

SRT、CRT、あるいはリスクシェアリング取引の投資機会と留意点

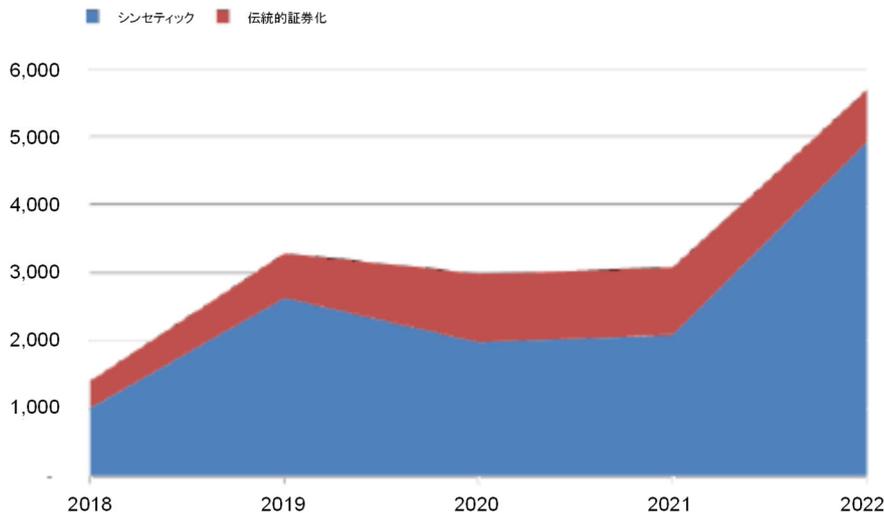
本稿では、近年、拡大している金融機関が組成するSRT、リスクシェアリング取引の概要及び年金運用における活用などについて解説します。プライベートデット戦略の一部としてポートフォリオの分散、リターン向上を期待できる一方で留意すべき点も少なからずあります。

SRTとは

SRTは、Significant Risk TransferあるいはSynthetic Risk Transferの略で、銀行がリスクアセット削減のために利用する取引を指します。CRT(Capital Relief Trades)、リスクシェアリング取引などと呼ばれることもあります。1990年代

から主に欧州の金融機関から利用されており、2007年のバーゼルII銀行規制の導入以降、本格的に発展を遂げています。近年は米国の金融当局がリスクアセットの削減方法としてSRTを認める見解を示した¹ため、米国の金融機関の利用も広がっています。

図表 1 SRT の欧州での発行残高の推移



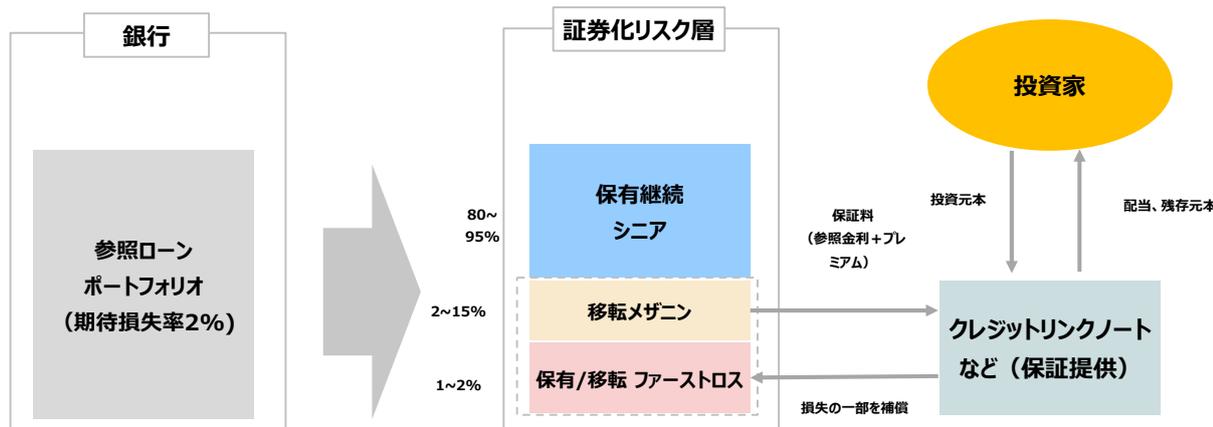
(出所) European Systemic Risk Board “The European significant risk transfer securitization market” Occasional Paper Series No.23

¹ FRBのRegulation Qに関するFAQは次で確認できます。
<https://www.federalreserve.gov/supervisionreg/legalinterpretations/reg-q-frequently-asked-questions.htm>

なお、2024年末時点では、米国ではSRTの発行にあたっては都度、当局の承認が必要となっており、承認を得るために一定の期間が必要となっています。

本資料は、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。本資料に記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。本資料内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は、野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。本資料のいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、本資料の全部もしくは一部を複写、転送または再配布することはご遠慮ください。

図表2 SRT(シンセティックSRT)の仕組み



(出所) 各種資料を参考にNFRC作成

現在は伝統的な証券化の仕組みを利用したSRTではなく、CDSあるいはCDSを組み込んだクレジットリンクノート(CLN)を利用したシンセティック(合成)SRTが主流となっています(図表1参照)。組成コストが低廉であることに加えて欧州で金融当局がSTS(Simple, Transparent and Standardised)フレームワークと呼ばれるシンセティック証券化を利用した場合にリスク削減方法として認められる基準・規制を明確化したためです。その仕組みの概要は図表2の通りです。

最もリスクが高い部分ファーストロス(あるいはジュニアメザニンと呼ばれる)は投資家と発行体の

銀行が損失をシェアする形になっています。これが「リスクシェアリング」と呼ばれる所以となっています。シンセティックSRTの場合、ローンは引き続き銀行が保有し、リスクの一部の保有を継続するため、投融資先のモニタリングを銀行が継続するインセンティブにもなっています。なお、ファーストロスを超えた部分の損失は投資家側に転嫁されるため、発行体の銀行から見ると参照ポートフォリオの損失を一定範囲に限定する機能を有しています。

SRTが発行される目的は主に以下のようなものがあります。

- ①リスクアセット(RWAs)、資本コストの削減
- ②信用リスク資産の偏りの是正
- ③新規リスクマネーの供給

欧州では銀行からのリスクマネー供給のためのツールとして重要な役割を占めていると認識されています。

リスクアセットの削減については図表3で例示している通り、一部のリスクウェイトが高い重大(Significant)なリスク部分のみを移転するだけで、信用リスクを大幅に削減できることがわかります。後述のとおり銀行の資本規制においては、リスクアセットに応じて資本を準備することが求められていますが、SRTは必要な資本を引き下げ、銀行の資本コストを低下させることができます。

図表3 リスクアセット削減の例

SRT発行前		銀行の保有		加重平均リ	
トランシェ	比率	割合	リスクウェイト	リスクウェイト	スクウェイト
シニア	94.0%	100.0%	15.0%	15.0%	14.1%
メザニン	4.5%	100.0%	1117.0%	1117.0%	50.3%
ファーストロス	1.5%	100.0%	1250.0%	1250.0%	18.8%
合計	100.0%				83.1%

SRT発行後		銀行の保有		加重平均リ	
トランシェ	比率	割合	リスクウェイト	リスクウェイト	スクウェイト
シニア	94.0%	100.0%	15.0%	15.0%	14.1%
メザニン	4.5%	0.0%	1117.0%	0.0%	0.0%
ファーストロス	1.5%	50.0%	1250.0%	1250.0%	9.4%
合計	100.0%				23.5%

(出所) European Systemic Risk Board “The European significant risk transfer securitization market” Occasional Paper Series No.23などを参考にNFRC作成

本資料は、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。本資料に記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。本資料内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は、野村グループ各社から直接提供する方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。本資料のいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、本資料の全部もしくは一部を複製、転送または再配布することはご遠慮ください。

銀行に対する資本規制の動向～バーゼルⅢの最終化と金融機関の選択肢

SRTが発行されている背景には、銀行に対する資本規制があります。バーゼルⅠ～Ⅳで必要とされる資本要件を比較したものが図表4です。分子にあたる資本の定義が狭まると同時に分母のリスクアセットの定義・要素が増加していることがわかります。

従来、分子にあたる資本を增強するためにAT1債などのいわゆるコンティンジェント・キャピタルが発行されることもありましたが、AT1債は、自己資本には含まれるものの、普通株等で構成されるCET1資本には含まれません。一方で、普通株の発行、つまり増資は既存株主に損失を発生させる可能性があるため、簡単にはできません。さらに2023年にクレディ・スイスが発行したAT1債が無価値化されたことでAT1債の発行コストも割高になってしまいました。

そこで注目度が高まったのが、SRTです。分子を大きくできないのであれば、分母にあたるリスクアセットを小さくしようというわけです。

SRT運用の可能性

SRTは、プライベートデット戦略の一つとして

相対的に魅力的な投資機会となる可能性があります。発行体である銀行は、資本コストを引き下げられる範囲であれば、SRTの利回り(言い換えれば保証料)が多少高くとも発行するメリットがあるためです。また、引き続き、参照ポートフォリオを保有する銀行が投資先をメンテナンスしてくれるため、デフォルトコストが抑制されることも期待できます。

SRTの発行が増加しているため、SRT特化ファンドが国内でマーケティングを行っているケースも増えています。

では、そのSRTの運用会社の選定にあたっては何をポイントに考えるべきでしょうか。次のような点が考えられます。

①金融機関の信用リスク管理への理解、リレーション

SRTの参照ポートフォリオおよびそのトランシェは、基本的には発行体である銀行の内部格付けなどの信用リスクマネジメントの枠組みに従って分類され、信用リスク管理方針や経営方針によって決められます。したがってSRTに投資する場合、それらに対して十分な理解と評価を行う必要があります。SRT運用を委託する場合、投資家は運用マネージャーのそういった能力を評価

図表 4 銀行規制において必要とされる資本要件

	バーゼルⅠ	バーゼルⅡ	バーゼルⅢ	バーゼルⅣ (カナダ、欧州)
自己資本比率の定義	(Tier1+Tier2)/リスクアセット	(Tier1+Tier2+Tier3)/リスクアセット	(CET1+AT1+Tier2)/リスクアセット	同左
分子の定義	Tier1:株主資本 Tier2:劣後債、含み益	Tier1:株主資本 Tier2:劣後債、含み益 Tier3:短期劣後債	CET1:普通株等Tier1 AT1:その他Tier1 Tier2:劣後債	同左
分母の定義	信用リスク資産	信用リスク資産 + マーケット・リスク + オペレーションリスク	信用リスク資産 + マーケット・リスク + オペレーションリスク (含むカウンター・パーティリスクなど)	同左 (計測方法が厳格化)
最低自己資本比率	自己資本比率 \geq 8%	自己資本比率 \geq 8%	CET1比率 \geq 4.5% Tier1比率=CET1+AT1 \geq 6% 自己資本比率 \geq 8%	同左

(注) カウンターシクリカル資本バッファ、G-SIBs サーチャージは考慮していない

(出所) 各種資料を参考に NFRC 作成

本資料は、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。本資料に記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。本資料内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は、野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。本資料のいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、本資料の全部もしくは一部を複写、転送または再配布することはご遠慮ください。

する必要があります。

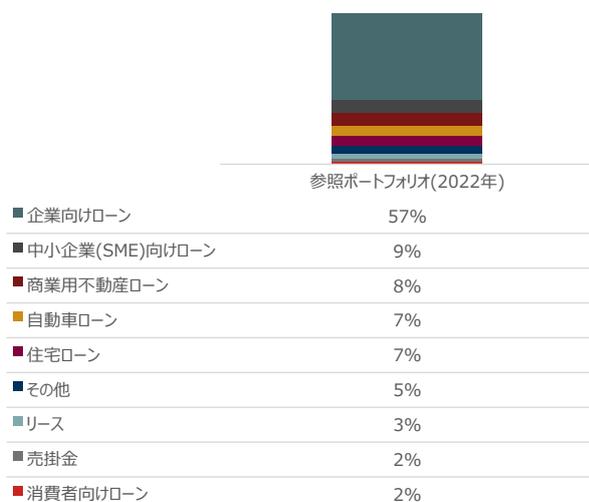
また、取引自体は、相対取引が中心であるため、取引に参加するための銀行とのリレーションも必要になると思われます。

②ローンプールの信用リスク評価

参照ポートフォリオのリスクおよびその利回り(バリュエーション)を評価する能力もSRT運用には必要と思われます。図表5は、2022年時点でのSRT発行時の参照ポートフォリオの構成要素です。小粒な中小企業向け、あるいは個人向けの債権で構成される参照ポートフォリオとその信用リスク評価が適切かどうか確認・評価する能力も求められると考えられます。

加えてSRT組成に使われるストラクチャリングについても十分な確認が必要で、その分野での専門性も必要とされると考えられます。

図表5 参照ポートフォリオの構成



(出所) European Systemic Risk Board “The European significant risk transfer securitization market” Occasional Paper Series No.23 より NFRC 作成

SRTの留意点

SRTの発行量は近年大きく拡大しており、現在、市場規模は7,000億ドル程度です。一方でIMFが2024年10月に発行したGlobal Financial Stability Reportの中でSRTについて

以下のような問題を提起しています。

- ニーズが増加する中で、参照ポートフォリオのクオリティが低下

高い利回りが期待できることがメリットのSRTでしたが、近年は投資家層の拡大が続き、利回りが低下傾向にあります。同時にIMFのレポートによると参照ポートフォリオの質も悪化している可能性もあるようです。

実際、一部のマルチクレジットファンドが近年、リスク対比で十分な利回りが取れないため、アロケーションを縮小させる動きを取っているようです。

- 銀行提供のファイナンス、レバレッジを使ったSRT投資

SRTに投資しているファンドの一部はレバレッジを利用しています。そのレバレッジ資金の提供が銀行から行われていた場合、銀行セクターからのリスク移転としてSRTは機能しない可能性があります。SRTが本当にリスク移転として機能するのかどうか、これまでその検証は、必ずしも十分に行なわれているとは言えません。

加えて、すでにポートフォリオの中に組み入れられている可能性も注意が必要です。マルチクレジットファンドやCLO、ヘッジファンドなどですでにSRTを一部組み入れているケースがあるからです。2023年の調査によるとSRTの投資家は45%がSRT特化のファンドですが、30%程度は非特化型の運用ファンドが投資していることがわかっています(それ以外は、保険会社や国際機関など)。

このように留意点は少なからずありますが、バーゼルIII最終化、バーゼルIVなど銀行に対する規制強化の流れは継続しており、リスクアセット削減の手段としてSRT市場の拡大は継続することが見込まれています。留意点を意識する必要があるものの、検討価値のある投資対象であると思われます。

本資料は、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。本資料に記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。本資料内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は、野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。本資料のいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、本資料の全部もしくは一部を複写、転送または再配布することはご遠慮ください。

《MSCI データの利用に関する注意事項》

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。

《FTSE 世界国債インデックスに関する注意事項》

FTSE 世界国債インデックスは、FTSE Fixed Income LLC により運営され、世界主要国の国債の総合収益率を各市場の時価総額で加重平均した債券インデックスです。このインデックスのデータは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLC は、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利は FTSE Fixed Income LLC に帰属します。

《金融商品取引法に基づく情報開示》

会社名： 野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社
金融商品取引業者： 登録番号 関東財務局長(金商) 第 451 号
加入協会： 一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号(第 011-00961 号)
報酬等： 当社がサービスの対価として、お客様にご負担いただく報酬(税込)の上限は下表の通りですが、投資助言の対象、運用手法、サービス内容等に応じて、お客様との協議により個別に決定いたします。報酬額の計算方法はお客様との個別協議に基づいて決定するために、事前に表示することができません。

	助言契約	一任契約
年間基本料率 もしくは年間報酬額 ^(※)	0.55% もしくは 2,200 万円	0.825%

^(※) 上記は単一のサービスに対するものであり、複数のサービスを組み合わせた契約には当てはまりません。

- 投資リスク
- 当社の業務に関して、お客様が負担する投資リスクには主に以下のようなものがあり、投資する商品の価格が変動しますので、運用資産に損失が生じ、元本を割り込むおそれがあります。
- 株価変動リスク： 株式相場の変動により、投資する株式等の価格が変動するリスクがあります。
 - 金利変動リスク： 市場金利の変動により、投資する債券等の価格が変動するリスクがあります。
 - 為替変動リスク： 通貨価格の変動により、投資する外貨建て資産の価格が変動するリスクがあります。
 - 信用リスク： 投資する証券の発行体の信用状況の変化により当該証券の価格が変動するリスクがあります。
 - 流動性リスク： 流動性に乏しい商品(プライベート・エクイティ・ファンド等)について、不利な条件でしか換金できないリスクがあります。
 - デリバティブ固有のリスク： デリバティブ(先物・オプション等)が対象資産の価格変動と連動しないリスクがあります。
 - 投資対象リスク： プライベート・エクイティ・ファンドは、ベンチャー企業を含む非公開企業を投資対象とするため、一般に高いリスクを有します。
 - 投資案件が確保されないリスク： プライベート・エクイティ・ファンドは、当初想定された金額を満たす投資案件が確保されないリスクがあります。

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次の URL にてご登録をお願い致します。

<https://nenkin.nomura.co.jp>

編集・発行： 野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社
(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒103-0007 東京都中央区日本橋浜町3-21-1 日本橋浜町Fタワー16F
TEL: 03 6703 3991 Email: nenkin@jp.nomura.com