

ユーロ決済機構の高度化（TARGET2）について — TARGET Balances と「欧州版 IMF」設立の関連 —

奥 田 宏 司

目次

はじめに

I, 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) ユーロ短期市場の統合
- 4) TARGET2 へ

II, イギリスとユーロ・ユーロ取引

- 1) 通貨統合不参加 EU 国の TARGET1 へのリンク
- 2) ロンドン市場におけるユーロ・ユーロ取引
- 3) イギリス、スウェーデンの TARGET2 への不参加

III, まとめに代えて——決済機構からみた「欧州版 IMF」設立の意味——

はじめに

筆者は以前の論稿¹⁾においてユーロの決済機構（TARGET）について検討を行なった。しかし、TARGET はその後高度化され TARGET2 となった。その高度化の状況、意味を明らかにする必要がある。以前の稿でも明らかにしたように、TARGET を用いたユーロ決済ではユーロ地域の中央銀行間に TARGET Balances が形成される。この意味合い、意義について言及した研究はほとんどみられない。小論において、TARGET Balances の意味合い、意義について再度強調したい。そのことを論じることによって、ギリシャ危機、アイルランド危機、ポルトガル危機等がユーロへいかなる影響を与えるのか、また、TARGET Balances の累積の矛盾が「欧州安定メカニズム」（＝「欧州版 IMF」）につながっていかざるを得なかったことなど

も明らかになるだろう。小論の最後の節で論じよう。

さらに、イギリス、スウェーデンは TARGET2 から離脱したが、それは何故なのかについて、ロンドンにおけるユーロ・ユーロ取引にはほとんど影響が出ていないことと関連させて第2節において論じたい。

I, ユーロ建・EU 域内決済と TARGET

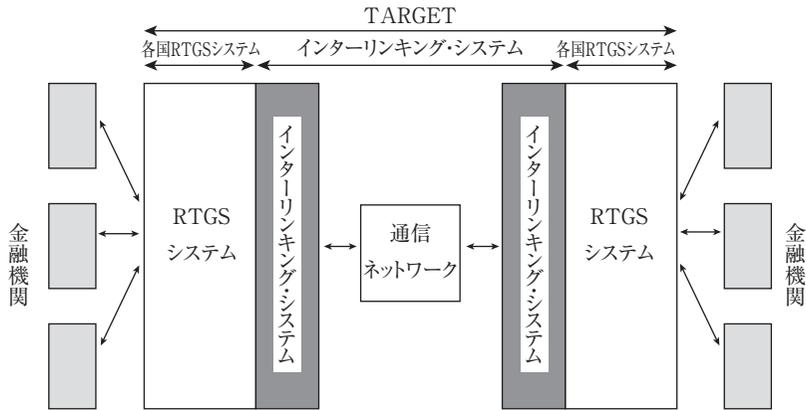
1) TARGET による国際決済

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。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、本支店勘定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らない。a 銀行が b 銀行へ A 国通貨建で送金するとき、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様式がなくなったわけではない。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ほぼ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ごとに大きく異なれば為替相場は消滅しないのであるが、統一的な決済制度の創設によって決済費用に大きな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²⁾、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といった通貨名が残ったとしても、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

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。

Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer 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³⁾) ——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) をバ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。

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.

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できるようになった (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た——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する。輸入業者は輸入代金をユーロで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」をもっていたが、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」がふやされるのである。最後に、2つの中央銀行間に TARGET Balances 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もつのである (TARGET Balances) ⁴⁾。

ところで、金融機関が TARGET を利用する際の料金であるが、もちろん、それは TARGET につなげられている諸国においては一律である。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 (仕向金融機関が料金を負担) ⁵⁾。ただ、TARGET の利用度に応じて料金が異なっている。つまり、1カ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逓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。

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が、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、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、このように欧州通貨統合とは、銀行どうしの国際間決済を各国の 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いうのである。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)。

なお、TARGET は RTGS のグロス決済 (決済案件の1件ごとの決済) であるから、参加銀行にとっては流動性管理が重要になる。

第2表 TARGET の利用料金

①月に100件までの利用	1件当たり 1.75ユーロ
②月に1,000件までの利用	100件までは①と同じ 残りの900件は 1件当たり1.00ユーロ
③月に1,000件を超す利用	1,000件までは②と同じ 1,001件からは 1件当たり0.80ユーロ

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

TARGET 参加銀行は流動性が不足する場合には、各国中央銀行から有担保貸付あるいは日中レボの方式により日中流動性を受けることができる。この流動性供給は自動的に翌日まで延長させることは出来ないが、担保があれば無制限であり、無料である⁶⁾。

さて、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⁷⁾。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)。

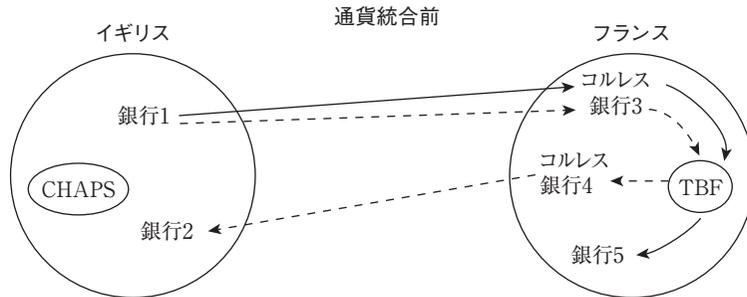
もちろん、これにはいくつかの条件が設定された (詳しくは後述)。1) EMU 未参加国の中央銀行は他の中央銀行との間でオバードラフト (当座貸越, 当座借越) が禁止される, 2) EMU 未参加国の中央銀行は ESCB に一定額 (イングランド銀行は 30 億ユーロ, その他の中央銀行は 10 億ユーロ) を積むことを条件に自国内の金融機関に日中流動性を供与する, 3) EMU 未参加国の金融機関が受けられる日中流動性の上限 (10 億ユーロ) を設ける, 4) EMU 未参加国の金融機関がその日の TARGET 終了時まで日中流動性を返済できない場合, ECB の「限界貸付金利」(後述) に 5% を上乗せしたペナルティ金利を支払う, などである⁸⁾。

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。

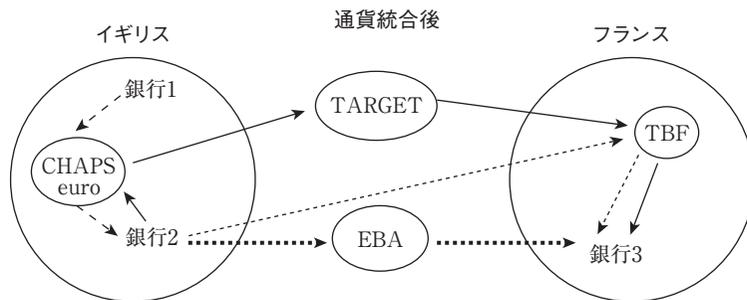
以上にみてきたように、TARGET が通貨統合後の統一的・包括的な決済機構であるが、同時に、ユーロ導入以前に存在していた民間機関や中央銀行が運営するネットベースの非 RTGS 決済機構も、ユーロ導入にあわせて編成替えを行ない、ネットベースでのユーロ・クロスボーダー決済を続けることになった。1985 年以後民間 ECU の決済を行なってきた「EBA・ECU クリアリング」はユーロ発足に合わせて「EBA・euro クリアリング」(EURO1) に編成替えすることを決め、ドイツのヘッセン中央銀行が運営してきた決済機構もユーロ導入後、ユーロのクロスボーダー決済を行なうことを決定した (EAF)。その他、フランスの PNS 等も同様である⁹⁾。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¹⁰⁾ 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¹¹⁾。

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 図によって示そう (この図ではユーロに未参加であるが、TARGET に接続されたイギリスの例が示されている)。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¹²⁾。そこで、第 3 図を示しておこう。統合後、実に多くの決済

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



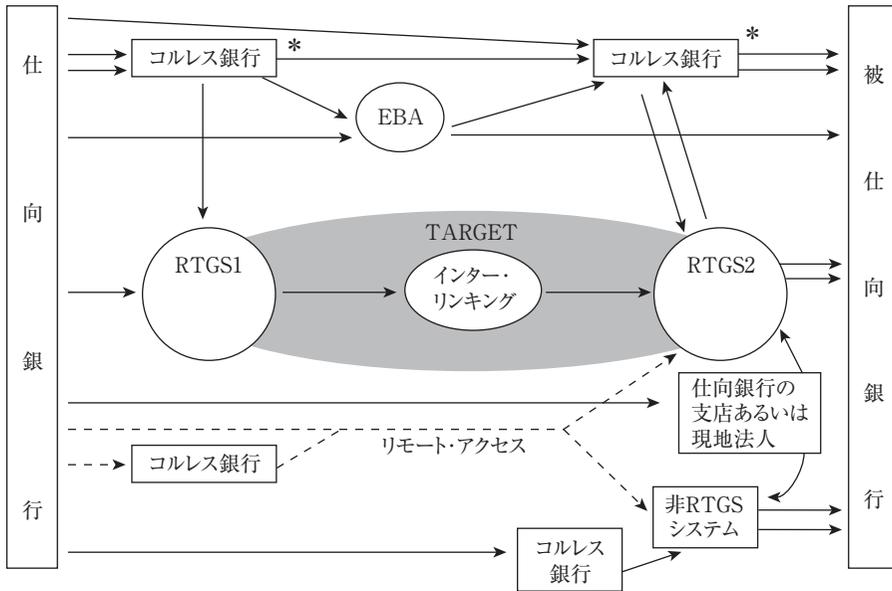
- > CHAPSeuroを利用して在英銀行1から在英銀行2へユーロ資金を支払う
- > 在英銀行2が在仏銀行3へ、CHAPSeuro, TARGET・インターリンク、TBFを利用してユーロ資金を支払う
-> 在英銀行2がTBFのリモート・アクセスのメンバーとなり、在仏銀行3へ直接ユーロ資金を支払う
-> 在英銀行2がEBAを通じて在仏銀行3にユーロ資金を支払う
(この図の場合は両銀行ともEBAのメンバー)

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

方式のルートがあることが知れよう。TARGETのほかに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、ビジネスチャンス等々を考慮して決済するのである。

通貨統合から間もない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。もちろん、こ

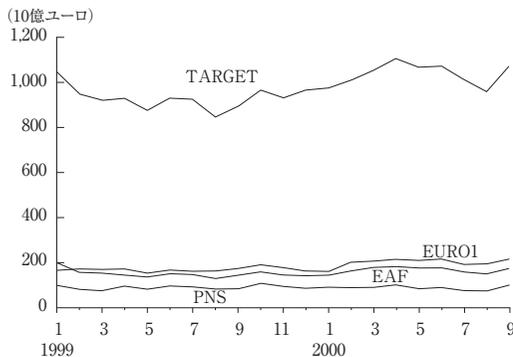
第3図 ユーロ決済の多様性



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.

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

第4図 各決済機構の利用額 (毎日の平均)



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

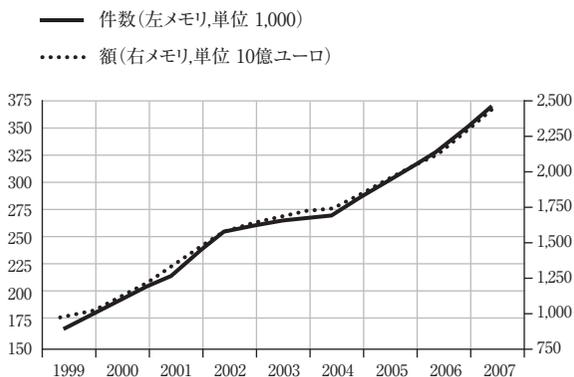
第3表 諸ユーロ決済システムの状況 (1日平均)

(単位：10 億ユーロ)

	1999		2000	
	額	件数	額	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
SEPI	4	4,254	2	3,833

出所：ECB, *TARGET Payment Statistics* より。

第5図 TARGETの決済額



出所：ECB, *Monthly Bulletin*, Nov. 2008, p.100 より。

ていることがわらう。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、量的な面だけでなくEURO1 (EBA) 等の他の決済機構がもつ最終尻の決済は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。

1999年以後のTARGETの取引額は第5図に示されている。順調に成長してきたことが知れよう¹³⁾。

2) 短期市場における決済資金の補充

前項でみたようにTARGETがユーロ決済の最高機構であるから、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、国内決済用により多く充当されているだろう。さらに、「中央銀行預け金」は中央銀行信用、納税や財政支出による財政資金の変動、ユーロ銀行券の発行等によっても変動する。中央銀行信用については後述するが、財政資金の変動、ユーロ銀行券の発行による変動については割愛し、ここでは国際決済用の「中央銀行預け金」の補充について述べていきたい。

ともかくも、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不可欠である(後述)。補充の仕方は2つである。1つは、短資市場からの補充である。もう1つは、中央銀行からの借入れである。前者からみていこう。

それでは、b銀行はど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 (後述)。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ろう。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、その補充の仕方の違いによって中央銀行間の TARGET Balances がどのように変化するかをみていこう。

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 Balances 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みられるであろう)、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 Balances 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 Balances 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 国の金融機関は「中央銀行預け金」を補充するために B 中央銀行から借り入れを行なわなければならないであろう。B 中央銀行が同国の金融機関に対して貸付を行ない、金融機関は「中央銀行預け金」を補充できるのであるが、その場合、B 中央銀行のバランスシートは、資産側に国内金融機関向けの貸付 (担保あり) が形成され、負債側では金融機関の「中央銀行預け金」が増加するとともに、他の域内中央銀行に対する TARGET Balances の債務は残ったままである。すなわち、国際収支レベルでは、B 国のユーロ建・「総合収支」赤字 (経常収支と資本収支を合わせた収支の赤字) 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。したがって、ユーロ地域における国際収支のうちユーロ建の部分の国際収支は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 Balances = 0 である。

ということは、中央銀行による同国の金融機関への信用供与は、そのまま当該国のユーロ建・「総合収支」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には高いコストが必要であり、市場からの調達との裁定が働く。

上の論述はユーロ建・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 Balances 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）、金利が下落するであろう。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 Balances 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 Balances は時間を経て均衡していく傾向が存在する。

ユーロの導入以後、ユーロ短期市場の統合が進み、市場が安定していくにつれ、裁定が働き種々の市場からのユーロ資金の調達が進んで、TARGET Balances は均衡していく傾向にあるといえるが、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ー後述）はその国の「総合収支」赤字に対する決済の手段になっていることを忘れてはならない¹⁴⁾。

3) ユーロ短期市場の統合

第1項でみたようにEU地域におけるユーロ決済機構としてTARGETが成功裏に機能している。このことによりユーロ地域における短期市場の統合が速やかに進展していった。ドイツ・ブンデスバンクがいうごとく¹⁵⁾、TARGETは短期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表にみられるようにユーロ導入によって短期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。

第4表 短期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)
(単位：%)

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ヵ月	-7	-18
3ヵ月	-57	-38
6ヵ月	-68	-55
9ヶ月	-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.

とくに、期限の短い取引において増加の率が大きい¹⁶⁾。しかも、ブンデスバンクによると、短期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¹⁷⁾。つまり、TARGETによる決済制度によりクロス・ボーダー短期市場取引が増加し、それによってユーロ地域における短資市場が急速に統合していったというのである。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ベシスポイント以

上の差は見られなくなったとブンデスバンクはいう¹⁸⁾。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、短期市場は統合されていったのである。そして、短期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た。

このように、ユーロ導入とともに TARGET が成功裏に機能することによってユーロ地域の短期市場が統合されていったのである。しかし、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だろうし、通貨統合は混乱した可能性がある。

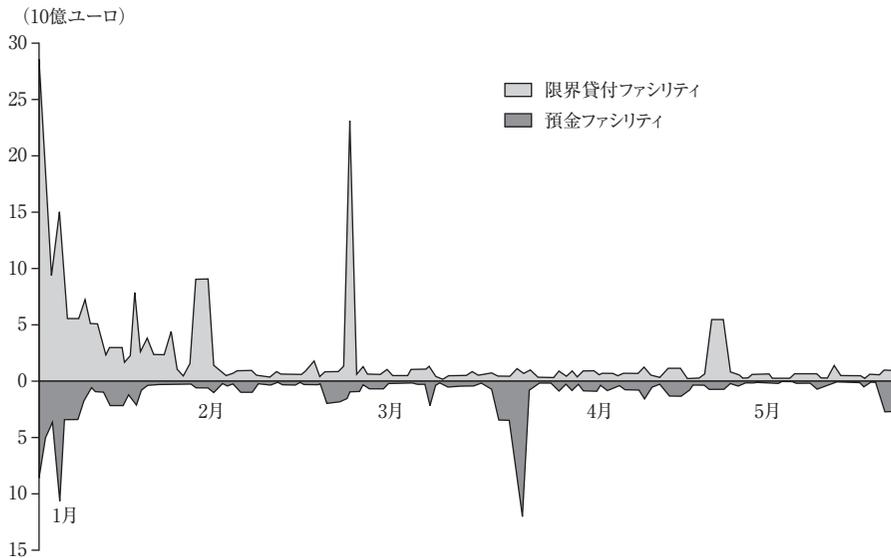
ECB による信用供与は準備率制度の導入によって不可避となり、ECB の金融政策が機能しやすい環境がつけられた。通貨統合前、ドイツ、フィンランド、オランダ等には準備率制度があったが、ベルギー、ルクセンブルグ等にはなかった。また、ドイツとフィンランドでは準備金は無利子であったが、オランダには利子がつけられていた¹⁹⁾。通貨統合によって準備率制度が導入され、準備預金には main refinancing operation (後述) と同じ金利がつけられるのである²⁰⁾。この制度の導入によって金融機関の Eurosystem の信用供与への依存が高くなり、ECB の金融政策がやりやすくなったとブンデスバンクは言っている²¹⁾。金融機関の中央銀行預け金が最低準備額を上回る時に、市中の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、2004 年 3 月までは当月の 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²²⁾、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った。

第 6 図は 1999 年初めの standing facilities の状況を示している。99 年 1 月の通貨統合当初、EONIA がリファイナンス金利²³⁾ から遊離し、限界貸付金利に張り付いているが (第 7 図)、これは一部の金融機関の「中央銀行預け金」の不足を短資市場から取り入れることが十分に出来ず (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)、中央銀行からの借入れに依存していることを示している。

第 7 図が以上のことを補完している。同図を見ると 1999 年のはじめに、「限界貸付ファシリティ」と「預金ファシリティ」が増大していることがわかる。これは「中央銀行預け金」の不足をきたしている金融機関が「限界貸付ファシリティ」によって借入れを行ない、他方、「中央銀行預け金」が過剰になった金融機関が「預金ファシリティ」によって中央銀行に運用を増大させていることを示す。市中の短資市場を通じて金融機関どうしの「中央銀行預け金」の融通ができていないのである。

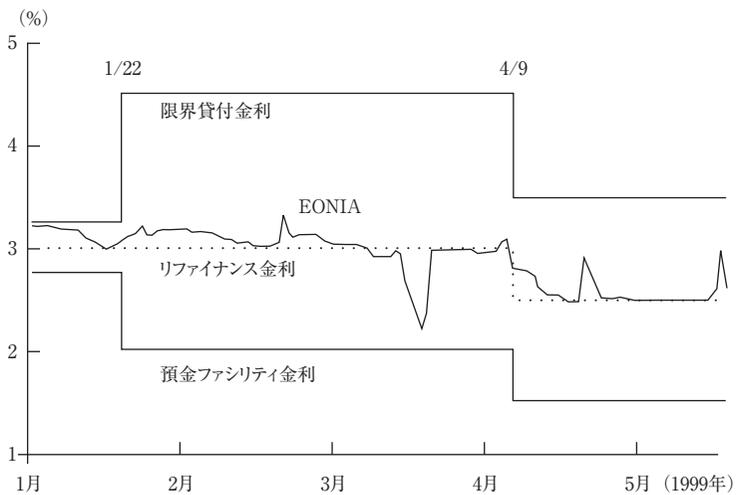
かくして、通貨統合実施の不安定な時期に金融機関は Eurosystem から多めの流動性を受けたのであるが、短資市場が徐々に統合されていき安定化していくにつれ、EONIA はリファイ

第6図 ユーロシステムの常設ファシリティの利用 (1999年)



出所：Bank of England, *Practical issues arising from the Euro*, June 1999, p.24.

第7図 ユーロシステムの諸金利と EONIA (1999年)



出所：Ibid., p.23. 原資料は ECB, EBF.

ラ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いった²⁴⁾。ユーロ地域の短期市場は通貨統合に見合った新しい短期市場として編成替され自立していったのである。

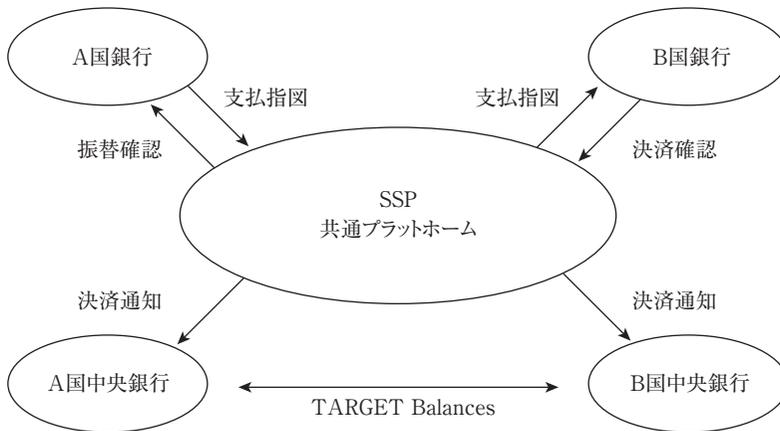
4) TARGET2 へ

TARGET はユーロの統一的な決済制度として構築され、ユーロの通貨統合を成功に導いたばかりでなく、ユーロの短資市場の統合、ECB の金融政策の実施の素地を作ったのであるが、旧来の TARGET (TARGET1) は次第に不十分なことがわかってきた²⁵⁾。その不十分の中心は TARGET1 が分散型のシステムになっていたことにある。つまり、EU 各国の RTGS と ECB の EPM がバイラテラルにリンクしあっており、各 RTGS の機能が少しずつ異なっていることに起因している。そのことから、各 RTGS が提供するサービスが異なり、また、注 5) でみたように RTGS ごとに利用コストが若干異なるのである。また、各国が個別に RTGS のインフラ整備を行い運営していくのが非効率であること、しかも、EU 参加国が増加していくと RTGS の数は増加していく。したがって、ユーロ地域全域における統一的な決済サービスを同一のコストで提供するには旧来の TARGET を改革せざるをえなくなり、2002 年から TARGET の改革論議がはじまった。

改革論議の詳しい経過は小論では省くが、ドイツ、フランス、イタリアの中央銀行が「共通プラットフォーム」(SSP, Single Shared Platform) の構築を行なうことになり (2004 年 12 月)、2007 年の 11 月から 2008 年 5 月にかけて、段階的に新しい TARGET (TARGET 2) に移行することになった²⁶⁾。

TARGET2 は以下の特徴をもつ²⁷⁾。第 1, 「共通プラットフォーム」を設立し、各国の RTGS がもっていた決済業務の技術的処理を SSP に移行させる。ただし、各中央銀行の TARGET2 への参加後 4 年間については過渡期が設けられ、いくつかのサービスについては従来の処理を継続させることができることとした。しかし、いくつかの中央銀行は、TARGET2

第 8 図 TARGET2 の機構



出所：前掲大橋千夏子論文 Box4, 日本銀行『決済システムレポート、2007 - 2008』55 ページなどを参考に筆者が作成。

への移行後 RTGS のサービスを SSP への移行をさせた²⁸⁾。

第2, 各国ごとに異なっていた RTGS システムの機能が共通化され, 従来は RTGS に伴うサービスが各国ごと異なっていたが, SSP の設立により TARGET2 では共通のコア・サービスが提供されることになった²⁹⁾。「待ち行列機能」「複数指図同時決済機能」などである。また, RTGS システムの機能が共通化されたことにより手数料の体系も共通化がはかられることになった。

第3, SSP の設立にもかかわらず, 銀行等の金融機関は ECB ではなく従来どおり各国中央銀行に決済口座を開設し, 各中央銀行がそれぞれの金融機関との関係を維持する³⁰⁾。つまり, TARGET2 においても参加金融機関の決済口座は ECB において集中的に管理されていないのである。

第4, 銀行等の金融機関の TARGET2 への参加形態は, 旧 TARGET と同じで, 直接参加と間接参加の2形態がある。前者は SSP の Payment Module に RTGS 口座をもち, 支払指図の送信, 資金決済を自ら行なう。後者ではそれらを直接参加の銀行等に委託する。ともに「欧州経済領域」(EEA, EU 加盟国にアイスランド, ノルウェー, リヒテンシュタイン) に所在する銀行等であればどちらかの形態で TARGET2 へ参加できる³¹⁾。つまり, EEA 地域にあればユーロ参加国以外の銀行等も TARGET2 へ参加できるということである。EEA 以外の地域の銀行等は直接参加の銀行等とのコルレス関係によって資金の受払いを行なうしかない(ただし, この場合でも TARGET2 のディレクトリに銀行コード情報を掲載可能——Addressable BIC)。

第5, 参加銀行等がユーロ地域に本店・支店やグループ会社等をもっており複数の中央銀行に当座預金を開設している場合, 2つの方法で流動性をプールすることが可能となった。1つは, 本店・支店, グループの口座残高をまとめる方法 (Aggregated liquidity), もう1つは, 複数の口座を1つの口座に見立てられる方法 (Consolidated information) である。どちらかの方法をとることにより, グローバルな活動を行なっている銀行等は流動性を集中的に管理することができ, 流動性の節約をすすめることができることになった。

以上, TARGET2 へのユーロ決済機構の高度化を見てきた。これによって決済機構としては完成の域に一步近づき, ユーロの単一通貨制度は強化されたといえよう。しかし, 国家統合が果たされないままの (= 各国の経済主権がほとんど維持されながらの) 単一通貨制度の決済機能の高度化は, 単一通貨制度に固有に存在する問題を解決することにはつながらず, それをより鮮明にすることになろう。その固有問題とは, 各国のユーロ建「総合収支」赤字, 黒字が出ててもその収支が「自動的に」ファイナンスされるということである。つまり, ユーロ参加国どうしの中央銀行の間では当座貸越, 当座借越 (TARGET Balances) が常に形成されているという事態である。平時には, この事態はユーロの単一通貨制度が円滑に機能するに資するるのであるが, 単一通貨制度への参加国が経済危機を引き起こした場合, 問題の焦点がこの点に現われることになる(詳しくは後述)。

II, イギリスとユーロ・ユーロ取引

1) 通貨統合不参加 EU 国の TARGET1 へのリンク

すでに述べたように 1999 年 1 月以来、イギリス、スウェーデン、デンマークのユーロに未参加の EU・中央銀行も TARGET に参加してきた。その後、EU 加盟国が増加したが、2002 年 10 月に ECB は新しい EU 諸国にもこれら 3 国と同様の条件で TARGET への参加を認めた³²⁾。

この項では通貨統合未参加 EU 国の RTGS が TARGET にリンクしユーロ決済ができるということの内容と意義とについて論述しよう。通貨統合未参加国の RTGS が TARGET にリンクしユーロ決済ができるということは、ECB がいうように³³⁾、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の決済機構への参加を他国の中央銀行、金融機関に許したことがあるのか。

通貨統合未参加国の RTGS が TARGET につなげられてユーロ決済ができるということは、それらの諸国の金融機関がそれらの国の中央銀行にユーロ建の「預け金」をもち、それがユーロ建の国際決済資金に用いられるということであり、さらに、通貨統合未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 Balances をもちうるということの意味する。また、TARGET がグロス決済方式をとっていることから、先にみたように中央銀行による「日中流動性」の供給が不可避であり、イギリス、スウェーデン、デンマークのユーロに未参加の EU 国の中央銀行もユーロ資金で「日中流動性」の供給を行なうことになる。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未参加国の金融機関、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 諸国の通貨統合未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」をもち、ユーロの決済を可能にすることが最終的に 98 年の 7 月の ECB 理事会において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、スウェーデン、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。そういうときに、それらの諸国は各 RTGS、TARGET を経由してユーロ決済ができる。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イングランド銀行「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資産の減少あるいは債務の増加をもたらすであろう。この決済はグロス決済であるから、在英銀行は流動性不足になることが多く、短資市場からユーロ資金を補給するか、イングランド銀行から「日中流動性」を受けることになる。その日のあとの時間において、この在英銀行が被仕向銀行になる別の決済があれば、それによってこの銀行は短資市場あるいはイングランド銀行からの資金調達の返済ができ、イングランド銀行「預け金」を回復することができよう。しかし、この銀行が被仕向銀行になる決済額が少なければ、この銀行

は「預け金」の減少分を補うために、ロンドン短資市場で不足分のユーロ資金を補充するか、イングランド銀行から「日中流動性」を受けなければならない。

ロンドン市場でユーロ資金が調達できるということは、イギリスが輸出等のユーロ建・経常取引で黒字があるか、もしくは資本収支レベルで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。それらが少なければ在英銀行はロンドンのユーロ短資市場からユーロ資金を補充できない。在英銀行による短資市場からの資金調達が難しい場合、ポンド資金であればイングランド銀行がポンド資金を供給するのであるが、イングランド銀行が在英銀行に対してオーバーナイトでのユーロ資金を供与することに ECB は制限をつけた。ユーロについてはイングランド銀行等のユーロ未参加国の中央銀行はユーロ地域の他の中央銀行との間でのオーバーdraft（当座貸越，当座借越）が禁止されることになった。つまり、これらの中央銀行は民間銀行へのユーロ貸付を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・総合収支（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 Balances 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。

したがって、先の例でいえば、在英銀行はユーロ地域の他の市場からユーロ資金を調達しなければならない。つまり、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は金融機関に対して「日中流動性」の供給は避けられず、一時的にであれ TARGET Balances をも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」）を供与することは認められたが、それがオーバーナイトにはならないことが厳守されることになった。しかも、すぐのちに見るように日中流動性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みた（1998年7月）³⁴⁾。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できなければ、その日のうちにユーロ地域の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 Balances 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（欧州中央銀行制度）に預金を積むことを義務づけた。イングランド銀行は 30 億ユーロ、その他の EU の未参加中央銀行は 10 億ユーロである。したがって、イングランド銀行がいうように、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に預金として積まれた自己資金の引出しという性格をもつということ³⁵⁾、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³⁶⁾。つまり、未参加国中央銀行がESCB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、未参加国中央銀行の金融機関への「日中流動性」の供与に対しては、1銀行当たり10億ユーロの上限が課され、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³⁷⁾。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いものである。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³⁸⁾、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) ロンドン市場におけるユーロ・ユーロ取引

さて、以上のように「限定」がつ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につなげられて、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もたらした。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もつ。というのは、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³⁹⁾、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 Balancesが形成されることにより決済されるのである (前述のように、このTARGET Balancesが当座借越、当座貸越になることは禁止されており、イギリスの経常取

支レベルあるいは資本収支レベルにおけるユーロ資金の流入によって TARGET Balances が解消されることが必要である)。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いうまでもない。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ふれることにして、先ほどの例に戻り、B 国（ユーロ地域）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ろう（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 Balances（債権）が減少し、B 中央銀行のイングランド銀行に対する Balances（債権）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 Balances 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（ユーロ地域）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 Balances（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 Balances 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できないのであり、仲介市場のままである。そうはいつでも、イギリスが TARGET につなげられ、「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み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でしょう (単純化のために、以下の全ての銀行が h 銀行にユーロ建・コルレス口座をもっているとする)。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 銀行にも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 銀行から借入れて資金補充を行なったでしょう。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からネットでの資金の移動は生じない。しかし、TARGET を利用すれば、イングランド銀行からの「日中流動性」が供与されることがあり、ネットで資金の移動が生じるが、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に見つけられないときに、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られないときに、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いえよう。

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発足間もない時期のユーロ・ユーロ取引が第 5 表に掲げられている。ユーロ・ユーロ取引は額においてユーロ・ドル取引に近いものになっている。ユーロ導入後もユーロ・ドル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 (ポンド以外の通貨の対外債権) の 45% がユーロ・ドルであり、35% がユーロ・ユーロとなっており⁴⁰⁾、その差はそれほどではない。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 につなぐことが許され、

第5表 在英銀行の通貨別対外取引(1)

(単位: 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) ¹⁾	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 ²⁾	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。

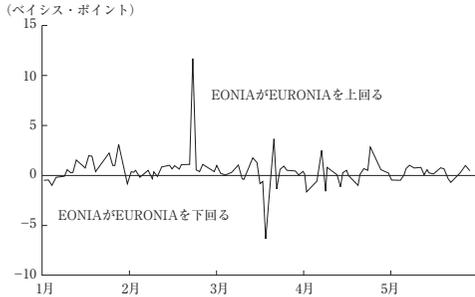
出所: Bank of England, *Monetary & Financial Statistics*, Oct. 2000, *Bankstats*, Table 15.3 より。

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。それにロンドン市場でユーロ・ユーロ取引を活発にさせたもう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銀行等に準備率が課せられるのに、ロンドン市場では一律の準備率規制は存在しないのである。

このために、ユーロ地域とロンドンでは同じユーロでありながら異なる2つの金利が成立した。オーバーナイト金利ではユーロ地域のEONIAとロンドン市場でのEURONIAであり、銀行間・定期預金金利では、ユーロ地域のEURIBORとロンドン市場でのeuroLIBORである。

EONIAとEURONIAの金利差が第9図に示されているが、通常、EURONIAがEONIAを下回ることが多い。それは、ロンドンの銀行等には準備率規制がなく、ロンドンの銀行等はより低いオーバーナイト金利を提供できるからである。そのためロンドンで取引されるオーバーナイト・ユーロ預金が増大していった(第10図)。また、ユーロ導入後の間もない時期、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

第 9 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.

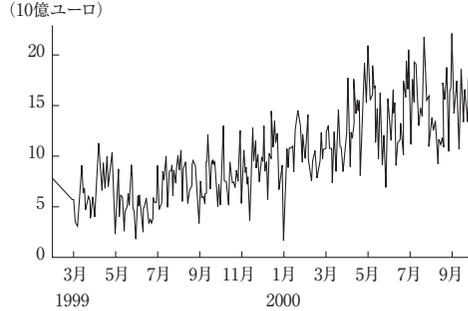
EURIBOR の金利差は 1 バシスポイント以内であるという⁴¹⁾。euroLIBOR が少し低位なのである。オーバーナイト金利と同様、ロンドンの銀行等はユーロの準備率規制が及ばないことから、金利において少しばかり低位なユーロ資金を提供しているのである。これを反映してロンドンにおけるユーロ建 CP の発行残高も 1999 年から増加した (第 11 図)。

3) イギリス、スウェーデンの TARGET2 への不参加

以上のように、1999 年 1 月以来、ユーロに未参加の EU 諸国も TARGET につなげられていたのですが、TARGET2 へのユーロ未参加の EU 諸国の参加については任意とされた。イギリスは TARGET2 への参加を断念し、2008 年 5 月に CHAPS euro は閉鎖されることになった⁴²⁾。スウェーデンも同様に TARGET2 への参加を見送り⁴³⁾、これらの国の銀行等はユーロ地域の中央銀行に決済口座を設定したり、本支店口座、コルレス口座を使って決済するようになったのである。イングランド銀行はオランダ中央銀行に口座を開設することになった⁴⁴⁾。また、在英銀行等は EURO1 などの種々のネットの決済システムも利用してユーロ決済が可能である。

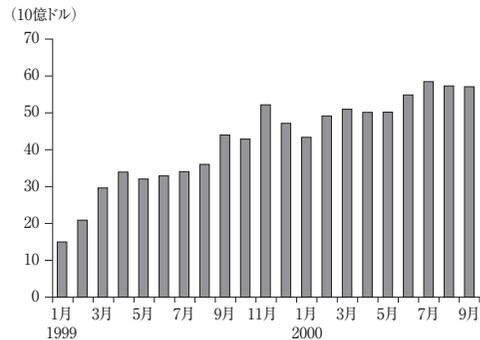
イングランド銀行の文書 (*Payment System Oversight Report 2007*, Feb. 2008) には何故 TARGET2 への不参加を決定したのかについて言及がないが、参加のメリット、デメリットの検討がなされたに違いない。メリットについてはすでに小論で述べてきた。デメリットはイン

第 10 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 11 図 ロンドンにおけるユーロ建
コマーシャル・ペイパーの発行残高



出所：Ibid., p.35. 原資料は Barclays Capital.

グランド銀行による「日中流動性」の供与に関する制約によるところが大きいと考えられる。イングランド銀行は在英の銀行等に「日中流動性」を供与できるようにしても、30億ユーロをESCBに積むことが条件となっていた。さらに、在英銀行等が受けられる「日中流動性」は金融機関あたり10億ユーロの上限が課せられるとともに、返済がその日のうちのTARGET終了時までとされ、遅れた場合ペナルティ金利が課せられることになっていた。これらの条件によってイングランド銀行がユーロ地域の中央銀行に対して当座貸越、当座借越の事態になることが防止された。

このような諸制約が維持されながらTARGET2に参加するよりも、つまり、CHAPSeuroを利用してイングランド銀行にユーロ建預け金を使った決済よりも、ユーロ地域の中央銀行、金融機関を使ったユーロ決済を行う方が、それらの制約から自由になりイギリスにとっては有利なことが次第にわかってきたのではないだろうか。TARGET2へ参加しなくてもロンドンにおけるユーロ・ユーロ取引には支障がないと判断されたのだろう。

そこで、08年以降のユーロ・ユーロ取引の進展をみてみよう（第6表）。2008年第1四半期に在英金融機関の対外取引はピークに達していた。しかし、アメリカ発の金融危機の影響を受

第6表 在英金融機関の通貨別対外取引 (2)

(単位：億ドル)

	債務				
	2007, Q4	2008, Q1	2008, Q4	2009, Q4	2010, Q2
ドル	27,136	28,744	22,996	22,100	21,216
中央銀行	2,625	2,454	1,508	1,148	1,136
海外の銀行	14,642	16,371	13,375	12,604	11,495
その他の非居住者	9,869	9,919	8,113	8,348	8,585
ユーロ	21,683	24,391	19,313	19,080	16,986
中央銀行	1,398	1,544	638	629	626
海外の銀行	14,379	16,191	12,979	12,655	10,861
その他の非居住者	5,906	6,656	5,696	5,796	5,499
スターリング	12,643	12,924	8,380	8,735	8,226
円	3,471	4,516	2,924	1,989	1,923
スイス・フラン	790	902	705	607	562
その他	3,304	3,719	2,644	4,866	2,517
合計 (全通貨) ¹⁾	73,025	79,468	61,192	59,883	56,101
中央銀行	5,917	5,841	3,243	2,618	2,727
海外の銀行	42,038	46,692	35,965	33,844	30,341
その他の非居住者	21,114	22,669	17,777	18,530	18,375
国際証券発行 ²⁾	3,956	4,265	4,208	4,890	4,697

注：¹⁾ 未分類を含む。²⁾ 英国外で発行された在英金融機関の証券。

出所：Bank of England, *Monetary & Financial Statistics*, の各号の Table c3.3 より。

けてその後取引規模が大きく減少している。総債務で見ると、08年第1四半期に7兆9468億ドルであったのが、同年第4四半期には6兆1192億ドル、09年第4四半期には5兆9883億ドルへの減少である。ドルとユーロをみると、08年第1四半期にドルは2兆8744億ドル（全体のうちの36%）、ユーロは2兆4391億ドル（31%）、同年第4四半期にドルが2兆2996億ドル（38%）、ユーロは1兆9313億ドル（32%）、09年第4四半期にはドルは2兆2100億ドル（37%）、ユーロは1兆9080億ドル（32%）へ減少している。08年第1四半期から同年第4四半期にかけての減少が大きい。しかし、ドル比率は36%から37～38%、ユーロの比率も31%から32%とほとんど変化していない。

以上のようにイギリスがTARGET2とのリンクからはずれて、そのことが主要因でユーロの取引が08年第2四半期以後減少したとはいえない。ドルや他通貨とともにリーマン・ショックに代表されるアメリカの金融危機によってユーロの取引額が減少したものと考えられる。ということは、旧来のTARGETが機能していた時期にイギリスは諸制約の下でTARGETにリンクしていたのであるが、TARGET2からはずれて諸制約から自由になったほうがイギリスにとってはユーロ・ユーロ取引に有利であるということがはっきりしたということになろう⁴⁵⁾。

Ⅲ、まとめに代えて——決済機構からみた「欧州版IMF」設立の意味——

さて、TARGETを通じての民間部門によるユーロ資金の決済の結果、ユーロ地域の中央銀行間にはTARGET Balancesが形成される⁴⁶⁾。ユーロ建の経常黒字が現われれば、その国の中央銀行のTARGET Balancesは債権が増加（債務が減少）し、その国のユーロ建対外投資が進行すればその国の中央銀行のTARGET Balancesは債務が増加（債権が減少）する。したがって、ユーロ地域の国のユーロ建の経常収支と資本収支（銀行部門、誤差脱漏を含む）の合計（＝「総合収支」）が赤字であれば、その国の中央銀行のTARGET Balancesは赤字＝債務の増になり、逆に「総合収支」が黒字であれば、その国の中央銀行のTARGET Balancesは黒字＝債権の増になる。

以上のことを前提にして、ギリシャ等の財政危機がもたらす経緯をTARGET Balancesの視点から簡単に述べておこう。ギリシャ財政危機によって同国の国債を保有していた各国の金融機関は国債を売却するであろう。この場合、3つの場合がありうる。ユーロ圏以外の金融機関が資本逃避を引き起こす場合、ユーロの為替相場が下落し、ギリシャがユーロ参加国でなければ通貨危機が発生したであろう。金融機関がギリシャの金融機関であれば、経営悪化が進行し金融機関危機が発生し、アジア通貨危機の場合のように、一国全体の経済危機に進行していくだろう。その場合、ECBはギリシャの金融機関に融資を行いうるであろうか。ECBの通常のオペレーションは入札制度であり（満期は2週間、3ヶ月）、ギリシャの銀行が十分な入札がで

きない可能性もある。また、限界貸付ファシリティは翌日物であり、ECB から通常の長期融資は困難である。金融機関危機への救済は難しい。すぐのちに見るような政府間の支援が不可欠になってくる。

さらに、金融機関がユーロ圏の金融機関であれば、ギリシャ国債の売却とギリシャからの資本逃避は進行する（したがって、ギリシャ金融機関の経営悪化が進行）が、通貨危機とはならず TARGET Balances の累積につながっていくであろう。ギリシャからの資本逃避は、ギリシャから他のユーロ地域へのユーロの支払が急増していくことであるから、ギリシャ中銀のユーロ地域の他の中銀への債務増（＝ユーロ地域の他の中銀のギリシャ中銀への債権増）となって、「自動的ファイナンス」が行なわれる。

つまり、ギリシャなどのユーロ参加国からユーロ資金が流出して（資本逃避の進行）危機が発生しても、その国の TARGET Balances は債務が急増し、ユーロ地域の他の中央銀行の TARGET Balances の債権が積み上げられていくことになる。したがって、ギリシャなどの危機に陥った諸国でもユーロ取引に関する限り外貨準備を失うことなく（したがって通貨危機に陥ることなく）、「自動的」にファイナンスされる。

第7表をみられたい。これはドイツ・ブンデスバンクのユーロシステムに対する債権を表わしており、この中に TARGET Balances が含まれている。債権が2006年末に183億ユーロであったのが、07年から急増し、07年末に841億ユーロ、08年末に1287億ユーロ、09年末に1899億ユーロ、10年9月には3220億ユーロにまで増加している。

通常の状態であれば、ユーロ地域諸国の「総合収支」赤字は短資市場での資金逼迫をもたらし、金利を引き上げ、短資流入を引き起こして TARGET Balances の「均衡化」をもたらすであろう（第7表によると06年末まではブンデスバンクの債権は増減が繰り返されている）。しかし、ギリシャ危機、ポルトガル危機、アイルランド危機などの時期においてはこのような「均衡化」は生じない。この TARGET Balances の不均衡の拡大的累積が進むだけである。この事態はユーロ決済制度の高度化を実現させても解決できるものではない。小論の第1節の末尾(14ページ)に、「国家統合が果たされないままの（＝各国の経済主権がほとんど維持されながらの）単一通貨制度の決済機能の高度化は、単一通貨制度に固有に存在する問題を解決することにはつながらず、それをより鮮明にすることになろう」と述べたことはこのことである。

第7表 ドイツ・ブンデスバンクの TARGET Balances ¹⁾

(単位：億ユーロ)

1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010.9
397	66	174	185	180	208	428	183	841	1,287	1,899	3,220

注¹⁾：ブンデスバンクのユーロシステム内におけるクロスボーダー債権。年末、月末。

出所：Deutsche Bundesbank, *Monthly Report*, Oct. 2010, External position of the Bundesbank in the euro area (p.73) より。

さて、上述の事態はユーロの不安定化をもたらしかねない。ドイツなどの中銀のギリシャ、ポルトガル、アイルランド等に対する TARGET Balances の累積を他の形態へ移行させる必要がでてくるだろう。この必要性が、これらの諸国への「欧州安定メカニズム」(政府間の支援、「欧州版 IMF」) 設立⁴⁷⁾ を促すことになったと思われる。ドイツ等は TARGET Balances の不均衡の拡大的累積(債権の累積)がむしろ「人質」となって、そのために「メカニズム」の設立に乗り出していかざるを得ない状況に追い込まれていったといえよう。

(脱稿, 2011年2月6日)

注

- 1) 拙稿「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——」『立命館国際研究』14巻1号, 2001年6月。同論文はのちに以下の拙書に所収。『ドル体制とユーロ, 円』日本経済評論社, 2002年, 第8章。
- 2) 筆者の以下の論文を参照されたい。奥田宏司「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。
- 3) 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が大きく減少させられる。EU各国は通貨統合にむけて「RTGS=即時時点決済」化の準備を行ってきた。
- 4) TARGET Balances 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 などである。TARGET2への移行後の文献、ECB, *TARGET Annual Report 2008* にも TARGET Balances という用語は見られない。したがって、TARGET を解説した種々の邦語文献にもこの用語は見られない(日本銀行『決済システムレポート, 2007-2008』2008年, 中島真志, 宿輪純一『決済システムのすべて, 第2版』東洋経済新報社, 2005年)。この用語はドイツ・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、TARGET を利用した 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 ECB において記帳されているということである。ドイツ・ブンデスバンクのいう TARGET Balances は国際収支表の Financial account における Bundesbank の項をみればよい (*Monthly Report* にもその記述がみられる。例えば, Jan.2001, pp.13-14)。Monthly Report の以前の統計欄では External position of the Bundesbank in the European monetary union の「Claims within the Eurosystem」がそれにあたる。現行の Monthly Report (2010年)では「External position of the Bundesbank in the euro area」の欄の「Claims within the Eurosystem」の項目をみればよい。また、注において The balances in the Bundesbank's cross-border payments within the Eurosystem と記されている。

欧州中央銀行等の TARGET について説明する文書に「TARGET Balances」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。後掲の大橋氏の論文 (Box2)、前掲の中島、宿輪の著書 (158 ページ) で記載されている TARGET につながっている中央銀行どうしの「当座貸越、当座借越」(Overdraft) が

それにあたる。

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。これはドイツ・ブンデスバンクの TARGET Balances という用語の使い方と異なり、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 (後述)。

- 5) 前掲 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. しかし、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。
- 6) 前掲中島真志、宿輪純一『決済システムのすべて、第 2 版』2005 年、156 ページ参照。
- 7) ECB, *Monthly Bulletin*, Nov.1999,p.44.
- 8) 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、Box2, 中島、宿輪、前掲著書、158 ページ参照。
- 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 BOX5 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) 2003 年までの TARGET の利用状況については、井上真維「EU 短期金融市場とユーロ・ユーロ取引」『立命館国際研究、修士論文集』創刊号、2006 年 3 月を参照されたい。
- 14) とはいえ、ギリシャ危機のような事態が生じたときには、短資市場間の資金移動によっては TARGET Balances は均衡せず、むしろ拡大し、特定の中央銀行に累積することになる (後述)。
- 15) Deutsche Bundesbank, *Monthly Report*, Jan.2000,pp.21-22. また、ECB も次のように述べている。「TARGET はユーロ建の統合金融市場の創設にとって必要な装置であり、統合された金融市場は統一的な金融政策の実施の前提条件なのである」(ECB, *Annual TARGET Report*,2008,p.8)。
- 16) ドイツ・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なうようになったことである (*Ibid.*,p.24)。
- 17) *Ibid.*,p.24, 短期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。
- 18) Deutsche Bundesbank, *Monthly Report*, Jan.2000,pp.24-25.
- 19) 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。
- 20) Deutsche Bundesbank, *Monthly Report*, Jan.2000,p.17.

- 21) *Ibid.*,p.16.
- 22) それ以後の準備期間は、金融政策方針が決められる政策決定会議後の最初の主要リファイナンス・オペの決済日から翌月のオペの決済日の前日に終了することになった (ECB, *The Monetary Policy of the ECB*, Jan.2004,p.78, 前掲井上論文, 50 ページ参照)
- 23) 期間 2 週間と 3 カ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。
- 24) 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。
- 25) 分散型のシステムとして TARGET が発足せざるを得なかった背景には、通貨統合をともかくも実施すること、そのために「最小限度の調和」と既存のインフラを活用させることを優先させたことがある (中島、宿輪、前掲書 159 ページ参照)。
- 26) ECB, "Ten years of TARGET and the launch of TARGET2" in *Monthly Bulletin* Nov.2008pp101-103.
- 27) *Ibid.*,pp.101-105, 日銀『決済システムレポート 2007 - 2008』2008 年, 54-56 ページ, ECB, *TARGET Annual Report 2008,2009*,pp.10-11,pp.41-45 など。
- 28) ECB, *Fifth Progress report on TARGET2*, Attachment 2, p.5. ECB, *Monthly Bulletin*, Nov.2008,p104.
- 29) *Ibid.*,p.101, 日銀『決済システムレポート 2007 - 2008』2008 年, 55 ページ。
- 30) *Ibid.*,p.101, 日銀『決済システムレポート 2007 - 2008』2008 年, 54 ページ。
- 31) ECB,*TARGET Annual Report 2008,2009*,pp.41-43.
- 32) *Ibid.*,p.12.
- 33) ECB, *Third Progress Report on the TARGET Project*, Nov.1998,p.3.
- 34) 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)。
- 35) BoE, *Practical issues arising from the Euro*, June 1999,p.54.
- 36) ECB, *Thind Progress Report.*, p.4.
- 37) BoE, *Practical issues arising from the Euro*, June 1999,p.50. 大橋千夏子, 前掲論文, Box2, 中島、宿輪, 前掲書, Box6-1 も参照。
- 38) ECB, *Thind Progress Report.*, p.3.
- 39) 奥田宏司『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。
- 40) 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。
- 41) BoE, June 1999,pp.27-28.
- 42) ECB, "Ten years of TARGET and the Launch of TARGET2" in *Monthly Bulletin*, Nov.2008,p.103, Bank of England, *Payment System Oversight Report 2007*, Feb. 2008,No.4,p.12.

- 43) デンマーク, ラトヴィア等のユーロ未参加の EU 諸国の多くは TARGET2 へ参加している。
- 44) Bank of England, *Payment System Oversight Report 2007*, Feb. 2008, No.4, p.12.
- 45) このことから, イギリスのユーロへの参加の意義は後退したといえるだろう。ギリシャ危機, ポルトガル等の危機とあいまって (後述)。
- 46) 民間部門が EURO1 などのネットの決済機構を利用しても, それらの決済機構の最後の帳尻は TARGET を使って決済されるから最後には TARGET Balances として現われる。
- 47) 2010年12月17日, 各紙。

(奥田 宏司, 立命館大学国際関係学部教授)

On TARGET2 —TARGET Balances and ESM—

TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system) began operations on January 4, 1999 at the same time as the launch of the euro. Since then, TARGET has operated successfully. However TARGET has revealed some weaknesses. In order to overcome them, the Eurosystem decided to introduce a new payment system, TARGET2. We have to examine some characteristics of TARGET2, which were designed to improve the system, and their implications.

Furthermore, it is necessary to pay special attention to the TARGET balances between Central Banks, the result of the settlement of accounts between banks which made use of TARGET2, especially the huge accumulation of TARGET balances in some Central Banks in the euro area, triggered by the Greek crisis, which led to the establishment of ESM (European Stability Mechanism).

(OKUDA, Hiroshi, Professor, College of International Relations, Ritsumeikan University)

