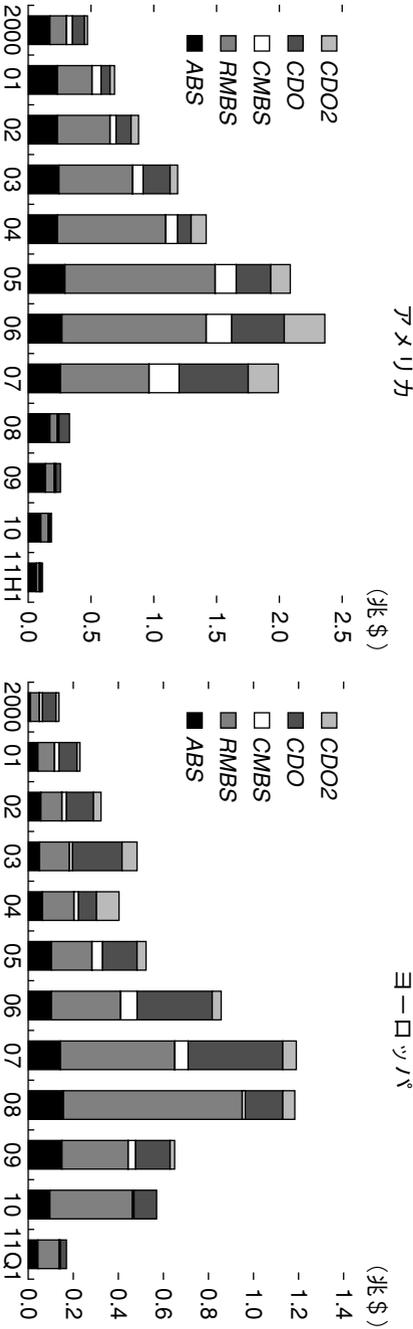
カバード・ボンドが近年に注目されるようになった背景・要因としては、おもに二点挙げられる。すなわち、①金融市場の混乱下において証券化商品市場が停滞するなかカバード・ボンド市場は安定していたこと、②資金調達手段を多様化させる必要性が生じたこと、である。以下では、それぞれについて検討するが、②は①の結果として生じたものであるため、ここではおもに①の点について詳しく検討したい。

まず①の金融市場の混乱下のカバード・ボンド市場についてであるが、この点は特に大きな要因となったと思われる。詳しくみていくと、サブプライムローン問題が深刻化した二〇〇七年夏以降、世界の金融市場は混乱し、それとともに証券化商品の発行額は急速に減少した（図表7）。特にMBSの発行額の減少は著しく、アメリカ

では（特に民間金融機関からは）発行がほとんど行われなくなり、ヨーロッパでも主要発行国であったイギリスMBS市場が大きく混乱し、それによる金融機関の破綻も生じた。⁽¹⁶⁾ 一方で、カバード・ボンドの発行は、ヨーロッパではこの時期もほぼ変わらず続いていた（図表8）。カバード・ボンド市場と証券化商品市場は、金融市場の混乱下でも様相が異なっていたのである。

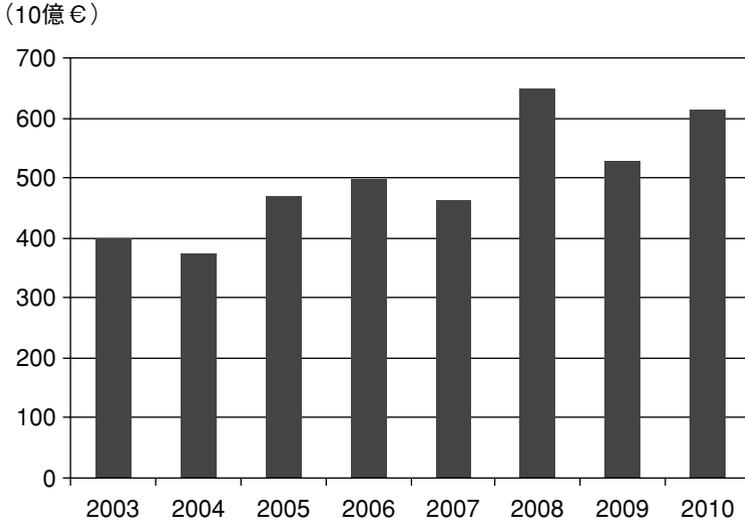
両市場の様子をアセット・スワップ・スプレッド（以下、スプレッド）の推移でみていくと、ヨーロッパで発行されたカバード・ボンドとMBSのスプレッドは、危機前とともにゼロ近辺で推移していた。しかしパリバ・シヨック以降は拡大傾向になり（図表9）、MBS市場ではリーマン・シヨックの時期までにイギリスMBSで

図表7 フメリカとヨーロッパのおもな証券化商品発行額推移（私募）



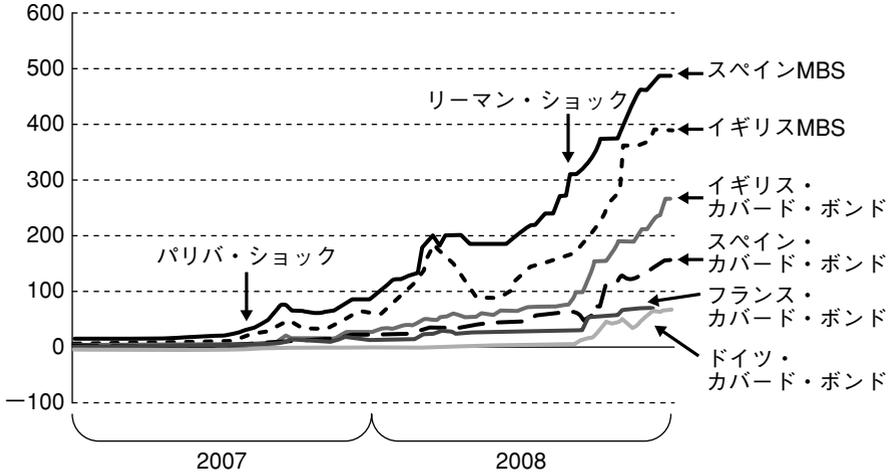
(出所) International Monetary Fund [2012] Chapter 3 p. 29.

図表8 カバード・ボンド新規発行額の推移



(出所) European Covered Bond Council [2012] p. 456.

図表9 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. 61をもとに筆者改編。
(注) カバード・ボンドは全て住宅ローンを担保としたもの。

一〇〇b p代後半に、スペインMBSで三〇〇b pに広がった。ここから、この時期のヨーロッパのMBS市場は不安定化していたことが確認できる。一方でカバード・ボンドのспредは、拡大傾向ではあるもののMBSと比較すればずっと小さく、少なくともドイツのカバード・ボンド（ファンド・ブリーフ）についてはほぼ影響を受けなかったことがわかる。換言すれば、カバード・ボンド市場は金融危機の初期段階では安定を維持していたということである。

ただし、リーマン・ショック以後はカバード・ボンドのспредも拡大した。もちろんMBSと比較すればспред拡大は低水準であり、ドイツやフランスなど主要発行国においてспред拡大は限定的ではあった。また既に述べたとおり、この時期も発行額は以前と変わらず増加を続けていた。しかしリーマン・ショック以前と比べれば、カバード・ボンド市場は金融危機の影響を受けて状況が悪化したことは明らかであった。

ところがヨーロッパの大手金融機関にとって、カバード・ボンドは資金調達手段として大きな役割を果たしており、またヨーロッパの機関投資家の多くは、カバード・ボンドに大規模に投資していた。そのため、リーマン・ショックの渦中でヨーロッパの金融市場を安定させるためには、（もちろんこの時点においても混乱が生じていたわけではないもの）カバード・ボンド市場を混乱させないことは重要なことであった。そこでECBは、二〇〇九年五月にカバード・ボンド買取りプログラム（Purchase programme for covered bonds）の実施を発表し、一定条件を満たすカバード・ボンドを二〇〇九年六月以降の一年間で六〇〇億ユーロ買い取ることとした。これに対し、ヨーロッパの金融機関は積極的に応じた。また、その後の二〇一一年一〇月には、ユーロ危機などを受けて一層不安定化したヨーロッパ金融市場を安定化させるため、追加で四〇〇億ユーロのカバード・ボンドを発行・流通市場から買い取ることを発表した。二〇一二年六月時点ではまだ二度目のプログラム期間中であるが、

同プログラムが奏功したことや、同時期に二度行われた三年物資金供給オペの効果もあって市場は一定の安定を取り戻しつつある。むしろカバード・ボンド市場に限って言えば拡大傾向を示している。そのようなこともあり、カバード・ボンド買取りプログラムは、予定より早目に打ち切ることが検討されている⁽¹⁸⁾。

このように、金融市場の混乱下で証券化商品市場が機能停止状態に陥るなか、カバード・ボンド市場は安定を維持していたことや、カバード・ボンド市場に対してECBが積極的に支援して混乱を生じさせなかったことは、カバード・ボンドへの信用をより高めたと考えられ、このことは近年にカバード・ボンドに注目が集まってくるうえで大きな要因となったと考えられる。

つぎに②の資金調達手段の多様化について概要を述べると、①で述べたように、サブプライム危機やリーマン・ショック以降のグローバル金融市場の混乱過程では、証券化商品に対する信用は大きく損なわれ、投資家は証券化商品への投資に慎重となった。そのようななか、資産証券化のようにオフバランス化のメリットがなく、また発行後のマネジメント・コストも証券化商品より高いものの、発行すれば投資家が現れる可能性の高いカバード・ボンドの発行は、金融機関の資金調達手段の多様化という面で一定のメリットがあった。

さらに、二〇〇〇年代には多くの国で住宅ローン需要が旺盛となっていたが、このようななかで金融機関にとっては、負債の平均年限を長期化させて「短期調達・長期運用」という期間のミスマッチを解消させることも重要なことであった。そのような点からも、中長期債であるカバード・ボンドは金融機関に有利な資金調達手段となったと考えられる。

むすびにかえて

以上みてきたように、近年ではカバード・ボンド市場は急速に拡大を続けており、また根拠法を整備して発行を開始する国も増加している。本稿では紙幅の都合上、カバード・ボンドの商品性と市場の急拡大に絞って検討してきたが、近年の急拡大にかんする懸念事項については詳しく触れられなかった。そこでここからは、筆者が本稿を執筆していく過程で感じた懸念事項のうち、特に重要と思われる事柄を指摘することで本稿のむすびとしたい。

懸念している点として大きいのは、近い将来カバード・ボンドが本来の性質を失いはしないだろうか、という点である。具体的に言えば、筆者には徐々にカバード・ボンドの担保資産の種類や質の規定が緩和方向で多様化し、少しずつリスクを含むかたちに変化してきているように思われるのである。

例えば、この数年内に根拠法を整備してカバード・ボンド市場に本格的に参入するであろうアメリカでは、担保資産に自動車ローンや教育ローンが認められる方向となっており、また発行体にはノンバンクも認められる方向である。またイギリスでは、今後見直し予定ではあるものの、二〇〇八年に整備された根拠法のなかで担保資産にMBSなど一部の証券化商品が認められている。このようなことが他の国でも認められて一般化すると、カバード・ボンドの信用力は、国ごと・担保資産ごと等で差異が生じる可能性がある。そうなると、カバード・ボンドが今までどおりの信用力を維持し、規格化された安全資産であり続けられるのかは不透明に感じられるのである。このことは、信用力・安全性の高さを特徴とするカバード・ボンドの根幹にかかわることであるため、厳密に検討する機会が必要ではないか。

他にも懸念点はあるものの、紙幅の都合もあるため本稿ではこれに留めたい。証券化商品市場が停滞している

現在、カバード・ボンドに関しては今後も発行額と発行国の増加傾向は続くものと予想される。ドイツのファン・ブリーフからヨーロッパのカバード・ボンドとなった同債券が、今後はどのようなかたちでグローバル金融市場にかかわっていくことになるのか、注目して動向を追っていききたい。

注

- (1) より詳しくは、以下の五点を満たすことが求められている（EUの自己資本要求指令五二条四項の定義より）。
 - ・ EUの信用機関（Credit Institution）から発行されたものでなければならない。
 - ・ 信用機関は、債権の投資家を保護する法的根拠のある公的監督の下になくしてはならない。
 - ・ カバード・ボンド発行により調達した資金は、適格資産にのみ適用できる。適格資産の基準は法律に規定される。
 - ・ 債券保有者の発行体への請求権は、満期まで適格資産によって完全に担保されなければならない。
 - ・ 債券保有者は、発行体の破綻時は発行体の残余資産に対し優先的な請求権を有していなければならない。
- (2) 詳しくは築田「二〇一一」第四章、または築田「二〇一〇」を参考にされたい。
- (3) European Covered Bond Council[2011] p.457.
- (4) Securities Industry and Financial Markets Association[2010] p.4.より。なお証券化商品の発行残高は、ABS、CDO、CMBs、RMBs、SME、WBSの発行残高の合計である。
- (5) Monetary Financial Institutionsの略で、ECBによれば預金取扱金融機関、中央銀行、MMFがこれに含まれる（<http://www.ecb.int/stats/money/mfi/html/index.en.html>）。
- (6) 二〇一〇年以降には韓国やオーストリアでもカバード・ボンドの発行額が増加しており、またアメリカでも近い将来

に本格的な発行が開始されると思われる。ただし現時点での発行残高のほとんどはヨーロッパで発行されたもので、国際比較にあたってはヨーロッパ諸国間での比較で分析として十分足りると考えて差し支えないであろう。

- (7) European Mortgage Federation [2011] p. 71.
- (8) 林 [二〇〇八] 一〇九頁。
- (9) European Covered Bond Council [2011] p. 480.
- (10) カバード・ボンド研究会 [二〇一〇] 一六―一七頁に詳しい。
- (11) 発行方法による区分は一樣ではないが、ここではカバード・ボンド研究会 [二〇一〇] に倣った。
- (12) European Covered Bond Council [2011] p. 36 なお、これは一九八〇年代から二〇一〇年末までのデータである。
- (13) 条件の具体的な内容については注(一)を参照されたい。
- (14) AAAまたはAA+で一〇%、A+からA-で二〇%であり、これはいずれもシニア無担保負債の半分からそれ以下のリスクウェイトである。シニア無担保負債より低い点に、カバード・ボンドの信用力の高さが窺える。
- (15) 規制体系は適宜変更されていくので現時点で明確化できないが、ここでは鈴木利光 [二〇一〇] 一一―一二頁を参考にした。
- (16) 詳しくは築田 [二〇一〇] の第五章を参照されたい。
- (17) 原則として、ユーロ建て・発行価格五億ユーロ以上・UCITS指令を満たす・格付けがAA以上、などが条件として挙げられた。
- (18) ECBのドラギ総裁が、二〇一二年四月四日のECB理事会後の記者会見で発言。

参考文献

- ・カバード・ボンド研究会〔二〇一〕、「カバード・ボンド研究会とりまとめ（わが国へのカバード・ボンド導入へ向けた実務者の認識の整理と課題の抽出）」、二〇一一年七月。
- ・カバードボンド検討会〔二〇〇九〕、「カバードボンドに関する欧米事例と我が国における導入可能性の検討 報告書」、二〇〇九年二月。
- ・河村小百合〔二〇〇九〕、「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』二〇〇九年三月号、日本総合研究所。
- ・鈴木利光〔二〇一〕、「カバード・ボンド、「ベイルイン」の対象外か?」、大和総研 Legal and Tax Report、二〇一二年一月。
- ・林宏美〔二〇一〕、「オーストラリアにおけるカバード・ボンド市場の創設」、『野村資本市場クォーターリー』二〇一二年冬号、野村資本市場研究所、二〇一二年二月。
- ・林宏美〔二〇〇八〕、「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』二〇〇八年春号 Vol. 11-4 Spring、野村資本市場研究所。
- ・築田優〔二〇一〕、「証券化と住宅金融—イギリスの経験—」、時潮社、二〇一一年六月。
- ・築田優〔二〇一〇〕、「イギリスにおけるカバードボンド市場の新展開」、『証券経済研究』第七〇号、日本証券経済研究所、二〇一〇年六月。
- ・European Central Bank [2012], "MONTHLY BULLETIN 05-2012", May, 2012.
- ・European Covered Bond Council [2012], "FACT BOOK 2011", September, 2012.

- ・ European Mortgage Federation [2011], "HYPOSTAT 2010 A review of Europe's mortgage and housing markets", November 2011.
- ・ International Monetary Fund [2012], "Global Financial Stability Report 2012", April. 2012.
- ・ Securities Industry and Financial Markets Association [2012], Securitization Report: Q4 2011, Mar. 2012.
- ・ Securities Industry and Financial Markets Association [2011], Securitization Report: Q4 2010, Mar. 2011.

(やなだ すぐる・和歌山大学専任講師)