

ユーロシステムの金融調節改革

松 浦 一 悦

目 次

- I 問題の設定
- II ECB のオペレーション枠組みの改革
 - 1. オペレーションの満期の短縮と準備預金積立期間の変更
 - 2. ファイン・チューニング操作と市場金利の安定化
- III コルレス中央銀行モデル
 - 1. CCBM の目的
 - 2. CCBM の手続き
 - ①市場性資産の利用
 - ②非市場性証券の利用
 - 3. 証券決済制度（SSSs）の連結
- IV 単一担保リストの確立
- V 結びにかえてー流動性リスクは問題か？

I 問題の設定

欧州中央銀行（European Central Bank, 以下 ECB と略す）の金融調節の目的は、流動性の供給をスムーズかつ機動的に行うことによって市場金利の安定化を図ることである。そうすることによって、ユーロシステムの決済制度を安定させることができる。ECB は流動性を機動的かつ迅速に供給することを目的として、2004 年以降、金融調節の枠組みについて二つの改革を行った。

一つは、2004 年 3 月に実施されたオペレーションの改革である。すなわち、市中銀行の準備預金積立期間を変更することによって、毎月の政策理事会後の政策発表日と定期オペの決済日の期間を解消した。この措置は、貨幣市場にお

ける流動性不均衡の是正を目的とするもので、つまり、政策決定を待つて定期オペまでの金融機関の日和見的な入札行動を抑制することを狙いとしていた。また、主要調整オペレーションの満期は2週間から1週間に短縮された。これによってECBはより機動的な資金供給が可能になり、市中銀行にとっては資金調達の実便性が高まると期待された。またそれに伴い、定期レポの最終決済日に金利変動の縮小を目的として、ユーロシステムはファイン・チューニングを積極的に活用することにした。

二つ目は、ユーロシステムにおけるクロスボーダー信用供与の改革である。金融市場におけるオープン市場が拡大し、また、ユーロ地域におけるクロスボーダーのポートフォリオ投資が増大するにつれ、国境を越えた証券の所有形態が強まる。ところが、同じユーロ地域であっても、NCBが銀行に信用供与する際に引き受ける担保証券が同じ国籍の証券に限られると、スムーズな流動性の供給にとって障害となる。それゆえ、国家間の証券決済をスムーズに行う必要性が高まる中で、証券金融に必要な流動性の供給を保証するためには、そのような障害を取り除く必要がある。

ユーロ地域内の国境を越える資本取引が活発に行われる状況下で、金融政策の実行に利用される適格担保、あるいはTARGETの決済において日中流動性を入手するために利用される適格担保が、発行された証券の国籍に拘らずユーロ地域における全てのカウンター・パーティに利用されることを保証することが求められた。そこで、ユーロシステムは、コルレス中央銀行モデル（Correspondent Central Banking Model、以下CCBMと略す）を設立し、それに加えて、CCBMと証券決済制度（Security Settlement Systems、以下SSSsと略す）間のリンクの強化を進めたのである。

ところで、2007年に入り、アメリカのサブプライムローンの焦げ付きが問題として浮かび上がり、住宅金融機関の不良債権処理の行き詰まりから金融機関の倒産が増え、同年8月にアメリカの金融・株式市場は混乱に陥った。その影響はEUの金融・株式市場に波及し、欧州の大手銀行の損失が明るみにでる

と、ECB は積極的な流動性の供給策を講じた。流動性危機を防ぐために流動性供給を躊躇なく迅速に行う ECB の対応は、1999 年の創設時に複数の中央銀行のモザイクと揶揄された批判を払拭するほどの対応ぶりである。ECB の素早い対応の背景には、ECB のオペレーション改革やユーロシステムにおけるクロスボーダー信用供与の改革が先行しているのである。もっとも、ECB の信用危機への対応はユーロシステムの信用秩序を維持する点で大きく貢献しているが、緊急融資の行使は民間銀行のモラルハザードとユーロ信認の低下を引き起こすという弊害を引き起こす。

本稿では、ユーロシステムの金融調節についての二つの改革を見ることによって、ECB の流動化政策の中身とその効果を明らかにし、ユーロシステムの流動化政策の意義を考えてみたい。Ⅱでは、オペレーションの枠組みの改革においてオペレーションの満期の短縮化と準備積立期間の変更が実施されたことを紹介し、また、ECB の定期オペレーションの最終決済日に行われるファイナ・チューニングの意義と効果を市場金利への影響という点から考察する。Ⅲでは、CCBM の機能と役割について紹介し、セキュリティゼーションと EU の金融市場の統合化が進む中で、ユーロシステムは市場の需要に対してどのように流動性の供給を図っているのかを述べる。そして、Ⅳでユーロシステムによるスムーズなオペレーションの実施を目的にして、2005 年 5 月に二重担保制度から単一担保制¹⁾へ移行した点を考察する。最後にⅤで、アメリカのサブプライムローン問題から発展した欧州の銀行救済を目的として、ECB が機動的な流動性供給を行っている点も踏まえて、ユーロシステムの流動性政策の意義を考えてみたい。

1) ユーロ導入後、ユーロシステムの適格担保には、第 1 項目と第 2 項目とに区別され、ユーロ参加国にとって共通の適格担保と定義されるのが第 1 項目、各国の法律によって定められ、また他の参加国との調整がとれていない資産は第 2 項目と分類された。そこで、2007 年 1 月に、二つの項目を単一の適格資産とする改正が行われたのである。

Ⅱ ECB のオペレーション枠組みの改革

1999年1月に単一通貨をユーロとするユーロ地域が誕生すると共に、ユーロシステムはグロスの即時決済制度である TARGET1 を創設した。これは、ユーロ参加国の中央銀行（National Central Bank, 以下 NCB と略す）が双務的に連結する決済制度である。参加国の金融市場には歴史に根ざす独自の制度と商慣行が存在するので、当初は、単一通貨を導入したとはいえ、ユーロ地域における金融市場の統合にはほど遠い状況であった。しかし、EU 域内の財・サービス取引が拡大し、域内の資本移動が活発になると、ユーロ地域全体の物価水準および貨幣供給残高のコントロールを効果的に行うために、ユーロシステムの金融政策を効果的に運営する必要性が増した。また、NCB のそれぞれが独自の決済制度をもち、同様に、EU レベルでの決済制度の統合もまた将来の課題として残されていた。そこで、ユーロ地域の決済制度を前進させるために、ユーロシステムは2007年後半に、ECB に各 NCB が口座を保有し、口座を通じて決済を行う TARGET 2 へ移行することを決定した。ユーロ地域の決済制度を円滑に運営するためには、流動性を安定的に供給できる金融政策が不可欠である。この節では、ユーロ導入後、ユーロシステムの金融政策の枠組みがどのように変更されているのかを考察する。

1. オペレーションの満期の短縮と準備預金積立期間の変更

2004年3月に金融政策運営のためのユーロシステムの機能的枠組みが2点変更された。変更内容は、①準備預金の積み開始時期を常に、金融政策運営を決定する ECB 理事会開催後最初に実施される週次定期オペの決済日とする、②主要調整オペの満期を二週間物から一週間物にする、の2点である。これら準備預金積み開始時期の変更と週次定期オペの期間短縮は市場に常に安定した資金供給を図る狙いがあり、金融政策決定理事会前に市場で利下げ期待や利上げ観測が過度に強まる可能性を完全に排除するのが目的であった。

第一に、準備預金積立期間の変更の目的と背景について少し説明しておこう。改正前では準備積立期間のタイミングは、政策理事会の政策を決定する会合予定に拘らず、月の24日に始まり翌月の23日に終了していた。改正によって、その準備積立期間の開始をECB政策理事会開催後最初に実施される主要オペの決済日に合わせて、調整することになったのである²⁾ (図1参照)。すなわち、制度改革前では、金融政策運営の変更を決定する政策理事会の開催日と定例オペの決済日の間に一定期間が存在するため、市場参加者は政策決定を予想して定期オペの決済に臨む、これが市場の流動性不均衡を引き起こしていた。つまり、市中金融機関は政策決定理事会前に利下げを期待し過ぎて定期オペの応札を著しく減らしたり、あるいは利上げ観測が強まり過ぎて応札を大幅に増やしたりする事態がたびたび発生していた。新制度へ変更される以前に見られた日和見的な応札は、主に、ECBの中心的政策金利を変更する政策理事会の決定の結果として、流動性を入手する際に金融機関が負担する費用が準備積立期間の間に変化しうるという事実に因るものであった。そこで、当該準備期間中にECBによる主要政策金利の変更の期待を取り除くことを目的として、定期オペの決済日と金融政策決定日を同じ日にしたのである。

第二に、主要調整オペの満期の変更を行い、MROの満期が2週間から1週間へ短縮された(図2)。積立期間最後のMROが次期の積立期間に満期を迎えることを避けるために、満期を短縮したことは、次期の準備積立期間に生じる政策金利変更の期待によって影響される金融機関の応札行動を回避することを目的としていたのである³⁾。

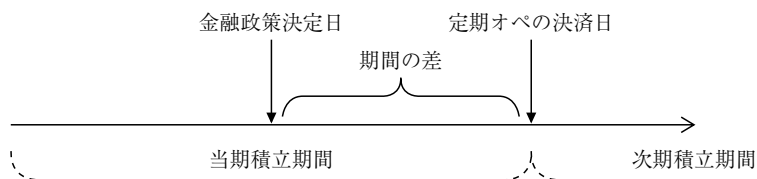
MRO満期を2週間から1週間へと短縮したこと、二つのMRO満期の重なりを削減したことは、MROの平均的割当額を二倍にしたことに加え、インターバンク・オーバーナイト金利(EONIA)と最低入札金利の差を縮小させた。制度の改正以前では、実際の割当額は基準額に近く、また、過去2年間の銀行

2) ECB, *Monthly Bulletin*, February 2005, p. 60. 斉藤淳, 82-83 ページ。

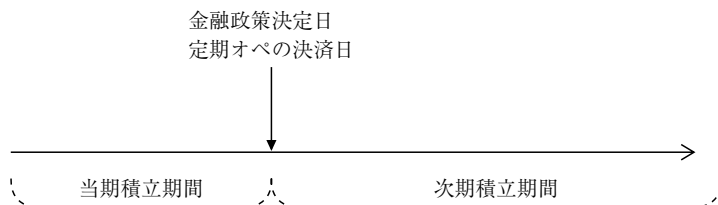
3) ECB, *Monthly Bulletin*, Feb. 2005, p. 65.

図1 定期オペの決済日と政策決定日の関係

(2004年3月以前)



(2004年3月以後)



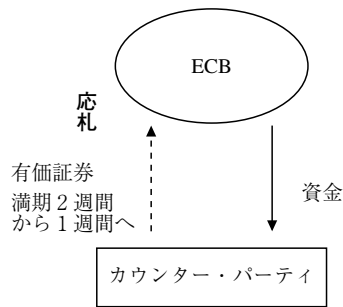
券に対する需要の増加は、流動性不足を次第に増加させ、MROの基準額を持続的に増やしていった⁴⁾

MROの満期の短縮に対して、市場の取引業者は平均的割当額の大きな増加に素早く適用した。応札額が実際の割当額より大幅に増加したという事実は、限界貸付金利と最低落札金利のスプレッドが拡大していることと整合している⁵⁾。すなわち、ECBの応札に対する需要が十分大きかったため、公債の値は高い水準で応札されることが可能になり、その結果として公債は低金利で取引出来たためと考えられる。また、ECBの月報によれば、市場参加者が応札額の増大にスムーズに適用したことが示すものは、MRO満期の短期化によって担保の回転率が上昇しても、必要な担保を調達することは困難にはならなかったことであった。実際、MRO満期が短くなったことによって、取引業者は必要

4) ECB, *Monthly Bulletin*, Feb. 2005, p. 66.

5) ECB, *Monthly Bulletin*, Feb. 2005, p. 67.

図2 ECBの応札



な担保を流動化することが容易にすらなった⁶⁾

新制度の施行以降、基準額（そして割当額）についての短期的変動の減少が観察される。変更前は、基準額の週間平均的变化額は330億ユーロであったが、制度の変更以降、変化額は70億ユーロとなった。ECBはこの低下の理由として、①流動性の供給期間が担保の満期に等しくなった点と、②金融機関のMROの入札に対する行動が安定的になった点を挙げている。①については、旧制度では、MROの2週間の満期は常に流動性目標の範囲より長かったが、今日では、MROの満期は常に基準額によって想定される流動性目標の範囲に等しいという事実に戻せられると説明している⁷⁾

ECBの新たな調整枠組みが導入されて以来、ECBの応札額は予定配分額より大幅に増加した。その結果として、過少応札（札割れ）についての懸念は大きく低下した。また、インターバンク・オーバーナイト金利（EONIA）と最低落札金利との間の差の平均的絶対額は、機能的枠組みの変更が行われてから、大きく低下した⁸⁾

6) ECB, *Monthly Bulletin*, Feb. 2005, p. 67.

7) ECB, *Monthly Bulletin*, Feb. 2005, pp. 66-67.

8) ECB, *Monthly Bulletin*, Feb. 2005, p. 69. Chart. 4 を参照。

2. ファイン・チューニング操作と市場金利の安定化

2004年3月の金融調節変更の後、ECBの金融調節についてのもう一つの特徴は、定期オペの決済最終日にファイン・チューニングが効果的に利用されていることである。ECBの月報に掲載されている二つの論文において、ファイン・チューニングによって、市場金利を表すEONIA（銀行間一夜貸付金利）と最低入札金利のスプレッドが縮小している点が示されている。

まず、ECBは2000年6月から2004年2月までの期間と2004年3月から2004年12月までの時期を比較しながら、ファイン・チューニングの政策的効果を分析している。それによれば、EONIAと最低落札金利とのスプレッドの絶対平均値は、公開市場操作に新制度が導入されてから、大きく低下した。ただし、それぞれの準備積立期間の最終日を除く。ところで、2004年3月に改正された金融調節制度の政策上の効果を準備預金積立期間の最終日という点で比べる場合に、次の事実によって、新金融調節方式の金利に対する効果の評価が妨げられる。すなわち、新しい制度は積立期間の最終日にファイン・チューニングが実施された4つの期間(後述する)を含んでいることである。もしファイン・チューニングが実施されなければ、準備積立期間の最終日に見られる平均的オーバーナイト・スプレッドは、新制度が導入される前の変化よりは大きかったであろう、と指摘されている⁹⁾。

確かに、市場操作の枠組みの変革の一つの影響は、大きな流動性不均衡が準備積立期間の最後のMROの割当後に生じるという見込みが強まることである。変更前の枠組みでは、最終割当のタイミングは月によって異なり、準備積立期間の最終日の2日目と8日目の間で行われた。つまりECBは平均5日間で応札の割当を消化できる予想に頼ればよかった。しかし、改正後、最後のMROの割当は準備積立期間の最終日の前の8日目に実施されることとなった。より正確に言えば、制度改革後、ECBは最後のMRO割当を測定する場合

9) ECB, *Monthly Bulletin*, Feb. 2005, p. 69.

に、8日間にわたる流動性の必要性を一日で予想しなくならなかったのである¹⁰⁾

ECBの月報によれば、2004年3月と同年12月の間におけるEONIAと最低落札金利のスプレッドは、2000年6月と2004年2月の間のそれと比較して縮小している。しかし、2004年10月の準備積立の最終期間において、大きな流動性不均衡が発生したため、両者のスプレッドが急激に上昇している実態が明らかになった。オーバーナイト・スプレッドは、積立期間の最終日に大幅に上昇しているだけでなく、最後のMROの割当の直後に上昇を始めたのである。その理由は、その積立期間の最終局面で、ファイン・チューニングが全く実施されなかった点が指摘されている¹¹⁾

準備積立期間の最終局面でEONIAが上昇する状況に対応して、金融調節の枠組みに新たな制度を導入してから4度、ECBは見込まれる流動性不均衡の是正を目的として準備積立期間の最終日にファイン・チューニングを実施した。中立な流動性条件の設定を目的とするECBの基本政策に沿って、全ての4回のファイン・チューニングは流動性不均衡が過剰か不足かにかかわらず、実施されたのである。2004年5月11日と12月7日は流動性を吸収する操作で、2004年11月8日と2005年1月18日は流動性を供給する操作であった。ECBはそれらの政策を市場に発表すると、オーバーナイト金利は最低落札金利に近い水準に安定したのである。

市場金利の急激な変動は、銀行間貨幣市場の流動性や関連するデリバティブ市場の円滑な操作に破壊的影響を及ぼしかねないため、ECBは準備積立期間の最終日にファイン・チューニング操作を通じて、流動性不足を効果的に発表することが有利であると考えている¹²⁾

さらに、ECBは準備預金積立期間の最終日におけるファイン・チューニン

10) ECB, *Monthly Bulletin*, Feb. 2005, p. 69.

11) ECB, *Monthly Bulletin*, Feb. 2005, p. 70.

12) ECB, *Monthly Bulletin*, Feb. 2005, pp. 70-71.

グの効果について、詳細な論文を発表した。2004年11月から2006年9月までの20回の操作の分析を通じて、流動性供給操作と流動性吸収操作に分類し、ファイン・チューニングは流動性不均衡の解消に効果的に作用し、EONIAと最低落札金利のスプレッドの縮小に貢献していることを明らかにしている¹³⁾。

以上のように、担保資産の満期の短期化と準備積立期間の変更は、ECBの応札、すなわちECBによる貨幣市場への資金供給をスムーズに実施する点に貢献した。さらに、定期オペの決済日のファイン・チューニングは、定期オペの決済日における貨幣市場の流動性不均衡の是正に貢献し、市場金利の変動を抑制したのである。このように、一連の政策変更によってECBによる資金供給はスムーズにかつ機動的に実施されることがより可能になったのである。

Ⅲ コルレス中央銀行モデル

ユーロ地域内において、国境を越えた証券取引がより活発化すると、ユーロを共通通貨とするユーロ地域とはいえ、証券の所有も相互にクロスボーダーに存在することとなる。また、証券取引の増大は、銀行にとって決済資金の需要を高めることとなる。そのような中で、ある国のカウンター・パーティが他国に所有する証券を担保として、自国のユーロ参加国中央銀行（NCB）から流動性を調達する制度として生まれたのがコルレス中央銀行モデルである。それに加えて、証券のクロスボーダー移転をスムーズに実行するための制度として、各国の証券決済制度（SSSs）の連結が改善されている。以下、ECBによるこれらの仕組みについて論じてみよう。

13) 2004年3月から2006年までにおいて、準備預金積立期間の最終日におけるEONIAの最低落札金利からの絶対偏差が示されており、2004年11月以降、両者の格差は大幅に低下している。また、EONIAの日中変化の標準偏差も同様に減少している。(ECB, *Monthly Bulletin*, Nov. 2006.)

1. CCBM の目的

コルレス中央銀行モデル (CCBM) は、金融政策運営に利用される全ての適格資産および TARGET において日中流動性を入手するための全ての適格担保が、資産とカウンター・パーティのユーロ地域における所在地に関わりなく利用されることを保証する制度である。したがって、CCBM はユーロシステムの金融政策運営と TARGET の日中流動性操作を支援するために利用される。CCBM はユーロ地域に参加していないイギリス中央銀行、デンマーク中央銀行、スウェーデン中央銀行に対するカウンター・パーティにも利用可能である。

CCBM と国家間の SSSs 間のリンク¹⁴⁾ という二つの主要なチャンネルが確立することによって、カウンター・パーティはユーロシステムにおいて他国へスムーズに担保を移転することが可能となり¹⁵⁾、これによって、NCBs は信用供与を機動的に行うことができる。ユーロシステムの立場から見ると、金融政策の機動性を高める便法となる。

ECB に提供される担保において国内債券は依然として担保の主要源であるが、担保のクロスボーダー利用は明らかに増大する傾向がある。このような中で、CCBM の果たす役割は大きい。以下、CCBM の運営方法をもう少し詳細に見てみよう。

最初に、CCB (コルレス中央銀行) と HCB (母国中央銀行) という言葉に定義をしておこう。市場性資産についての一般的なルールは、資産 (証券) が発行されて SSS と取引が行われる国に所在する NCB が CCB となる。これに

14) 証券のクロスボーダー移転の必要性が増すことに対応して、証券決済制度は証券移転のための決済リンク (連結) を確立した (Reszat, B., 2005, pp. 109-110)。この制度の機能の前提条件は、証券の移転、決済および保管の安全性と効率性を保証することである。その目的のために、EU における証券決済制度に満たされる基準が改善され、競争条件の調和が保証されてきた。2001 年 7 月に 66 の適格な決済リンクがユーロシステムによって評価され、そして承認されたが、頻繁に利用されるのはそのうち僅か 29 だけである (Reszat, B., 2005, pp. 9-10)。

15) ECB, *Occasional Paper*, No. 33, p. 19.

対し、カウンター・パーティは、CCBを通じて他国で発行された資産を担保として中央銀行から融資を受ける場合に、その中央銀行を HCB（Home Central Bank）と呼ぶ。それぞれの適格資産は一つの CCB を持つ。例を挙げると、適格資産と CCB は次のようなものがある。

－Euroclear 銀行とルクセンブルグ Clearstream 銀行で同時に発行されたユーロ市場および国際資産について、ベルギー国民銀行は Euroclear 銀行において資産を有するための CCB として行動し、ルクセンブルグ中央銀行はルクセンブルグ Clearstream 銀行において資産を保有するための CCB となる。

－Euroclear 銀行に預金されるアイルランド政府債について、アイルランド中央銀行とアイルランド金融サービス局が CCB として行動する。

－Euroclear 銀行とルクセンブルグ Clearstream 銀行におけるユーロ市場および国際債の発行については、発行者がイギリス政府あるいはイギリスの企業である場合に、イングランド銀行は CCB として行動する。

他方、非市場性資産についての一般的ルールは、法律が資産を規制している当該国の NCB を CCB と呼ぶ¹⁶⁾。

2. CCBM の手続き

①市場性資産の利用

ユーロシステムのカウンター・パーティは、CCBM を通じて他のユーロ地域において登録された適格担保あるいは保管された適格担保を利用できる。もしある国のカウンター・パーティが HCB に対して適格市場性資産を担保として使用したいのなら、そのカウンター・パーティは資産が発行される他国の SSS に対して、HCB の勘定内に他国の中央銀行（CCB）向けから資産が移転されるように指示する。

CCB は証券の配達と適格性についての必要な情報を HCB（Home Central

16) ECB, *Correspondent Central Banking Model* (CCBM), Dec. 2006, pp.6-7.

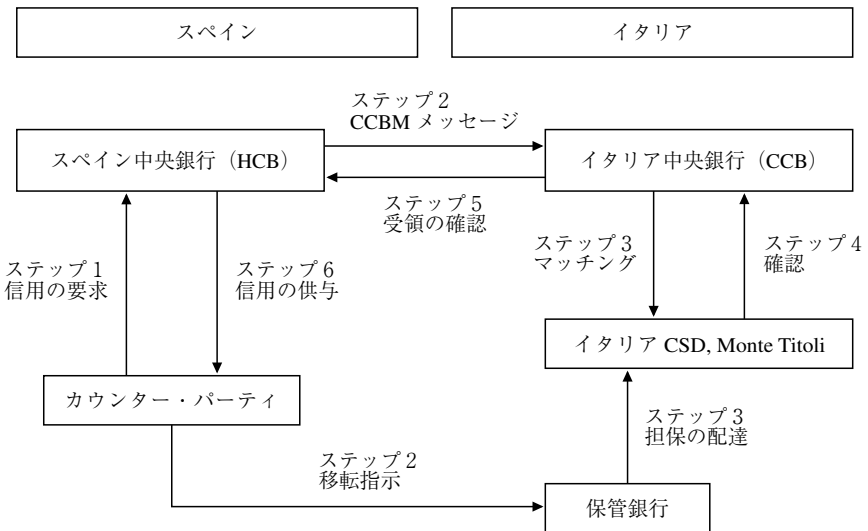
Bank) に提供し、他方、HCB は情報を加工し、証券を評価し、カウンター・パーティに現金支払の手段かまたはカウンター・パーティの当座貸越残高の限度を引き上げることによって流動性を供給する。カウンター・パーティの証券が適格で、CCB によって安全に受け取ったことが確認されるまで HCB は資金を供与しない¹⁷⁾

市場性資産を利用する CCBM の手続きは以下の通りである。一つの例を挙げて説明しよう。スペインの民間銀行はイタリアの CSD に保有する担保を利用して、スペイン中央銀行から借入を行うケースである（図3を参照）。

ステップ1。スペインの民間銀行はスペイン中央銀行に連絡し、イタリアに保有する担保を移転するために CCBM を利用して、スペイン中央銀行から借入を希望することを伝える。

ステップ2。そのカウンター・パーティによって伝えられた情報に基づき、

図3 市場性資産を使用するCCBMの手続き



17) ECB, (CCBM), December 2006, pp. 7-8.

スペイン中央銀行はイタリア中央銀行に CCBM メッセージを送り、スペインのカウンター・パーティの代わりにイタリアの取引業者からイタリアの証券を受け取りたいという要求をする。同時に、スペインのカウンター・パーティは移転される担保の指示書を、保管銀行¹⁸⁾を通じてモンテ・ティトリ所在のイタリア中央銀行によって管理される勘定へ発行する。この場合、イタリア中央銀行はスペイン中央銀行にとってコルレス銀行としての役割を果たす。

ステップ3。いったんイタリア中央銀行はスペイン中央銀行のメッセージを受け取ると、モンテ・ティトリの勘定に担保が届くことを保証するために全ての必要な手続きを取る。やがてカウンター・パーティ（保管銀行）はモンテ・ティトリの配達手続きに従って、イタリア中央銀行の口座に担保証券を配達する。

ステップ4。決済が成立すれば、モンテ・ティトリはイタリア中央銀行に確認メッセージを送る。

ステップ5。イタリア中央銀行はモンテ・ティトリからの確認メッセージを受け取るやいなや、資産価格の評価等の手続きを実行し、イタリア中央銀行はスペイン中央銀行へ領収書の確認書を送る。その際、イタリア中央銀行はスペイン中央銀行の代わりに証券を保有するので、保管銀行としての役割を果たす。

ステップ6。領収書の確認を受け取った後、スペイン中央銀行は国内の銀行に貸付を行う。

ところで、CCBMによって提供されるサービス水準を向上させるため、ECBの政策理事会は2004年1月から、HCBとCCBは行内手続き（HCBにとってのステップ2からステップ6、CCBにとってはステップ3とステップ5）を30分以内で実行することを目的とすることを決定した。

ユーロ地域のある国のカウンター・パーティがユーロ地域の別の国で生じた

18) 保管銀行は多くの場合、CCBに市場性資産を配達することによって、カウンター・パーティに代わって、CCBMの処理過程において重要な役割を果たすので、主要な欧州金融部門協会は、CCBM取引において深く関わる保管銀行にとっての最善慣行を確立してきた。それらの慣行によって、市場参加者達はCCBMをより効率的に利用できる。

担保を利用するという、担保のクロスボーダー利用の成長が金融市場の統合とともに見られる。1999年にはクロスボーダー担保の利用は全担保取引量の12%であったが、2005年末時点では殆ど50%を占めた¹⁹⁾。クロスボーダーの担保利用の点で、CCBMは重要な役割を担っているのである。

②非市場性証券の利用

後述するように、ユーロシステムの金融政策と日中信用操作に適格資産を利用することを目的とする単一枠組みを作成するために、非市場性資産、とりわけ信用債権 (credit claim) と小売モーゲージ担保債務証券 (retail mortgage-backed debt instrument, RMBDs) を適格担保に含めることが、2004年5月の政策理事会によって決定された²⁰⁾。信用債権とRMBDsの特殊性を考慮して、ECBとNCBはCCBMを通じた流動化の手続きを確立しようとしたのである。

信用証券の流動化を目的として、ユーロシステムのユーロ参加国中央銀行 (NCB) によって利用される手続きは代理モデルとして知られている。つまり、NCBは母国中央銀行 (HCB) に代わって、かつHCB名義で証券の移転、担保および保証を行う。CCBMの創設の目的は、直接的にはHCBが有利になるように、当該国のNCBのカウンター・パーティによって発行されたものでありながらHCBの国内法では規定されない信用証券の移転、担保および保証という業務を請け負う業者からの要請に応えることであった。それらの非市場資産の特徴を考慮するために、CCBMを利用する特殊な手続きが立ち上げられたのである。

次に、RMBDsの流動化の点で問題となっている資産は、アイルランドの法律によって規定されている非市場負債手段である。これらの支払約束証券はユーロシステムの金融政策操作あるいは日中流動性操作との関連で、国内のカウンター・パーティによって利用される。ただし、それらの資産は立法化された

19) ECB, *Monthly Bulletin*, May 2006, p. 78.

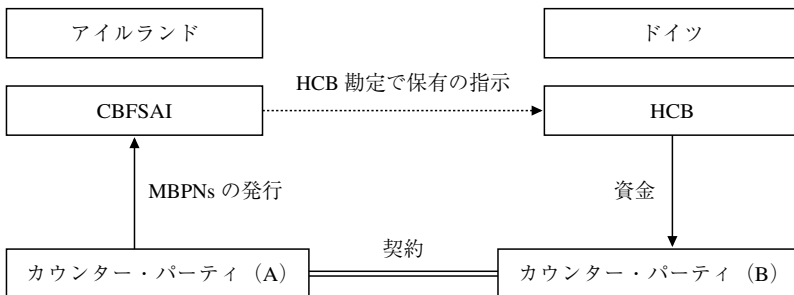
20) ECB, CCBM, Dec. 2006, p. 10.

市場のリストには載っていない²¹⁾

ECB は RMBDs の一種である モーゲイジ担保約束手形 (mortgaged backed promissory notes, MBPNs) の利用について次のように説明している (図4を参照)。CCBM の下で CBFSAI (Central Bank of Financial and Service Authority of Ireland) のカウンター・パーティ (A) は他国 (ドイツ) の HCB のカウンター・パーティ (B) (適格なカウンター・パーティ) と契約を結び、カウンター・パーティ (B) の名義と勘定で CBFSAI 向けに、直物移転ベースで MBPNs を発行できる。カウンター・パーティ (A) とカウンター・パーティ (B) は、CBFSAI に対して他国の HCB の勘定内で MBPNs を保有するよう指図する。この指図を受け取り、CBFSAI は HCB に対し、HCB の勘定に CBFSAI が MBPNs を保有していることを伝え、MBPNs はもはやカウンター・パーティ (B) の勘定には保有されないことになる²²⁾。こうしてドイツのカウンター・パーティ (B) はアイルランドで発行される非市場性債券を担保として、自国の中央銀行から資金を調達できるのである。

図4が示すように、ある国の中央銀行が別の国に所在する担保を基にカウンター・パーティに対して信用供与する場合、その中央銀行に代わってそれぞれ

図4 非市場性証券を使用するCCBMの手続き



21) ECB, CCBM, Dec. 2006, p. 10.

22) ECB, CCBM, Dec. 2006, p. 10.

の中央銀行は保管銀行の役割を果たす。CCBM は、市場が補完的かつ信頼できる代替制度を開発すれば当該業務は停止されるという暫定的モデルとして、当初創設されたという事実にもかかわらず、CCBM は担保をクロスボーダーで移転させる主要な手段を代表している。2004 年に、リンクスを繋ぐ CCBM によるクロスボーダーの担保の移転は、ユーロシステムの提供される担保総額の 41% に上った²³⁾。

3. 証券決済制度（SSSs）の連結

CCBM と並んで、カウンター・パーティにとって国家間の証券移転を可能にする制度が証券決済制度（SSSs）の連結である。SSSs の連結は取引相手が他国から証券を担保として移転するインフラストラクチュアを提供するものであるから、国家間の証券のスムーズな移転は、カウンター・パーティにとってそれを担保に NCB から流動性を入手する便益が増すことになる。カウンター・パーティは証券決済機関（Central Securities Depository, CSD）あるいは国際証券決済機関（International Central Securities Depository, ICSD）で発行された担保を移転する場合に SSSs を利用する。一旦有価証券がリンクを通じて別の決済制度に移転されれば、それらの証券は国内担保と同じように当該地域の手続きを経て利用される。

SSSs の間の連結は帳簿上のクロスボーダー証券移転のための手続きと取り決めによって構成される。その連結は他方の SSS（発行者として）の中に SSS（投資家として）によって開設されたオムニバス勘定の形態をとる。SSSs 間の連結は大別すると直接連結とリレー連結がある。直接連結は、二つの SSSs の間に仲介者が存在せず、投資家の SSS によって開設されたオムニバス勘定の操作は、投資家としての SSS かあるいは発行者としての SSS によって管理されている。リレー連結は、少なくとも三者（投資家 SSS、発行者 SSS、仲介

23) ECB, *Occasional Paper*, No. 33, p. 19.

者 SSS) の SSSs を含む証券移転のための契約と技術的な取り決めである。

SSSs 間のリンクの利用は 2004 年を通して絶対額で増加したが、その利用度は限定的であり、ユーロシステムに提供される担保総額の僅か 7 % 以上を占めるに過ぎない。2004 年における担保の比率について国内担保を除くクロスボーダーだけでみると、CCBM によるものが 85%、SSSs によるものは 15% であった²⁴⁾。

以上、CCBM についての改革を述べたが、ECB によれば、CCBM は効率性の点で改善が一定程度見られるものの、市場参加者の間でなお、CCBM は銀行の全てのニーズに応じることができないという不満が聞かれる。その背景には、金融市場において、レポ市場、証券貸借市場および店頭デリバティブ市場などの幾つかの分野が急成長する中で、担保資産は効率よく管理する必要のある希少資産になっていることがある²⁵⁾。要するに議論のポイントは、通貨が共通であってもクロスボーダー取引の場合、適格担保資産は希少資産であり、かつ担保の管理が技術的に複雑でかつ非効率であることから、流動性不足が懸念されることである。そのような文脈の中で、市場参加者はクロスボーダーの障壁を削減する必要性に言及している。すなわち、障壁とは、決済期限や証券発行慣行などの技術的条件、税制上の手続きの多様化、およびネッティング、法律の矛盾、証券法上の違いなどから生じる税制の差異である²⁶⁾。証券のクロスボーダー取引に関わる流動性不足問題については、後述する。

IV 単一担保リストの確立

ユーロ地域におけるユーロシステムの金融政策を効果的に運営するためには、CCBM の確立が必要であり、そのために、ユーロ地域での資産担保の差別的適用を排除し、利用の共通化を図ることが求められた。そこで、二重の適

24) ECB, *Occasional Paper*, No. 33, p. 19.

25) ECB, *Occasional Paper*, No. 33, pp. 19-20.

26) ECB, *Occasional Paper*, No. 33, pp. 19-20.

格担保の規定を見直して、ユーロ地域に共通の単一適格担保制へ漸次に移行する動きと結びつく。確かに、適格担保の基準の一本化は政策当局の立場から求められたのであるが、同時に、この動きはセキュリティゼーションを背景に民間市場から生じてきた。

グローバルな証券化の中で、ユーロ地域においても、追加的な法律によって広い範囲の負債証券の発行が可能になっている。ある国に特有なタイプの負債証券が成長すると、ユーロ地域の他の国においても、同じ種類の負債証券の発行を市場で可能にする法律の立法化を促進することとなる。例えば、ファンドブリーフ型の証券がそうであり、これは保証付きのオンバランスシート・タイプの証券である²⁷⁾ この動きは、金融機関のニーズに応えるものであり、また、ユーロ地域市場の参加者にとって共通の競争条件を提供するためのものである。資産担保証券の組成によって、金融機関はフロー収入を生み出す資産を販売することができるようになり、そのような融資はバランスシートから切り離すことができる。この方法によって、レバレッジ比率に影響することなしに融資帳簿を増やすための資金を生み出すことができ、また流動性比率を上昇させることができる²⁸⁾

新たな負債証券の市場が成長すると、中央銀行は流動化政策の効果的な運営を図るために、オペレーションの新たな対応を迫られる。ただし、債券の発行条件やオペの適格資産の基準は国によって異なり、したがって、ユーロ地域のオペレーションのあり方は国によって異なるのである。NCB が信用供与を行う場合に、国によって適格資産の定義が異なることは、ユーロ地域におけるスムーズな流動性供給の妨げとなる。現行の担保制度では、第1層と第2層に分かれており、第1層はユーロ地域に共通であるが、第2層はユーロ参加国のNCBによって定義が異なる。そこで、2004年5月、ECBは現在の二重担保制度を単一担保リスト制度に置き換えるという政策理事会決定を発表した。単一

27) C. B. F. S. A. I, *Quarterly Bulletin 1 2005*, pp. 115-116.

28) C. B. F. S. A. I, *Quarterly Bulletin 1 2005*, p. 117.

リストへの計画的な動きは、現在の二重適格担保資産の多様性を削減し、それによって全体的な担保の枠組みの透明性を向上させることを目的としている。これまで、単一のリストを確立するために取られてきた段階は次の通りである。

第1のステップは、現在不適格となっている有価証券を第1層に含めることである。2005年7月、最初に、非 EEEA の G10 諸国（例えば、アメリカ、カナダ、日本、およびスイス）の負債証券が ECB の適格資産のリストに含められた。それらの債券は、G10 諸国によって発行されたユーロ建債務証券である²⁹⁾。2006年3月までに、名目残高で総額 1,420 億ユーロの約 460 の新たな資産が適格資産のリストに含められた³⁰⁾。

第2のステップは、非市場性資産を単一リストに含めることである。2004年8月、政策理事会は銀行融資を資産の範疇として単一リストに含めることを決定した³¹⁾。ユーロ地域において、銀行ベースの融資は市場ベースの融資よりも依然として大きく、それゆえ、銀行のバランスシート上で最も重要な資産である。銀行融資を担保として受け入れることによって、ユーロシステムは広範囲の取引業者が金融政策および日中信用操作にアクセスできる原則を強化できる。

2005年7月、ECB は 2007年1月から銀行融資に適用される明確な適格性についての基準を発表した。それによると、負債者の住居はユーロ参加国に制限され、融資の合意は、ユーロ参加国の法律によって規定されなければならない。さらに、適格な負債者の範囲は非金融機関と公共部門に制限される。特に、銀行間融資は、取引業者が担保プールを人為的に増やすことを避けるために、除外された。適格融資のタイプについては、未引き出しの信用ライン、当座勘定の貸越および信用状は適格担保にはならない³²⁾。

第2のステップに関する一つの課題は、慣習法に基づき、規制する根拠規定

29) C. B. F. S. A., *Annual Report 2004*, 2004, p. 30.

30) ECB, *Monthly Bulletin*, May. 2006, p. 83.

31) ECB, *Monthly Bulletin*, May. 2006, p. 83.

32) ECB, *Monthly Bulletin*, May. 2006, p. 84.

がない負債証書を担保リストに含めることである。ただし、それらの市場が安全性、透明性ならびに参入の基準の点でユーロシステムによって明確に評価されていることが条件である³³⁾。その一例として、ECBの政策理事会は原則として、アイルランド MBPNs (mortgaged backed promissory notes) を適格資産のリストに含めることを承認した。MBPNs は、アイルランドの金融機関にとっての重要性を考慮して、新たな単一担保リストに含めるのに適格と判断されている。

MBPNs は、非市場性小売モーゲイジ付き債務 (RMBDs)³⁴⁾ と呼ばれる唯一の資産タイプである。それは、非市場性小売モーゲイジ付き債務の形態をとり、発行者によって保有される居住者モーゲイジ資産のプールに対し掛けられる証書によって保証される。MBPNs は浮動担保の下でモーゲイジ融資のプールによって保証される約束手形形態の債務証書である。したがって、ユーロシステムは個々の銀行融資よりも MBPNs の方が安全性は高いと認識している。それらの債務手段はアイルランドの慣習法に基づくもので、国内貸付業務を専門的に行う国内信用機関だけによって発行される。

2004 年 5 月の理事会決定を受けて、同年第 3 四半期に第 2 層の担保が新たに単一リストに加えられた。C. B. F. S. A. I の季報はユーロ地域の各国における第 1 層への追加資産の状況を示している。それによると、ユーロ地域 12 カ国全体で約 1 万 7,856 の資産が単一リストに加えられ、その内訳は、伝統的なファンドブリーフ (6,659)、債券 (5,125)、短期財務省証券 (1,299)、その他の証券化資産 (733) であった³⁵⁾。全体的に、典型的な負債証券がユーロ地域において重要な位置を占めているが、その他の債券、例えば、ACS (Asset covered security)、ファンドブリーフ型の資産および証券化資産などが、必要な立法措置を行った国において、存在感を増している。

33) C. B. F. S. A. I, *Annual Report 2004*, 2004, p. 30 を参照。

34) retail mortgage-backed debt instruments (RMBDs)。

35) C. B. F. S. A. I., *Quarterly Bulletin I*, 2005, p. 134.

V 結びにかえて—流動性リスクは問題か？

以上見てきたように、ユーロシステムのオペレーションの制度改革、CCBMの改善およびユーロ地域の単一適格担保制への移行によって、流動性の機動的かつスムーズな供給ルートが改善されている。しかしながら、一方で、EUにおける決済制度の統合は未だ不十分であり、また、CCBMの確立が未完成であるという事情から、ユーロシステムにおける担保資産のクロスボーダー移転には幾つかの障害が伴い、このことが、ECBによるスムーズな流動性の供給という点において金融政策に支障をきたすことが指摘されている。H. ShimiedelとA. Schönenbergerは次のように主張する。

決済制度に利用される日中流動性を含む全ての中央銀行与信業務は、十分な担保保証を必要とするので、証券決済インフラの分断から生じる清算決済制度の非効率性は、またTARGET制度における日中流動性の供給に影響を及ぼす。実際に、もし証券がユーロシステム内で時間通りに移転されなければ、換言すると、決済が行われるときに、債券の受け渡しに失敗する事態が生じれば、TARGETは閉鎖されるであろう。しかも、十分に統合された証券清算決済制度は決済制度にとって重要である。なぜならば、殆どの証券取引は一般的に資金の決済を伴うからである。その結果、商業銀行は日中流動性管理における証券決済が生じさせる決済資金のフローを用意しなければならない。仮にこれらの資金が送金されないか、時間通り移転しなければ、決済制度は行き詰まるであろう³⁶⁾

この議論のポイントは、「証券決済インフラの分断から生じる清算・決済制度の非効率性」である。証券決済インフラの分断とは、ユーロ地域の証券決済の統合が未完成であることと、ユーロ構成国の決済制度間で担保の取扱に差異が存在することを意味する。それによって、銀行は十分な流動性を確保するこ

36) ECB, *Occasional Paper*, No. 33, pp. 22-23, その他, Rosati, S., and Secola, S., ECB. *Working Paper Series*, No. 443, February, 2005, を参照。

とが困難になる恐れが生じるという³⁷⁾すなわち、決済制度の統合が不十分であることから、ユーロシステムにおけるスムーズな流動性供給が行われないう流動性リスクの潜在性を問題にしている。確かに、決済制度の統合の未成熟さゆえ、流動性リスクからシステミック・リスクが顕在化する問題の可能性は払拭できないであろう。しかし、これまで本稿で ECB の流動化政策についての考察から明らかにしてきたように、ユーロシステムにおける清算・決済制度は非効率であるという議論は現実的妥当性をもたないといえる。

ECB は決済制度の安定性を図る義務があるため、市場に流動性が不足すれば、システミック・リスクを恐れて、決済に必要な流動性を常に補填しようとする。実際には市場の貨幣需要に応じて、機動的に流動性が供給される枠組みによって、決済制度の未統合から生じる流動性供給の障害はカバーされている。これまで中央銀行は市場における貨幣残高のコントロールを効果的にし、それによって金利操作を効率的にするため、貨幣市場ならびにオープン市場の成長を支えてきた。他方で、中央銀行はオープン市場の拡大を背景にして、金融政策手段は伝統的な常設ファシリティから裁量的な公開市場操作にウエイトが移り、機動的に流動性を供給できる操作手段を見出している。II で述べたように、ユーロシステムは金融調節の枠組みを改革することによって、貨幣市場の流動性不均衡を解消するために、機動的に資金を吸収・供給し、金利変動の縮小を図っている。例えば、市場金利の急激な変動を避けるために、ECB はファイン・チューニングによって柔軟に資金の吸収と供給を行っている。また、CCBM を創設すると共に、市場のセキュリタリゼーションに対応して、ユーロ地域における適格担保資産の見直しを続けて、柔軟に流動性を供給できる機構を作り上げている。このような流動政策を通じて、ユーロシステムにお

37) 流動性リスクを問題視する構造的要因として、決済制度がネットからグロスへ転換している点が挙げられる。つまり、資金決済制度と証券決済制度に DvP (Delivery versus payment) 制度が普及し、決済時点ごとに流動性が必要とされるため、ネット決済と比べてはるかに巨額の流動性が必要とされるのである。DvP はその都度取引の決済を終了させるため、決済リスクを削減するが、他方で、流動性リスクを増加させる。

ける決済システムの安定化が維持されている。

ところで、アメリカの信用力の低い個人向け住宅融資（サブプライムローン）の焦げ付きに端を発した金融・株式市場の混乱が2007年8月に顕在化した。サブプライムローンに深く関わる欧州の銀行が破綻すれば、それが引き金となりシステミック・リスクが顕在化しかねない。そこでECBはそのようなリスクを払拭するために貨幣市場へ流動性を大規模に供給し始めた。ECBは8月に信用収縮に取り組むためユーロシステムのNCBと協調して、未曾有の948億ユーロを貨幣市場に投入したのである。さらに9月初めには政策金利を4%に据え置くことを決定し、9月末にペナルティ金利が課される緊急融資の39億ドルを経営困難な銀行へ提供した。これは2004年10月以来最大規模の融資である³⁸⁾。以上のように、ECBはユーロシステムの信用秩序維持を目的として、信用不安に直面する際にECBが機動的に流動性を供給しているのであり、そのことによってユーロシステムの流動性危機は回避され、またシステミック・リスクの顕在化を抑制している。

しかし、中央銀行による最後の貸手機能の安易な行使は、①市中銀行のモラルハザード、②銀行券の信認の低下という弊害をもたらす。ここでは②銀行券の信認低下について、若干敷衍しておこう。信用取引を行う顧客に対し銀行が貸し付けを行い、有価証券の売買を繰り返し行う投機的目的で資金が利用されているとしよう。仮に資産価格が全般的に急落すると、顧客は証券の決済資金を入手できなくなり借入資金の返済ができなくなるため、銀行は貸付債権を焦げ付かせることになる。ここで注目すべき点は、銀行によって貸し付けられる資金が供給される動機とその使い途である。資金は証券価格の高揚を背景に証券の売買に必要な決済資金として需要された。つまり、付加価値の裏付けのない資金が供給され、その資金は既に信用取引を行う業者から第三者へ移転し、

38) Financial Times, September 27, 2007. ただし、NCBが上限金利で貸し付ける「限界貸出ファシリティ」はグローバルな信用収縮の結果として欧州の銀行が直面している困難さを示している、と述べている。

キャピタルゲインとして誰かの所得を増やしたことになる。そこに中央銀行が不良資産の抱える銀行を特別融資によって救済すれば、当面は銀行から顧客に貸し付けられた債権は回収されず、付加価値の根拠のない通貨が市場を流通する。このことは、通貨の信認を下げることになる。

ECB にとって決済システムの安定性を維持することは、物価安定の維持と同等の目標である限り、ECB は流動性リスクを回避しようとするばかりでなく、価格変動する有価証券を購入するため、市場リスクを背負うことにもなる。また、アメリカのサブプライムローン問題から波及したユーロシステムにおける信用不安に対し ECB が行った流動性供給措置から窺えるように、ECB は流動性危機を招く恐れのある銀行の破産が生じる場合には、機動的に緊急融資を行っているのである。問題はむしろ、こうした ECB による流動性供給が金融機関および市場に与える影響とは何かを吟味することである。今後の課題としたい。

参 考 文 献

- Bank of England [BOE] (2004). 'Strengthening Financial Infrastructure', *Financial Stability Review*, December.
- BOE (2005). 'Strengthening Financial Infrastructure', *Financial Stability Review*, June.
- BOE (2005). 'Tiering in UK payment Systems: Credit risk implications', *Financial Stability Review*, December.
- European Central Bank [ECB] *Monthly Bulletin*, various issues.
- ECB (2005). 'Initial Experience with the Changes to the Eurosystem's Operational Framework for Monetary Policy Implementation', *Monthly Bulletin*, February.
- ECB (2006). 'The Single List in the Collateral Framework of the Eurosystem', *Monthly Bulletin*, May.
- ECB (2005). Second Progress Report on TARGET 2.
- ECB (2005). Progress Report on TARGET 2, February.
- ECB (2006). *Target Annual Report 2005*, May.
- ECB (2006). *Correspondent Central Banking Model (CCBM)*, December.
- ECB (2006). Towards A Single Euro payments Area Objectives and Deadlines Forth Progress

Report, February.

ECB (2005). 'Integration of Securities market Infrastructures in the Euro Area', by Schmiedel, H, and Schönenberger, A., *Occasional Paper*, No. 33, July.

ECB (2005). 'Explaining Cross-Border Large-Value Payment Flows Evidence from TARGET and Euro 1 Data' *Working Paper Series*, No. 443, February.

Central Bank and Financial Services Authority of Ireland (C. B. F. S. A. I.), 'Debt Instruments and Eurosystem Eligible Assets-Some Developments from an Irish Perspective' *Quarterly Bulletin* 1 2005.

C. B. F. S. A. I, *Annual Report 2004*, 2004.

Forssbæck, J., Oxelheim, L. (2003). *Money Markets and Politics*, Edward Elgar, Cheltenham.

The GiovanniniGroup, Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements, Brussels, April 2003.

Padoa-Schioppa, (2004). *Euro and Central Banks*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts.

齊藤淳『進化する欧州中央銀行』日本経済評論社, 2006 年。

(本稿は、2007 年度松山大学特別研究助成制度による研究成果の一部である。)