

欧米で市場が拡大する 「SRT」に関するバーゼル委の報告書

銀行・NBF-I間の相互連関性の高まりと 潜在的なリスク

「シンセティック・リスク・トランスファー」（SRT）——和訳すると「合成型リスク移転」——は、銀行が合成型証券化の手法を用いて信用リスクをノンバンク金融仲介（NBF-I）等に移転する取引を指す。近年、欧米を中心とした市場が急拡大しており、金融当局の間では銀行とNBF-Iとの相互連関性の高まりが意識されている。そうしたなか、バーゼル銀行監督委員会は今年2月に、その実態や銀行システムへの潜在的な影響に関する報告書を公表した。本稿では、その主なポイントと、国際的な動向を紹介する。

国際的に注目される SRT市場の拡大

SRTは、銀行が融資ポートフォリオをバランスシートに残したまま、合成型証券化の手法を用いて優先劣後構造を作り、主に劣後トランシェの信用リス

クをNBF-I等に移転させる取引である（図表1、注1）。信用リスクを移転させる取引は以前から行われてきたが、近年、SRT市場が欧米を中心に急拡大していることもあり、金融当局の間では銀行とNBF-Iとの相互連関性の高まりを背景とした

金融安定への潜在的なリスクが注目されている（図表2、注2）。こうしたなか、バーゼル銀行監督委員会はSRTの実態や銀行システムへの影響を調査し、その結果をまとめた報告書を今年2月に公表した。

本報告書は、まずSRT取引

日本銀行

金融機構局

国際課

企画役

松嶋 徹郎

鈴木 晴佳

金融庁

総合政策局

国際室

課長補佐

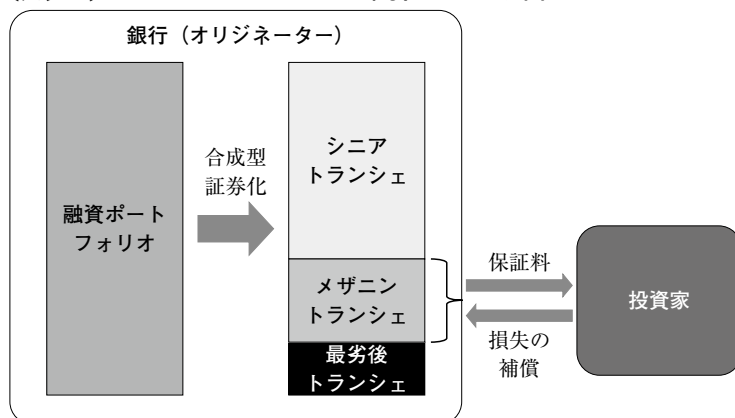
杉浦 ゆう

の基本的な仕組みを紹介している。オリジネーターである銀行は、リスク移転先（投資家）に対して保証料を支払う一方、リスク移転対象の融資ポートフォリオに損失が発生した場合には、投資家は保有するトランシェに

係る損失を補償する。具体的な組成形態には、クレジット・リンク・ノート（CLN）や特別目的事業体（SPV）の活用、トランシェの構造、投資家による資金の事前差し入れの有無などによってさまざまな類型が存

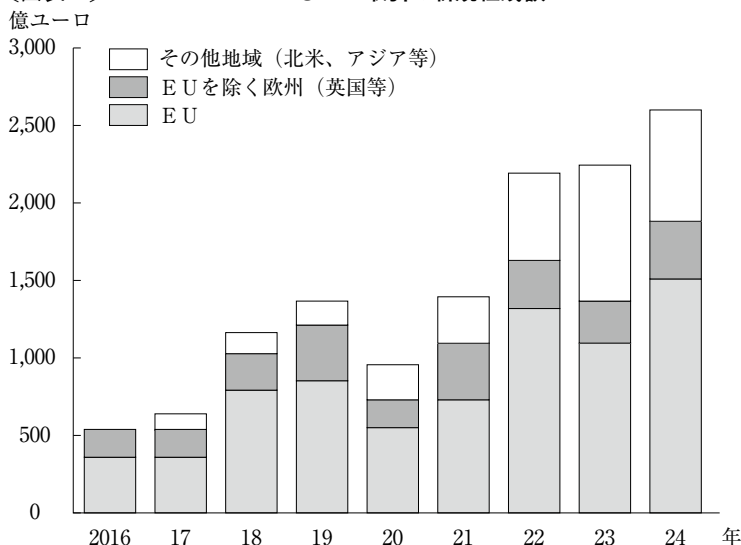
在する。銀行は、融資ポートフォリオの特性や各法域の法規制等を勘案して形態を選択している（注3）。本報告書は、銀行が、①資本賦課の軽減（注4）と、②信用リスクの管理を主に企図してSRT

〔図表1〕 SRT取引のイメージ図



（出所） パーゼル銀行監督委員会をもとに筆者作成（図表3も同じ）。

〔図表2〕 SRT取引の新規組成額



（注） 融資ポートフォリオの総額。リスク移転対象のトランシェの金額はこの10%弱。
（出所） I A C P M “Global SRT Bank Survey 2016-2024”

T取引を行っている」と説く。
①については、特に規制資本が経済資本より保守的であると銀行が評価する融資ポートフォリオについて、SRT取引によって規制上の資本賦課を軽減できる。それにより浮いた資本を他の用途に振り向け、自己資本比率やROE（自己資本利益率）を改善させられる。SRT取引によるCET1比率の改善効果（2024年末時点）は、欧州の上場行では平均してプラス47bps程度、一部先ではプラス100bps程度に上るとの推計が紹介されている。一方、②については、行内で設定されている各種の与信枠の上限への抵触を避けるためのリスクエクスポージャーの削減が取引の動機となっている。
また、銀行がリスク移転手段の中からSRTを選択する理由としては、まず、資産売却を伴う伝統的な証券化対比で融資先との関係性を維持できる点があ

る。そのほか、単一ネームを対象とすることが多いクレジット・デフォルト・スワップ(CDS)対比で、信用リスクをポートフォリオレベルで移転できる点を挙げている。

一方、投資家(プライベートクレジットファンド、ヘッジファンド、年金基金、再保険会社、国際開発金融機関など)にとつ

てもSRTには利点があると説明されている。本来は与信関係が結ぶことが困難な銀行の与信先へのエクスポージャーを持つることや、銀行側の与信管理への相乗りなどである。さらに、CLNを担保としたレポ取引等によってSRT取引にレバレッジをかけることで、より高いリターンを追求する投資家の存在も指摘している。

市場拡大の背景にある各国の規制動向

本報告書は、ユーロ圏・英国・米国・カナダにおいてSRT

取引によるリスク移転対象の融資ポートフォリオが7500億ユーロに上り、これらの法域の銀行総資産の1・1%に相当するとの推計を紹介している。その上で、欧米を中心とするSRT市場の拡大の背景として、これらの法域での規制の変更や明確化を挙げている。

EUでは、21年に簡素なSRT取引による資本賦課の軽減幅を拡大する制度改正が行われたことで、銀行側での活用 of インセンティブが強まった(注5)。

米国では、FRB(連邦準備制度理事會)が23年に、銀行がCLNを直接発行する形態のSRT取引について資本賦課の軽減の承認プロセスを明確化した(注6)。

なお、本邦市場については、邦銀の開示資料をもとに合成型証券化のオリジネーション状況を見ていくと近年は増加傾向にあるものの、本報告書は「取引規模は限定的」と評価している

(注7)。

足元でも、SRT市場の活性化を後押しする取り組みが見られている。EUでは26年初から標準化されたSRT取引に対するECB(欧州中央銀行)の資本賦課軽減の承認にかかる審査期間が短縮された。これに加え、いわゆる「ドラギ・レポート」を踏まえた証券化市場の再活性化策の一環で、一部のSRT取引に対する資本賦課の一段の軽減等が審議されている。

英国では、26年初から投資家が事前に資金の満額を差し入れない(非ファンデッド)形態のSRT取引についても資本賦課の軽減が認められる点が明確化された。27年初からは、証券化エクスポージャーの資本賦課の計算における一部の手法に用いられる係数のフロアが引き下げられる予定である。

米国では、バーゼル3が未実施の状態が継続しているところ、3月19日にバーゼル3の国内実

施に向けた規制案が市中協議に付された。同案では、CLNの発行によるSRT取引が資本賦課の軽減の対象になるための要件が明記されている。また、証券化エクスポージャーに適用される標準的手法について、リスクウェイトフロアが現行水準から引き下げられている。

潜在的なリスクへの銀行の耐性

銀行がSRTを適切に活用することで、経済への効率的な資金供与が期待される。一方で、合成型証券化を含む複雑な構造の信用リスク移転は、08年のグローバル金融危機前に急増し、市場の混乱の一因となったことも事実である。この点、本報告書は、危機後の金融規制改革により、リスク移転要件の改善や監督の目線の強化等が実現されたことで、総じて見れば今日のSRT取引は危機前よりも簡素な構造となり、監督の目線も強

〔図表3〕

S R Tの主な潜在リスク

主なリスク	概要
ロールオーバーリスク	通常、銀行と顧客との融資の関係は個別のS R T取引よりも長期にわたるため、満期が到来したS R T取引の更改（ロールオーバー）に支障が生じると、移転されていた信用リスクが銀行に戻る
プロシクリカリティーの増大	銀行が融資の実行に当たってS R T取引に依存するようになると、N B F I がリスク引き受けに慎重になるようなマクロ経済ショックや市場変動が生じた場合に、銀行の融資能力が低下し、非金融セクターへのストレスが強まる
非ファンデッド取引への依存	S R T取引の多くは、投資家があらかじめ資金を満額差し入れるファンデッド取引だが、投資家の信用力が高い場合は、損失発生後に投資家が資金を拠出する非ファンデッド取引も資本賦課の軽減が認められ得る。非ファンデッド取引への依存度が高まると、S R T投資家に対するカウンターパーティー信用リスクが高まる
投資家への資金供与	銀行が投資家にC L Nを担保としたレポ取引等によって資金供与を行うと、銀行は投資家のカウンターパーティー信用リスクにさらされ、銀行セクターから移転されたはずの信用リスクの一部を負担する格好になる（リスクの還流）
引き受け基準の悪化	S R T取引への投資家側の需要が高まれば、銀行が融資先を慎重に審査・モニタリングするインセンティブが弱まる
再証券化	S R T取引の再証券化が行われると、真のS R Tエクスポージャーの把握が一段と困難化する
ステップインリスク	銀行が、ストレス下にある投資家に対して流動性供給やS R T取引の早期終了といった支援を行うと、銀行から信用リスクが真に移転されたとはいえなくなる（リスクの還流）

化されていると評価している。

その上で、本報告書は、S R Tの銀行システムへの潜在的なリスクを指摘している。具体的には、銀行の与信能力がN B F Iのリスク引き受け能力に依存し得る点や、投資家への資金供与により銀行セクターから移転されたはずの信用リスクが銀行セクターに還流し得る点などである（図表3）。

本報告書は、銀行がこれらのリスクを管理するために対策を講じていると説く。S R T取引の満期の分散、対象資産のセクターや地域的分散、投資家層の分散と信用力の精査、非ファンデッド取引の利用制限といったものである。また、投資家は、銀行のリスク管理の実務に対してデューデリジエンスを行うとともに、エクスポージャーの分散を図っている。

もつとも、S R T取引は基本的に相対で行われ、情報開示が限定的であることからリスクの

実態を把握し難いことが指摘されている。また、S R T市場は信用損失が比較的抑制された環境下で拡大してきたため、危機時のリスク耐性がまだ検証されていない点も挙げられている。

リスクの抑制に向けた 監督当局の取り組み

こうした状況下で、監督当局による取り組みを見ると、E U・英国では当局への通知義務が設けられている。例えばE Uでは、信用リスク移転が資本賦課の軽減に見合わないとは判断されれば、要件を満たした取引であっても資本賦課の軽減を認めないケースがあり得る。また、ロールオーバーリスクへの2柱資本賦課（注8）といった対応を取る法域（スウェーデン）もある。また、銀行によるS R T投資家への資金供与に関して、E C Bは25年2月に、それを通じて銀行システムに還流するリスクを特定・軽減することを期待す

る旨のニュースレターを公表した。英PRA（健全性監督機構）は25年4月に、銀行がSRT投資家とのレポ取引時に低流動性資産をパッケージ化した担保（CLN等）を受け入れる場合、同取引は銀行勘定に区分した上で適切な資本賦課を行うよう求めるレターを公表した。

足元では、各種のショックを受けて金融市場のボラティリティーが高まるなか、NBF Iセクターの脆弱性への注目度が高まっている。本報告書は今後に向けて、監督当局に対し、銀行のSRT取引への過度の依存やストレス期における頑健性、SRT投資家によるレバレッジの活用に留意して引き続きモニタリングしていく必要があると指摘している。さらに、銀行監督当局とNBF I監督当局間のより緊密な協力と連携が重要になることにも言及している。

本邦SRT市場の足元の取引規模は、前述のとおり限定的で

ある。とはいえ、SRT取引が国際的に拡大し、銀行・NBF I間の相互関連性が高まる下で、SRTの機能や本邦金融機関の取り組み状況を踏まえながら、SRTの潜在的なリスクについて注意深くフォローしていく必要がある。

（本稿で示された意見は執筆者に属し、必ずしも執筆者が所属する組織の見解を示すものではない）

（注）1 証券化の手法を用いた信用リスクの移転にはさまざまな呼称がある。本稿では、本報告書の用法にのっとり「SRT」を合成型証券化の手法を用いた「シンセティック・リスク・トランスファ」の略称として使用している。もともと「SRT」は「シグニフィカント・リスク・トランスファ」の略称としても使われており、その場合は、伝統的な証券化も含む信用リスク移転を指し得る。

2 SRTの金融安定への潜在的なリスクについては、IMF（国際通貨基金）の国際金融安定性報告書（GFSR、2024年10月公表）、IMFワーキングペーパー

1（25年10月公表）、BISクォーターレビュー（26年3月公表）などでも取り上げられている。

3 CLNは、損失の発生状況に応じてペイアウト額が変動する仕組み債の一種。SPEは、オリジネーターである銀行の倒産リスクからSRT投資家を隔離するために活用される。

4 パーゼル3の規則上、リスク移転を認識するための運用上の要件等を充足する合成型証券化について、資本賦課の軽減が認められる。

5 パーゼル3では、簡素で、透明性が高く、比較可能であるための要件（Simple, Transparent and Comparable=STC）を満たす証券化について追加的な資本賦課の軽減を認めているが、SRTは対象外となっている。他方、EUでは、STCに類似する「Simple, Transparent and Standardised (STS)」証券化の対象にSRTを含める制度改正が行われ、同取引も要件を満たせば追加的な資本賦課の軽減を受けられるようになった。

6 FRBは、銀行がSRT投資家に対して直接CLNを発行した場合に資本賦課の軽減を承認する

ためのプロセスをFAQとして公表した。

7 本邦の国際基準行がオリジネーターである合成型証券化取引のエクスポージャーは徐々に増えており、2025年度中間時点では1兆円程度。

8 パーゼル規制の第2の柱（銀行の自己管理と監督上の検証）において、第1の柱（最低所要自己資本）の対象ではないリスクも含めて資本賦課を求める枠組み。

まつしま てつろう

13年東京大学教養学部卒、日本銀行入行。18年英オックスフォード大学公共政策大学院修士。決済機構局、ロンドン事務所を経て23年から現職。

すぎき はるか

21年慶應義塾大学経済学部卒、日本銀行入行。発券局、国際局等を経て25年から現職。

すぎうら ゆう

93年米ジョージタウン大学経営大学院修士。JPMorgan審査部にて信用リスク管理を担当後、日本拠点のリスク管理全般を統括。24年から現職。