

# バーゼルⅢを越えて進む国際金融規制改革

## 目 次

I. はじめに	V. リスク・アセットの見直し
II. バーゼルⅢの概要とその適用	VI. レバレッジ規制の最終化
III. 銀行勘定の金利リスクの資本賦課	VII. ベイルイン, TLAC
IV. ソブリン関連リスクの見直し	VIII. おわりに

野村資本市場研究所 小立 敬

## 要約と結論

1. G20の枠組みの下でバーゼルⅢの適用が進められているが、バーゼル委員会はバーゼルⅢの追加的な改革を新たに進めようとしている。バーゼルⅢやバーゼルⅢの追加的な改革以外にも金融安定理事会（FSB）による改革も行われている。2014年11月のブリスベン・サミット前後に提示された改革の内容をみると、その帰結によっては銀行の経営や金融市場に大きな影響を与える懸念もある。
2. バーゼルⅢの追加的な改革には、銀行の日本国債の運用に影響を与える懸念のある検討が含まれている。その1つが銀行勘定の金利リスクに対する資本賦課である。バーゼル委員会は2015年6月に市中協議文書を公表し、第1の柱に位置づける案と第2の柱に位置づける案を両論併記で提示した。第1の柱に位置づけられると、銀行には新たな資本賦課が求められることになる。
3. 銀行の日本国債の運用に影響をもたらす改革として、ソブリン関連リスクに関する見直しもある。バーゼル委員会はすでにより幅広く全体的な見直しを行う方針を表明している。ソブリン債務危機を受けて議論を先行させるEUは、リスク・ウェイトの引上げを含む改革を提案する報告書を示している。バーゼル委員会の検討作業は、今後、段階的に行われることが想定されるが、日本国債のファイナンスへの影響ということも含め、金融市場に大きな影響が生じるおそれがある。
4. また、バーゼル委員会はブリスベン・サミットにおいてリスク・アセットの計測方法の見直しを行う方針を明らかにした。今後、信用リスク、市場リスク、オペレーショナル・リスクについて、標準的手法の改定、内部モデル手法の改定、資本フロアの導入が行われる。特に2014年12月に提案された信用リスクの新たな標準的手法は、従来に比べてリスク・ウェイトの水準を引上げており、銀行の自己資本比率の低下要因となる可能性がある。
5. G20の枠組みの下で進展する国際的な金融規制改革は、バーゼルⅢを越えてその先へと進んでおり、従来にない広がりや深さをもって強力で推進されている。今後、その影響は日本あるいはグローバルの金融市場、金融セクターに現れてくる可能性がある。金融危機の再発防止を図る金融規制改革がかえって金融の機能を阻害することがないよう、今後の改革の進展を注意深く見守る必要があるだろう。

## I. はじめに

2007年に始まったグローバルな金融危機への対処を図るため、2008年11月に米国のワシントンDCで史上初めて主要20ヵ国・地域によるG20サミットが開催された。G20は現在、国際経済協力の第一の協議体として位置づけられている。そのG20サミットのコミットメントの下、金融危機の再発防止を図る国際的な金融規制改革が進められている。G20を含むメンバー各国の中央銀行や銀行規制当局で構成されるバーゼル銀行監督委員会（Basel Committee on Banking Supervision, 以下、「バーゼル委員会」）は、G20の枠組みの下、2010年12月に金融危機の再発防止を図る銀行規制改革のパッケージとして、バーゼルⅢテキスト（バーゼルⅢ最終規則）を公表した。

バーゼルⅢは、2019年1月1日の完全適用に向けて、2013年以降、各国・地域で段階的な適用が始まっている。バーゼルⅢの自己資本規制に関しては、米国や欧州連合（EU）を含むG20すべての国で適用が開始されており、銀行は自己資本比率の最低基準を上回ることが要求されている。2016年からは規制資本バッファの適用が始まる予定である。また、バーゼルⅢでは、定量的な流動性規制やレバレッジ規制も課される。定量的な流動性規制のうち流動性カバレッジ比率

（liquidity coverage ratio; LCR）は2015年から適用が始まっており、安定調達比率（net stable funding ratio; NSFR）は2018年から導入される。一方、レバレッジ規制については、2015年からディスクロージャーが始まり、2018年から「第1の柱（Pillar1）での取扱いへの移行を視野に入れつつ」適用される見通しである。

現在、バーゼルⅢテキストに沿って、ほぼ予定通りにバーゼルⅢの適用が進んでいる。こうした中で、バーゼル委員会は、バーゼルⅢテキストにないバーゼルⅢの追加的な改革を新たに進めようとしている。

例えば、2015年4月26日付の日本経済新聞は、バーゼル委員会が「国債の金利が突然上昇（価格は下落）して損失が出てても経営に影響が出ないようにする新規制を、2016年にもまとめる」との記事を掲載した<sup>1)</sup>。また、同紙は4月15日付で、日本銀行の黒田東彦総裁が2月の経済財政諮問会議の場で、「実はドイツ、アメリカ、イギリスなどが強硬に、銀行が自国の国債を持つことについても資本を積むべきであると主張している」とし、「事実、（国際規制を決める）バーゼル銀行監督委員会は今年に入ってから具体的な議論を始めたもようだ」と述べたことを紹介している<sup>2)</sup>。

前者は、バーゼル委員会の自己資本規制における銀行勘定の金利リスクに対する資本賦課の検討であり、後者は、バーゼル委員会に

よるソブリン関連リスクに関する見直しの議論である。バーゼル委員会はこれらの検討の他にも、自己資本規制に関しては、リスク・アセットの計測方法の見直しやトレーディング勘定の資本賦課の枠組みの改定の検討、さらに、すでに大口エクスポージャー規制（大口信用供与等規制）の改定を実施している。

このようなバーゼルⅢの追加的な改革は、バーゼルⅢの積み残しの課題と位置づけられているが、1つの改革パッケージとしてまとまったものではなく、個々の改革の目的は異なり、規則最終化に向けた検討段階も異なる。もっとも、それらの改革を総体として捉えたと自己資本比率の潜在的な低下要因となることから、銀行の資本政策あるいは経営方針に与える影響力の大きさに鑑みて、市場関係者の間では、「バーゼル3.5」あるいは「バーゼルⅣ」と呼ぶ声もあるほどである<sup>3)</sup>。

さらに、バーゼルⅢやバーゼルⅢの追加的な改革に加えて、金融安定理事会（Financial Stability Board; FSB）による金融規制改革も進められている。2009年のロンドン・サミット後に設立されたFSBは、バーゼル委員会を含むいくつかの国際基準設定者のコーディネーターという役割を担うとともに、自らも国際基準設定者として、銀行規制の外にある金融仲介機能であるシャドーバンキングの監督・規制の強化、その破綻がシステムミック・リスクをもたらし得る大規模で複雑なシステム上重要な金融機関（systemically

important financial institutions; SIFIs）、特に、グローバルにシステムミック・リスクをもたらすグローバルなSIFIs（G-SIFIs）を対象とする政策的な枠組みの構築を図るイニシアティブをとっている。

G20の枠組みの下で進展する国際的な金融規制改革は、現在では金融危機の再発防止に必要な改革を検討するフェーズから実際に規制を適用するフェーズに移ってきている。2014年11月にオーストラリアで開催されたブリスベン・サミットは、金融危機後の金融規制改革の総仕上げの場として位置づけられた。したがって、今後、G20の枠組みの下で新たな金融規制改革の検討が行われることは想定しにくい。その一方で、ブリスベン・サミットの前後にバーゼル委員会やFSBから提示された改革内容をみると、その帰結によっては銀行の経営や金融市場に大きな影響を与える懸念もある。特にバーゼルⅢの追加的な改革は、主に銀行勘定を対象とするものが多く、日本の銀行はトレーディング勘定に比べて銀行勘定が大きいことから、欧米の銀行に比べて相対的に影響が大きく出ることも想定される。

そこで、本稿では、バーゼルⅢの追加的な改革、FSBを中心に検討が進むG-SIFIsを対象とする政策的な枠組みに焦点を当てて、今後展開する国際的な金融規制改革に関する論点あるいは留意点を整理する<sup>4)</sup>。

## II. バーゼルⅢの概要とその適用

### 1. バーゼルⅢと適用スケジュール

バーゼル規制の歴史を振り返ってみると、1974年に日本を含むG10の中央銀行総裁によってバーゼル委員会が設立された後、1988年にバーゼル合意として、国際的に活動する銀行の財務の健全性を確保するため、自己資本規制を共通に適用することが決定された。いわゆるバーゼルⅠである。バーゼルⅠでは、ソブリン（OECD加盟国）に対するエクスポージャーは0%、事業法人向けのエクスポージャーは100%というようにカウンターパーティ別に一律のリスク・ウェイトが定められていた。1996年にリスク・ウェイトを適用する信用リスクの資本賦課に加えて、トレーディング勘定の市場リスクの資本賦課の枠組みが導入されている。

バーゼル委員会はその後、自己資本規制のリスク・センシティブリティ（リスク感応度）を向上することを目的として、リスクの計測手法を精緻化するとともに、オペレーショナル・リスクの資本賦課の枠組みを導入するバーゼルⅡを2004年に最終規則化した。バーゼルⅡは2006年以降、順次、各国・地域で導入されることになった。

そして、2007年以降の金融危機を受けて、まず2009年にトレーディング勘定および証

券化商品の資本賦課の強化を図るバーゼル2.5が規則化され、その後、金融危機で露呈した銀行規制の欠陥や不備を踏まえて、2010年にバーゼルⅢが整備された。

バーゼルⅢは以下の改革を柱としている。

- 銀行の自己資本の量的・質的な改善，国際的な一貫性・透明性の向上
- 銀行のレバレッジの抑制を図るレバレッジ規制の導入
- マクロ・プルーデンスの観点から自己資本比率の最低基準に上乗せを図る規制資本バッファの適用
- 定量的な流動性規制の導入
- カウンターパーティ・リスク管理強化

バーゼルⅢでは、自己資本比率の全体の最低基準は8%であり、バーゼルⅡの水準から変わらないものの、Tier1比率は4%から6%に引き上げられ、普通株式と内部留保という損失吸収力の最も高いコアな資本で構成されるコモンエクイティ Tier1 (common equity tier1; CET1) が導入された。CET1比率は4.5%以上の水準が求められる。バーゼルⅡに比べてより損失吸収力の高い資本が求められている。さらに、損失吸収力の向上という観点から資本の質的な改革が行われていることも考慮すると、実質的にはバーゼルⅡから大幅に強化されている。

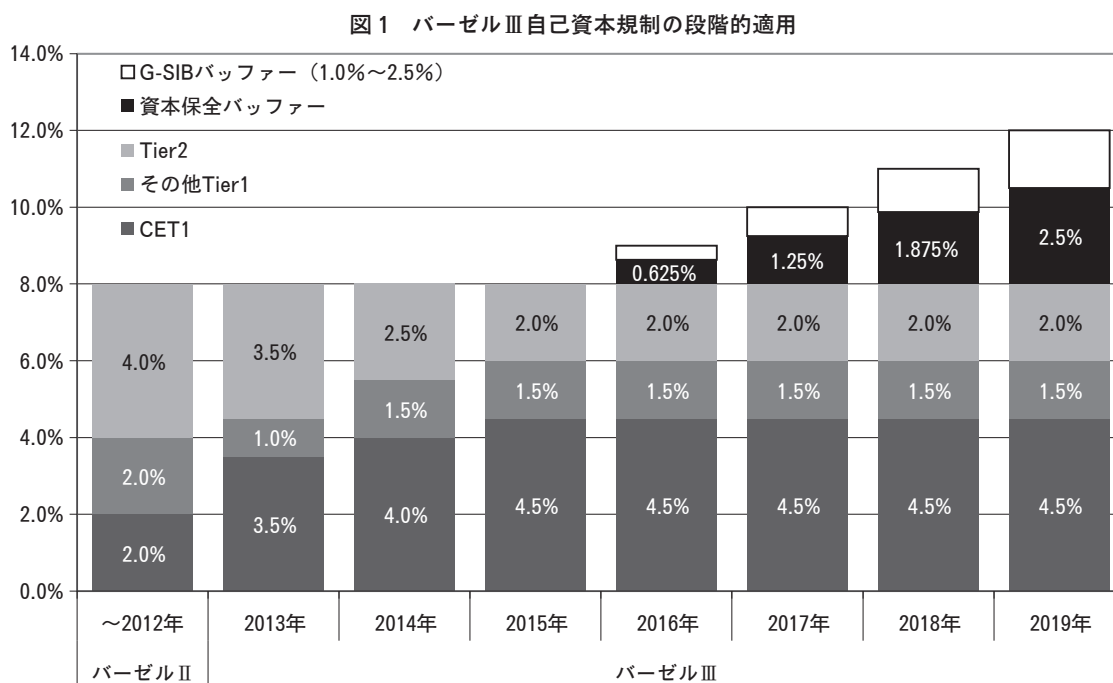
バーゼルⅢでは、最低基準に上乗せされる規制資本バッファが導入される。自己資本規制がもつ性質として、プロシクリカリ

ティ（経済変動の増幅効果）という欠点に対処するものである。具体的には、CET1比率、Tier1比率、自己資本比率の最低基準に2.5%の上乗せを求める資本保全バッファ（capital conservation buffer）が適用される。資本保全バッファは、危機時にはその必要水準を下回ることが認められるが、平常時に必要水準を満たせない場合には、資本の社外流出の抑制を図るため、配当や自己株式取得の制限、役職員の変動賞与（ボーナス）の削減が求められる。したがって、銀行の自己資本比率は、資本保全バッファを考慮すると、CET1比率7%、Tier1比率8.5%、自己資本比率10.5%の水準を常に超えてい

る必要がある。資本保全バッファについては、2016年から段階適用が始まる（図1）。

また、バーゼルⅢではバブル時の過剰な信用膨張を抑制する観点から、規制資本バッファの一部として、各国当局の判断の下、必要に応じて0%～2.5%の範囲で設定されるカウンターシクリカル・バッファ（countercyclical buffer）が導入される<sup>5)</sup>。ただし、過剰な信用膨張が生じていなければ、カウンターシクリカル・バッファが要求されることはない。

さらに、FSBが毎年11月にリストを更新するG-SIFIsのうち、グローバルなシステム上重要な銀行（globally systemically



(出所) バーゼル委員会資料より野村資本市場研究所作成

important banks; G-SIBs) をバーゼル委員会が指定している。日本では現在、三菱UFJフィナンシャル・グループ、みずほフィナンシャルグループ、三井住友フィナンシャルグループがG-SIBsに含まれる。G-SIBsに指定された銀行には、システム上の重要性に応じて1.0%～2.5%の範囲でG-SIBサーチャージが課せられる。2019年の完全適用時で三菱UFJは1.5%、みずほと三井住友は1.0%の水準が求められる。G-SIBサーチャージは規制資本バッファの一部として2016年から段階適用される。つまり、G-SIBsの自己資本比率は、最低基準と資本保全バッファ、必要に応じてカウンターシクリカル・バッファを合計した水準に、G-SIBサーチャージを加えた水準を上回らなければならない。

一方、グローバルにシステミック・リスクをもたらすものではないが、国内金融システムにおいて重要性を有する銀行については、各国当局が国内のシステム上重要な銀行(domestic systemically important banks; D-SIBs)に指定する。D-SIBsに適用される規制は、各国当局の裁量の下に置かれるが、バーゼル委員会の枠組みの下、少なくともD-SIBsには損失吸収力の強化を図る資本の上乗せとしてD-SIBサーチャージが適用されることになっている。

一方、バーゼルⅢで導入される定量的な流動性規制としては、金融市場がストレスの状

況に陥った場合に発生する資金流出に備えて銀行に適切な量の流動資産の確保を求めるLCRと、資金繰りの安定性の向上の観点から銀行に資金調達の中長期化を促すNSFRという2つの定量的な最低基準が導入される。前述のとおり、LCRは2015年から適用が始まっており、2018年以降に適用されるNSFRについては、規則の最終化を終えている。

また、バーゼルⅢではリスク・ベースの自己資本規制を補完するものとして、銀行が過剰なレバレッジを積上げることを抑制するため、レバレッジ規制が導入される。レバレッジ規制は、分子にTier1、分母にオンバランスおよびオフバランスの非リスク・ベースのエクスポージャーで計測されるTier1レバレッジ比率を基準とする。前述のとおり、レバレッジ規制は2015年からTier1レバレッジ比率の構成要素に関するディスクロージャーが始まっており、2018年以降、おそらく監督上の最低基準として導入される見通しである。

## 2. 日本のバーゼルⅢ適用

日本におけるバーゼルⅢの適用状況を確認すると、海外営業拠点(海外支店または50%以上の議決権を有する海外銀行子会社)を有する銀行には、国際統一基準としてバーゼルⅢ準拠の自己資本規制が2013年3月末より適用されている。国際統一基準では最低

基準として、バーゼルⅢテキストと同じく CET1 に相当する普通株式等 Tier1 比率は 4.5 %、Tier1 比率は 6 %、トータルの自己資本比率は 8 %が求められている。一方、海外営業拠点をもたない銀行には、国内基準として、バーゼルⅢを踏まえつつ、普通株式と内部留保、そして強制転換条項付優先株式で構成されるコア資本比率が 4 %以上という日本独自の自己資本規制が 2014 年 3 月末から適用されている。国内基準のコア資本には、劣後債や劣後ローンといった Tier2 は含まれない。

資本保全バッファーや G-SIB バッファーに関しては、まだ金融庁から告示は示されていないが、2016 年の適用開始に向けて、近々告示案が示されることになるだろう。資本保全バッファーやカウンターシクリカル・バッファーに関しては、少なくとも国際統一基準行には適用されることが想定されるが、国内基準行に適用されるかどうかは明らかではない。また、D-SIBs の選定方法や D-SIB バッファーの水準についてもいずれ金融庁から告示等が明らかにされるとみられる。

バーゼルⅢの流動性規制に関しては、国際統一基準行を対象として 2015 年 3 月末から LCR の適用が始まっている。NSFR については 2018 年以降に適用されることになるだろう。また、レバレッジ規制に関しては、国際統一基準行を対象に 2015 年 3 月末より Tier1 レバレッジ比率のディスクロージャー

が始まっている。2018 年からは少なくとも国際統一基準行を対象としてレバレッジ規制が適用される見通しである。

日本では、国際統一基準と国内基準とで、必要に応じて基準に差を設けながらバーゼルⅢの適用が進められている。こうした中で、バーゼル委員会が検討を進めるバーゼルⅢの追加的な改革は、バーゼル委員会において検討されている段階であり、規則の最終化にはしばらく時間を要する見通しであるが、いずれ国際統一基準や国内基準にも追加的に適用されるものである。次章以降、バーゼルⅢの追加的な改革を含め、今後展開される国際的な金融規制改革の論点を整理する。

### Ⅲ. 銀行勘定の金利リスクの資本賦課

#### 1. 銀行勘定の金利リスクとは

バーゼルⅢの追加的な改革には、日本の銀行による日本国債の運用に影響を与える懸念のあるいくつかの検討が含まれている。2013年4月以降、バーゼル委員会の中で検討が行われてきたのが、銀行勘定の金利リスク（interest rate risk in the banking book; IRRBB）に対する資本賦課の議論である。

バーゼル委員会の自己資本規制は、銀行勘定とトレーディング勘定に分けて所要資本の額を計測しており、両勘定では異なる資本賦課の方法が採用されている。トレーディング勘定とは、金融商品等の取引において短期的な売買差益を目的とするトレーディングを行うための勘定である。トレーディング勘定では、金利リスクを含む市場リスクは、第1の柱として位置づけられている。第1の柱とは、監督上の最低基準として最低所要資本に含まれることを意味しており、1996年以降、トレーディング勘定の市場リスクに対しては、資本賦課が求められている。

一方、銀行勘定とは伝統的な預貸金や投資有価証券などを保有するための勘定である。銀行勘定の信用リスクは第1の柱であるが、銀行勘定の金利リスクについては第2の柱（Pillar2）である。第2の柱とは、銀行が自

らのリスク・プロファイルに応じてリスク管理や自主的な資本充実の強化を図り、それを監督当局が検証する枠組みである。第2の柱である銀行勘定の金利リスクに対しては、現在、資本賦課は求められていない。

銀行は一般に、短期資金を調達し、長期で資産運用を行っており、そのような満期変換から生じる長短金利差を収入源とするビジネス・モデルである。銀行勘定の金利リスクの資本賦課は、銀行業務の本源的なリスクに対して資本賦課を求めるものである。すなわち、貸出や住宅ローン、あるいは国債や社債といった銀行が保有する資産と、預金やインターバンク調達といった銀行の負債の金利感応度の違いによって生じる金利リスクに資本賦課が求められることになる。

日本国債の運用という面から見れば、バーゼルⅢの自己資本規制に係る金融庁告示は、標準的手法において日本国債のリスク・ウェイトを0%と定めており、信用リスクの枠組みの下では資本賦課は要求されていない。しかしながら、銀行勘定の金利リスクに対して資本賦課が求められれば、リスク・ウェイトが0%であっても、金利リスクの面から日本国債の保有に対して間接的な資本賦課が生じることになる。前述の4月26日付の日本経済新聞は、この点を踏まえて、「銀行は前倒して国債の売却などを検討するとみられ」として、金融市場に与える影響への懸念を表している。

銀行勘定の金利リスクに関しては、バーゼルⅡの検討の中で当初は第1の柱として扱うべく議論されていた。もっとも、金利リスクを計測しそれを管理するモデルやプロセスが銀行毎に区々であったことから、バーゼルⅡでは、「現時点では第2の柱として扱うことが適当」との結論に至った経緯がある。

日本では、バーゼルⅡの中で第2の柱として位置づけられたことを受けて、銀行勘定の金利リスクに対しては監督指針の中で「アウトライヤー基準」が設けられている。具体的には、標準的金利ショックとして、①上下200ベース・ポイント（2%）の平行・シフト（平行移動）、または②保有期間1年、観測期間5年以上の期間で計測される金利変動の1パーセントイル値と99パーセントイル値で決定される金利ショックのいずれかを選択し、標準的金利ショックが銀行勘定の現在価値にどの程度の変化をもたらすかを計測することが求められる。現在価値の変化額が自己資本の20%を超える場合には、リスク削減を含む是正措置を講じることが求められる。

つまり、アウトライヤー基準では、銀行勘定の金利リスクには資本賦課が求められない代わりに、その影響をモニタリングし、把握することが銀行に求められている<sup>6)</sup>。

## 2. 市中協議文書の公表と今後の見通し

バーゼル委員会は2015年6月に市中協議

文書を公表し、銀行勘定の金利リスクの取扱いに関して、第1の柱に位置づける案と第2の柱に位置づける案を両論併記で提示した<sup>7)</sup>。バーゼル委員会の市中協議文書として極めて異例の対応である。

第1の柱と第2の柱が両論併記となった背景としては、英国やドイツを含む欧州が銀行勘定の金利リスクの資本賦課に賛成の立場であるのに対して、米国および日本が従来どおり第2の柱に位置づけることを主張しているからであるとみられる。元々、2014年11月のブリスベン・サミット前後に市中協議文書を公表するという見通しもあったが、政策方針が一本化せずに現在に至ったものである。

バーゼル委員会は今後、市中協議のプロセスに入るとともに、定量的影響度調査（qualified impact study; QIS）を実施し、それらの結果を踏まえて、今秋に議論を再開する予定としており、市中協議文書は規則の最終化の時期を明示していない。日本の銀行にとっては引続き第1の柱に位置づけられる可能性があることから、バーゼル委員会の今後の検討を注視する必要があるだろう。また、第2の柱となった場合であっても、従来に比べると金利リスクの計測の自由度は制限され、ディスクロージャーも強化されることになっており、銀行は従来以上に銀行勘定の金利リスクの管理に注意を払う必要が生じるように思われる。

#### IV. ソブリン関連リスクの見直し

##### 1. ソブリンのリスク・ウェイトの扱い

日本の銀行による日本国債の運用に影響をもたらすバーゼルⅢの追加的な改革として、ソブリン関連リスクに関する見直しが挙げられる。バーゼル委員会が2014年12月に公表した信用リスクの標準的手法の改定に関する市中協議文書では、ソブリンや中央銀行、公共法人向けエクスポージャーのリスク・ウェイトを見直し対象としない代わりに、今後、ソブリン関連リスクについてより幅広い全体的な見直しを行う方針を表明している<sup>8)</sup>。仮にソブリンのリスク・ウェイトが引上げられるようなことになれば、日本の銀行が日本国債を運用することに少なからぬ影響を与えることが想定される。前述の4月15日付の日本経済新聞の記事は、銀行が自国の国債を持つことにも資本を積むことが求められれば、「資本不足と言われるのを恐れ（銀行は）国債を手放してしまうかもしれない」という黒田総裁の懸念を紹介している。

1988年に合意されたバーゼルⅠ以降、自国のソブリン・エクスポージャーには概ね0%のリスク・ウェイトが適用されてきた。現行の標準的手法では、ソブリン・エクスポージャーには適格格付機関が付与する外部格付に応じて、0%から150%のリスク・

ウェイトが適用される。ただし、バーゼル委員会は、各国当局の裁量の下、自国通貨建ての自国ソブリンのリスク・ウェイトについては、より小さいリスク・ウェイトを適用できるという優遇措置を認めている。このため、各国・地域におけるバーゼルⅢの標準的手法では、一般に銀行が自国通貨建ての自国ソブリンを銀行勘定で保有する場合のリスク・ウェイトは0%に設定されている。

日本では、適格格付機関のうち日本国債にA+格やA格を付与している格付会社があることから、外部格付に基づけば本来は日本国債には20%のリスク・ウェイトが適用されることになる<sup>9)</sup>。もっとも、金融庁は自国ソブリンに対する優遇措置を踏まえて、自己資本告示の中で日本国政府および日本銀行向けの円建てのエクスポージャーのうち円建てで調達されたもののリスク・ウェイトを0%と規定している。したがって、日本の銀行が銀行勘定において日本国債を保有する場合、標準的手法の下、規制上の資本コストはかからない。

一方、銀行勘定の信用リスクの枠組みでは、当局の承認の下、銀行の内部モデルに基づいて計測したデフォルト確率(probability of default; PD)やデフォルト時損失率(loss given default; LGD)に基づいてリスク・ウェイトを決定する内部モデル手法として、内部格付手法(internal rating based approach; IRB)の利用が認められている。

IRBでは、デフォルト・データに基づいて銀行が内部モデルを利用してPD、LGDを推計してリスク・ウェイトを決定しており、必ずしも0%のリスク・ウェイトが適用されているわけではない。もっとも、過去のソブリンのデフォルト事例が少ないこともあって、実際にはほぼ0%に近いリスク・ウェイトが適用されているとみられる。

IRBを利用する日本のメガバンクのディスクロージャーを見ると、日本国債に適用されているリスク・ウェイトの値を直接確認することはできないが、格付区分の上位のソブリンに適用されているリスク・ウェイトの加重平均値は1%前後の値となっており、日本国債には0%に近いリスク・ウェイトが適用されているものと推測される。

今後、バーゼル委員会が検討を進めようとしているソブリン関連リスクの見直しの中では、標準的手法およびIRBのリスク・ウェイトの引上げを図ることが想定される。リスク・ウェイトの引上げが行われれば、日本国債の保有に関して、従来は規制上の資本コストはゼロまたはほぼかからなかったが、他のエクスポージャーと同様に自己資本を手当てすることが必要になる。

バーゼルⅠ、バーゼルⅡ、バーゼルⅢとソブリン・エクスポージャーには0%または0%に近いリスク・ウェイトが認められてきた経緯から考えると、ソブリン・エクスポージャーのリスク・ウェイトの引上げは、

バーゼル規制における大きなパラダイムの変更となり得る。

## 2. 先行するEUの議論

ソブリン・エクスポージャーの規制上の取扱いの見直しは、EUにおいて先行的に議論が行われている。金融危機を経てEUでは、ユーロ圏のソブリン債務危機が発生した。ソブリン債務危機では、ソブリンの信用リスクと、ソブリン・エクスポージャーを大量にバランスシートに抱えた欧州の銀行の信用リスクとが結びついた結果、ソブリンと銀行の信用リスクが相互に関連しながら悪化する事態となったと認識されている。このようなソブリン債務危機の経験から、EUではソブリンと金融機関の信用リスクのリンクを断ち切ることを狙いとして、EUのマクロ・ブルーデンス当局として設置された欧州システムミック・リスク理事会（European Systemic Risk Board; ESRB）が、2015年3月にソブリン・エクスポージャーの規制上の取扱いに関する報告書（以下、「ESRB報告書」）を公表している<sup>10）</sup>。

ESRB報告書は、金融システムに影響を与えるソブリン・リスクのチャンネルを整理している。例えば、最初のチャンネルとして、ソブリン・リスクが当該国のファンダメンタルなリスクとなり、当該国のすべての資産に影響することを挙げる。また、ソブリン・エクスポージャーの増加が金融システムに与える影

響を挙げている。ソブリン・リスクが増加すると国債の保有やクレジット・デリバティブを介して、金融機関のバランスシートが劣化する。さらに、ソブリン・リスクの上昇に伴う国債の価格下落は、レポやデリバティブを含むホールセール市場、中央銀行からの資金調達を図る際の担保価値の下落をもたらし、調達能力の低下を生じることになる。

そこで、ESRB 報告書はソブリンと金融機関の信用リスクを切断するという観点から、銀行規制および保険規制を対象にソブリン・エクスポージャーの規制上の取扱いの見直しを議論しており、銀行規制の見直しについては、表1の提案が行われている。

自己資本規制に関しては、標準的手法における自国ソブリンへの優遇措置の見直しが挙げられている。金融庁の告示が日本国債のリスク・ウェイトを0%と規定する根拠になっている措置である。EUでは域内のバーゼルⅢの自己資本規制を定めるCRD4/CRR（第

4次資本要求指令および規則）が、標準的手法の下、EU加盟国のソブリン・エクスポージャーのリスク・ウェイトを0%と規定している。自国ソブリンに対する優遇措置が廃止されれば、AAA格からAA-格以外の格付のソブリンについてはリスク・ウェイトが引上げられることになる。

また、標準的手法の下、リスク・ウェイト・フロアーを導入することが提案されている。現行のバーゼルⅢでは、信用力が最も高いソブリン・エクスポージャーには0%のリスク・ウェイトが適用できるが、事業法人や金融機関向けのエクスポージャーについては、信用力が最も高い場合でも20%のリスク・ウェイトとなる。ESRB報告書は、0%のリスク・ウェイトの廃止を意味するリスク・ウェイト・フロアーをソブリン・エクスポージャーにも適用すべきであるとする。

さらに、標準的手法の下、ソブリン・エクスポージャーのリスク・ウェイトの決定に当

表1 EUのソブリン・エクスポージャーの規制上の取扱いの見直し

バーゼルⅢ第1の柱 (自己資本規制)	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 標準的手法における自国ソブリンに対する優遇措置の見直し</li> <li>■ 標準的手法におけるリスク・ウェイト・フロアーの導入</li> <li>■ 標準的手法における外部格付参照の撤廃</li> <li>■ 内部格付 (IRB) 手法における規制フロアーの設定</li> </ul>
大口エクスポージャー規制	■ 分散規制または大口エクスポージャー規制の対象化
マクロ・プルーデンス規制	■ 例えば、経済サイクルを踏まえて資本規制上の扱いを当局が変更
バーゼルⅢ第2の柱 (各国裁量)	■ ストレス・テストまたは分散に関する定量的なガイダンス
バーゼルⅢ第3の柱 (ディスクロージャー)	■ 銀行が保有するソブリン・エクスポージャーの強制的な開示
流動性リスク	■ 流動性規制における中央政府債務の取扱いの見直し

(出所) ESRB 報告書より野村資本市場研究所作成

たって外部格付を参照することを廃止することが提案されている。バーゼル委員会は現在、信用リスクの標準的手法の改定作業を行っており、後述のとおり、ソブリン以外のエクスポージャーのリスク・ウェイトの決定に際しては、外部格付の参照を廃止することが提案されている。ESRB 報告書は、ソブリン・エクスポージャーについても外部格付の参照を廃止すべきとの考えを示したものである。その背景として、景気の良い局面では格付は楽観的な評価が行われる一方、危機になると急激に格下げされる傾向があり、格付にはプロシクリカリティの性質があることが指摘されている。

ESRB 報告書は、外部格付の代替指標として、①公的対外債務残高対 GDP 比、②実質長期金利、③ GDP のボラティリティ、④デフォルト履歴を挙げている。なお、これらの代替指標を利用する際には、リスク・ウェイトの変動に伴うプロシクリカリティを抑制する観点から、例えば 20 年間の移動平均を使うことが提案されている。

一方、IRB では必ずしも 0% のリスク・ウェイトが適用されているわけではないが、デフォルト事例に限られていることから、多くの場合で 0% に近いリスク・ウェイトが適用されているとみられる<sup>11)</sup>。そこで、ESRB 報告書は標準的手法との一貫性を確保するため、標準的手法に適用されるリスク・ウェイト・フロアーと同水準のリスク・ウェイト・

フロアーを IRB にも設定すべきとの考えを示している<sup>12)</sup>。

さらに、ESRB 報告書は、ソブリンと銀行の信用リスクの連鎖を断ち切るという目的から、ソブリン・エクスポージャーをより制限する提案を行っている。大口エクスポージャー規制の対象化または分散規制の適用である。大口エクスポージャー規制とは、単一のカウンターパーティへの信用供与額に関して、銀行の自己資本に対比して上限を定めるものであり、国際的には自己資本の 25% に上限が設定されている<sup>13)</sup>。もっとも、一般にソブリンについては、大口エクスポージャー規制の適用除外となっている。そこで、ESRB 報告書はソブリンに関しても大口エクスポージャー規制を部分的または完全に適用することを提案している。また、ESRB 報告書は、ソブリンの集中リスクに対して自己資本を賦課する方法も挙げている。

ソブリン・エクスポージャーに対する大口エクスポージャー規制または分散規制の適用に関する検討は、リスク・ウェイトの引上げに比べて、より直接的かつより効果的に銀行のソブリン保有に制限を加えることを狙いとしている。

さらに、ESRB 報告書はマクロ・プルーデンスの観点からの政策措置も検討している。具体的には、①ソブリンのファイナンスの持続可能性に疑問が生じること、②ソブリン向け債権の価格が低くなったと判断される

こと、③金融機関に重大なソブリン向けエクスポージャーが積上がっていることといった一定の条件を満たした場合に、ソブリン・エクスポージャーに対して追加的な資本賦課を要求するという措置である。ソブリン・リスクの増加に応じて、銀行に自己資本の積み増しを要求することになる。

以上のように ESRB 報告書は、ソブリン・エクスポージャーの規制上の取扱いに関してより具体的な論点を提示しながら見直しの議論を行っている。EU では、今後、ESRB 報告書をベースに検討が進められるものと思われる。

### 3. バーゼル委員会の検討と留意点

一方、バーゼル委員会は、ソブリン関連リスクの見直しに関して、2015年1月に公表した2015年および2016年の作業プログラムの中で、ソブリン・リスクに関する既存の規制上の取扱いの見直しを進めることと併せて、慎重に、包括的に、段階的な方法で見直しを図る考えを明らかにしている<sup>14)</sup>。

ソブリン・リスクに関する規制上の取扱いの見直しとしてまず想定されるのは、リスク・ウェイトの引上げである。この点に関して ESRB 報告書は、自国ソブリンに対する優遇措置の見直しやリスク・ウェイト・フローアの導入を挙げている。

そこで、見直しの結果として、仮に日本国債のリスク・ウェイトが20%に引上げられ

た場合のメガバンクの自己資本比率に与える影響を試算してみると、リスク・ウェイトの引上げによって自己資本比率が概ね1%前後低下するという結果が得られる<sup>15)</sup>。また、リスク・ウェイトが50%になったとすると、自己資本比率が3%近く下がる銀行も現れる。この試算では、銀行勘定で保有する日本国債しか考慮していないため、地方債や政府保証債、日本銀行向けのエクスポージャーなども含めると実際の影響としてはもう少し大きいものになるだろう。ソブリン・エクスポージャーのリスク・ウェイトの引上げは、日本の銀行の自己資本比率に少なからぬ影響を与えることが想定される。

また、EU で先行する議論を踏まえると、ソブリン・エクスポージャーのリスク・ウェイトの決定方法として、外部格付の参照が廃止される可能性がある。後述のとおり、金融規制に係る基準や法令、規則において外部格付の参照を廃止することは、すでに国際的な原則となっている。この点に関して、ESRB 報告書が提示した前述の4つの基準であれば日本国債にとって大きな問題となることはないように思われるが、例えば、外部格付の代替として、政府債務残高対GDP比のような指標が採用された場合には、日本国債に対して相対的に低いリスク・ウェイトを適用することは難しくなるように思われる。外部格付の参照の廃止とそれを代替する基準の議論は、日本にとって重大な論点となる可能性が

ある。

さらに、バーゼル委員会によるソブリン関連リスクの見直しは、ソブリンのリスク・ウェイトの議論に留まらない可能性がある。ESRB 報告書を踏まえると、大口エクスポージャー規制の対象化を含め、ソブリン・エクスポージャーに関する全体的な規制のあり方について見直しが行われる可能性も否定はできない。バーゼル委員会によるソブリン関連リスクの規制上の取扱いの見直しは、今後、慎重かつ段階的に行われることが想定されるが、円滑な日本国債のファイナンスへの影響ということも含め、日本の金融市場に大きな影響をもたらす可能性を含んだ議論になるだろう。

なお、ソブリンの定義には中央銀行も含まれる。日本では量的・質的金融緩和政策の下、銀行が日本銀行に預ける当座預金残高は足許で 200 兆円を超えている。こうした中央銀行に対する預金にも 0% ではないリスク・ウェイトが適用される可能性があり、その場合は、円滑な金融政策の実施という点でも影響が生じるおそれがある。

## V. リスク・アセットの見直し

### 1. 内部モデル手法の問題

バーゼル委員会は現在、自己資本規制におけるリスク・アセットの計測方法の改定作業を進めている。バーゼルⅢでは自己資本規制の強化が行われているが、それは主に資本の損失吸収力の向上を図るという自己資本比率の分子に関する改革であった。したがって、バーゼルⅢでは分母のリスク・アセットの見直しは行われておらず、バーゼルⅡの計測方法が引継がれている。これに対してバーゼル委員会は、2014 年 11 月のブリスベン・サミットにおいてリスク・アセットの計測方法の見直しを行う方針を明らかにした。その背景は、次のとおりである。

バーゼル委員会は、2012 年に規制整合性評価プログラム (Regulatory Consistency Assessment Program; RCAP) を開始した。その目的は、各国・地域でバーゼルⅢを適用する際に規制の一貫性、完全性を確保するため、各国・地域の適用状況を評価し、各国・地域間の規制のばらつきを回避することにある。RCAP には各国・地域を対象に適用状況を評価するプログラムと、テーマに応じて各国・地域の規制の一貫性や整合性を評価するプログラムがある。バーゼル委員会は、テーマ別の RCAP として、信用リスク、市

場リスク、オペレーショナル・リスクの資本賦課の枠組みに関して、内部モデルを利用する銀行を対象にリスク・アセットの計測の適切性に関する検証を行った。

その結果、信用リスク、市場リスク、オペレーショナル・リスクのいずれのカテゴリーにおいても、内部モデルに基づいて計測されるリスク・アセットに銀行間のポートフォリオなどの違いでは説明できないばらつきがあることが明らかになった。

例えば、信用リスクに関する RCAP では、欧州、北米、アジア（含むオーストラリア）の主要な銀行に対して同一のポートフォリオを前提に各行の内部モデルに基づいて PD、LGD といったリスク・パラメータを計測させる仮想ポートフォリオ検証が行われた。同じポートフォリオを前提としているため、本来であれば同様の結果が得られることが期待されたが、実際には、計測された各行のパラメータの間で相違があり、その結果として生じるリスク・アセットのばらつきから自己資本比率が平均的な水準から 2% も低くなる銀行があることが判明した。つまり、リスク・アセットがより小さく計測されるため、他の銀行に比べて所要資本が少なくなっていることが明らかになったのである。

バーゼル委員会は、RCAP によって規制の公平な適用を確保するため、内部モデル手法で計測されるリスク・アセットのばらつきを抑える必要性を認識することとなった。

## 2. リスク・アセットの改定方針

バーゼル委員会はブリスベン・サミットにおいてリスク・アセットのばらつきの問題に対処するため、全体的な対処方針を次のとおり提示した<sup>16)</sup>。

第一に、内部モデル手法で計測されるリスク・アセットに資本フロアーによって制限を設けることである。内部モデル手法における過度なリスク・アセットの削減効果を抑えるため、資本フロアーとして標準的手法に基づくリスク・アセットをベースに数量的な制限が課されることになる。バーゼル委員会は、すでに 2014 年 12 月に資本フロアーに関する市中協議文書を公表しており、信用リスク、市場リスク、オペレーショナル・リスクに対して資本フロアーを適用する方針を明らかにしている。もっとも、市中協議文書は、資本フロアーの具体的な設定方法やその水準を明らかにしていない。

なお、米国では、すでに独自の資本フロアーが適用されている。米国のバーゼルⅢの資本規制に係る最終規則は、内部モデル手法を利用する米国の大手銀行に対して、内部モデルに基づく自己資本比率と標準的手法に基づく自己資本比率のいずれか低い値を当該銀行の自己資本比率とすることを定めている。通常は標準的手法の方がリスク・アセットをより大きく計測することが想定されるが、米国の標準的手法にはオペレーショナル・リス

クの資本賦課が含まれていないため、いずれかの手法の自己資本比率が採用されるかは一概には分からない。

バーゼル委員会が標準的手法に基づくリスク・アセットに対して資本フロアーをどの水準に設定するかは現時点では定かではないが、仮により保守的な水準に設定されるとすれば、内部モデル手法で計測したリスク・アセットが資本フロアーの制限を受けて増えることも考えられる。内部モデル手法でリスク・アセットを計測している銀行にとっては、資本フロアーの導入が自己資本比率の低下要因となる可能性がある。

第二に、内部モデル手法で計測されるリスク・パラメータに差異が生じていることから、内部モデル手法において不適切な取扱いが行われないようモデル実務について一定の見直しが行われる予定である。例えば、デフォルト事例が少なく信頼性の低いパラメータを前提とする低デフォルト・エクスポージャーに関しては、パラメータの設定に制限が加えられる見通しである。バーゼル委員会は、信用リスクの内部モデル手法におけるモデル実務の見直しについて市中協議文書を公表する方針を明らかにしているが、現時点ではまだ公表されていない。

第三に、標準的手法の見直しも行われる。標準的手法は内部モデル手法の資本フロアーのベースとして位置づけられることから、リスク・センシビリティを改善することを目

的として、信用リスク、市場リスク、オペレーショナル・リスクのすべての標準的手法が改定されることになる。

バーゼル委員会は、ブリスベン・サミットにおいてリスク・アセットの計測の見直しに関して、表2のとおり具体的なスケジュールを示している。今後、リスク・アセットの計測方法の見直しとして、信用リスク、市場リスク、オペレーショナル・リスクについて、標準的手法の改定、内部モデル手法の改定、資本フロアーの導入が行われることが明らかになっている。

### 3. 信用リスク・アセットの改定

リスク・アセットの計測方法の見直しの中で注目されるのは、信用リスクの標準的手法の改定である。現行の標準的手法は、適格格付機関が発行する外部格付に応じてリスク・ウェイトを決定する仕組みである。例えば、事業法人向けのエクスポージャーに関しては、AAA格からAA-格の場合は20%、A+格からA-格の場合は50%、BBB+格からBB-格の場合は100%、BB-未満の場合は150%のリスク・ウェイトが適用される。無格付の場合のリスク・ウェイトは100%である。

一方、2014年12月にバーゼル委員会が提示した信用リスクの標準的手法の改定に関する市中協議文書は、外部格付の参照を廃止した新たな標準的手法を提案している。バーゼ

ル委員会はその理由として、現行の標準的手法が過度に外部格付に依存していることを挙げる。金融危機の結果、金融規制として基準や法令、規則に組み込まれた外部格付に市場参加者が過度に依存していることが明らかになり、格下げが危機を増幅し、金融システムの混乱をもたらすことが懸念されるようになった。そこで、FSBは2010年10月に法令や規則、基準において外部格付への依存を削減するための原則として、外部格付の参照を排除し、その代わりに適切に信用価値を図る基準に変更すべきことを定めている<sup>17)</sup>。今回、バーゼル委員会が標準的手法から外部格付を取り除いた背景には、FSBのこうし

た政策方針が背景にあるものと考えられる。

バーゼル委員会が提案する新たな標準的手法では、エクスポージャー毎に外部格付に代替する信用リスクを評価する基準が設定されており、その基準に応じてリスク・ウェイトが適用される仕組みである(表3)。

銀行向けのエクスポージャーの場合は、銀行の自己資本比率(CET1比率)と不良資産比率によってリスク・ウェイトが決定される。一方、事業法人向けのエクスポージャーについては、事業法人の売上高と、事業法人の総資産を自己資本で除したレバレッジによって60%～300%のリスク・ウェイトが適用される。売上高が大きいほどリスク・

表2 リスク・アセットの計測方法の見直し

規制対応		現状	最終化の時期
標準的手法の見直し	信用リスク	2014年12月に市中協議	2015年末
	市場リスク	2014年12月に第2次市中協議	2015年末
	オペレーショナル・リスク	2014年10月に市中協議	2015年央
資本フロアの導入	信用リスク、市場リスク、オペレーショナル・リスクの標準的手法に対する資本フロア	2014年12月に市中協議	2015年末
信用リスクの内部モデルの改定	信用リスク・モデルのパラメータに対する制限(低デフォルト・エクスポージャーに係るLGDパラメータ、リボルビング・ファシリティのマチュリティ、信用リスク削減手段の簡素化・調和化を含む)	2015年央までに市中協議	2015年末
	内部モデル手法および標準的手法におけるエクスポージャーの定義の調和		
	リスク・モデルの枠組みを支援するガイダンス(リスク・モデルの検証、モデル推計における保守的マージン、デフォルトの定義、リスク・モデルの部分利用を含む)		
市場リスクの内部モデルの改定	市場リスク・モデルのさらなる標準化(時系列データの利用、コリレーションの取り扱い、デフォルト推計を含む)	2014年12月に第3次市中協議	2015年末

(注) ブリスベン・サミット後の進捗状況を踏まえて加筆修正。

(出所) バーゼル委員会資料より野村資本市場研究所作成

ウェイトは小さくなり、レバレッジが大きいほどリスク・ウェイトが大きくなる。債務超過の場合には、300%というより高いリスク・ウェイトが適用される。

さらに、住宅ローンは一定の条件の下で現行は35%という低いリスク・ウェイトの適用が認められているが、新たな標準的手法では、住宅ローン債務者の借入額と不動産担保価値の比率であるローン・トゥ・バリュー (loan-to-value; LTV) 比率と、債務者の総所得に占める債務の元利払い額の割合を表すデット・サービス・カバレッジ (debt

service coverage; DSC) 比率を基に25%～100%のリスク・ウェイトが提案されている。

現行の標準的手法と比べると、全体的に各エクスポージャーにおいてリスク・ウェイトが引上げられており、標準的手法に基づいて自己資本比率を算定する銀行のリスク・アセットは、見直しによって増える可能性が高い。また、内部モデル手法に基づいて自己資本比率を算定する銀行であっても、標準的手法で計測されるリスク・アセットが増加することから、資本フロアの制限がより厳しくなる可能性がある。

表3 信用リスクの新たな標準的手法におけるリスク・ウェイト

①銀行向けエクスポージャー

		CET1 比率					
		12%以上	9.5%以上 12%未満	7%以上 9.5%未満	5.5%以上 7%未満	4.5%以上 5.5%未満	4.5%未満
不良資産比率	1%以下	30%	40%	60%	80%	100%	300%
	1%超3%未満	45%	60%	80%	100%	120%	
	3%超	60%	80%	100%	120%	140%	

②事業法人向けエクスポージャー

		売上高			
		500万ユーロ以下	500万ユーロ超 5000万ユーロ以下	5000万ユーロ超 10億ユーロ以下	10億ユーロ超
レバレッジ	1～3倍	100%	90%	80%	60%
	3～5倍	110%	100%	90%	70%
	5倍超	130%	120%	110%	90%
債務超過		300%			

③抵当権付住宅ローン

	LTV 比率					
	40%未満	40%以上 60%未満	60%以上 80%未満	80%以上 90%未満	90%以上 100%未満	100%以上
個人向けローン (DSC 比率 35%以下)	25%	30%	40%	50%	60%	80%
その他のローン	30%	40%	50%	70%	80%	100%

(出所) バゼル委員会資料より野村資本市場研究所作成

特に、日本の銀行との関係で留意すべき点は、株式エクスポージャーのリスク・ウェイトが引上げられている点である。従来の標準的手法では株式エクスポージャーのリスク・ウェイトは100%であったが、新たな標準的手法では、上場株式は300%、非上場株式は400%とより高い水準のリスク・ウェイトに引上げられることが提案されている。提案されているリスク・ウェイトは、現行の内部モデル手法においてマーケット・ベース方式の簡易手法に適用されているリスク・ウェイトと同じ水準である。また、新たな標準的手法では、政策保有株式に関してリスク・ウェイトを低くする優遇措置は設けられておらず、その影響は内部モデル手法においてPD、LGDを用いてリスク・ウェイトを決定している銀行にまで及ぶ可能性がある<sup>18)</sup>。

日本の銀行は一般に、政策投資目的で多くの株式を銀行勘定のバランスシートに抱えている。標準的手法における株式のリスク・ウェイトの引上げは、日本の銀行にとって、政策保有株式のさらなる削減圧力となる可能性がある。

## VI. レバレッジ規制の最終化

### 1. レバレッジ比率の水準調整

前章まではバーゼルⅢの追加的な改革の内容や留意点を整理してきたが、バーゼルⅢに関しても最終化されていない重要な論点が残されている。2018年から適用されるレバレッジ規制である。バーゼルⅢテキストは、レバレッジ規制の適用に向けて2017年までの試行期間中はTier1レバレッジ比率3%という水準をテストするとしており、2017年までにTier1レバレッジ比率の水準調整を終える方針である。すなわち、Tier1レバレッジ比率を何%にするかということがまだ固まっていない<sup>19)</sup>。

バーゼル委員会、ブリスベン・サミットで明らかにしたリスク・アセットのばらつき抑制を図る対処方針の中で、レバレッジ比率の水準調整の見直しという方針も掲げている。レバレッジ比率の水準を上げるとまで述べているわけではないが、その政策意図を踏まえれば、レバレッジ比率の水準引上げも視野に入れているものと考えられる。

### 2. 水準強化を図る各国の動き

バーゼルⅢのレバレッジ規制に関しては、いくつかの国において独自にレバレッジ比率の水準の引上げを図る動きがある。

米国では2014年4月、連邦準備制度理事會（Board of Governors of the Federal Reserve System; FRB）を含む銀行規制当局が、連結総資産7,000億ドルまたは顧客資産10兆ドルを超える米国の銀行持株会社を対象に追加的レバレッジ比率（supplementary leverage ratio）として、持株会社ベースでTier1レバレッジ比率5%以上を求める最終規則を決定している<sup>20)</sup>。米国のG-SIBsを対象により厳しいレバレッジ規制を課すものである。実際の規制適用は、バーゼルⅢと平仄を合わせて2018年以降としているが、米国はより厳格なレバレッジ規制を適用する方針を前倒しで固めたものである。

また、英国では、イングランド銀行（Bank of England; BOE）でマクロ・プルーデンスを担う金融監督政策委員会（Financial Policy Committee; FPC）が、2014年10月にレバレッジ比率の強化に関する方針を提示した<sup>21)</sup>。それによると、FPCは、Tier1レバレッジ比率の最低水準をバーゼル委員

会がテストしている水準と同じ3%とする一方で、英国のG-SIBsおよびD-SIBsには追加的レバレッジ比率バッファ（supplementary leverage ratio buffer）を適用し、さらに金融システムの安定性の観点から必要に応じてカウンターシクリカル・レバレッジ比率バッファ（countercyclical leverage ratio buffer）を導入する考えである。その結果、英国のG-SIBsでは追加的レバレッジ比率バッファを含めると最大で4.05%、カウンターシクリカル・レバレッジ比率バッファが適用された場合には最大で4.95%のTier1レバレッジ比率が求められることになる<sup>22)</sup>。

さらに、スイス当局もレバレッジ規制の水準の強化を図っている。具体的には、スイスのG-SIBsに対して、最大でレバレッジ比率4.56%の水準を求める規制をすでに適用しており、2019年までに必要な水準を達成するように求めている（表4）。米国や英国、スイス以外にも、バーゼル委員会がテストし

表4 各国のレバレッジ規制の水準強化

カナダ	当局は2014年1月、現行のレバレッジ規制（assets-to-capital multiple）に替えて、バーゼルⅢベースのレバレッジ比率3%を適用する方針を公表。さらに、個別行ベースでより厳格なレバレッジ規制を検討する方針
スイス	2013年1月からスイスのG-SIBsを対象にレバレッジ比率を適用しており、2019年までにレバレッジ比率3.1%から4.56%の水準を要求。レバレッジ比率は最低基準とバッファで構成
デンマーク	当局が2013年9月に公表した報告書は、銀行が十分な頑健性を確保するためにレバレッジ比率3%の水準は十分ではないとの認識を提示
オランダ	財務省は、2013年8月にシステム上重要な銀行を対象に少なくともレバレッジ比率の最低基準を4%とすることを提言
スウェーデン	当局は、2014年5月にEUの基準を上回るレバレッジ比率の導入の必要性に関して検証することを決定

（出所）BOE資料より野村資本市場研究所作成

ている Tier1 レバレッジ比率 3% を上回る水準のレバレッジ規制を導入しているあるいは導入を検討している国がある。

バーゼル委員会が 2017 年までに実施するレバレッジ比率の最終的な水準調整に向けて、米国や英国、スイスを含む一部の国が Tier1 レバレッジ比率の最低基準について、特に G-SIBs を対象として、現行の 3% からの引上げを主張することが予想される。その結果、より高い水準の Tier1 レバレッジ比率が要求されるようになると、銀行としてはレバレッジ規制の要求に応じるため、自己資本あるいはエクスポージャーを調整する必要性が生じるおそれもある。

## VII. ベイルイン, TLAC

### 1. ベイルインの検討

前章まではバーゼル委員会によるバーゼルⅢやバーゼルⅢの追加的な改革を中心に様々な検討を整理してきたが、本章では FSB や欧米が進める G-SIBs を含む SIFIs を対象とする政策的な枠組みについて確認する。

ブリスベン・サミットに向けて FSB は、G-SIBs を対象とする総損失吸収力 (total loss absorbing capacity; TLAC) の提案を行った<sup>23)</sup>。TLAC は、自己資本に劣後債やシニア債を加えた一定水準の損失吸収力の確保を要求する新たな規制であり、2015 年 11 月にトルコで開催されるアンタルヤ・サミットまでに最終化を図ることを目指して検討が行われているものである。

この TLAC という損失吸収力に関する新たな規制が示された背景には、ベイルイン (bail-in) がある。ベイルインとは、SIFIs を含む金融機関の破綻処理ツールであり、破綻処理当局の裁量の下、無担保・無保証の債務の元本削減、あるいは株式への転換を通じて、資本増強 (capitalization) または資本再構築 (recapitalization) を実施する措置である。納税者の負担を回避し、保険対象預金者を保護しながら、株主・債権者の負担の下で秩序ある破綻処理を実現するためのツー

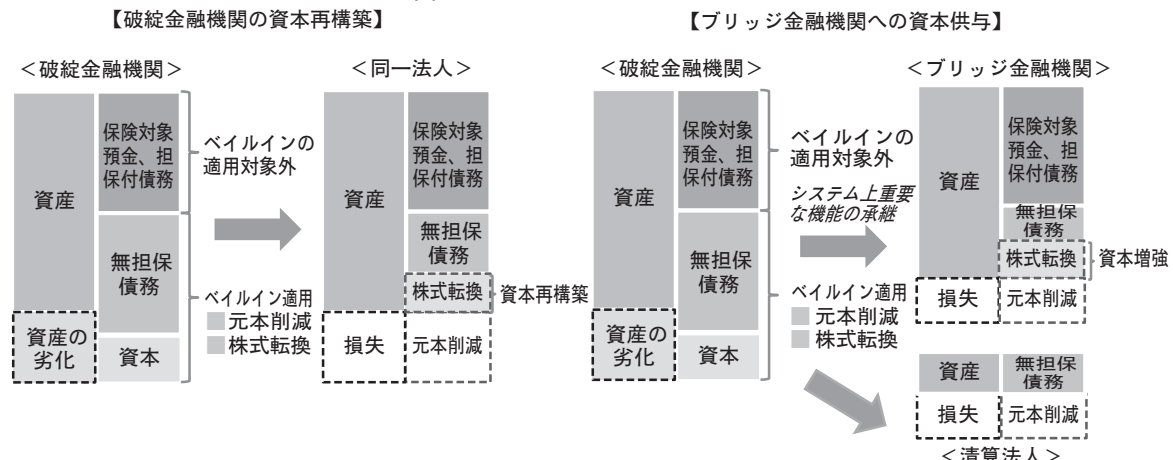
ルとして、公的資金を使ったベイルアウト (bail-out) から脱却するために金融危機後に開発されたものである。

2011年11月のカンヌ・サミットにおいて、FSBが策定した「金融機関の実効的な破綻処理の枠組みの主要な特性」(以下、「主要な特性」)がG20各国によって承認された<sup>24)</sup>。FSBの主要な特性には、各国の破綻処理当局が有するべき権限や責任、措置が幅広く規定されており、主要な特性は、「破綻処理制度の新たな国際基準」として位置づけられている。G20各国は、2015年末までに主要な特性に規定された措置や権限を自国の制度に導入することが求められている。それによって、破綻処理制度のコンバージェンスを図ることが、FSBの目標である。

主要な特性には、2つのベイルインのスキームが規定されている (図2)。1つは、破綻金融機関の資本再構築を実施し、金融機関を再建するためのスキームである。破綻金融機関に発生した損失を最初に株式、次に無担保債務で吸収し、さらに金融機関として業務を再開するために必要となる自己資本を供与するため、無担保債務の一部を株式に転換する。もう1つは、破綻金融機関のシステム上重要な機能だけをブリッジ・バンクに承継する方法であり、ブリッジ・バンクに承継されない資産・負債は清算されることになる。このスキームでは、ブリッジ・バンクに、あるいはブリッジ・バンクを承継する金融機関に対して資本増強を行うために、無担保債務の一部が株式に転換される。

欧米各国は、このようなベイルインを自国の破綻処理制度の中に導入しつつあり、ベ

図2 2つのベイルイン・スキーム



(出所) 野村資本市場研究所

イルインはSIFIsの破綻処理ツールとして標準的なものになりつつある。米国では、2010年7月に成立したドッド＝フランク・ウォールストリート改革および消費者保護法(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 以下、「ドッド＝フランク法」)の下、連邦預金保険公社(Federal Deposit Insurance Corporation; FDIC)がベイルインを伴う破綻処理戦略を適用する。具体的には、FDICは米国のG-SIBsを対象にその持株会社に対してベイルインを実施するシングル・ポイント・オブ・エントリー(single point of entry; SPE)と呼ばれる破綻処理戦略を適用する方針を明らかにしている。SPEの下では持株会社傘下の業務子会社(銀行子会社、証券子会社を含む)はブリッジ金融会社に承継され、ゴーイング・コンサーンで業務の継続が図られる。

一方、EUでは、域内の銀行の破綻処理制度の調和を図る銀行再建・破綻処理指令(Bank Recovery and Resolution Directive; BRRD)が2014年に成立しており、EUの主要国を含む加盟国のほぼ半数の国で2015年からBRRDが施行されている。BRRDには破綻処理ツールの1つとしてベイルインが規定されている。BRRDはベイルインの導入を2016年と定めているが、英国、ドイツ、オーストリアは2015年から1年前倒しでベイルインを導入している。

## 2. TLACの検討

欧米を中心にベイルインがSIFIsの破綻処理ツールとして標準化されつつあるが、個々のSIFIsに実際に損失吸収力が確保されていないければ、ベイルインを利用して秩序ある破綻処理を実現することはできない。そこで、欧米を中心として破綻時(gone-concern)あるいは存続不能時(point of non-viability; PONV)の損失吸収力に関して規制化を図る検討が進められてきた。

その先陣を切ったのが英国である。英国では、政府の諮問を受けた独立銀行委員会(Independent Committee on Banking; ICB)が2011年9月に英国の銀行システムの構造改革を行うための報告書を公表している<sup>25)</sup>。その中で破綻時の損失吸収力に関する規制として、英国のG-SIBsを対象とするPLAC(primary loss absorbing capacity)の導入が提案された。PLACは、G-SIBサーチャージが最大の2.5%の水準が求められるG-SIBsの場合で、自己資本とベイルイン可能な債務を合わせてリスク・アセット比17%を求めるものであり、G-SIBサーチャージの大きさに応じて要求されるPLACの水準は異なる仕組みである。PLACはすでに2013年金融サービス(銀行改革)法(Financial Services (Banking Reform) Act 2013)に規定されており、現在、財務省が最終規則化を進めている。

また、EU では、BRRD において破綻時の損失吸収力に関する規制として、MREL (minimum requirement for own funds and eligible liabilities) が規定されている。MREL とは、自己資本とバیلイン可能な債務の最低水準を定めようとする規制である。BRRD は G-SIBs だけでなくすべての銀行を対象とする規制であることから、MREL の所要水準は BRRD 等において具体的に定められておらず、MREL は銀行の規模やリスク・プロファイル、ビジネス・モデルを踏まえて、ケース・バイ・ケースで設定されることになる。

一方、米国では、未だ規則提案は示されていないが、FRB は、FDIC と協議を図りながら、米国の G-SIBs の持株会社を対象にバイルイン可能な長期無担保債務の最低水準を定める検討を行っていることを明らかにしている<sup>26)</sup>。

このように破綻時の損失吸収力に関して欧米各国で異なる規制が形成されつつある。PLAC や MREL が G-SIBs に連結グループ・ベースで規制をかけようとしているのに対して、持株会社にバイルインを適用する SPE を採用する米国は、持株会社の単体ベースで規制をかけようとしている。こうした中で FSB が検討を進める TLAC は、国際的なレベル・プレイング・フィールドの確保の観点から、各国の G-SIBs に共通する最低限の損失吸収力に関する規制を導入しようとする

ものである。

FSB は、ブリスベン・サミットに対して TLAC として以下の規制を提案した。

- 共通最低基準（第 1 の柱）として、(i) リスク・アセット比 16% ~ 20% の範囲に含まれる最低基準、かつ(ii) Tier1 レバレッジ比率の最低 2 倍
- 最低基準（第 2 の柱）は、破綻処理計画 (RRP)、プレゼンス、ビジネス・モデル、リスク・プロファイル、組織構造を踏まえて個々に決定
- 最低基準には、バーゼルⅢの最低基準が含まれる一方、規制資本バッファ（資本保全バッファ、G-SIB サーチャージ等）は含まれない
- 適格債務は、無担保かつ残存期間 1 年超で、(i) 適用除外債務に契約上劣後、(ii) 適用除外債務よりも法的順位が下位、(iii) 持株会社発行の債務であり、適格トリガーの下に置かれる債務
- TLAC の 33% 以上は債務を期待
- 日本の G-SIBs には、リスク・アセット比 2.5% 分の預金保険に係るセーフティネットを考慮
- 新興国の G-SIBs（現在は中国銀行、中国工商銀行、中国農業銀行）には、当初は最低基準を適用しない
- 最低基準は早くても 2019 年 1 月 1 日に適用開始

### 3. 日本と欧米の制度の比較

FSBの主要な特性を受けて、日本は2013年に預金保険法を改正し、新たな破綻処理スキームとして「金融システムの安定を図るための金融機関等の資産および負債の秩序ある処理に関する措置」（以下、「秩序ある処理」）を追加した。秩序ある処理は、主要な特性の規定を踏まえて、銀行以外に、持株会社や証券会社、保険会社にも適用できる。

秩序ある処理では、債務超過ではない場合の特定第1号措置と、債務超過の場合の特定第2号措置にスキームが分かれており、特定第1号措置を適用する場合には必要に応じて公的資本増強も可能である。秩序ある処理に関する経理は預金保険機構に設けられた金融危機対応勘定で行われ、発生する費用は事後的に金融機関から徴収される負担金で賄われる。負担金の徴収を行うことでかえってシステムミック・リスクが生じるような場合には、政府が費用の一部を負担することもできる。日本の制度では、公的資金が最終的なバックストップとして位置づけられている。

日本は、1990年代以降の金融危機の経験を踏まえて、2000年に預金保険法を改正し、銀行に対する公的資本増強や一時国有化（特別危機管理）、預金全額保護の措置を手当てし、必要に応じて公的支援を図る制度を導入した。その背景には、日本が1990年代の金融危機の経験から学んだこととして、システ

ミック・リスクが生じる場合には公的資金を投入してでも金融危機を抑えた方が結果として社会的コストは小さくなるという考え方がある。秩序ある処理についてもこれまでの考え方を踏襲しており、公的支援の枠組みを前提としている。

日本の秩序ある処理と欧米のベイルインとを比較すると、欧米のベイルインは、納税者負担を回避し、株主・債権者の負担で損失吸収を図るための破綻処理ツールとして位置づけられているのに対して、秩序ある処理は、グローバルな金融危機の際に経験した市場流動性の枯渇という事態を踏まえて、預金保険機構が市場に流動性を提供することで、市場の混乱を防ぐことを狙いとしている。秩序ある処理は、公的な流動性支援を図るところに特徴がある。

日本も2013年の預金保険法改正によってベイルインを導入している。もっとも、欧米のベイルインと日本のベイルインでは仕組みが異なる。欧米のベイルインは、破綻処理当局の権限とその裁量の下で実行される法定ベイルイン（statutory bail-in）である一方、日本のベイルインは、憲法の制約から商品契約にベイルイン条項があるもののみを対象とする契約上のベイルイン（contractual bail-in）となっている。また、欧米のベイルインは、破綻時あるいは存続不能時の損失吸収力という観点から、株式、劣後債務を含むバーゼル規制上の自己資本だけでなく、シニア債

務や EU では非保険対象預金も含めて対象としている。これに対して日本のバイルインは、バーゼル規制上の株式と劣後債務に対象が限られており、また、金融機関が債務超過の場合に規制上の自己資本によって損失吸収を図るといった限られた範囲で利用されるものと捉えることができる。

さらに、欧米のバイルインは、トゥー・ビッグ・トゥ・フェイル (too big to fail) の終焉を図るため、換言すればバイルアウトから脱却するために整備されたものである。実際に、米国は、ドッド＝フランク法で公的資本増強を禁止している。一方、EU の BRRD を含む破綻処理の枠組みは、公的資本増強を含む公的支援の枠組みを残しているが、それらの措置を発動する前に先にバイルインを実施し、株主・債権者の負担を図ることを条件としている。

このように欧米と日本では破綻処理制度の思想が大きく異なっている。その一方で、破綻時の損失吸収力を求める TLAC は G-SIBs に対して共通に要求されるものとなっている。日本と欧米の破綻処理制度の狙いを考慮すれば、TLAC は欧米の G-SIBs においてより重要な意味をもつことがわかる。さらに、欧米の G-SIBs にとっては、FSB の TLAC はあくまでも G-SIBs に共通する最低基準として位置づけられる規制であって、破綻時の損失吸収力の維持を求める規制としてより意識すべきは、英国の G-SIBs であれば

PLAC、欧州の G-SIBs であれば MREL、米国の G-SIBs であれば FRB が検討する長期無担保債務の最低基準ということになるだろう。

一方、日本の G-SIBs にも当然のことながら TLAC は適用される。日本の G-SIBs には特例的に預金保険に係るセーフティネットを考慮してリスク・アセット比 2.5% 分を TLAC に自動的に反映できる。もっとも、要求される TLAC の水準に実際の損失吸収力の水準が届かなければ、自己資本あるいは TLAC 適格債務を新たに発行して対応しなければならない。日本の G-SIBs にとってもアンタルヤ・サミットまでに最終化される TLAC の適格要件がどのようなものになるのかは非常に重要な論点である。

## Ⅷ. おわりに

G20 の枠組みの下で進展する国際的な金融規制改革は、バーゼルⅢを越えてその先へと進んでおり、現在、バーゼル委員会によってバーゼルⅢの追加的な改革が行われようとしている。本稿では具体的には触れなかったが、バーゼルⅢの追加的な改革としては、トレーディング勘定の資本賦課の枠組みの抜本的な見直しの検討、大口エクスポージャー規制の改定といった改革もある。

バーゼルⅢの追加的な改革は、その多くが規則の最終化に至っておらず、改革の検討状況もそれぞれで異なるため、現時点ではそれらの改革の影響を全体的に把握することは難しい。もっとも、バーゼルⅢの追加的な改革が日本の銀行に大きな影響を与える可能性のある検討であることは確かである。特にバーゼルⅢの追加的な改革は、主に銀行勘定を対象とする改革が多く、日本の銀行はトレーディング勘定に比べて銀行勘定が大きいことから、欧米の銀行に比べて相対的に影響が大きく出ること考えられる。今後、バーゼルⅢの追加的な改革の進捗を注意深く観察し、その結論を見極めることが極めて重要であろう。

また、FSB を中心に G-SIFIs を対象とする政策的な枠組みの検討が進められており、それ以外にも、OTC デリバティブ市場の改

革や FSB のイニシアティブの下で行われるシャドバンキング規制の強化、G-SIFIs のうちシステム上重要な保険会社 (G-SIIs) やシステム上重要なノンバンク (NBNI G-SIFIs) に対する規制強化の検討もある。金融危機後の金融規制改革が非常に幅広い分野を対象に推進されていることがわかる。

さらに、米国および EU では、銀行構造改革 (bank structure reform) という独自の取組みも進んでいる。米国では、ドッド=フランク法の中で銀行による短期の自己勘定取引、ヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンドへの投資を原則として禁止するボルカー・ルール (Volcker Rule) が規定され、2015 年 7 月から規則の完全遵守が求められる<sup>27)</sup>。一方、EU では、短期の自己勘定取引やヘッジファンド等への投資を銀行本体から分離するリングフェンス (Ring-fencing) の議論が進んでいる。英国、ドイツ、フランスはすでにリングフェンスを実現する法律を成立させ、規則化の作業に入っている。銀行構造改革は銀行のビジネス・モデルそのものに改革のメスを入れるものである。

このように金融危機後の国際的な金融規制改革は、G20 サミットのコミットメントの下、従来にない広がりや深さをもって強力に推進されている。国際的な金融規制改革はすでに適用フェーズに入ってきており、今後、その影響は日本あるいはグローバルの金融市

場、金融セクターに現れてくる可能性がある。国際決済銀行（Bank for International Settlements; BIS）のグローバル金融システム委員会（Committee on the Global Financial System; CGFS）は2014年11月、金融規制改革がマーケット・メイクや自己勘定取引に与える影響を検証し、規制の影響から特に社債市場において流動性が低下していることを指摘している<sup>28)</sup>。金融危機の再発防止を図る金融規制改革がかえって金融の機能を阻害することがないよう、今後の改革の進展を注意深く見守っていく必要があるだろう。

《注》

- 1) 「銀行の国債保有規制」日本経済新聞，2015年4月26日付
- 2) 「国債保有規制に強い懸念」日本経済新聞，2015年4月15日付
- 3) Moody's はトレーディング勘定の枠組みの改定について「少なくともバーゼル3.5であり，バーゼルIVになるだろう」と述べている (<http://www.moodyanalytics.com/~media/Insight/Regulatory/Basel-III/Presentations/2012-13-06-Basel-III-Regulatory-Update.ashx>)。また，KPMG は「バーゼル4—霧の中から出現？」とのレポートで，バーゼルIVとしてレバレッジ比率の最低要件の上乗せ，内部モデル利用の制限，ディスクロージャー強化が行われることを指摘している (<http://www.kpmg.com/Jp/ja/knowledge/news/financial-news/Documents/basel-4-201309.pdf>)。
- 4) 本稿は2015年6月11日までに得られた情報に基づいて執筆したものである。また，本稿では，銀行とは日本において協同組織金融機関を含むものとする。
- 5) カウンターシクリカル・バッファは各国において，民間セクター債務調達/GDPの数値を計測し，その値の長期トレンドの乖離が2%以下の場合にはカウンターシクリカル・バッファの水準を0%に，乖離が10%以上の場合には2.5%に，乖離がその間であれば0%から2.5%の範囲で線形的に増加させるかたちとなる。また，海外向けエクスポージャーについては，当該国の当局が設定したカウンターシクリカル・バッファを適用する。
- 6) ただし，オーストラリアを含む2カ国のみは，銀行勘定の金利リスクを第1の柱として位置づけており，銀行に資本賦課を要求している。
- 7) Basel Committee on Banking Supervision, "Interest Rate Risk in the Banking Book," Consultative Document, June 2015.
- 8) Basel Committee on Banking Supervision, "Revisions to the Standardised Approach for Credit Risk," Consultative Document, Standards, December 2014.
- 9) バーゼル規制では，複数の適格格付機関から格付が付与されており，その結果として複数のリスク・ウェイトが算定される場合は，最も小さいリスク・ウェイトから数えて2番目に小さいリス

- ク・ウェイトを採用する決まりである。
- 10) European Systemic Risk Board, “ESRB Report on the Regulatory Treatment of Sovereign Exposures,” March 2015.
  - 11) さらに、EUの枠組みでは、内部モデル手法を採用する銀行において、ソブリン・エクスポージャーに関してのみ標準的手法を採用するというバーゼル規制から逸脱した取扱いが認められている。
  - 12) ESRB 報告書は、内部モデル手法に対するリスク・ウェイト・フロアの代替的な手法として、PD および LGD にフロアを設定する方法にも言及している。
  - 13) バーゼル委員会は 2014 年 4 月に大口エクスポージャーの規制の改定に関する最終規則を公表しており、2019 年 1 月 1 日までに完全適用させることを決定している。新たな規制では、自己資本の 25% から Tier1 の 25% に資本ベースが厳格化されるとともに、G-SIBs が他の G-SIBs をカウンターパーティとする場合には、Tier1 の 15% に上限が厳しくなる。
  - 14) Basel Committee on Banking Supervision, “The Basel Committee's Work Programme for 2015 and 2016,” ([http://www.bis.org/bcbs/about/work\\_programme.htm](http://www.bis.org/bcbs/about/work_programme.htm)).
  - 15) 三菱 UFJ フィナンシャル・グループ、みずほフィナンシャルグループ、三井住友フィナンシャルグループの 2015 年 3 月期中間期のディスクロージャー誌を基に、日本国債のリスク・ウェイトが 0% であると仮定し、それが 20% に引上げられた場合の自己資本比率の変化を試算したもの。
  - 16) Basel Committee on Banking Supervision, “Reducing Excessive Variability in Banks' Regulatory Capital Ratios; A Report to the G20,” November 2014.
  - 17) Financial Stability Board, “Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings,” October 27, 2010.
  - 18) バーゼル委員会による標準的手法の改定に関する市中協議文書は、現在、内部モデル手法において認められている政策保有株式に対する優遇措置を認めていない。したがって、政策株式に関してリスク・ウェイト・フロアを 100% とする内部モデル手法における優遇措置が撤廃される可能性もある。
  - 19) なお、レバレッジ規制を第 1 の柱に位置づけるかどうかについても、バーゼル委員会はまだ最終的な結論を出していない。
  - 20) “Regulatory Capital Rules: Regulatory Capital, Revisions to the Supplementary Leverage Ratio,” Office of the Comptroller of the Currency 12 CFR Part 3, Federal Reserve System 12 CFR Part 217, Federal Deposit Insurance Corporation 12 CFR Part 324, Federal Register /Vol. 79, No. 187, September 26, 2014.
  - 21) Bank of England, “The Financial Policy Committee's Review of the Leverage Ratio,” October 2014.
  - 22) “Barclays, U.K. Lenders Surge on ‘Bank-Friendly’ BOE Ratio,” *Bloomberg Business*, October 31, 2014.
  - 23) Financial Stability Board, “Adequacy of Loss-absorbing Capacity of Global Systemically Important Banks in Resolution,” Consultative Document, November 10, 2014.
  - 24) Financial Stability Board, “Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions,” October, 2010.
  - 25) Independence Committee on Banking, “Final Report,” September 2011.
  - 26) Daniel Tarullo, “Dodd-Frank Implementation,” Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate, September 9, 2014.
  - 27) ただし、ボルカー・ルールの最終規則が公表された 2013 年 12 月末以前に投資を行っていたヘッジファンド、プライベート・エクイティ・ファンドに関しては、2017 年 7 月に完全遵守の期限が延長されている。
  - 28) Bank for International Settlements, Committee on the Global Financial System, “Market-making and Proprietary Trading: Industry Trends, Drivers and Policy Implications,” CGFS Papers No 52, November 2014.

## ディスクレイマー

本資料は表紙に記載されている野村グループの関連会社により作成されたもので、表紙などに従業員やその協力者が記載されている1社あるいは複数の野村グループの関連会社によって単独あるいは共同で作成された資料が含まれます。ここで使用する「野村グループ」は、野村ホールディングス、およびその関連会社と子会社を指し、また、日本の野村證券(「NSC」)、英国のノムラ・インターナショナル plc (「Nlplc」)、米国のノムラ・セキュリティーズ・インターナショナル・インク(「NSI」)、インスティテット LLC(「ILLC」)、香港の野村国際(香港)(「NIHK」)、韓国のノムラ・フィナンシャル・インベストメント(韓国)(「NFIK」)(韓国金融投資協会(「KOFIA」)に登録しているアナリストの情報は KOFIA のイントラネット <http://dis.kofia.or.kr> でご覧いただけます)、シンガポールのノムラ・シンガポール・リミテッド(「NSL」)(登録番号 197201440E、シンガポール金融監督局に監督下にあります)、オーストラリアのノムラ・オーストラリア・リミテッド(「NAL」)(ABN 48 003 032 513)(オーストラリアのライセンス番号 246412、オーストラリア証券投資委員会(「ASIC」)の監督下にあります)、インドネシアの P.T.ノムラ・セキュリティタス・インドネシア(「PTNSI」)、マレーシアのノムラ・セキュリティーズ・マレーシア Sdn. Bhd.(「NSM」)、台湾の NIHK 台北支店(「NITB」)、インドのノムラ・フィナンシャル・アドバイザー・インド・セキュリティーズ(インド)プライベート・リミテッド(「NFASL」)、(登録住所: Ceejay House, Level 11, Plot F, Shivsagar Estate, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai- 400 018, India; 電話: +91 22 4037 4037、ファックス: +91 22 4037 4111; CIN 番号: U74140MH2007PTC169116、SEBI 登録番号(株式ブローカレッジ): BSE INB011299030、NSE INB231299034、INF231299034、INE 231299034、MCX: INE261299034、SEBI 登録番号(マーチャントバンキング): INM000011419、SEBI 登録番号(リサーチ): INH000001014)、スペインの Nlplc マドリード支店(「Nlplc, Madrid」)が含まれます。リサーチ・レポートの表紙のアナリスト名の横に記載された「CNS タイランド」の記載は、タイのキャピタル・ノムラ・セキュリティーズ・パブリック・カンパニー・リミテッド(「CNS」)に雇用された当該アナリストが、CNS 及び NSL 間のアグリーメントに基づき、NSL にリサーチ・アシスタントのサービスを行っていることを示しています。リサーチ・レポートの表紙の従業員氏名の横に記載された「NSFSPL」は、ノムラ・ストラクチャード・ファイナンス・サービスズ・プライベート・リミテッドに雇用された当該従業員が、インターカンパニー・アグリーメントに基づき、特定の野村の関連会社のサポートを行っていることを示しています。リサーチ・レポートの表紙のアナリスト名の横に記載された「BDO-NS」(「BDO ノムラ・セキュリティーズ・インク」を表します)の記載は、BDO ユニバンク・インク(「BDO ユニバンク」)に雇用され BDO-NS に配属された当該アナリストが、BDO ユニバンク、NSL 及び BDO-NS 間のアグリーメントに基づき、NSL にリサーチ・アシスタントのサービスを行っていることを示しています。BDO-NS は BDO ユニバンクと野村グループのジョイント・ベンチャーで、フィリピンの証券ディーラーです。

本資料は、(i)お客様自身のための情報であり、投資勧誘を目的としたものではなく、(ii)証券の売却の申込みあるいは証券購入の勧誘が認められていない地域における当該行為を意図しておらず、かつ(iii)野村グループに関するディスクロージャー以外は、信頼できると判断されるが野村グループによる独自の確認は行っていない情報源に基づいております。

野村グループに関するディスクロージャー以外は、野村グループは、本資料の正確性、完全性、信頼性、適切性、特定の目的に対する適性、譲渡可能性を表明あるいは保証いたしません。また、本資料および関連データの利用の結果として行われた行為(あるいは行われないという判断)に対する責任を負いません。これにより、野村グループによる全ての保証とその他の言質は許容可能な最大の範囲まで免除されます。野村グループは本情報の利用、誤用あるいは配布に対して一切の責任を負いません。

本資料中の意見または推定値は本資料に記載されている発行日におけるものであり、本資料中の意見および推定値を含め、情報は予告なく変わることがあります。野村グループは本資料を更新する義務を負いません。本資料中の論評または見解は執筆者のものであり、野村グループ内の他の関係者の見解と一致しない場合があります。お客様は本資料中の助言または推奨が各自の個別の状況に適しているかどうかを検討する必要があります。また、必要に応じて、税務を含め、専門家の助言を仰ぐことをお勧めいたします。野村グループは税務に関する助言を提供していません。

野村グループ、その執行役、取締役、従業員は、関連法令、規則で認められている範囲内で、本資料中で言及している発行体の証券、商品、金融商品、またはそれらから派生したオプションやその他のデリバティブ商品、および証券について、自己勘定、委託、その他の形態による取引、買持ち、売持ち、あるいは売買を行う場合があります。また、野村グループ会社は発行体の金融商品の(英国の適用される規則の意味する範囲での)マーケットメーカーあるいはリクイディティ・プロバイダーを務める場合があります。マーケットメーカー活動が米国あるいはその他の地域における諸法令および諸規則に明記された定義に従って行われる場合、発行体の開示資料においてその旨が別途開示されます。

本資料はスタンダード・アンド・プアーズなどの格付け機関による信用格付けを含め、第三者から得た情報を含む場合があります。当該第三者の書面による事前の許可がない限り、第三者が関わる内容の複製および配布は形態の如何に関わらず禁止されております。第三者である情報提供者は格付けを含め、いずれの情報の正確性、完全性、適時性あるいは利用可能性を保証しておらず、原因が何であれ、(不注意あるいは他の理由による)誤りあるいは削除、または当該内容の利用に起因する結果に対する一切の責任を負いません。第三者である情報提供者は、譲渡可能性あるいは特定の目的または利用への適性の保証を含め(ただしこれに限定されない)、明示的あるいは暗黙の保証を行っていません。第三者である情報提供者は格付けを含め、提供した情報の利用に関連する直接的、間接的、懲罰的、補償的、罰則的、特別なあるいは派生的な損害、費用、経費、弁護士料、損失コスト、費用(損失収入または利益、機会コストを含む)に対する責任を負いません。信用格付けは意見の表明であり、事実または証券の購入、保有、売却の推奨を表明するものではありません。格付けは証券の適合性あるいは投資目的に対する証券の適合性を扱うものではなく、投資に関する助言として利用することはお控えください。

本資料中に含まれる MSCI から得た情報は MSCI Inc.(「MSCI」)の独占的財産です。MSCI による事前の書面での許可がない限り、当該情報および他の MSCI の知的財産の複製、再配布あるいは指数などのいかなる金融商品の作成における利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任をいかなる場合にも一切負いません。MSCI および MSCI 指数は MSCI およびその関連会社のサービス商標です。

Russell/Nomura 日本株インデックスの知的財産権およびその他一切の権利は野村証券株式会社および Frank Russell Company に帰属します。なお、野村証券株式会社および Frank Russell Company は、当インデックスの正確性、完全性、信頼性、有用性、市場性、商品性および適合性を保証するものではなく、インデックスの利用者およびその関連会社が当インデックスを用いて行う事業活動・サービスに関し一切責任を負いません。

本資料は投資家のお客様にとって投資判断を下す際の諸要素のうちの一つにすぎないと考え下さい。また、本資料は、直接・間接を問わず、投資判断に伴う全てのリスクについて検証あるいは提示しているのではないことをご了解ください。野村グループは、ファンダメンタル分析、定量分析等、異なるタイプの数々のリサーチ商品を提供しております。また、時間軸の捉え方や分析方法の違い等の理由により、リサーチのタイプによって推奨が異なる場合があります。野村グループは野村グループのポータル・サイト上へのリサーチ商品の掲載および/あるいはお客様への直接的な配布を含め、様々な方法によってリサーチ商品を発表しております。調査部門が個々のお客様の要望に応じて提供する商品およびサービスはお客様の属性によって異なる場合があります。

当レポートに記載されている数値は過去のパフォーマンスあるいは過去のパフォーマンスに基づくシミュレーションに言及したものである場合があり、将来のパフォーマンスを示唆するものとして信頼できるものではありません。情報に将来のパフォーマンスに関する示唆が含まれている場合、係る予想は将来のパフォーマンスを示唆するものとして必ずしも信頼できるものではありません。また、シミュレーションはモデルと想定を簡略化に基づいて行われており、想定が過度に簡略化され、将来のリターン分布を反映していない場合があります。

特定の証券は、その価値または価格、あるいはそこから得られる収益に悪影響を及ぼし得る為替相場変動の影響を受ける場合があります。

金融市場関連のリサーチについて:アナリストによるトレード推奨については、以下の2通りに分類されます; 戦術的(tactical)トレード推奨は、向こう3ヶ月程度の見通しに基づいています; 戦略的(strategic)トレード推奨は、向こう6ヶ月から12ヶ月の見通しに基づいています。これら推奨トレードについては、

経済・市場環境の変化に応じて、適宜見直しの対象となります。また、ストップ・ロスが明記されたトレードについては、その水準を超えた時点で推奨の対象から自動的に外れます。トレード推奨に明記される金利水準や証券のプライスについては、リサーチ・レポートの発行に際してアナリストから提出された時点の、ブルームバーグ、ロイター、野村のいずれかによる気配値であり、その時点で、実際に取引が可能な水準であるとは限りません。本資料に記載された証券は米国の 1933 年証券法に基づく登録が行われていない場合があります。係る場合、1933 年証券法に基づく登録が行われる、あるいは当該登録義務が免除されていない限り、米国内で、または米国人を対象とする購入申込みあるいは売却はできません。準拠法が他の方法を認めていない限り、いかなる取引もお客様の地域にある野村の関連会社を通じて行う必要があります。

本資料は、Nipic により英国および欧州経済領域内において投資リサーチとして配布することを認められたものです。Nipic は、英国のブルーデンス規制機構によって認可され、英国の金融行為監督機構とブルーデンス規制機構の規制を受けています。Nipic はロンドン証券取引所会員です。本資料は、英国の適用される規則の意味する範囲での個人的な推奨を成すものではなく、あるいは個々の投資家の特定の投資目的、財務状況、ニーズを勘案したものではありません。本資料は、英国の適用される規則の目的のために「適格カウンターパーティ」あるいは「専門的顧客」である投資家のみを対象にしたもので、したがって、当該目的のために「個人顧客」である者への再配布は認められておりません。本資料は、香港証券先物委員会の監督下にある NIHK によって、香港での配布が認められたものです。本資料は、オーストラリアで ASIC の監督下にある NAL によってオーストラリアでの配布が認められたものです。また、本資料は NSM によってマレーシアでの配布が認められています。シンガポールにおいては、本資料は NSL により配布されました。NSL は、証券先物法(第 289 条)で定義されることのある認定投資家、専門的投資家もしくは機関投資家ではない者に配布する場合、海外関連会社によって発行された証券、先物および為替に関わる本資料の内容について、法律上の責任を負います。シンガポールにて本資料の配布を受けたお客様は本資料から発生した、もしくは関連する事柄につきましては NSL にお問い合わせください。本資料は米国においては 1933 年証券法のレギュレーション S の条項で禁止されていない限り、米国登録ブローカー・ディーラーである NSI により配布されます。NSI は 1934 年証券取引所法規則 15a-6 に従い、その内容に対する責任を負っております。本資料を作成した会社は、野村グループ内の関連会社が、顧客が入手可能な複製を作成することを許可しています。

野村サウジアラビア、Nipic、あるいは他の野村グループ関連会社はサウジアラビア王国(「サウジアラビア」)での(資本市場庁が定めるところの、)「オーソライズド・パーソンズ」、「エグゼンプト・パーソンズ」、または「インスティテューションズ」以外の者への本資料の配布、アラブ首長国連邦(「UAE」)においては、(ドバイ金融サービス機構が定めるところの、)「専門的顧客」以外の者への配布、また、カタール国の(カタール金融センター規制機構が定めるところの、)「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」以外の者への配布を認めておりません。サウジアラビアにおいては、「オーソライズド・パーソンズ」、「エグゼンプト・パーソンズ」、または「インスティテューションズ」以外の者、UAE の「専門的顧客」以外の者、あるいはカタールの「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」以外の者を対象に本資料ならびにそのいかなる複製の作成、配信、配布を行うことは直接・間接を問わず、係る権限を持つ者以外が行うことはできません。本資料を受け取ることは、サウジアラビアに居住しないか、または「オーソライズド・パーソンズ」、「エグゼンプト・パーソンズ」、または「インスティテューションズ」であることを意味し、UAE においては「専門的顧客」、カタールにおいては「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」であることの表明であり、この規定の順守に同意することを意味いたします。この規定に従わないと、サウジアラビア、UAE、あるいはカタールの法律に違反する行為となる場合があります。

カナダ投資家へのお知らせ:本資料は個人的な推奨ではありません。また投資目的、財務状況、あるいは特定の個人または口座の特定のニーズを考慮したものではありません。本資料はオンタリオ証券委員会の NI 31-103 のセクション 8.25 に基づいてお客様へ提供されています。

台湾上場企業に関するレポートおよび台湾所屬アナリスト作成のレポートについて:本資料は参考情報の提供だけを目的としています。お客様ご自身で投資リスクを独自に評価し、投資判断に単独で責任を負っていただく必要があります。本資料のいかなる部分についても、野村グループから事前に書面で承認を得ることなく、報道機関あるいはその他の誰であっても複製あるいは引用することを禁じます。「Operational Regulations Governing Securities Firms Recommending Trades in Securities to Customer」及びまたはその他の台湾の法令・規則に基づき、お客様が本資料を関係者、関係会社およびその他の第三者を含む他者へ提供すること、あるいは本資料を用いて利益相反があるかもしれない活動に従事することを禁じます。NIHK 台湾支店が執行できない証券または商品に関する情報は、情報の提供だけを目的としたものであり、投資の推奨または勧誘を意図したものではありません。

本資料のいかなる部分についても、野村グループ会社から事前に書面で同意を得ることなく、(i)その形態あるいは方法の如何にかかわらず複製する、あるいは(ii)配布することを禁じます。本資料が、電子メール等によって電子的に配布された場合には、情報の傍受、変造、紛失、破壊、あるいは遅延もしくは不完全な状態での受信、またはウィルスへの感染の可能性があることから、安全あるいは誤りがない旨の保証は致しかねます。従いまして、送信者は電子的に送信したために発生する可能性のある本資料の内容の誤りあるいは欠落に対する責任を負いません。確認を必要とされる場合には、印刷された文書をご請求下さい。

## 日本で求められるディスクレイマー

レポート本文中の格付記号の前に※印のある格付けは、金融商品取引法に基づく信用格付業者以外の格付業者が付与した格付け(無登録格付け)です。無登録格付けについては「無登録格付けに関する説明書」<https://www.nomura.co.jp/retail/bond/noregistered.html> をご参照ください。

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大 1.404%(税込み)(20 万円以下の場合には、2,808 円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

国内株式(国内 REIT、国内 ETF、国内 ETN を含む)の売買取引には、約定代金に対し最大 1.404%(税込み)(20 万円以下の場合には 2,808 円(税込み))の売買手数料をいただきます。国内株式を相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。国内株式は株価の変動により損失が生じるおそれがあります。国内 REIT は運用する不動産の価格や収益力の変動により損失が生じるおそれがあります。国内 ETF は連動する指数等の変動により損失が生じるおそれがあります。

外国株式の売買取引には、売買金額(現地約定金額に現地手数料と税金等を買入の場合には加え、売入の場合には差し引いた額)に対し最大 1.026%(税込み)(売買代金が 75 万円以下の場合には最大 7,668 円(税込み))の国内売買手数料をいただきます。外国の金融商品市場での現地手数料や税金等は国や地域により異なります。外国株式を相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。外国株式は株価の変動および為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

信用取引には、売買手数料(約定代金に対し最大 1.404%(税込み)(20 万円以下の場合には 2,808 円(税込み))、管理費および権利処理手数料をいただきます。加えて、買付の場合、買付代金に対する金利を、売付の場合、売付け株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託保証金は、売買代金の 30%以上(オンライン信用取引の場合、売買代金の 33%以上)で、かつ 30 万円以上の額が必要です。信用取引では、委託保証金の約 3.3 倍まで(オンライン信用取引の場合、委託保証金の約 3 倍まで)のお取引を行うことができるため、株価の変動により委託保証金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。詳しくは、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、等をよくお読みください。

CBの売買取引には、約定代金に対し最大1.08%（税込み）（4,320円に満たない場合は4,320円（税込み））の売買手数料をいただきます。CBを相対取引（募集等を含む）によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。CBは転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等によるCB価格の下落により損失が生じるおそれがあります。加えて、外貨建てCBは、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

債券を募集・売出し等その他、当社との相対取引によってご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券の価格は市場の金利水準の変化に対応して変動しますので、損失が生じるおそれがあります。また、発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込むことがあります。加えて、外貨建て債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

個人向け国債を募集によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。個人向け国債は発行から1年間、原則として中途換金はできません。個人向け国債を中途換金する際、原則として次の算式によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます。（変動10年：直前2回分の各利子（税引前）相当額×0.79685、固定5年、固定3年：2回分の各利子（税引前）相当額×0.79685）

物価連動国債を募集・売出し等その他、当社との相対取引によって購入する場合は、購入対価のみをいただきます。当該商品の価格は市場の金利水準及び全国消費者物価指数の変化に対応して変動しますので、損失が生じるおそれがあります。想定元金額は、全国消費者物価指数の発行時からの変化率に応じて増減します。利金額は、各利払時の想定元金額に表面利率を乗じて算出します。償還額は、償還時点での想定元金額となりますが、平成35年度以降に償還するもの（第17回債以降）については、額面金額を下回しません。

投資信託のお申込み（一部の投資信託はご換金）にあたっては、お申込み金額に対して最大5.4%（税込み）の購入時手数料（換金時手数料）をいただきます。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、換金時の基準価額に対して最大2.0%の信託財産留保額をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、国内投資信託の場合には、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用（信託報酬）（最大5.4%（税込み・年率））のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。外国投資信託の場合も同様に、運用会社報酬等の名目で、保有期間中に間接的にご負担いただく費用があります。

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動します。従って損失が生じるおそれがあります。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。また、上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。

金利スワップ取引、及びドル円ベース・スワップ取引（以下、金利スワップ取引等）にあたっては、所定の支払日における所定の「支払金額」のみお支払いいただきます。金利スワップ取引等には担保を差入れていただく場合があります。取引額は担保の額を超える場合があります。担保の額は、個別取引により異なりますので、担保の額及び取引の額の担保に対する比率を事前に示すことはできません。金利スワップ取引等は金利、通貨等の金融市場における相場その他の指標にかかる変動により、損失が生じるおそれがあります。また、上記の金融市場における相場変動により生じる損失が差入れていただいた担保の額を上回る場合があります。また追加で担保を差入れていただく必要が生じる場合があります。お客様と当社で締結する金利スワップ取引等と「支払金利」（又は「受取金利」）以外の条件を同一とする反対取引を行った場合、当該金利スワップ取引等の「支払金利」（又は「受取金利」）と、当該反対取引の「受取金利」（又は「支払金利」）とは差があります。商品毎にリスクは異なりますので、契約締結前交付書面やお客様向け資料をよくお読みください。

クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）取引を当社と相対でお取引いただく場合は手数料をいただきません。CDS取引を行なうにあたっては、弊社との間で合意した保証金等を担保として差入れ又は預託していただく場合があります。取引額は保証金等の額を超える場合があります。保証金等の額は信用度に応じて相対で決定されるため、当該保証金等の額、及び、取引額の当該保証金等の額に対する比率をあらかじめ表示することはできません。CDS取引は参照組織の一部又は全部の信用状況の変化や、あるいは市場金利の変化によって市場価値が変動し、当該保証金等の額を超えて損失が生じるおそれがあります。信用事由が発生した場合にスワップの買い手が受取る金額は、信用事由が発生するまでに支払う金額の総額を下回る場合があります。また、スワップの売り手が信用事由が発生した際に支払う金額は、信用事由が発生するまでに受取った金額の総額を上回る可能性があります。他の条件が同じ場合に、スワップの売りの場合に受取る金額と買いの場合に支払う金額には差があります。CDS取引は、原則として、金融商品取引業者や、あるいは適格機関投資家等の専門的な知識を有するお客様に限定してお取り扱いしています。

有価証券や金銭のお預かりについては料金をいただきません。証券保管振替機構を通じて他の証券会社へ株式等を移管する場合には、数量に応じて、移管する銘柄ごとに10,800円（税込み）を上限額として移管手数料をいただきます。

## 野村證券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第142号

加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

Copyright © 2018 Nomura Securities Co., Ltd. All rights reserved.