

「バーゼル3最終化」先送りと 銀行の不動産関連投融資行動



江川 由紀雄

一般社団法人流動化・証券化協議会 顧問

横並び行動が起きやすい 銀行業界

銀行は同時期に似たような行動を起こしがちだ。必ずしも「他所(同業他社、他行)がやるからうちもやる」という経営者の横並び意識に起因するものではない。ヒアリングや報告徴求などの監督当局の行動に対していくつもの銀行が一斉にリアクションを起こすことがある。自己資本比率規制などの規制が改正されると、多数の銀行が新たな規制に最適化しようと同時期に似たような行動を起こすことがある。

たとえば、一昨年(2018年)後半までは、アパートローンやマンション、シェアハウスなど投資目的の不動産取得目的のローンを積極的に

貸し出していた銀行がいくつかあった。「かぼちゃの馬車」関連の情報が徐々に明るみになる過程で、金融監督当局は各金融機関に対して点検と報告を求めた。広く知られるようになった事案は、水増しした価格での建築請負とデベロッパーへのキックバック、世間相場の家賃を上回る水準でのサブリースなどを組み合わせ、「家賃保証だから安心です」、「家賃でローンを返せます」と、低中所得の中老年・若年層に売り込み、書類の偽造まで行って所要資金の全額またはほぼ全額を銀行から借り入れさせるというものだ。特定の銀行がローンを提供することで加担していた。

こうした事業は悪徳商法であり、一部に犯罪(私文書偽造や詐欺)と

見られる行為も含まれているのだが、投資用マンションローンを含め、銀行業界の不動産担保ローン全般が総点検の対象になってしまった。特段「悪徳商法」的な要素がない取引を含め、多くの銀行が横並びで不動産担保ローンの取り組み姿勢を慎重化・消極化した。ある時期まで複数の銀行が積極的に推進していたのに、突然、多くの銀行が横並びで消極化した最近の事例としては、消費者金融会社やカード会社と提携する消費者ローンも想起される。資金需要者から見れば、銀行の態度が急に変わったように感じられるだろう。

自己資本比率規制は、銀行、信用金庫などの預貯金取扱金融機関にほぼ一律に適用される。中央銀

行と銀行監督当局の国際的な集まりであるバーゼル銀行監督委員会における合意に概ね沿った形で金融庁などの金融監督当局が定めて運用している。規制上の「自己資本比率」(自己資本を総資産で割った会計上の自己資本比率とは別物)を算出するためのルール集であり、また、「自己資本比率」の最低維持水準等を定める規制である。これまで頻繁に改正されてきたし、近々、「バーゼル3最終化」と呼ばれる2017年12月にバーゼル委員会では合意された大改正の国内実施が予定されている。

本稿では、2022年3月末に実施することが予定されていた「バーゼル3最終化」の国内実施が新型コロナウイルスに起因する課題への取り組みを優先するために2023年3月末実施へと1年先送りになったことに関して、金融機関による不動産関連の投融資行動への影響を考察してみたい。

「バーゼル3最終化」の実施を1年先送り、2023年へ

バーゼル銀行監督委員会の上位機関である中央銀行総裁・銀行監督当局長官グループは3月27日に

バーゼル3最終化に関する2017年12月合意^{注1}(「バーゼル3最終化」)など^{注2}の実施時期を2022年1月から2023年1月へと1年間先送りすることを発表^{注3}した。日本の金融庁は3月30日に「国際合意の実施時期の変更を踏まえ、本邦においては、バーゼルⅢの最終化について、令和5年(2023年)3月期からの実施を予定しております」と発表^{注4}した。国内実施に向けた作業について金融庁は「本年6月末までに公表予定であった『国内実施に向けた規制案』については、関係者の事務負担等に十分に配慮しつつ対話を行う中で、改めて公表時期を検討してまいります」としている。

バーゼル3における証券化の扱いについては、他の区分の信用リスクの扱いに先行して2014年7月に基本的な部分が最終化され、日本でも既に2019年3月末日から実施されている。

自己資本比率規制において、証券化と不動産金融は関係ないどころか、日本では、大いに関係してくる。金融庁が2007年に作った「Q&A」の解釈として、一般的に「ノンリコースローン」と呼ばれるタイプの不動産担保ローンが自己資本比率規制上、「証券化エクスポ

ージャー」として扱われ、リスクウェイト(リスクの多寡に応じた掛け目)が決まるからだ。

同じ金額の投融資を行っても「リスクウェイト」が高いと、自己資本比率低下圧力となるため、銀行はできるだけリスクウェイトの低い分野に資金を振り向け、リスクウェイトの高いものは避けるという行動を起こしがちだ。リスクウェイトが高くても規制資本コストを勘案した上で採算が良ければ、積極的にリスクウェイトが高い資産を積み上げるという行動が起きてもよさそうなのだが、あからさまにそういう行動を起こす銀行は数が少ないという印象を筆者は持っている。

不動産担保ノンリコースローンの扱いの変化

不動産担保ローンのことを証券化商品と呼ぶ人はいないであろう。しかし、不動産担保ローン(特に、一般的に「ノンリコースローン」と呼ばれるもの)を自己資本比率規制上「証券化エクスポージャー」扱いにしている銀行および銀行・銀行持株会社の連結子会社が日本には多数存在する。金融庁の「自己資本比率に関するQ&A」^{注5}の「<証券化

注1

日本銀行による告知「プレス・リリース「中央銀行総裁・銀行監督当局長官はバーゼルⅢの最終化に合意」の公表について」2017年12月8日 https://www.boj.or.jp/announcements/release_2017/rel171208a.htm/

注2

2018年の開示に関する合意、2019年の市場リスクに関する合意など、2022年実施を予定していたその他の合意。

注3

Governors and Heads of Supervision announce deferral of Basel III implementation to increase operational capacity of banks and supervisors to respond to Covid-19, 27 March 2020 <https://www.bis.org/press/p200327.htm>

注4

金融庁「本邦における自己資本比率規制等の実施について」2020年(令和2年)3月30日 <https://www.fsa.go.jp/news/r1/ginkou/20200330.html>

注5

金融庁のウェブサイトに掲載されている。 https://www.fsa.go.jp/policy/basel_ii/jikoshihon_QA.pdf

エクスポージャーの定義>」に関する「第1条-Q1」に付随する「図1：不動産証券化商品・ファンドの取扱い事例」と題する表で、標準的手法では不動産担保のノンリコースローンが「証券化」に該当する旨が示されているからである。このことは、本誌Vol. 48に掲載された拙稿で具体的に解説した^{注6}。

「バーゼル3最終化」の実施により、新たに不動産関連エクスポージャー(regulatory real estate exposures, RRE)が設けられ、内部格付手法における「特定貸付債権」(specialised lending, SL)のうち、不動産関連のものがこちらに移行する他、標準的手法においても同様に適用されることになる。内部格付手法は行内格付けや行内モデルを用いてデフォルト率(probability of default, PD)などを推計し、所要自己資本を算出する手法である。大手行と一部の地銀が用いている。標準的手法とは当局が決めたルール通りにリスクウェイト(リスクアセットを算出するための掛け目)などを決める手法である。地銀を中心に大多数の金融機関が用いている。

現状、日本の銀行や銀行の連結子会社等が「証券化エクスポージャー」に分類してリスクウェイトを決めている不動産担保ノンリコースローンが、「バーゼル3最終化」実施時期に不動産関連エクスポージャーに区分が変更されることになる。全く異なるルールでリスクウェ

イトが決まることになる。典型的なノンリコースローン(適格格付機関による格付けがシングルA格未満)を想定すると、2019年3月末からは大幅に(数倍の水準に)リスクウェイトが上昇していたものが、「バーゼル3最終化」実施時にリスクウェイトが大幅に下落し、概ね元の水準に戻るようになる。

金融庁は、「証券化エクスポージャー」の扱いの変更時(2019年3月末)に、激変緩和措置としてこうした事例については、国内基準行に限って、旧リスクウェイトと新リスクウェイトの差の25%の自然数倍(初年度は1、2年目は2...)を旧リスクウェイトに加算したものを新規規則適用後のリスクウェイトとしてもよいとする激変緩和措置を設けた。つまり、旧リスクウェイトが100%、新リスクウェイトが300%となる事例では、いきなりリスクウェイトを300%にせず、2019年3月末に150%、2020年3月末に200%、2021年3月末に250%と、段階的にリスクウェイトを引き上げてよい。国内基準行とは、海外に支店等を持たない金融機関である。この激変緩和措置は国際統一基準行には適用されない。国際統一基準行はメガバンク、農林中央金庫、大手行の大半、そして一部の地銀であり、国際的な規制の協調の観点から、バーゼル委員会における合意に高度に準拠する規制の対象とされる金融機関である。メガバンクの連

結子会社で比較的多くのノンリコースローンを出す会社がある。こうした会社(銀行または銀行持株会社の連結子会社)にはこの激変緩和措置は適用されない。標準的手法を採用していたとすると、リスクウェイトが100%だったものがいきなり300%に上昇したようなローンを多数抱えている筈だ。

不動産担保ローンの「証券化エクスポージャー」としてのリスクウェイトが大幅に上昇することになった金融機関には気の毒だが、不動産関連エクスポージャー(RRE)としての扱いを開始できる(したがって、リスクウェイトが概ね以前の水準に戻る)時期が1年遠のいたことになる。

エクスポージャーの区分次第で顕著に異なるリスクウェイト

バーゼル2(2004年合意、日本では2007年3月実施)以降の銀行の自己資本比率規制の体系は、信用リスクの分野で、「エクスポージャー」をソブリン向け、金融機関向け、企業等向け、リテール向け、証券化などに区分し、それぞれの区分の中でリスクウェイトや所要自己資本の水準に傾斜を設けている。それぞれの区分内では相応に信用リスクの高いものに高めのリスクウェイトを、低めのものには低めのリスクウェイトを適用するようなルール

注6

「ARES 不動産証券化ジャーナル」Vol. 48 pp. 33—38に掲載の拙稿「自己資本比率規制の変化に影響を受ける銀行の行動 今後のノンリコースローンの組成に注意」

が定められている。しかし、金融機関向け、企業等向け、株式・出資、証券化のそれぞれのエクスポージャーで実態的信用リスク^{注7}の水準対比リスクウェイトの整合性が保たれているようには筆者には思えない。特に、「証券化」については他のエクスポージャー対比大きめのリスクウェイトになるように設計^{注8}されている。これには、証券化商品が悪者扱いになったリーマンショック直後に検討・考案された体系に基づくものだからということも影響している。「証券化エクスポージャー」については、リスクウェイトの傾斜が大きく（「適格STC」であれば、10%から1250%の範囲、そうでなければ15%から1250%の範囲）、最優先トランシェや適格格付機関（≒主要格付会社）からAAAなどの高水準の格付けを取得しているものについては、絶対水準として低め（たとえば、リスクウェイトとして

10%～20%）の資本賦課となる。企業向けエクスポージャーや新設される不動産関連エクスポージャーだと、ここまで極端なリスクウェイトの傾斜はない。標準的手法で、企業向けエクスポージャーだと、劣後債や延滞債権でもせいぜい150%までであり、株式でようやく250%（特にリスクの高いものは400%）である。

不動産関連の エクスポージャーを新設

「バーゼル3最終化」において、信用リスクについては、従来の区分に加え、不動産関連のエクスポージャー（regulatory real estate exposures, RRE）が新設され、商業不動産担保ローンのみならず、アパートローンや住宅ローンも新しく設けられるカテゴリのRREの枠組みでリスクウェイトなどが決ま

る。標準的手法においては、融資率（loan-to-value ratio, LTV）^{注9}の水準によってリスクウェイトに傾斜が設けられる。

多くの日本の金融機関にとって、住宅ローンの資本賦課水準に大きな変化（概ねプラス方向の変化）が起きることが予想される。現状では、標準的手法において、抵当権付き住宅ローン^{注10}はリスクウェイトが一律35%（「抵当権付き」として扱えないものは、1億円以内などリテール向けとして一律75%）となっているが、「バーゼル3最終化合意」では、次のようになる（**図表1参照**）。

住宅ローンの扱い

日本の金融機関は、総じて、（借手自らが居住する目的の住宅を対象とする）住宅ローンの貸出については積極的な姿勢を保っているが、「バーゼル3最終化」の実施時期が

注7

信用リスクを「計測」することは、本質を追求しようとする、実は極めて難しいので、実務では、行内格付けと過去データや、適格格付機関（≒主要格付会社）による格付けなどを用いて割り切ってグレード分けまたは計量化するしかない。

注8

標準的手法準拠方式（SEC-SA）で用いられる計算式の変数 p に1を採用していること、内部格付手法準拠方式（SEC-IRBA）では変数 p に0.3の下限値を設けていること、外部格付準拠方式（SEC-ERBA）の水準調整に米国の大手格付け会社の2010年代初までの過去データを用いていること（大量にデフォルトが発生した2008年～2009年の米国の証券化商品のデフォルト実績を色濃く反映してしまっていること）、ソブリンではゼロ、民間企業では7%とされているリスクウェイトの下限値を証券化については15%（ただし、「適格STC」に限り10%）としていることなど、証券化を「保守的に」扱う要素が多々組み込まれている。

注9

何がLTVの“V”（value, 担保価値、担保評価）なのかについては、国内実施にあたっての論点になる可能性があるかと筆者はみている。住宅ローンについて、融資率を算出するにあたり、“V”については、住宅取得であれば住宅の購入額（消費税込）を、借り換えであれば銀行または保証会社による査定評価額を用いる慣行が定着している。日本の住宅市場では、新築プレミアムが顕著にみられるため、中古住宅としての査定評価額は一般的に新築価格を大幅に下回ることになる。このため、たとえば、AさんとBさんのふたりが5000万円の新築住宅を購入する際に、4000万円の住宅ローンを借り入れたとする。すると、Aさんに対するローンも、Bさんに対するローンも、LTVは80%になる。その2年後に、より有利な条件で借りられる住宅ローン商品があるからと、ローンの残高が3900万円になった時点でBさんがローンを借り換えたとする。この時点でBさんが2年前に購入した住宅の査定評価額が3500万円になっていたとする。すると、Bさんに対する借り換え後のローンのLTVは111.4%になる。果たして、Aさんに対する住宅ローンと、Bさんに対する住宅ローンとでは、どちらのリスクが高いのだろうか。既存のローンに延滞を起こさず、安定的な収入が見込めるなど、金融機関の審査に通る人しか借り換えはできないことも踏まえて考えてみて欲しい。担保価値ではなく、債務者の支払い能力を重視して住宅ローンの供給を行ってきた金融機関を含む日本の住宅金融業界にとって、「融資率」（LTV）のみでリスクウェイトに傾斜を設ける体系は衝撃的である。

注10

日本においては、保証会社が求償権を被担保債権として抵当権を設定している場合を含めている。金融庁告示「銀行法第14条の2の規定に基づき、銀行がその保有する資産等に照らし自己資本の充実の状況が適当であるかどうかを判断するための基準」第69条を参照。

https://www.fsa.go.jp/policy/basel_li/ginkou1-01.pdf

図表1 住宅ローンの扱い（バーゼル3最終化・標準的手法）

原則：

LTVレンジ	50%以下	50%超 60%以下	60%超 80%以下	80%超 90%以下	90%超 100%以下	100%超
リスクウェイト	20%	25%	30%	40%	50%	70%

代替的アプローチ：LTV 55%までの部分にリスクウェイト20%、55%超過部分に債務者に対する無担保エクスポージャーと同じリスクウェイト（リテール向けであれば75%）

出所：バーゼル銀行監督委員会公表文書を基に筆者作成

近付くと、たとえば、「LTV」の水準によって大きく貸出金利を変えるとといった行動が起きることも考えられる。既に、住宅金融支援機構が融資保険を提供する「フラット35（保証型）」では、融資率（ほぼ「LTV」と同義と考えてよい）の水準次第で、貸出金利が顕著に異なる体系を採用している。これは、融資率の水準によって保険料率が異なることが理由なのだが、今後は、このような外部の保証や融資保険を利用しない形の住宅ローンであっても、銀行が貸出金として保有する際に適用される「リスクウェイト」の水準に応じて、貸出金利が明確に差別化されて行く可能性がある」と筆者は見ている。かつて（1990年代までを想起して欲しい）は、住宅ローンを利用して住宅を購入する際に、20%程度は頭金を用意し、借入れは80%程度に抑えることが一般的だったが、近年では住宅購入資金の90%～100%をローンで借りる人が多い^{注11}。そうした住宅取得者の行動も変化し、住宅販売に影響を

及ぼすことも考えられる。

住宅ではない不動産を対象とするローンについては、LTVが60%以下ならリスクウェイトは60%（もし、債務者向け無担保エクスポージャーに適用されるリスクウェイトが低ければ、債務者向けエクスポージャーに適用されるリスクウェイト）、LTVが60%を超えるのであれば、債務者向け無担保エクスポージャーに適用されるリスクウェイトと同じリスクウェイトが適用される。貸出残高が1億円以下など、「リテール向けエクスポージャー」の定義を満たすのであれば、高くてもリスクウェイトは75%ということになるし、大口の企業向けなど、「リテール」ではないものであっても、100%または85%になるケースが多いであろう。ただし、不動産開発目的のものは、原則としてリスクウェイトが150%になる。これは現行ルールと同じである。

住宅ローンを除けば、「バーゼル3最終化」の実施によって、リスクウェイトが顕著に上昇する不動産担保

ローンはほとんどなく、むしろ、総じてリスクウェイトが若干低下することになるだろう。このため、「バーゼル3最終化」の実施自体が銀行の不動産関連貸出姿勢に悪影響を及ぼすものにはならないと考えている。

地銀によるJ-REITへの投資について

新型コロナウイルス COVID-19の世界的な感染拡大と各国当局の対応に影響され、今年3月中旬以降の欧米および日本の金融市場には異変が起きている。日米ともに株価は2月中旬から3月中旬に掛けて30%前後暴落した。米国の「モーゲージREIT」と呼ばれる不動産ではなく住宅ローンの証券化商品（MBS）に投資するファンドは3月に40%前後の価格の下落を見せた。なぜか日本の上場REITも同じような時期に似たような幅で暴落した。

日本にはモーゲージREITは存在しない。日本のREITは賃料などの

注11

たとえば、住宅金融支援機構が実施している「民間住宅ローンの実態調査」の結果を参照。2019年4月の調査結果を見ると、変動金利型の住宅ローンを借り入れた人の65%以上につき「融資率」は80%以上であった。 https://www.jhf.go.jp/about/research/loan_user.html

収益を生む不動産(不動産宅受益権を含む)に投資するものであり、米国の「モーゲージREIT」に見られるような何倍にもレバレッジを掛けた投資は行わない。「負債比率」で言えば0.5倍程度(「レバレッジ」としては2倍程度)の借入れを行っているに過ぎない。「モーゲージREIT」のように刻々と時価が変動する有価証券に高いレバレッジを掛けて投資すれば、投資対象の有価証券の価格の何倍もの幅で投資口の価格が変動する。米国の「モーゲージREIT」の価格暴落を見て、そうした価格変動がREITや証券化商品一般に共通のものだとは決めつけられないで欲しい。

とはいえ、東証REIT指数が3月19日には1日(取引所で取引が行われる日中の数時間)で18.5%もの大暴落となったのはなぜだろうか。インバウンドのほぼ完全なストップ、東京オリンピック・パラリンピックの開催1年延期決定、人の移動の制約、小売店舗や飲食店の閉店、臨時閉店や稼働率低下を理由とする商業施設のテナントによる賃料引き下げ要請の勃発など、J-REITの将来にとって厳しい材料が次々と浮上したが、そうした材料を冷静に評価した上での価格調整とは思えない。

東証REIT指数、ひいては、上場されているREITの投資口の価格が激しく変動した原因を正確に突き止め説明することは実は困難だが、

3月19日の暴落については、期末を控え金融機関によるロスカット(損切り売却)が集中したからという解説が多方面から出回った^{注12}。筆者が市場関係者から聞いたところでも、やはり、銀行などによるロスカットが行われたようであり、銀行と生命保険会社による売り注文がその日に集中したから価格が暴落したという説明はそれなりに説得力を持つ。

価格変動をリスクと捉える資産運用

資産運用の分野でリスクと言うと、価格変動を意味する。厳格なリスク管理を行いながら有価証券などで資産を運用する機関投資家と金融機関の一部は、保有する資産の過去の価格変動を計測し、それが一定水準を上回れば、「リスク量」を削減する(低下させる)ような調整(保有する資産の一部売却など)を行う。「ロスカット」(損切り)ルールを定めていて、含み損が20%または30%を超過すると原則として強制売却するという運用を行っている金融機関は多い。

地域金融機関が上場REITおよび私募REITの投資口に多く投資しており、大手銀行はこうしたREITにローンを提供している状況がある。日本銀行が2010年12月以降、金融政策の一環として長期間にわたり上場REITの買い入れを継続し

てきている。日銀も買っている資産ということが、過去においては「元本割れリスク」を極度に嫌う資金運用を行っていた地域金融機関にとって、利回り確保のために手を出しやすい「元本確保型」ではない金融商品ということなのだろう。

金融機関は多数存在する。多数存在するのだから、個々の金融機関が個性と独自性を持ち、同じような状況でも異なった行動を起こせば、売り注文に買い向かう者も出てきて、市場の安定性は高まるのかもしれない。しかし、現実には、多くの金融機関が同時に似たような行動を起こしてしまう。

上場されているREITの投資口は、取引所で売り買いの注文が突き合わされ、価格が形成される。価格は時々刻々と変化する。売りが趨勢であれば価格は下がるだろうし、買いが強ければ価格は上がる。上場株式と全く同じ価格形成メカニズムである。私募REIT(投資口を上場していないオープンエンド型投資法人)の投資口は、保有する物件の鑑定評価額などをベースに基準価格が算定される。時々刻々と変化する訳ではない。上場REITと私募REITとでは、どちらのリスクが高いのだろうか。資産運用の分野では、リスクは価格変動を意味する。上場REITのリスクが高い、という扱いになる。リスクが高まるとリスク削減のために保有する資産を減らすとか、含み損が一定水準を超

注12

報道例として、「地銀など国内金融機関は損失覚悟の売りを出しているとの観測もある」日本経済新聞「REIT急落止まらず 地銀「ロスカット」でくすぶる下値不安～市場関係者に聞く」2020年3月19日 https://www.nikkei.com/article/DGXLASFL19HIA_Z10C20A3000000/

えたら強制的に損切り売却するという行動は、金融機関によく見られる。もちろん、今年3月の相場下落局面でも保有資産を投げ売りしなかった金融機関も存在するだろう。売らずに保有を継続するには、それを内部的に正当化しておく必要がある。それなりの覚悟が求められる行動ということになる。上場REITは投げ売りの結果、価格が暴落するという現象を見せたが、金融機関が私募REITを大量に買取請求や解約請求をしたという話は聞かない。

ところで、現行の自己資本比率規制上、J-REITの投資口は、上場銘柄については「株式」(標準的手法では「出資等」)扱い、私募REITは内部格付手法採用行にとっては「株式」だが、標準的手法採用行はファンドとみなして運用資産を持分割合で保有しているという扱いになる。また、標準的手法では「株式」のリスクウェイトは100%だが、これが「バーゼル3最終化」の実施に伴い、経過措置はあるが、250%へと引き上げられることになる。「バーゼル3最終化」の国内実施にあたり、

上場REIT・私募REITの投資口がそれぞれどのような扱いになるのかについては、まだ金融庁の告示改正案が公表されていないため、現時点では何とも言えない。投資口を証券取引所に上場しているクローズドエンド型のREITの投資口は、上場株式との類似性が高いことから、引き続き「株式」扱いにすることが無難だろうが、私募REITの扱いがどうなるのかについては、筆者には予想ができない。今後の動向に注意を払いたい。

えがわ ゆきお

ムーディーズ、クレディスイス証券、ドイツ証券、日本銀行、新生証券等での勤務を経験。2010年より流動化・証券化協議会顧問(現職)。埼玉学園大学大学院客員教授。中央大学法学部兼任講師。1962年福岡県生まれ。主な著書「サブプライム問題の教訓—証券化と格付けの精神」(商事法務)、「証券事典」(共著)(金融財政事情研究会)