

2018年8月22日

金融安定理事会（FSB）による市中協議文書「インフラ金融に対する金融規制改革の影響評価」に対するコメント

一般社団法人全国銀行協会

全国銀行協会として、金融安定理事会（FSB）から2018年7月18日に公表された市中協議文書「インフラ金融に対する金融規制改革の影響評価」に対してコメントする機会を与えられたことに感謝の意を表したい。

邦銀は世界のインフラ金融市場を牽引する立場にあり、今後ともさらなる市場の発展に貢献する体制および意思がある。我々は、本件レポートはFSBの規制影響評価の取組みの初回に当たると理解しており、以下のコメントが、FSBの今後の一連の影響評価作業をさらに実効性のあるものとするために助けとなることを期待する。

【総論】

規制の影響評価への賛同

我々は、金融危機以降、各国当局が、金融安定性を確保し、次の危機を回避・低減するため、新しいグローバル規制の枠組みを策定する作業を続けてきたことに敬意を表す。また、我々は、FSBが優先課題として掲げる規制改革の影響評価と規制の動的なインプリメンテーション、またそれを通じた規制の目的適合性の確保に係る継続的取組みを強く支持する。

FSBも認識しているとおおり、規制が本来意図していた目的や金融システムに期待される強靱性の水準を逸脱した場合には、経済成長・経済/社会の革新と金融システムの安定の適切なバランスを欠き、実体経済やその成長の本来の享受者に重大な不利益をもたらすリスクがある。

我々は、実効性のある規制の影響評価、および、必要な場合には英断ある規制の調整が、グローバルな金融市場をより完全に機能させ、先進国および新興/途上国全ての持続可能な成長に資するものであると信じる。

調査対象外の規制が銀行行動に与えた影響

今次調査においては、未導入の規制の影響度合いを定量的に把握することは困難であるため、2017年12月に最終化されたバーゼルⅢの影響は分析対象となっていない。

しかしながら、銀行のインフラ金融に係る方針策定・意思決定においては、実際には、最終化前・導入前の規制、およびその内容・時期の不透明性を踏まえた保守的な対応が観察されている。FSBのサーベイにおいて、規制以外（例えば「金融機関固有の事情」）として回答されている影響因子にも、未導入の規

制動向が、各社のリスクアペタイトフレームワークや、アセットクラス毎のアセット配賦方針等の影響チャネルを経由して、直接/間接の影響を及ぼしている。その他、同じく分析対象外となっている各国規制の採算性等への影響も否定できない。(詳細は質問7、11への回答参照)

FSBからG20への報告においては、分析対象外となっていた未実施の規制や各国規制が銀行行動に影響を及ぼした可能性について指摘し、その影響を考慮した場合、規制の影響度合いに係る結論が変わり得る点について言及いただきたい。

併せて、規制の影響評価について今後とも継続的なフォローを実施する旨を表明いただくとともに、定量調査で捕捉することが難しい銀行行動等については、定性調査をより重視した調査アプローチを検討いただきたい。

#### 評価結果の総括に対する意見

FSBの今次調査では、主な影響因子は、マクロ経済環境・政府方針・金融機関固有の事情であり、規制改革の影響はそれに準じる位置づけであると結論付けている。しかしながら、マクロ経済や政府の支出・支援は、インフラ投資/金融市場に影響を与える構造的要因として、規制改革前から認識されていた。規制改革の影響は、これら要因とは別途発生したものであり、規制の影響度合いを前述のような継続的・構造的要因と直接に比較した結果、相対的に小さかったと総括することは、「規制の影響はごく軽微であり、問題提起するに当たらない」との誤った印象を与えるおそれがある。

FSBの最終レポートにおけるメッセージ発信では、規制改革の影響が過小評価されることがないように、留意いただきたい。また、他の要因との相対比較だけでなく、規制がそれ単体として金融システムの安定と経済成長のバランスに鑑み適切な内容・水準であったか、評価をお願いしたい。

#### 社会的課題への対応（インフラ金融への民間資金動員）

アジア開発銀行は、アジアにおける成長のモメンタムを維持するためには2030年までの間、年間1.7兆米ドルの投資が必要と推計している。また、経済協力開発機構によると、2007年から2030年までの間に必要とされる世界のインフラ投資額は71兆米ドルに上る。

2018年に続き、2019年のG20においてもインフラ金融の育成が重要アジェンダとして議論されることが予想され、インフラ金融の担い手の拡大は喫緊の課題である。

インフラ金融において銀行が果たす役割を考慮すれば(詳細は後述質問14への回答参照)、インフラプロジェクトへの民間資金の動員を強化するためには、従来からインフラ金融において重要な地位にある民間銀行のコミットメントをさらに高めるとともに、インフラ金融を支援することのできる銀行の間口を広げることが重要である。

今次 FSB 文書では、財務体力において劣後する銀行がインフラ金融を縮退させたことについて、必ずしも規制の意図せざる結果とは言えない旨が述べられている。しかしながら、従来のように、インフラ金融ローンが、財務体力において極めて優れたごく少数の銀行のみ対応可能なアセットクラスである限り、民間資金の動員強化を期待することは難しい。

規制の究極の目的は、金融システムの安定性に加え、実体経済の健全な成長にあり、我々は、その不透明性（詳細は後続パラグラフ参照）や過度に保守的な取扱い（詳細は質問 7、9、11 への回答参照）の改善を通じて、インフラ金融市場がより広い参加者に開放されることを期待する。

FSB の最終レポートにおいては、規制が、インフラ金融市場の拡大という新しい社会的要請に照らして適切な内容・水準か、継続的検討の必要性について言及いただきたい。

#### 特定貸付債権 (SL) に関するバーゼル規制へのコメント

我々は、2017 年 12 月に最終化されたバーゼルⅢ見直しにおいて、特定貸付債権 (SL) への先進的内部格付手法 (AIRB) 適用が、引き続き認められる決定がなされたことを、強く歓迎する。仮に AIRB が認められなくなった場合、リスク感応度の低下や資本賦課の増大により、インフラ金融に多大な影響が出る可能性があった。一方、バーゼル銀行監督委員会 (BCBS) は”The Committee will review the slotting approach for specialised lending in due course.” としている。この見直し結果によってもインフラ金融に影響が出る可能性があるため、銀行業界として動向を注視しつつ、業務を展開している。BCBS には、慎重かつ丁寧な検討をお願いしたい。

併せて、FSB の最終レポートにおいては、プロジェクトファイナンスに対する過度に保守的なキャリブレーション（質問 7、11 への回答参照）の見直し余地についても言及いただきたい。

#### **【質問への回答】**

##### レポートのアプローチへの賛同と、実務的観点からの補足

我々は、FSB による今回の調査は、実証分析と定性的サーベイを組み合わせ、導入済みのグローバル規制について、多様なデータ・意見を反映すべく設計・実施されたものであると評価している。

我々はこうした調査手法により十分に反映することが難しいと推測される実務的観点を中心に、以下のとおり追加的なコメントをさせていただきたい。

質問 5：金融危機後、先進国と比べて新興国におけるインフラ金融組成額は巡航速度だったと言えるか？その場合、地域による格差の主要因は何か？規制が主要因と考えられる地域はあるか？
---

(回答)

FSB の今次調査によれば、金融危機以降のインフラ金融市場は主に先進国で成長し、かつ、その主な担い手は債券（ボンド）等の市場型金融であることが指摘されている。こうした仕組みが可能になるのは、先進国のなかでも、機関投資家等の豊富な資金の出し手を背景に、資本市場が高度に発達し、ボンドによるテイクアウトの蓋然性が高い地域（北米や一部欧州等\*）に限られる。こうした一部市場では、ボンドによるテイクアウトやローンセカンダリー市場での売買等、ディストリビューション側での資産調整（および収益機会）の蓋然性が高く、またそもそもミニパーム型のようなリファイナンスリスクを取る前提での短期ファイナンスの組成が一般的であるため、未導入の規制を展望した銀行によるオリジネーション抑制の必要性（質問 6 への回答参照）は例外的に低くなる。

銀行ローンは、その他ファイナンス手段が活況の市場において、より積極的に取り組み可能であるという表裏一体の関係にあり、円滑なテイクアウトによりバランスシート滞留期間は短縮化し、結果として、銀行アセットの積み上がりも抑制される。

このように、世界のインフラ金融は成長しているものの、その主たるドライバーは一部先進国の市場型金融であり、FSB も指摘しているとおり、インフラ投資を最も必要としている新興/途上国は殆ど恩恵を受けていない。現在のインフラ金融市場の在り方は、世界経済の持続可能な発展と包摂性という理念に照らして、必ずしも順調に発展しているとは言えない。

\* Project Finance International によれば、2017 年の世界のプロジェクトボンド市場（合計 USD63.7Bn）の構成は、米国 30%、英国 14%、メキシコ 7%、カナダ 6%、UAE5%、と上位 5 カ国で 6 割超を占める。日本は 0.1%。

質問 6：その他の影響因子（マクロ経済/金融環境、政治リスク、金融機関の社内事情）に対して、規制の重要性は相対的にどの程度か？

質問 8：規制がインフラ金融に影響を及ぼした主たる経路のうち、レポートで考慮されていないものはあるか？

（回答）

今次調査においては、2017 年 12 月に最終化されたバーゼルⅢの影響は分析対象となっていない。未導入の規制の影響度合いを定量的に把握することは困難である一方、実際には、銀行のインフラ金融に係る方針策定・意思決定では、最終化前・導入前の規制や、その内容・時期の不透明性を踏まえた保守的な対応が観察される。FSB のサーベイにおいて、規制以外（例えば「金融機関固有の事情」）として回答されている影響因子にも、未導入の規制動向が、各社のリスクアペタイトフレームワークや、アセットクラス毎のアセット配賦方針といった影響チャネルを経由して、直接/間接の影響を及ぼしている。

相対的に財務の安定性が高い邦銀は、金融危機後のインフラ金融市場拡大を牽引したが、規制の不透明性や市場の限界（各々質問 11、5 への回答参照）、社

内の影響チャネルを通じたそれらの増幅といった制約があり、その潜在力が完全に発揮されたとは必ずしも言えない。

質問7：影響を与えた主な規制は、バーゼルⅢおよびOTCデリバ規制改革か？  
その他影響を与えた規制はあったか？

(回答)

質問6への回答のとおり、まだ導入されていないバーゼルⅢの最終合意が、潜在的影響を及ぼしている。

プロジェクトファイナンスは、その複雑性やプロジェクトの情報管理の観点から、外部格付を取得するケースは多くないことから、バーゼルⅢ最終合意にもとづき導入予定のSAフロアにより、現行IRBと比べて著しく不利なリスクウェイトを課される見込みである（下表参照（左表は邦銀主要行のCR6の数値の平均値））。

銀行のバランスシートに占める構成が数%と限定的であることを踏まえれば、金融システム上のリスクは限定的であり、過度に保守的な取扱いが適切ではない。FSBの最終レポートにおいては、プロジェクトファイナンスに対する過度に保守的なキャリブレーションの見直しについてご提案いただきたい。

PD IRB Specialised Lending as of March 2018	Average RW	Average PD	Total EAD (in million yen)		Average Maturity (in years)
			Actual Amount	% of total	
0.00-0.15%	23.23%	0.07%	¥2,342,412	45.2%	3.9
0.15-0.25%	35.08%	0.19%	¥1,255,182	24.2%	4.1
0.25-0.50%	51.04%	0.33%	¥1,011,623	19.5%	4.0
0.50-0.75%	66.92%	0.57%	¥270,271	5.2%	4.1
0.75-2.50%	84.40%	1.36%	¥533,248	10.3%	4.1
2.50-10.00%	116.48%	4.75%	¥84,898	1.6%	3.5
10.00-100.00%	167.68%	14.45%	¥56,025	1.1%	3.5
Average/Total	42.33%	1.34%	¥5,179,435	100.0%	4.0

Basel III Finalisation SA Risk Weight for project finance					
Rating	(Moody's PD*)	rated	unrated		
AAA	0.01%	20%	/		
AA	0.14%	20%			
A	0.46%	50%			
BBB	1.02%	75%	high quality & operational phase	(a)	80.00%
BB	4.72%	100%	operational phase	(b)	100.00%
B	15.94%	150%	pre-operational phase	(c)	130.00%
below B	29.79%				

\* 4yrs global corporate, 2017 actual from "Default and Rating Transition of Japanese Debt Issuers, 1990-2017"

Capital Floor 72.5% applied	(a)	58.00%
	(b)	72.50%
	(c)	94.25%

また、一般に与信期間が長期に亘るインフラ金融は、金利や通貨のリスクをヘッジする目的でデリバティブ取引を組み合わせるのが通例である。バーゼルⅢにより導入中のデリバティブカウンターパーティリスクおよびCVAリスクに関する規制は、収益性の低下に繋がり、インフラ金融向けアセットの増加を抑制する一因となっている。

加えて、FSBの分析のとおり、現在、インフラ金融の主要通貨はUSDである。BCBSの流動性規制を受けた米銀によるドル供給低下に加え、各国規制（米国MMF改革によるCP/CD発行の急減等）が米国外の銀行の調達コストに影響を与え、採算悪化による対応可能案件の減少に繋がっている点も申し添えたい。

質問 9：規制改革影響評価のために用いた分析手法は適切か？

(回答)

FSB の今次レポート 23 頁では、「規制改革がインフラ金融にネガティブな影響を及ぼす主要因ではない」と主張している。その理由として「サーベイではインフラ金融にネガティブな影響を及ぼした主要因は通貨のミスマッチであり、規制改革はそれに次ぐ要因である」ことを挙げている。

しかしながら、通貨のミスマッチや資本市場の未発達、バンカブルな案件供給の少なさ等は、規制改革前から長きに亘り指摘され続けていた、インフラ金融市場特有の構造的課題であり、規制改革の影響は、これらとは別途発生したものである。規制の影響度合いを、これらのような継続的・構造的要因と直接に比較した結果、規制が及ぼした影響が相対的に小さいと総括することは、「規制の影響はごく軽微であり、問題提起するに当たらない」との誤った印象を与えるおそれがある。

FSB の最終レポートにおけるメッセージ発信では、規制改革の影響を過小評価することがないように、留意いただきたい。また、他の要因との相対比較だけでなく、規制がそれ単体として金融システムの安定と経済成長のバランスに鑑み適切な内容・水準であったか、評価をお願いしたい。

質問 11：レポートでは、規制改革により、インフラ金融が他の金融に比べて不均衡な影響はなかったことが示唆されているが、マーケットにおける見解と整合的か？

(回答)

インフラ金融は、下記のとおり、柔軟かつタイムリーな資産コントロールの難易度が高い特性を持つ。よって、寧ろオリジネーション側が調整弁として重要な役割を担う必要性から、インフラ金融は、未導入の規制に対して、銀行が保守的な対応を取りやすい構造にあると思われる。

- 長期かつ複雑な資金調達。特にプロジェクトファイナンス
- 外部格付取得率の低さ
- 上記故の投資家ユニバースの限定
- それに由来する貸出資産の流動性の制約（地域格差大）、自社のバランスシートにおける長期滞留リスク

また、プロジェクトファイナンスの組成には高い専門性が必要であることから、他のファイナンスと比べて、資金提供者間の代替可能性は低い。銀行ローンについては、上位 20 行のシェアが 50%を占めており、高度に分散された市

場と比べて、規制が市場参加者に及ぼすインパクトが波及しやすい構造となっている。

Project Finance International のリーグテーブルによると、近年、欧銀や邦銀が現行および未導入の規制への対応として慎重な与信運営を行った結果、シェアが頭打ちとなる一方で、他地域の銀行がシェアを拡大している。このような銀行行動の違いは、規制影響評価のひとつの材料を提供するものと思われ、今後さらなる分析をお願いしたい。

質問 14：市場型金融による銀行ローンの部分的な代替は発生しているか？発生している場合、規制改革ほどの程度このトレンドに寄与したか？その他代替に関して考慮しておくべき情報はるか？

(回答)

FSB 調査では、市場型金融等の参加者の多様化が、インフラ金融市場の安定性に寄与したと指摘されているが、資金コストや組成に要する時間の観点から、プロジェクト初期の中核的な資金供給源は引き続き銀行である。従って、市場型金融を含む多様な後続の資金の出し手へと繋いでいくためにも、入り口段階での銀行による資金提供が必要条件となる。

しかしながら、FSB 調査では、銀行ローンは先進国、新興/途上国いずれにおいても、横ばいで推移し、成長性に乏しいことが明らかとなっている。

財務体力において相対的劣位にある銀行が、多様なアセットクラスのなかで特にインフラ金融を縮退させた、あるいは、インフラ金融を増加させた銀行が必ずしもその潜在力を完全に発揮できなかった要因としては、前述のような長期・流動性の制約や、それ故の未導入の規制により将来的に不利益を受ける可能性、実際のリスクに比して不利益な規制上の取扱い等が考えられる。

質問 17：本件評価において、その他考慮しておくべき論点・要因はあるか？

(回答)

FSB 調査にもあるとおり、インフラ金融市場の成長を阻害するその他要因として、特に新興/途上国市場においてバンカブルなプロジェクトの供給が十分でない点があげられる。統計上は現れ難い市場の実態として、特にアジア地域では、少数のバンカブルな案件に銀行・投資家が集中し、低マージン化が進む一方、バンカビリティに劣る一般案件とのコスト差が拡大するなど、いずれも市場の持続性に障壁のある状況にある。

バンカビリティの向上のため、各国政府には、新興/途上国や資本市場の十分に発達していない先進国におけるプロジェクトボンド市場や為替ヘッジ市場の育成、また政府部門他によるリスク分担を通じたファイナンスストラクチャーの質的改善が期待される。また、これらと並行し、投資家ユニバースの拡大のためには、外部格付取得の推進も重要な支援材料となる。

以 上