

# 欧州通貨統合とTARGET

## イギリスの地位とユーロ・ユーロ取引に言及しながら

奥 田 宏 司

### 目 次

#### はじめに

##### ・ユーロ建・EU域内決済とTARGET

- 1) TARGETによる国際決済
- 2) 短期市場における決済資金の補充
- 3) ユーロ短期貨幣市場の統合

##### ・イギリスとユーロ・ユーロ取引

- 1) 通貨統合不参加EU諸国のTARGETへのリンク
- 2) ロンドンにおけるユーロ・ユーロ取引
- 3) まとめに代えて 通貨統合後の外国為替取引状況

#### はじめに

欧州通貨統合については、内外で専門研究書から啓蒙書まで実に多くの著書が出版され、また、論文が執筆されてきている。多くの著書では、欧州通貨制度（EMS）やマーストリヒト条約へ至る過程、また、それ以後の通貨統合実現までの過程、金融機関、企業のユーロ導入に伴う対応、国際通貨としてのユーロの可能性等が論じられ、さらに、最近の日本ではアジアにおける通貨協力の観点（ドルペッグ制に替わるバスケット制創設に向けての教訓を引き出す観点）から西欧通貨統合への道程が検討されたりしている。

しかし、それらの著書、論文を読んでも、何か欠落しているという読後感を持たざるをえない。それは、通貨統合の中心部分、ユーロ建取引の国際決済に関する叙述が欠落しているか、不十分であったりするからである。欧州通貨統合というのは、もちろん西欧諸通貨がユーロに統合されることであるが、それは如何にして可能なのか。財政規律とか、インフレ率の収

束とかの視点からではなく、それ以前に決済の視点からこのことが問われていないように思えるのである。通貨統合は、統一的決済制度が新たに創設されてはじめて可能であるはずである。決済制度がそのまま通貨統合が実現されるはずがないであろう。

もっと端的に言えば、通貨統合前は外国為替を用い、銀行のコルレス関係を利用して国際決済がなされていたのであるが、統合後はその決済がどのように変化したのか、このことをまず以って説明する必要がある。したがって、小論ではユーロ導入に伴うEU地域におけるユーロの統一的決済機構（TARGET）の分析を行なうことを課題とする<sup>1)</sup>。しかも、この決済機構に、イギリス、スウェーデン、デンマーク等の通貨統合に未参加のEU諸国もユーロ建決済に関する限り限定付きで、「参加」が許されたのである。このことはどのように解釈したらいいのだろうか。また、この限定付きの「参加」は、とくに、ロンドン市場におけるユーロ・ユーロ取引にどのような影響を与えたのだろうか。これらのことも課題となる。

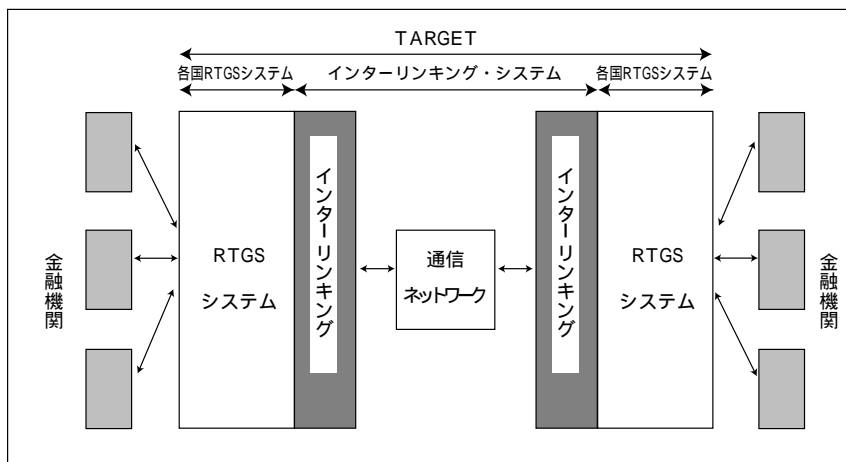
## ・ユーロ建・EU域内決済とTARGET

### 1) TARGETによる国際決済

欧州通貨統合前のEU域内決済の基本様式は、もちろん、国際決済のそれである<sup>2)</sup>。つまり、外国為替を使い、銀行間の国際決済は銀行が相互に保有しているコルレス口座の振替によってなされてきたのである。貿易決済を例に、簡単に述べると、A国の輸出業者はA国通貨建の輸出手形をA国所在の銀行（a銀行）において割り引いてもらい、a銀行はその手形をB国のコルレス銀行、b銀行へ送り、b銀行はその手形を輸入業者に呈示して、その時のA国通貨とB国通貨との為替相場場で換算してB国通貨で貿易代金を回収する。a銀行とb銀行の間の国際決済はb銀行がa銀行に置いているA国通貨建のコルレス口座から資金を引き落とすことで行なわれる。これは貿易決済の例であるが、資本取引でも国際的銀行間決済はコルレス口座を利用して行われることには変わりない。a銀行がb銀行へA国通貨建で送金する時、その決済はb銀行がa銀行に保有しているコルレス口座に資金が振り込まれることによりなされるのである。

通貨統合後も、以上の決済がなくなった訳ではない。依然として統合後も一部はコルレス関係を維持し、それを使って決済がなされている（もちろん、コルレス口座はユーロ建であるが）。しかし、通貨統合によって新たな統一的決済制度が導入された。それが欧州中央銀行（ECB）とEU各中央銀行が作成したTARGETである（ECBがTARGETの管理・運営を行なう）。これによって、ユーロ地域内の決済がこれまでの国内決済と同じように行なわれるようになるのである。単一通貨ユーロの導入とはそのことが根本である。これによって1999年1月に為替相場がなくなり、実質的に各国通貨がなくなるのである。言い換えれば、ユーロ地域内の統一的決済制度が設立されないと、為替相場は消滅しない。さらに言えば、ユーロ地域内の決済費用が国

第1図 TARGETの機構



出所：大橋千夏子「通貨統合後の欧州ペイメントシステムについて」『日本銀行調査月報』1998年8月号，77ページより。原資料はEMIの報告書。

第1表 EU諸国のRTGS

ベルギー	ELLIPS
デンマーク	DEBES
ドイツ	ELS
ギリシャ	HERMESeuro
スペイン	SLBE
フランス	TBF
アイルランド	IRIS
イタリア	BI-REL
ルクセンブルグ	LIPS-Gross
オランダ	TOP
オーストリア	ARTIS
ポルトガル	SPGT
フィンランド	BoF-RTGS
スウェーデン	ERIX
イギリス	CHAPSeuro
ECB	EPM

出所：European Central Bank, TARGET (Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System), July 1998, p.12.

ごとに異なれば為替相場は消滅しないのであるが、決済の統一によってこの差異がなくなって為替相場が消滅し、通貨統合が実現するのである。このことは理論的な原理であったし<sup>3)</sup>、これが欧州通貨統合にも当てはまるのである。2001年末までマルクやフランやギルダールといった通貨名が残るとしても、統一的決済制度ができて以後はそれらは単なる「呼称」にすぎなく、実質的にユーロに統合されているのである。

それでは、TARGETとはどのようなものであろうか。TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express System) については第1図に示されている。EU15ヶ国のRTGS (Real-time Gross Settlement) システム (各国の即時グロス国内決済システム<sup>4)</sup> 各国のRTGSの名称については第1表参照) どうし、および、これらと欧州中央銀行の支払いシステム (ECB Payment Mechanism) をパイラテラルにつなぐインターリンクング・システムから成り立っている。技術的な論述を避けて、TARGETによる決済制度を説明すると、以下のようである。

TARGETが導入されることによりユーロ域内の国際決済はコルレス関係の設定がなくともTARGETによりユーロ地域内の国際決済は国内決済のように出来るようになった (イギリス等の統合未参加EU国も限定つきであるがTARGETを使ってユーロ建決済ができる これについては後述)。先ほどの貿易決済の例で説明しよう。

A国の輸出業者とB国の輸入業者がユーロ建で貿易を行なう (A、B両国は欧州通貨統合の参加国)。輸出業者はa銀行で輸出手形を割り引いてもらい、a銀行はその手形をb銀行に送り、b銀行はその手形を輸入業者に呈示して、いまや輸入業者は輸入代金をユーロ (輸入業者がB国通貨で支払っても、統合参加各国通貨とユーロの交換比率は完全固定であるから事実上はユーロと同じ) でb銀行に支払う。残るは銀行間決済であるが、もちろん、a銀行、b銀行がコルレス関係を維持して (と言ってもコルレス残高はA、B国の通貨建ではなくユーロ建であるが) 決済を行なうこともできる。しかし、TARGETの導入によりコルレス関係がなくとも国際決済ができるのである。a銀行、b銀行はそれぞれの中央銀行にこれまで国内決済用に「預け金」を持っていたが、それを使ってユーロ域内の国際決済ができるようになったのである。b銀行がa銀行に対して決済する際、それぞれの国のRTGSを経由するTARGETを使って、B国中央銀行にあるb銀行の「預け金」が引き落とされ、A国中央銀行にあるa銀行の「預け金」が増やされるのである。最後に、2つの中央銀行間にTARGET Balanceが形成される。つまり、B国中央銀行はA国中央銀行に対して債務を、逆に言えば、A国中央銀行はB国中央銀行に対して債権を持つのである<sup>5)</sup>。

ところで、金融機関がTARGETを利用する料金であるが、もちろん、それはTARGETに繋がられている諸国においては基本的に一律である。つまり、仕向地 (送金国) に関係なく、クロス・ボーダーのTARGET利用は全金融機関に対して同一料金が課せられるのである (仕向金融

第2表 TARGETの利用料金

月に100件までの利用	1件当り 1.75ユーロ
月に1000件までの利用	100件までは と同じ 残りの900件は1件当り1.00ユーロ
月に1000件を越す利用	1000件までは と同じ 1001件からは1件当り0.80ユーロ

出所：European Central Bank, *Third Progress Report on the TARGET Project*, Nov. 1998, p.7.

機関が料金を負担<sup>6)</sup>。ただ、TARGETの利用度に応じて料金が異なっている。つまり、1ヶ月間におけるクロス・ボーダー決済件数が多い金融機関には逡減的に料金が課せられるのである。第2表によれば、1000件を超える場合は1001件から1件当たり0.80ユーロである。

かくして、TARGETへリンクしているユーロ地域においてはクロス・ボーダーのユーロ決済の費用は同一のものとなり（イギリス等の統合未参加国もTARGETにつながっているからユーロ決済の費用は同じ 後述）、為替相場が成立する根拠が消滅したのである。言い換えれば、各国ごとにユーロ地域のクロス・ボーダー決済費用が異なれば為替相場は消滅しないので、通貨統合は実現しないのである。

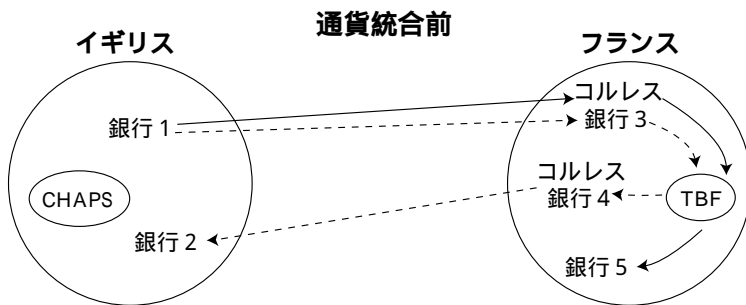
このように欧州通貨統合とは、銀行どうしの国際間決済であっても、RTGSを通じたTARGETの利用によりユーロ域内各国中央銀行にある「預け金」を使って同一コストでもって域内国際決済ができるようになったことを言うのである<sup>7)</sup>。さらに言えば、金融機関はユーロ域内・各国中央銀行に置いている「預け金」をユーロ域内・国際間決済資金として利用できる状態になったことを言うのである。しかも、統合参加の各国中央銀行は民間金融機関に対して融資を行なうから、中央銀行の融資が国際決済資金を補充することにもなるのである。中央銀行の融資によって銀行の「預け金」が増加するからである。つまり、対外決済用の資金をユーロ域内中央銀行が外貨準備ではなく、貸出という形で供給するのである（このことについての詳細は後述）。

また、前述のようにTARGETの利用は通貨統合に参加した諸国だけでなく、イギリス、デンマーク、スウェーデン等の通貨統合に参加しなかったEU諸国にまで広げられた。1995年のEMI（欧州通貨機構）の理事会においてEUの全中央銀行がTARGETにつなげられることが決められていたからである。通貨統合への参加決定前にEUの全中央銀行がTARGET設立のために資金を提出したというのが、一応の理由である<sup>8)</sup>。理由はともあれ、そのことによって、例えば、在英銀行はイングランド銀行にユーロ建の「預け金」を設定し、それによってコルレス関係がなくとも、ユーロ建であるならEU諸国間の国際取引の決済ができるようになったのである（イギリスの場合は、CHAPSeuroを通じて）。もちろん、これには後述のように一定の限

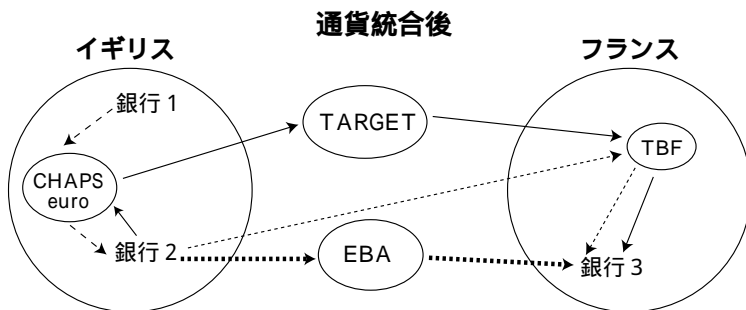
度が設定された。このことがロンドン市場におけるユーロ取引（ユーロ・ユーロ取引）の進展にどのような影響を与えたかについては後に論じよう。

このようにTARGETが通貨統合後の統一的・包括的な決済機構であるが、同時に、ユーロ導入以前に存在していた民間機関や中央銀行が運営するネットベースの非RTGS決済機構も、ユーロ導入にあわせて編成替えを行ない、ネットベースでのユーロ・クロスボーダー決済を続け

第2図 通貨統合に伴う決済の変化



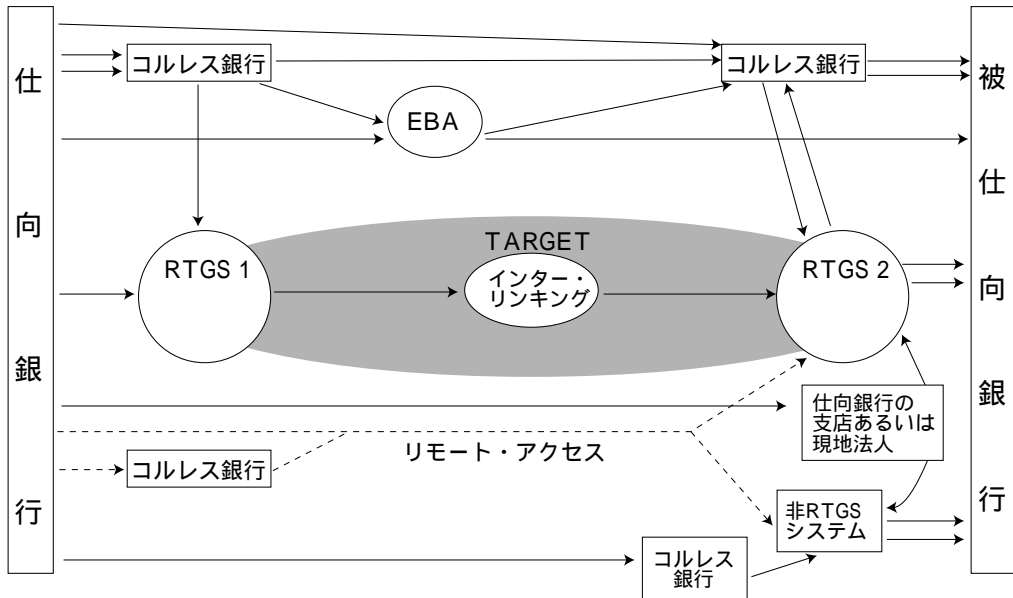
- 在英銀行1は在仏銀行5へコルレス銀行3を経由して（TBFを利用しながら）フラン資金を支払う。
- 在英銀行1が在英銀行2へ、それぞれのコルレス銀行3、4を経由して（TBFを利用しながら）フラン資金を支払う。



- CHAPSeuroを利用して在英銀行1から在英銀行2へユーロ資金を支払う
- 在英銀行2が在仏銀行3へ、CHAPSeuro, TARGET・インターリンク、TBFを利用してユーロ資金を支払う
- .....→ 在英銀行2がTBFのリモート・アクセスのメンバーとなり、在仏銀行3へ直接ユーロ資金を支払う
- .....→ 在英銀行2がEBAを通じて在仏銀行3にユーロ資金を支払う（この図の場合は両銀行ともEBAのメンバー）

出所：Bank of England, *Practical Issues Arising from the Introduction of the Euro*, 14 Dec. 1998, p.81より

第3図 ユーロ決済の多様性



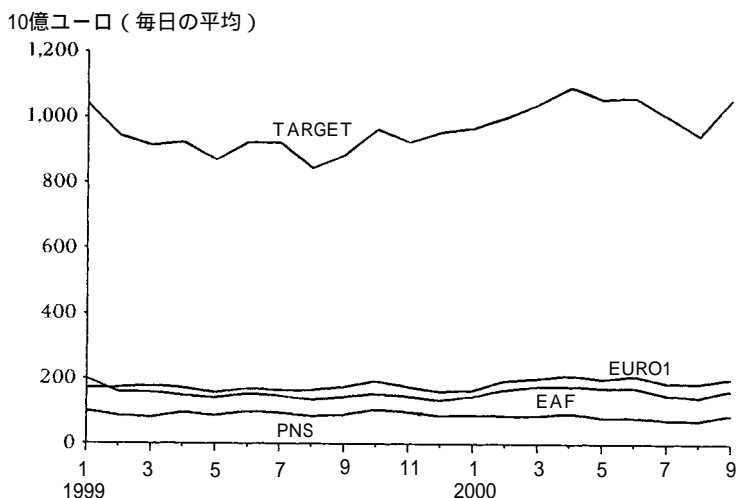
注 決済システムの直接の会員でない仕向銀行あるいは被仕向銀行は会員であるコルレス銀行を利用する。

出所：Bank of England, *Practical Issues Arising from the Introduction of the Euro*, 17 Sep. 1998, p.86.

ることになった。1985年以後民間ECUの決済を行ってきた「EBA・ECUクリアリング」はユーロ発足に合わせて「EBA・euroクリアリング」(EURO1)に編成替えすることを決め、ドイツのヘッセン中央銀行が運営してきた決済機構もユーロ導入後、ユーロのクロスボーダー決済を行なうことを決定した (EAF)。その他、フランスのPNS等も同様である<sup>9)</sup>。ただし、それらの決済機関も最後の収支尻についてはTARGETを使って決済することになった<sup>10)</sup>から、つまり、EBA等がECB、もしくはユーロ域内中央銀行に決済口座を開設し、ネットベースで行なってきたその日のユーロ建クロスボーダー決済の最終尻をTARGETを用いて決済することになったから、TARGETが通貨統合に伴う決済機関としては最高のものであることには変わりない<sup>11)</sup>。

以上の決済について、通貨統合前と後における様式の変化を第2図によって示しておこう。ただこの図に関して注意しなければならないことは、通貨統合後もコルレス関係を使った決済はなくなっていないということである<sup>12)</sup>。そこで、第3図を示しておこう。統合後、実に多くの決済方式のルートがあることが知れよう。TARGETのほかEBA (EURO1)、コルレス関係があり、しかも、コルレス関係からTARGETへ、また、EBAへ、EBAからコルレスへ、リモート・アクセス等々である。各金融機関はこれらのルートのうちから効率性、ビジネスチャンス

第4図 各決済機構の利用額



出所：Bank of England, *Practical issues arising from the Euro*, Nov. 2000, p.44, 原資料はECB。

第3表 諸ユーロ決済システムの状況（1日平均）

	1999		2000	
	額 <sup>1)</sup>	件数	額 <sup>1)</sup>	件数
TARGET	925	163,157	1,033	188,157
クロスボーダー	360	28,777	432	39,878
国内	565	134,380	601	148,279
Euro1(EBA)	171	68,132	195	96,830
EAF	151	46,706	163	50,933
PNS	93	20,066	86	21,629
SERI	4	4,254	2	3,833

1) 10億ユーロ

出所：ECB, *TARGET Payment Statistics* より。

等々を考慮して決済するのである。

そして、1999年1月以降における各決済機構の利用の様子は第4図に示されている。ユーロ決済の大部分がTARGETによりなされていることがわかっていこう。もちろん、この図におけるTARGETによる決済は国内決済を含んでおり、EURO1 (EBA)等の他の決済機構による決済は大部分がクロスボーダーの決済であるから、クロスボーダーだけを取り出すとTARGETの比重は低くなる(第3表)。クロスボーダーでの件数はEURO1が最大となっている。それでも、額においてクロスボーダーのTARGETはEURO1の2倍以上になっていることがわかっていこう。つまり、TARGETクロスボーダーは1件あたりの決済額が1000万ユーロを超え、EURO1の200万ユーロの約5倍になっているのである。また、量的な面だけからではなくEURO1 (EBA)等の他の



決済機構における最終決済はTARGETを利用して行われることから、種々の決済システムの頂点としてのTARGETを把握する必要がある。

## 2) 短期市場における決済資金の補充

前項で見たようにTARGETがユーロ決済の最高の機構であるから、以下ではしばらくもっぱらTARGETを用いた決済の例を示そう。先ほどの貿易取引の例において、b銀行は中央銀行における「預け金」を減少させているから、それを補充する必要がある。もちろん、「中央銀行預け金」は国際決済用だけでなく、むしろ、国内決済用により多く充当されているだろう。それでも、b銀行はユーロ域内国際決済用の「預け金」を補充しなければならない。通貨統合に際して、統合参加国の金融機関は準備率規制を受けることになったことから、その補充は必要である<sup>13)</sup>。

それでは、b銀行はどこかの市場からそれを補充するであろうか。ユーロ建短資市場はユーロ域内各国に存在している。また、イギリスは通貨統合に参加していないが、ロンドンにはユーロ建の大きな短資市場（ユーロ・ユーロ市場）が存在する。b銀行は裁定を働かせて、最も有利な市場においてユーロ資金を補充するであろう。したがって、裁定が働くことによってユーロ域内短資市場は実質的に統合されていき、域内金利の統一が図られることになる。以上のことを踏まえ、b銀行が資金補充をどのように行ない、その補充の仕方の差異によって中央銀行間のTARGET Balanceがどのように変化するかを見ていこう。

b銀行の資金補充として、まず第1に考えられる市場は自国のB国短資市場である。b銀行が同国にあるc銀行から資金調達した場合、B中央銀行にあるc銀行の預け金が減少し、b銀行の預け金が増加する。もちろん、この場合、この時点ではB中央銀行のTARGET Balanceは変化しない。同じ「中央銀行預け金」の口座間で資金の付け替えが行なわれるだけである。しかし、B国が輸入超過である場合、B国短資市場は次第に窮屈になるであろうから（B国市場での金利上昇が見られるであろう）、b銀行は他の短資市場から資金調達を行なう可能性が出てくる。裁定が働くのである。

したがって、次にb銀行が資金調達する市場としては輸出超過国のA国市場が考えられる。b銀行がA国のd銀行から借り入れたとしよう。この場合、A中央銀行におけるd銀行の「預け金」が減少し、B中央銀行におけるb銀行の「預け金」が増加する。と同時に、2つの中央銀行間のTARGET Balanceが変化する。先ほどの貿易取引で生じたA中央銀行のB中央銀行に対する債権が減少し、貿易額とb銀行の借入額が同じであればその時点でTARGET Balanceは相殺されてしまう。

しかし、B国全体のユーロ建・経常収支と非銀行部門のユーロ建・資本収支の合計での赤字額よりも、B国の銀行全体による他の市場からのユーロ資金の調達額が下回った場合、B中央

銀行のTARGET Balanceは他のユーロ域内中央銀行に対して債務超過の状態が続く。また、B国の金融機関は「中央銀行預け金」を補充するためにB中央銀行から借入れを行わなければならないであろう。B中央銀行が同国の銀行に対して貸付を行ない、銀行は「預け金」を補充できるのであるが、その場合、B中央銀行の他の域内中央銀行に対するTARGET Balanceは債務超過のままである。すなわち、B国のユーロ建・国際収支赤字（経常収支と資本収支を合わせた収支赤字）は、B中央銀行の他の域内中央銀行に対する債務で埋め合わされたのである。ユーロ建の部分の国際収支は、したがって次のような式に表現することができる。経常収支 + 資本収支 + TARGET Balance = 0 である。

ということは、中央銀行による民間銀行への信用供与は、そのまま当該国のユーロ建・国際収支赤字のファイナンスにつながっているということである。もちろん、B国の金融機関が他のユーロ地域の短資市場からではなく、中央銀行から資金供与を受けようとするのには高いコストが必要であり、裁定が働く。つまり、ユーロ地域における金利が上昇しているのである。したがって、次の項で述べるユーロ短期貨幣市場の統合が進み、市場が安定してくれば（第6、7図参照）、他の市場からのユーロ資金の調達が進んで、TARGET Balanceは均衡していくであろう<sup>14)</sup>。とはいえ、中央銀行の民間銀行への信用供与（限界貸付ファシリティ 後述）はその国の国際収支赤字に対する決済の最後の手段になっていることを忘れてはならない。

### 3) ユーロ短期貨幣市場<sup>15)</sup>の統合

以前の項で見たようにEU地域におけるユーロ決済機構としてTARGETが成功裏に機能した。そして、これから見るように、このことによりユーロ地域における短期貨幣市場の統合が速やかに進展していった。ドイツ・ブンデスバンクが言うごとく<sup>16)</sup>、TARGETはユーロ・短期貨幣市場の統合に不可欠であり、それに貢献したのである。

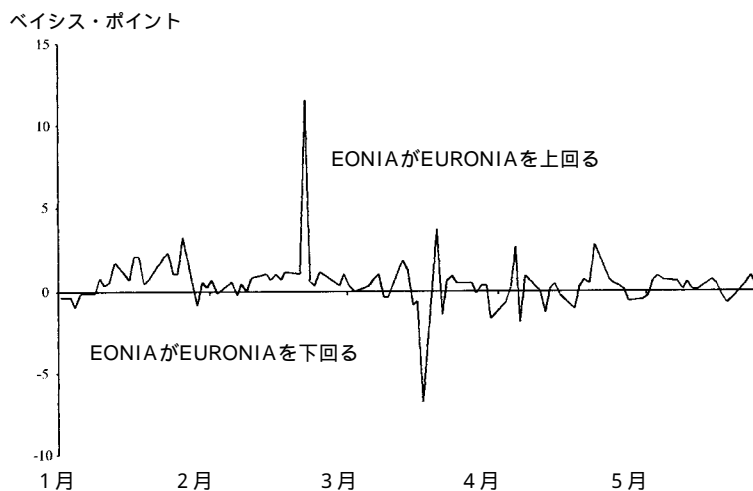
第4表に見られるようにユーロ導入によって短期貨幣市場における取引はかなり増加した。98年第4四半期に比べて99年第2四半期にドイツでは38%、全ユーロ地域では16%の増加である。とくに、期限の短い取引において増加の率が大きい<sup>17)</sup>。しかも、ブンデスバンクによると、短期貨幣市場における取引の半分以上が国境を越えた取引であり、それは1日に決済額が3500億ユーロにも達しているTARGETによって知れるという<sup>18)</sup>。つまり、TARGETによりクロスボーダー短期資金取引が増加し、それによってユーロ地域における当該市場が急速に統合していったと言うのである。各市場間に裁定が生じ、99年にはオーバーナイト金利はユーロ地域の諸市場間で2 - 3ペイシスポイント以上の差は見られなくなったとブンデスバンク言う<sup>19)</sup>。ユーロ・オーバーナイト金利が単一なものへ収束していき、まさに、短期貨幣市場は統合されていたのである。

第4表 短期貨幣市場における取引の増加  
(1998年第4四半期に対する99年第2四半期の増加 %)

満期	ドイツ	ユーロ地域
オーバーナイト	61	43
翌々日	52	3
1週間	59	-24
2週間	68	3
1カ月	-7	-18
3カ月	-57	-38
6カ月	-68	-55
9カ月	-84	-66
1年	150	-10
総計	38	16
メモ: ドイツ市場の比率		28

出所: Deutsche Bundesbank, *Monthly Report*, Jan. 2000, p.24.

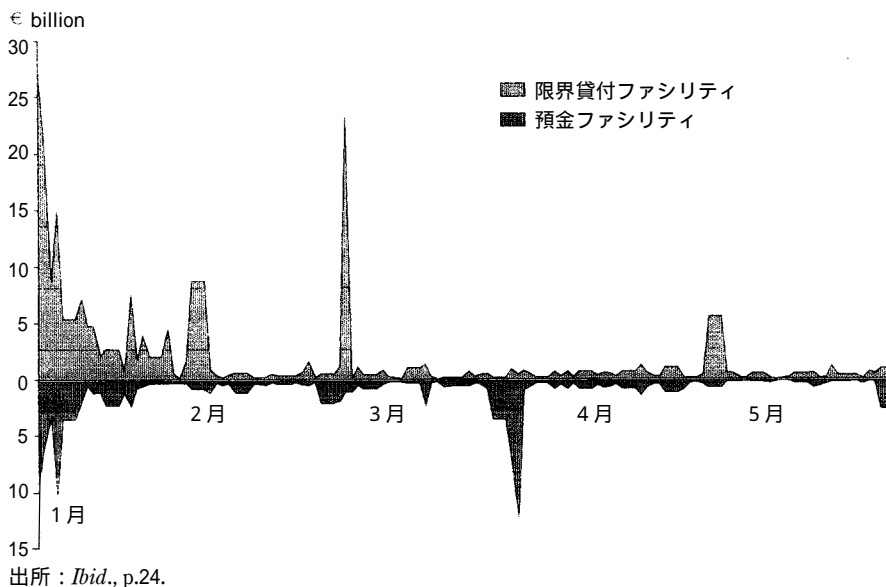
第5図 EONIAとEURONIAの金利差 (1999年)



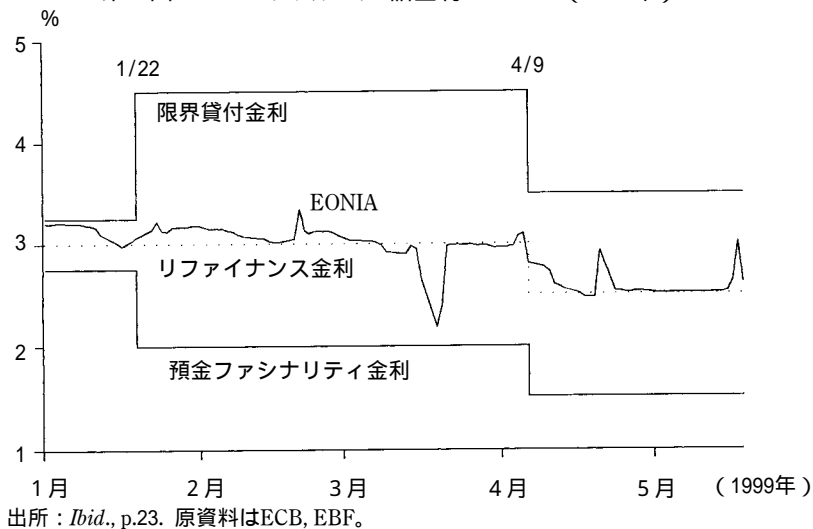
出所: Bank of England, *Practical issues arising from the Euro*, June 1999 p.28.

そして、短期貨幣市場の急速な統合は、オーバーナイト金利指標としてEONIA、銀行間・定期預金金利指標としてEURIBORを速やかに成立させ、これらの指標はeuroLIBOR (ロンドン市場におけるユーロ建・銀行間金利) に取って替わった<sup>20)</sup>。EONIAとロンドンにおいて利用されるユーロ建オーバーナイト金利指標 (EURONIA) の金利差は縮まってきているとはいえ、なお存在している (第5図)。このことは、ロンドン市場におけるユーロ・ユーロ取引金利

第6図 ユーロシステムの常設ファシリティの利用 (1999年)



第7図 ユーロシステムの諸金利とEONIA (1999年)



(EURONIA)とは別に、ユーロ地域における短期貨幣市場が統合されることによって、ユーロ地域全体のユーロ金利 (EONIA) が成立したこと、そして、後者が前者を規定していることを物語っている。

このように、ユーロ導入直後に、TARGETが成功裏に機能することによってユーロ地域の短期貨幣市場が統合されていったのであるが、通貨統合が実施される1999年の初めに、欧州中央

銀行（ECB）とユーロ地域の中央銀行（Eurosystem）は多額のstanding facilitiesを供与することによって短期貨幣市場の安定化を図ろうとしたことも事実である。これが成功しなかったら、もちろん、市場の統合には時間がかかったらうし、通貨統合は混乱した可能性がある。

前述のように（注13も参照）、ECBの金融政策が機能しやすい環境が準備率制度の導入によって作られたことも事実である。この制度によって金融機関のEurosystemの信用供与に対する依存が高まったのである。第6図は1999年初めのstanding facilitiesの状況を示している。Eurosystemが、99年1月の通貨統合当初、EONIAがリファイナンス金利<sup>21)</sup>から遊離し、限界貸付金利に張り付いている中（このことは市場が十分に機能していないことを示すもの 第7図）で、多めの流動性を供給したこと、他方で最低必要準備額よりも多くの資金を保有することになった金融機関は過剰の資金を預金ファシリティにおいて運用していることが知れよう。かくして、Eurosystemは通貨統合実施の不安定な時期に多めの流動性を供給し、短資市場の安定化を図ろうとしたのである。その結果、EONIAはリファイナンス金利に近づいていき、それに伴いstanding facilitiesの供与も次第に減少して<sup>22)</sup>、ユーロ地域の短期貨幣市場は通貨統合に見合った新しい短期貨幣市場として編成替され、自立していったのである。

## ．イギリスとユーロ・ユーロ取引

### 1) 通貨統合不参加EU国のTARGETへのリンク

前に述べた通貨統合不参加EU国のRTGSがTARGETにリンクしユーロ建決済が出来るということの内容と意義とについてこの項では論述しよう。統合不参加国のRTGSがTARGETにリンクしユーロ建決済が出来るということは、欧州中央銀行（ECB）が言うように<sup>23)</sup>、これまでにない全く画期的なことである。どの国がこれまで自国通貨建の決済機構への参加を他国の中央銀行に許したことがあるのか。

不参加国のRTGSがTARGETに繋がられてユーロ決済が出来るということは、それらの諸国の金融機関がそれらの中央銀行にユーロ建の「預け金」をもち、それが国際決済資金に用いられるということ、また、不参加国の中央銀行がユーロ地域の他の中央銀行に対してTARGET Balanceを持ちうるということの意味する。不参加国のRTGSがTARGETに繋がられたら、一時的であれ、TARGET Balanceが形成されざるを得ないからである。しかし、ユーロ地域の銀行、および中央銀行と同等の条件が不参加国の金融機関、中央銀行に与えられたら、通貨統合の意義がなくなってしまう。そこで後に述べるようないくつかの条件が課せられることになる。とはいえEU諸国の統合不参加国に所在する金融機関が同国の中央銀行にユーロ建の「預け金」を持つこと、不参加国・中央銀行が一時的に事実上、「TARGET Balance」（不参加国中央銀行のESCBへの預金を見返りに 後述）をもつことが最終的に98年の7月に認められたのであ

る。

例を出してそのことを説明しよう。イギリス、デンマーク等の未参加国もユーロ建で貿易や資本取引を行なうだろう。そういう時に、それらの諸国はRTGS, TARGETを經由してユーロ決済が出来る。例えば、イギリスの輸入業者がユーロ建で輸入した場合、在英銀行はユーロ建の「中央銀行預け金」を減少させ、イングランド銀行は他のユーロ域内の中央銀行に対して債務のTARGET Balanceを形成するであろう。在英銀行は「預け金」の減少を補うために、ロンドン市場で、あるいは他のユーロ地域の短資市場においてユーロ資金を借り入れるだろう。ロンドン市場でユーロ資金の補充が出来るということは、輸出等のユーロ建・経常取引での黒字があるか、もしくはイギリスへ何らかのユーロ資金が流入しているからである。それらがなければ、在英銀行はユーロ地域の他の市場から資金調達しなければならない。また、その額が、ユーロ建経常赤字とイギリスへのユーロ資金流入額の合計を下回った場合、イングランド銀行は在英銀行にユーロ建で貸付を行なわなければならない。

しかし、ここに制限が付けられた。この貸付についてはイングランド銀行等の未参加国の中央銀行はオーバーナイトではできないことになったのである。これが認められれば、イングランド銀行もユーロに関して「最後の貸し手」になるからである。また、もし、オーバーナイトでこれができれば、統合未参加国もユーロ建・国際収支(経常収支と銀行の資本取引を含む資本収支の合計)赤字ファイナンスをTARGET Balanceによって受けられ、通貨統合参加国と未参加国との差異がなくなり、未参加国にとってきわめて有利になる。当然、これは認められないことになった。

ところが、未参加国のRTGSをTARGETに連結させることを認める以上、未参加国の中央銀行が一時的にであれTARGET Balanceを持つことは避けられない。そこで、未参加国中央銀行が金融機関に対してその日のTARGET稼動時間内に限って信用 (= 「日中流動性」) を供与すること(したがって、信用供与はオーバーナイトにはならない)、しかも、それに対しても条件をつけることで、ECB政策理事会において統合参加諸国と未参加諸国の合意を見たのである(1998年7月<sup>4)</sup>)。信用供与が「日中流動性」に限定されるということは、未参加国金融機関がユーロ建・「中央銀行預け金」を減少させた場合、金融機関はその日のうちにユーロ資金の手当てをしなければならないということであり、在英銀行であればロンドン市場でその手当てが出来なければ、その日のうちに他の市場から資金調達してこなくてはならないということである。その結果、未参加中央銀行のTARGET Balanceはオーバーナイトになることが防止される。さらに、未参加国・中央銀行の「日中流動性」の供与に対して、98年7月のECB政策理事会は、それらの中央銀行がESCBに預金を積むことを義務付けた。イングランド銀行は30億euro, その他のEUの未参加中央銀行は10億euroである。したがって、イングランド銀行が言うように、未参加国の中央銀行が日中流動性を供与することができるといっても、それは他の域内中央銀

行からの融資ではなく、ESCBに預金として積み立てられた自己資金の引出しという性格を持つということ<sup>25)</sup>、換言すれば、未参加中央銀行は他の中央銀行に対して債権をいつも保持しているのである<sup>26)</sup>。つまり、未参加国中央銀行がESCB（欧州中央銀行制度）から信用供与を受けて、それでもって国内金融機関に対して日中流動性を供与することは認められなかったのである。

また、未参加国の金融機関への「日中流動性」に対しては、1銀行あたり10億euroの上限が課され、その日のTARGET終了時まで返済できなかった場合は、ECBの限界貸付金利（marginal lending rate）に加えて5%のペナルティ金利が課せられるばかりでなく、繰り返されると「日中流動性」の供与そのものが拒否され、TARGETシステムの利用から排除されることになった<sup>27)</sup>。ECBの限界貸付金利は、ユーロのオーバーナイト市場金利の上限であるから、限界貸付金利に加えて5%のペナルティが課せられるということは、未参加国の金融機関にとっては非常に厳しく、日中流動性はその日のうちに返済を余儀なくされるであろう。さらに、度重なる返済の遅延はTARGETシステムからの排除にもつながるという厳罰が課せられたのである。

もちろん、ユーロ地域の金融機関は各国中央銀行からオーバーナイトでの融資を受けられるだけでなく、無制限の「日中流動性」の供与を受けることができるから<sup>28)</sup>、以上のように未参加国に対しても「日中流動性」の供与が認められたといっても、それに対して厳しい条件が課せられたことから、その立場の相違は歴然としている。

## 2) ロンドンにおけるユーロ・ユーロ取引

さて、以上のように「限定」が付けられながらであれ、イギリス等の統合未参加のEU諸国がTARGETに繋がられて、それら諸国のユーロ建取引の国際決済は容易になり、ユーロの国際通貨としての地位を高める条件が整ったのである。また、このことは、とくにロンドン市場においてユーロ・ユーロ取引の活発化を促すだろう。しかも、EU諸国におけるユーロ・ユーロ取引の場合は、以前のユーロ・カレンシー取引とは違う性格を持つ。と言うのは、以前のユーロ・カレンシー取引は、その決済がコルレス関係を利用して、その通貨当該国の銀行制度内においてなされてきたのであるが<sup>29)</sup>、ユーロ・ユーロ取引についてはEU諸国であれば、中央銀行における「預け金」によっても決済ができるからである。例えば、ロンドン市場内におけるユーロ・ユーロ取引はイングランド銀行に置かれているユーロ建・「預け金」の付け替えによって決済できるのである。また、在英銀行が通貨統合参加国の銀行に貸し付けるクロス・ボーダーでのユーロ・ユーロ取引であれば、その在英銀行のイングランド銀行にあるユーロ建「預け金」が減少し、借入れ銀行の「中央銀行預け金」が増加し、イングランド銀行と借入れ銀行の中央銀行間にTARGET Balanceが形成されることにより決済されるのである。もちろん、ユーロ・ユーロ取引はコルレス関係を以前のように維持して決済できることは言うまでもない。

しかし、ユーロ・ユーロ取引の新たな決済様式をロンドン市場等の未参加国のEU各市場は得たのである。しかも、それらの市場はユーロ・ユーロ取引の「日中流動性」の便宜も得たのである。ロンドン市場におけるユーロ・ユーロ取引の状況については後に再び触れることにして、先ほどの例に戻り、B国のb銀行がロンドン市場からユーロ資金を取り入れる事例（ユーロ・ユーロ取引）を考察することにしよう。

b銀行がロンドンにあるe銀行からユーロ資金を借り入れた場合、各口座の変化は次のようになる（TARGETを利用）。b銀行の「中央銀行預け金」が増加し、e銀行のイングランド銀行にあるユーロ建・「預け金」が減少するだろう。同時に、イングランド銀行のB中央銀行に対するTARGET Balanceが減少し、B中央銀行のイングランド銀行に対するBalanceが増加する。

ロンドンのe銀行はb銀行への貸付のためにユーロ資金が足らなくなり、ロンドンのf銀行から資金調達するかもしれない。その場合には、イングランド銀行に置かれているユーロ建の「預け金」の間で口座振替が行なわれるだけで、TARGET Balanceには変化が生じない。ところが、イングランド銀行からはユーロ建では融資がその日の期間（＝「日中流動性」）しか与えられないために、f銀行はe銀行への貸付を渋るかもしれない。そこで、e銀行が資金補充をA国のg銀行から行なえば（A国が輸出超過のため資金が潤沢でありコストが低い）、g銀行のA国中央銀行における「預け金」が減少し、同時にイングランド銀行のA中央銀行に対するTARGET Balance（債権）が増加し、e銀行のイングランド銀行にある「預け金」が増加する。この場合には、B国のA国からの輸入のために最初に生じたA中央銀行のB中央銀行に対するTARGET Balanceはイングランド銀行のそれも含めて相殺されてしまう。

かくして、ロンドン市場におけるユーロ・ユーロ取引は活発であるが、イングランド銀行による「日中流動性」の供与は限定されているために、ロンドン市場はネットでのユーロ資金の供与は出来ないのであり、仲介市場のままである。そうは言っても、イギリスがTARGETに繋がられ、「日中流動性」の便宜を獲得したことにより、ロンドン市場はユーロ・ユーロ取引に関しては他のユーロ・カレンシー市場に比してはるかに有利な市場になった。

以上はすべて、イギリスのRTGS (CHAPSeuro), TARGETを用いた決済である。しかし、在英銀行がイングランド銀行からユーロ資金の供与を受けるには前に見たように限度があり、他方で、EBA等のnon-RTGSの決済機構やコルレス関係も残っていることから、在英銀行はそうした決済機構も使ってユーロ・ユーロ取引を行なうであろう。ここでは、コルレス関係を使った場合を例にとろう。

先ほどのb銀行がロンドンのe銀行からユーロ資金を調達する場合、e銀行がユーロ地域にコルレス網を保持しており、e銀行のユーロ地域にある現地法人銀行（h銀行）を決済機関として利用するとしよう（簡単化のために、以下の全ての銀行がh銀行にユーロ建・コルレス口



座を持っているとする）。e銀行が貸し付けた資金はh銀行にあるb銀行の口座に振り込まれ、同じくh銀行にあるe銀行の口座から資金が引き落とされる。e銀行のバランスシートはh銀行への債権が減少し、b銀行への貸付に変わるだけで、ネットではイギリスからの資金フローはない。e銀行が資金を補充しようとしてロンドンのf銀行から借入れを行えば、f銀行がh銀行に持っていたコルレス残高から資金が引き落とされ、h銀行にあるe銀行の口座に振り込まれる。そのかわり、f銀行のe銀行に対する債権が増加する。ここでもネットのイギリスの資金フローは生じない。

さらに、f銀行がA国のg銀行から借り入れて資金補充を行なったとしよう。この場合も、h銀行にあるg銀行の口座から資金が引き落とされて、f銀行の口座に振り込まれ、f銀行のバランスシートは債務がg銀行からの借入れへ、債権がh銀行への預金と変化してネットでは変わりがない。

いずれにしても、コルレス関係を利用したユーロ・ユーロ取引ではイギリス市場のネット資金の移動は生じなく、ネット資金の移動があるのは、イングランド銀行からの「日中流動性」が供与されているその日限りということである。在英銀行がユーロ・ユーロ取引においてイングランド銀行からの「日中流動性」を利用するのは、インターバンク取引での相手が直ちに見つけれない時に、その営業日内において一時的に利用するのに限られるであろう。それでも、インターバンク取引の相手がすぐに見つけれないときに、イングランド銀行から「日中流動性」が供与されるのは在英銀行にとってユーロ・ユーロ取引を行なっていく上で、他のユーロ・カレンシー市場と比べてきわめて有利な条件と言えよう。

以上で、イギリスにおけるユーロ・ユーロ取引の決済がおおよそつかめた。ロンドンにおけるユーロ・ユーロ取引の現状（ロンドンにおけるインターバンク取引は含まれていない）が第5表に掲げられている。2000年に入り取引額が少し減少しているが（とくに、他の中央銀行との取引において）、ユーロ・ユーロ取引は額においてユーロ・ダラー取引に近いものになっている。ユーロ導入後もユーロ・ダラー取引が最大であることに変わりがないが、ロンドンは最大のユーロ・ユーロ市場なのである。2000年6月時点で全ユーロ・カレンシー取引（債券以外の通貨の対外債権）の45%がユーロ・ダラーであり、35%がユーロ・ユーロとなっており<sup>30)</sup>、その差はそれ程ではない。ロンドン市場におけるユーロ・ユーロ取引の比重の大きさが知れよう。ユーロ・ユーロ取引の市場ごとの規模を示す統計は存在しないが、ロンドン市場が最大規模を誇るであろう。

それは、通貨統合未参加国・EU諸市場の中でロンドン市場が最大の金融市場であることに加えて、これまでに見てきたように統合未参加EU国でもTARGETに繋ぐことが許され、在英金融機関はユーロ建の「中央銀行預け金」の設定が行なわれるという従来のユーロ・カレンシー市場にはかつてない有利な条件を与えられたことに起因する。ロンドン市場に勝るユーロ・

第5表 在英銀行の通貨別対外取引 (100万ドル)

	債 務			債 権		
	1999年6月	1999年12月	2000年6月	1999年6月	1999年12月	2000年6月
ドル	754,001	773,520	854,001	739,828	717,811	736,127
中央銀行	59,066	67,118	69,832	4,082	4,041	3,283
海外の銀行	502,170	523,574	579,528	463,408	436,129	469,234
その他海外	192,765	182,828	204,641	272,338	277,641	323,610
ユーロ	611,140	480,019	544,897	641,745	550,184	626,485
中央銀行	140,516	33,169	58,019	121,792	8,584	34,984
海外の銀行	346,099	357,134	382,502	335,473	365,483	400,622
その他海外	124,525	89,715	104,375	184,480	176,117	190,879
スターリング	267,615	289,593	298,634	190,403	184,812	206,012
円	171,350	217,059	236,292	147,016	192,684	200,565
スイス・フラン	32,578	32,171	36,971	51,957	46,218	51,223
その他	77,248	73,283	79,560	95,748	103,936	102,111
合計(全通貨) <sup>1)</sup>	1,944,230	1,881,707	2,076,509	1,866,843	1,798,371	1,985,015
中央銀行	221,898	126,758	152,821	127,189	13,509	39,312
海外の銀行	1,221,638	1,293,866	1,408,138	1,134,210	1,170,817	1,267,595
その他海外	435,801	394,045	442,488	605,444	614,044	678,108
国際証券発行 <sup>2)</sup>	64,892	67,038	73,062			

注1) 未分類を含む。

2) 英国外で発行された在英銀行の証券

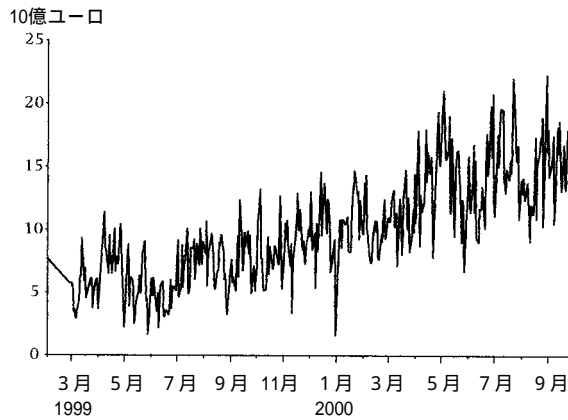
出所: Bank of England, *Monetary & Financial Statistics*, Oct. 2000, Bankstats, Table 15.3より。

ユーロ取引市場は今後も生まれてこないだろう。それにロンドン市場でユーロ・ユーロ取引を活発にさせるもう1つの要因は、ユーロ導入に伴う最低準備率制度の導入である。つまり、ユーロ地域においては金融機関に準備率が課せられるのに、ロンドン市場では一律の規制は存在しないのである。それ故、通貨統合未参加国の「日中流動性」に関する制限のために、EONIAとEURONIAの金利差が生じている(EONIAに規定されたEURONIA<sup>31)</sup> 前掲第5図)にもかかわらず、ロンドンでのオーバーナイト・ユーロ預金は増加傾向にある(第8図)。

また、オーバーナイト以上の期限をもつインターバンク金利にはほとんど金利差が生じていないという。つまり、ロンドン市場におけるeuroLIBORとユーロ地域における同じ金利指標であるEURIBORの金利差は1ペイシスポイント以内であるという<sup>32)</sup>。

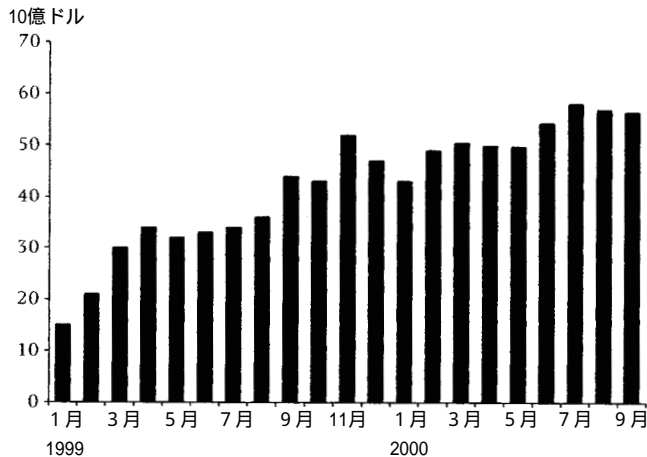
euroLIBORとEURIBORがほとんど一致しているのは、在英金融機関への「日中流動性」についての制限があっても、在英金融機関は「日中流動性」の返済を滞りなく行っており、ま

第8図 ロンドンで取引されるオーバーナイト・ユーロ預金



出所：Bank of England, *Practical issues arising from the Euro*, Nov. 2000, p.33. 原資料はWMBA。

第9図 ロンドンにおけるユーロ建コマーシャル・ペーパーの発行残高

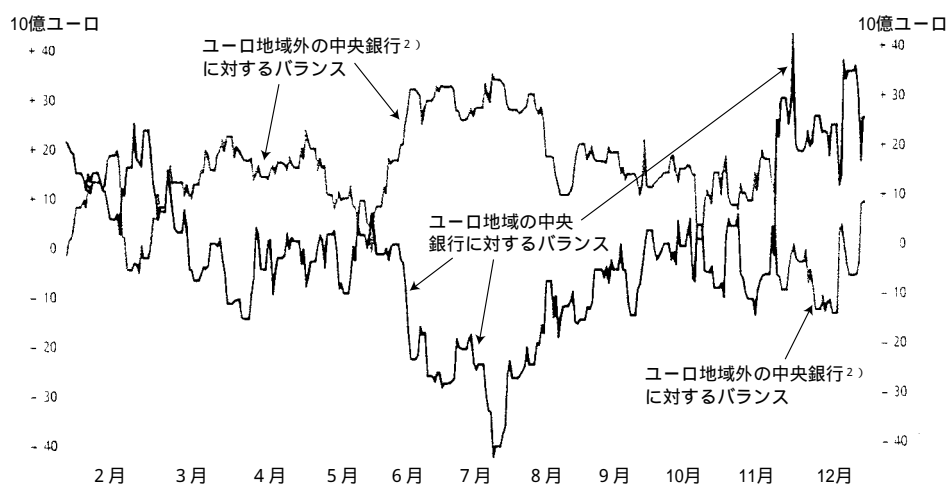


出所：Ibid., p.35, 原資料はBanclays Capital。

た、TARGETへのリモート・アクセス<sup>33)</sup>を利用したり、ユーロ建決済をTARGETのみならず、EBA (EURO1)を用いたり、効率的なコルレス関係を使って決済しているからであると考えられる。それらを反映して、ロンドンにおけるユーロ建CPの発行残高も1999年から増加してきている（第9図）。

本項の最後にイギリスも含めたユーロ導入後のEU内における短期マネーフローについて触れておこう。上にロンドンにおけるユーロ・ユーロ取引に触れたが、ロンドン、フランクフルト、それに他のユーロ地域と、この3者の間での1つの型と思われる資金フローが形成されてきているのである（これらの型が今後も続くのかは予断を許さないが）。

第10図 プンデスバンクのTARGETバランス<sup>1)</sup>(1999年)



注1) プラスのバランスはドイツの銀行への資金流入を示す。

2) デンマーク, ギリシャ, スウェーデン, イギリスの中央銀行

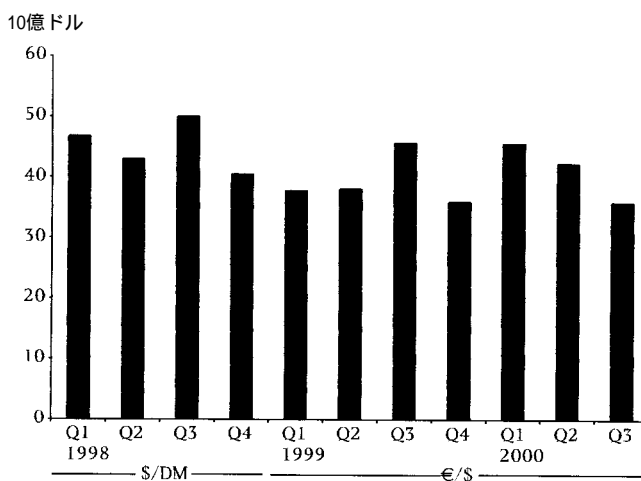
出所: Deutsche Bundesbank, *Monthly Report*, Jan. 2000, p.23.

第10図を見られたい。ブンデスバンクのTARGET Balanceはユーロ地域外の中央銀行に対して債権超過であり、ユーロ地域内の中央銀行に対して債務超過になっている。ブンデスバンクのTARGET Balanceが債権超過であるということは、ドイツの金融機関に対して海外からクロス・オーバーで支払いがあるということ、つまり、経常収支項目であれ、資本収支項目であれ、ドイツに資金が流入しているということである。逆に、TARGET Balanceが債務超過であるということはドイツの金融機関から資金が流出していることを示す。したがって、この表により、ドイツの短期貨幣市場がユーロ地域外のTARGETメンバー国、とくにイギリスから資金を取り入れていること<sup>34)</sup>、そして、その資金を同日中にユーロ地域諸国へ放出していることが把握できる。ブンデスバンクが言うように<sup>35)</sup>、ドイツの金融市場はEUのユーロ地域内と地域外との間の資金仲介としての役割を果たしているのである。しかし、この資金フローのパターンが今後も継続するかどうかは、予断を許さない。フランクフルト以外のユーロ地域の各市場とロンドン市場との直接的な裁定取引が円滑に進めば、これは変化するであろうし、ロンドン市場におけるユーロ・ユーロ取引の諸条件の変化、さらにはロンドン市場とフランクフルト市場との競争等によって変化するであろう。

### 3) まとめに代えて 通貨統合以後の外国為替取引

以上のように、TARGETがうまく機能し、ユーロ建取引のクロスボーダー決済が順調に進み通貨統合が成功裏に進行したため、西欧諸市場における外国為替取引額は減少しているものと

第11図 通貨統合後の西欧における外国為替取引



出所：Bank of England, *Practical issues arising from the Euro*, Nov. 2000, p.31. 原資料はEBS。

思われる。ユーロ地域諸通貨どうしの取引がなくなったからである。しかし、外国為替取引額の減少はそれだけではなさそうである。第11図を見ると、1999年、2000年におけるユーロとドルの取引額は、1998年におけるマルクとドルとの取引額よりも下回っている。しかし、ユーロと円の取引額、ユーロとスイス・フランとの取引額はかなり増加していると言う<sup>36)</sup>。

詳細は、2001年春にBISが取りまとめ機関となって実施される外国為替市場調査を待たねばならないが、その理由としては、とりあえず以下のようなことが考えられよう。第1に、ドルとユーロの取引額がドルとマルクとの取引額よりも少ないのは、これまで金融機関は持高調整と並行させながら、西欧諸通貨とドルとの間の種々の裁定取引（裁定取引の中心はドルを一方とするもの）を行ってきたが<sup>37)</sup>、通貨統合によってユーロ地域の諸通貨が「消滅」したため、為替調整取引の必要性が減少して、ドルとの裁定取引を行なう機会が少なくなったからである。第2に、ユーロの導入により、従来の西欧諸国通貨とよりも、ユーロと円やスイス・フランの間で一部はドルを媒介にしない裁定取引が発生した可能性があること、第3に、ユーロと円、スイス・フランの裁定取引以外の実需的な取引が増加した可能性があることである。

今後のユーロの外国為替取引額の推移は、ユーロが国際通貨としての地位を高めて、統合未参加のEU諸国、東欧、アフリカ諸国の一部において為替媒介通貨として利用され、また、ユーロ地域の諸金融市場の深化によって、各国の金融機関がユーロとドルとの間の裁定取引をどれくらい活発化させるかによっているであろう。

（ロンドンにて2001年2月21日、脱稿）

## 注

- 1) TARGETについての邦語文献では、『日本銀行調査月報』1998年8月号に掲載された大橋千夏子「通貨統合後の欧州のペイメントシステムについて」が最も包括的である。しかし、この論文も「技術的」論述に終始しており、その経済学的な把握は弱い。しかも、小論で後に述べるTARGET Balanceについての言及はない。
- 2) ここでは、通貨統合前の基本的な決済様式であるコルレス関係を使った決済について述べている。
- 3) 筆者によるこの把握については以下の拙稿を参照されたい。「外国為替と為替相場」吉信肅編『貿易論を学ぶ』有斐閣、1982年 第7章。
- 4) RTGSとは時点ネット決済と異なり、取引の一つ一つをその場で完了させるもので、決済リスクを伴わない。EU各国は通貨統合にむけて決済リスクを伴わない「RTGS=即時時点決済」化の準備を行ってきた。
- 5) TARGET Balanceという用語は、欧州中央銀行のTARGETに関する文書には見当たらない(例えば、European Central Bank, *Third Progress Report on the TARGET Project*, Nov.1998, *TARGET (Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System)*, July 1998, 'TARGET and payments in euro' in ECB, *Monthly Bulletin*, Nov.1999)。この用語はブンデスバンクの月報において「TARGET balances at the Bundesbank」(Deutsche Bundesbank, *Monthly Report*, Jan.2000, p.23)として用いられ、その概念は小論の本文のような趣旨であると考えられる。つまり、EU内ユーロ建・国際決済が最後には中央銀行間の債権・債務関係の形成につながり、その債権・債務がESCBにおいて記帳されているということである。ブンデスバンクの言うTARGET Balanceは国際収支表のFinancial accountにおけるBundesbankの項を見ればよい(*Monthly Report*にもその記述が見られる。例えば、Jan.2001, pp.13-14)。 *Monthly Report*の統計欄ではExternal position of the Bundesbank in the European monetary unionの「Claims within the Eurosystem」と「Other claims on non-euro-area residents」の一部がそれにあたる。

欧州中央銀行等のTARGETについて説明する文書に「TARGET Balance」という用語が使われていなくとも、バランスシート、為替理論の基本を踏まえれば、それは存在しなければならないものであり、その概念もつかめる。

他方、イングランド銀行の文書(*Practical issues arising from the Euro*, June 1999, p.50)には「TARGET accounts with the ESCB」という用語が使われている。これはブンデスバンクのTARGET Balanceという用語の使い方と若干異なり、イングランド銀行が「日中流動性」を供与する際に引当金として積まれるESCBにおける預金のことである。イングランド銀行が形成できる「日中」のTARGET Balanceはこれが事実上の上限である(後述)。
- 6) European Central Bank, *Third Progress Report on the TARGET Project*, Nov.1998, pp.7-8, Bank of England, *Practical Issues Arising from the Introduction of the Euro*, 17 Sep.1998, pp.61-62, ECB, *Monthly Bulletin*, Nov.1999, p.43. 欧州中央銀行はそれぞれのコストを考慮して、各RTGS利用の料金は各国ごとに決めることを認めた。しかし、同時に欧州中央銀行は、通貨統合後における短期貨幣市場の単一化の妨げにならないように、各RTGS利用の料金は大筋において同じになることを提唱している( ECB, *op.cit.*, Nov.1998, p.7)。各国の国内RTGSの利用料金は平均すれば平均して1件当たり0.47ユーロである(*Ibid.*, p.7)が、イギリスのCHAPSeuroの国内利用料金は1件当たり0.22ユーロ(約15ペンス)である(Bank of England, *Practical Issues Arising from the Introduction of the Euro*, 17 Sep.1998,

- p.62)。いずれにしても、国内RTGSの利用料金は小額である。
- 7) ECBの文書にもブンデスバンクの文書にも記載がないが、TARGET Balanceには利子が見つからないものと思われる。ESCB内の残高であるから。これに利子がつき、そのコストを民間金融機関に負わずことになれば、ユーロ地域内における決済費用は国ごとに異なり、為替相場は消滅しないであろう。したがって、もし、TARGET運行以外の種々のコストがかかってもその負担は各国中央銀行が負うことになる。なお、後に述べるように（次項の本文、及び注14参照）、TARGET Balanceは短期市場の統合下では均衡していくことになる。
- 8) ECB, *Monthly Bulletin*, Nov.1999, p.44.
- 9) EBA, EAF, PNSについてはBank of England, *Practical issues arising from the Euro*, June 1999, p.48, ECB, *Monthly Bulletin*, Nov.1999, pp.45-46, また、大橋千夏子, 前掲論文のBOX 5 参照。
- 10) Bank of England, *Practical issues arising from the Euro*, June, 1999, p.48, Deutsche Bundesbank, *Monthly Report*, Jan.2000, p.22.
- 11) BoE, *Practical issues arising from the Euro*, June 1999, p.44.
- 12) BoE, *Practical issues arising from the Euro*, Nov. 2000, p.43.
- 13) 統合前、ドイツ、フィンランド、オランダ等には準備率制度があったが、ベルギー・ルクセンブルグ等にはなかった。また、ドイツとフィンランドでは無利子であったが、オランダには利子がつけられていた（国際通貨研究所編、佐久間 潮、荒井耕一郎、糟谷英輝『欧州単一通貨ユーロのすべて』東洋経済新報社、1997年、105ページ）。通貨統合によって準備率制度が導入され、準備預金にはmain refinancing operation（後述）と同じ金利がつけられるのである（Deutsche Bundesbank, *Monthly Report*, Jan.2000, p.17）。この制度の導入によって金融機関のEurosystemの信用供与への依存が高くなり、ECBの金融政策がやりやすくなったとブンデスバンクは言っている（*Ibid.*, p.16）。金融機関の中央銀行預け金が最低準備額を上回る時に、オーバーナイト金利は下がり、それよりも下回る時、オーバーナイト金利は上昇するのである。なお、当月の24日から翌月の23日までの期間の平均で準備額が決定されるから、各月の23日に近い日々に金融機関の中央銀行からの借入れが増加する傾向がある。
- 14) この例はユーロ建・経常収支の赤字国であるが、黒字国の場合、黒字額に相当する各種のユーロ建・対外投資がなければ、TARGET Balanceが債権超過となり、当該国の市場に資金が過剰となって（金融機関の「中央銀行預け金」が増加）、金利が下落するのである。その時点で裁定が働き、資金が流出し（高金利を求めて他市場へ資金が移動、あるいは低金利のため他市場からの借入れが行なわれる）、TARGET Balanceは均衡していく。このように、ユーロ建の国際収支が赤字であろうが、黒字であろうが、ユーロ短期市場が統合していけば、TARGET Balanceは時間を経て均衡していくのである。
- 15) ここで短期貨幣市場というのは、無担保のインターバンク短期市場のことを指している。
- 16) Deutsche Bundesbank, *Monthly Report*, Jan.2000, pp.21-22.
- 17) ブンデスバンクはこの理由について2つを挙げている。1つは、比較的長期のものは担保付の市場へ移行する傾向にあること、もう1つはユーロ導入以前に最低準備率が課せられていなかった諸国の銀行がより短期の資金取引を行うようになったことである（*Ibid.*, p.24）。
- 18) *Ibid.*, p.24, 短期貨幣市場における取引の半分以上がクロスボーダーであるという指摘はBoE, *Practical issues arising from the Euro*, Nov.2000, p.13にも見られる。
- 19) Deutsche Bundesbank, *Monthly Report*, Jan.2000, pp.24-25.

- 20) *Ibid.*, p.25.
- 21) 期間 2 週間と 3 ヶ月のオペレーションがあり, 基本的なものは前者である。ECBはstanding facilitiesによって上限金利と下限金利を設定し, その上限と下限の間で主要リファイナンス(期間 2 週間)を通じて市場金利を調整しようとしている。
- 22) 第 6 図, 第 7 図において各月の下旬に, EONIAがリファイナンス金利から遊離したり, standing facilitiesが増加したりするのは, 準備率規制が各月の23日に実施されるからである。各金融機関はこの時期に限界貸付ファシリティを受け, 過剰な資金を預金ファシリティとして中央銀行に預金するのである。
- 23) ECB, *Third Progress Report on the TARGET Project*, Nov.1998,p.3.
- 24) 統合未参加の諸国の「日中流動性」についての論議において, イングランド銀行は「未参加国がTARGETに連結する以上, TARGET参加機関に対して信用供与することによってTARGET制度は安定性が得られる」(Bank of England, *Practical Issues Arising from the Introduction of the Euro*, Sep.1998, p.62)と主張したのに対して, 統合参加国は, 「未参加国が日中流動性を供与することになれば金融政策に支障が出るであろう。とくに, 日中流動性がオーバーナイトに転化すればその危険が高まる。また, 諸決済システム間の, また諸金融市場間の競争上の問題がおころう」と主張した(*Ibid.*,p.62)。
- 25) BoE, *Practical issues arising from the Euro*, June 1999, p.54.
- 26) ECB, *op.cit.*, p.4.
- 27) BoE, *Practical issues arising from the Euro*, June 1999, p.50.
- 28) ECB, *op.cit.*, p.3.
- 29) 拙書『多国籍銀行とユーロ・カレンシー市場』同文館, 1988年, 第3章参照。
- 30) 第5表の全通貨からスターリングを差し引いた額を分母に, それぞれの額を分子に計算して算出。
- 31) イングランド銀行に「日中流動性」の制限が課せられ, イングランド銀行がユーロに関して「最後の貸し手」になれない以上, この金利差は避けられない。
- 32) BoE, June 1999, pp.27-28.
- 33) EUの金融機関(在英金融機関も)は他のユーロ地域の中央銀行に決済口座を持つことにより, その国のRTGSを経由してユーロ決済ができるのである。
- 34) ということは, イギリスは他のユーロ地域から資金を取り入れていることを意味しよう。
- 35) Deutsche Bundesbank, *Monthly Report*, Jan. 2000, p.23.
- 36) BoE, Nov. 2000, p.31.
- 37) 拙書, 『ドル体制と国際通貨』ミネルヴァ書房, 1996年, 第5章「マルクの為替媒介通貨化と為替調整取引」参照。



## The Introduction of the Euro and TARGET

Many books and articles on the Euro have been published so far. Almost all books and articles on the Euro usually refer to the European Monetary System, the Maastricht Treaty, the process to the introduction of the Euro and the possibility of the Euro growing into an international currency. But it is very difficult to find books which refer to the settlement system in the Euro, or the TARGET.

However, the pattern of international settlement in Western Europe was changed thoroughly by the integration of European currencies. Before EMU, banks settled internationally through their correspondent banks. But after EMU, banks in EU are able to settle payments in the Euro through TARGET arrangements.

We must not fail to point out the following; the introduction of the Euro, namely the integration of European currencies was realized by the establishment of a unified settlement system throughout the Euro area, i.e., TARGET.

Therefore, the first subject of this paper is to explain the structure of TARGET. Moreover, national RTGSs which are domestic payment systems in EU countries outside the Euro area as UK, Sweden and Denmark, were also linked through TARGET. How should we understand these links? This point is the second subject.

Also, the London Market gained an advantageous position to trade euro-euro business, because UK RTGS (CHAPSeuro) was linked to TARGET. UK banks can now settle payments in the Euro by TARGET as well as by correspondent banks. The third subject is to analyze euro-euro business in the London Market.

(OKUDA, Hiroshi 本学部教授)