

ユーロの動向と海外投資家の対日投資

代田 純

はじめに

駒澤大学の代田と申します。御紹介いただきましたように、一九九一年に大阪の北浜の研究所のほうで採用いただきまして、そのとき以来、もうかれこれ二五年程度、証券界にお世話になっております。まことに有難うございます。

そういったわけで、今年で大学教員二〇年目でございます。数えてみえましたら、ゼミの卒業生は三〇〇人程度になっております。そのうち一五

名の教え子が証券界に入って活躍しております。

今年も内定をいただいた学生が三名おります。そういった意味でも感謝申し上げます。でございます。

立命館大学にいたころはヨーロッパ経済の担当でしたが、駒澤に来てからは金融論の担当ということで授業をやらせていただいております。

本日の話の概要ですが（文末添付資料2ページ参照）、前半部分では、ユーロの現状について、ドイツとギリシャ、キプロス、このあたりを中心にお話ししたいと思います。最初に結論的なこと

を申し上げてしまいますと、当面、不安定な状況は続くでしょうが、ユーロ崩壊だとか、ギリシャがユーロから出ていく、いわゆる Grexit、Greece への Exit を足して二で割ったような言葉ですけれども、こういった可能性は現状では極めて小さいだろうと思います。ただし、折に触れて出てくると思いますが、個人の見方としては、現在のユーロの小康状態というのは、七割程度はアメリカの Q.E が縮小されず延長されていることによって支えられており、ユーロも、アメリカの Q.E 縮小が本格化すると、また不安定な局面を迎えるということは否定できないだろうということが一つあります。

また、今後のユーロの一つの懸念材料は、年末に本場にドイツの政権がうまく成立するのかどうかということですが、メルケルは非常に高い支持率を持っていますが、連立のパートナーとして社民

党ということになっていまして、社民党は党内投票にかけて年末までに対応を決定するということでも、もし年末にコケますと、ユーロにとつては大変な事態、銀行同盟等にもかなり影響が出ると言われています。この問題を後ほどやや詳しくお話しさせていただきますと思っております。

後半は、釈迦に説法になるかもしれませんが、現在、二〇〇五年以来の海外投資家の大幅な買い越し状況ということで、株式市場は海外投資家の買い越しが非常に大きくなっています。バブル崩壊以降、海外投資家の買い越しが大きくなったのはこれで三回目ですけれども、今回の大きな特徴は、単なる買い越し、現物のほうの買い越しが大きくなったということではなく、デリバティブの売買額が非常に大きくなっているということです。

大きな流れとしては、そういったことを中心に

今日はお話しさせていただくつもりです。

一、ユーロの動向

(1) ドイツ

(財政指標はドイツ良好、イギリスは悪化)

最初に、ドイツとの比較でイギリスについて触れたいと思います。といいますのは、銀行のペイライン、ペイルアウトという非常に重要な問題にかかわってくるからです。

資料三ページを見ますと、二本のうち上の折れ線グラフ(右目盛り)がドイツですが、二〇一二年は単年度の財政赤字に転じており、ドイツの財政状況は非常に好転しております。かつてはイギリスとほぼ同じでしたが、イギリスは非常に悪化してしまいました。かなり改善しつつありますけれども、依然としてイギリスは、対GDP比でマ

イナス六%ほどの単年度の財政赤字があります。

累積債務残高は縦棒のグラフです。かつてイギリスの債務残高はドイツよりかなり小さかったですが、今では逆転してしまって、ドイツよりもイギリスの債務残高のほうが対GDP比でも大きい、こういった状況になっています。

(RBS等銀行への公的資金注入が元凶―二〇兆円近く投入)

こうなってしまった要因はほかにも幾つかありますけれども、最も大きな要因は、RBS (Royal Bank of Scotland) 等銀行への公的資金注入が元凶であるということです(資料4ページ)。為替レートをどう見るかということにもよりますが、非常にざっくり言って、二〇兆円近いお金が、イギリス政府、財政資金からRBSやロイズに投入されてきています。

棒グラフが公的資金の注入額です。RBSの場合には四五〇億ポンドが投入され、ロイズの場合にも二五〇億ポンドを超える金額が投入されてきています。直近のデータでも、この黒い点が政府の持ち株比率ですが、RBSの場合、八〇%程度の保有比率になっています。最近の報道によりまずと、ロイズのほうは、政府が持ち株を売却して財政資金を回収できるという状況が出てきているようですが、RBSは依然不透明ということ、まだまだ財政資金の回収が難しい状況にあると言われています。

(EUでの銀行破綻処理―バイルアウトからバイルインへ)

どうしてこの問題に触れたかといいますと、EU全体の銀行の破綻処理のスキームが、従来の財政負担というバイルアウトから、社債の保有者

や預金者に破綻処理の負担を求めるバイルインに大きく流れが変わってきているという状況があるからです(資料5ページ)。

御承知のように、バイルアウトは銀行の利害関係者の外に負担を求めるということで、社債の保有者や預金者、株主に負担を求めるのではなく、納税者に財政負担を求めます。ところが、今年の三月に行われましたキプロスの銀行破綻処理の場合にはバイルインで、優先債を含む社債の保有者に負担を求めた、債権放棄をさせた。それから、預金保険の上限額が一〇万ユーロですけれども、これを超える預金者には負担を求めたということ、現状では四七・五%の削減、要するに預金額をへアカットしてしまっているわけです。「半分は全くないよ」と。さらに、現状では一〇%のみを現金で返すということしかやっていません。預金者にとっては非常に厳しい内容で、ロシア関係

などもあると思いますが、いずれにせよ、預金者に負担を求めたことで財政負担が軽減されています。恐らくこれは、キプロスだけの問題にとどまることはなく、今後のEUでの銀行破綻処理の一つの事例になっていく可能性が極めて高いと思われます。

そういったわけで、公的資金の回収については、ロイズはかなり見えてきていますが、RBSは当面困難のように思われます。

(ドイツは財政黒字―旧東独の経済向上がメルケル支持増)

他方、ドイツは現在、財政黒字が定着しています(資料6ページ)。棒グラフ(右目盛り)が累積財政赤字です。ピークを越えて減ってきています。単年度の財政赤字が一番下の折れ線グラフ(左目盛り)ですが、これで見ましても大体ゼロ

%ということ、昨年は財政黒字を達成しました。

さらに、強調しておきたいことは失業率です。一番上の折れ線が旧東独地域の失業率、二番目が旧西独地域の失業率です。旧東独地域でも一〇%を少し超えるぐらいまで失業率が下がってきています。ただ、これは、メルケルの改革のおかげというよりは、前任のシュレーダー時代の改革の影響が大きいです。しかし、メルケルは旧東独出身の物理学者です。そういうこともあり、この失業率の低下、特に旧東独地域での失業率の低下は、メルケルにとっては非常に大きな追い風になっています。

(一般政府で二〇一二年財政黒字)

資料七ページは、一般政府で単年度の財政収支がそれぞれの政府レベルでどうなっていたかとい

うことを示しています。リーマンショックの影響もあり、二〇一〇年あたりはさすがにドイツでも、イギリスほどではないにせよ、銀行に対する公的資金の注入が実施されましたので赤字も大きくなっていますが、現在はそこから立ち直つて、一般政府レベルでも黒字が達成されています。

(税収の伸びが所得税中心に好調)

どうしてそこまで財政収支が好転しているのかといいますと、一番基本にあるのは、税収の伸びが非常に好調だということです。とりわけドイツの場合には、所得税を中心として直接税の税収が非常に伸びている(資料8ページ)。棒グラフ(左目盛り)が政府レベル別の税収額で、折れ線グラフ(右目盛り)が合計増減率ですが、二〇〇九年から一挙に上がり、二〇一一年には九%近い

増収率ということで税収が非常に大きく伸びています。ここで言っている所得税とは、日本というところの個人所得税並びに法人税を含む税収です。

(純賃金の伸び率三〜四%増が継続)

その中でも、どこが最も所得税を中心とする直接税の増収に寄与しているかといいますと、純賃金の伸び率です。純賃金とは税引き後の可処分所得のようなものですが、その伸び率を見ますと(資料9ページ)、二〇一〇年、二〇一一年、二〇一二年、そして今年の第1四半期と、概ね4%の伸び率が続いておりまして、これが直接税収の伸びに非常に寄与しています。

(二〇一二年、ドイツは約一九〇〇億ユーロの貿易黒字)

では、どうしてそんなに賃金が伸びるのかということになるわけですが、ほかにも幾つか要因を挙げることはできませんけれども、最も基本的で最も影響が大きいと思われるのが、輸出が好調であるという点です(資料10ページ)。昨年ドイツは、約一九〇〇億ユーロの貿易黒字を達成しており、三本の棒グラフのうち、一番左が輸出額、真ん中が輸入額、右が貿易収支ですが、二〇一二年においてドイツの貿易収支は一八八〇億ユーロということ、中国を上回って世界最大の貿易黒字国になっています。このように輸出が好調であることが賃金の伸びに最も寄与していると思われる。

(ドイツ、輸出が新興国向けで好調)

資料一ページは輸出の内訳です。対フランス、対アメリカ、対日本、対中国について、輸出額がどれぐらいで推移しているかということ、二〇一〇年から二〇一二年に関して見えています。EU内部ではフランスが最も輸出額が大きい相手国ですけれども、最近はそのほど伸びてきていません。ドイツのブンデスバンクの方と話しているも、今はもうユーロ圏内で輸出を伸ばそうという意識をドイツ人は余り持っていないようです。どちらかというと、中国など新興国向けの輸出が現在には非常に伸びているし、今後そこを伸ばしていきたいということのようです。

フィナンシャル・タイムズの写真で一度見たことがありますが、中国共産党の大会がありますと、一台八〇〇万円くらいする黒塗りのアウディがズラッと並ぶわけです。中国共産党のほとんど

の幹部がアウデイに乗って動いている、こういった状況が現在生まれているということです。

(ユーロ圏の対外経常収支は大幅改善)

今の問題と関連して、ドイツに限らず、ユーロ圏全体を合計した対外経常収支は、現在、非常に改善されてきています。資料一二ページの棒グラフの右がドイツで、左がユーロ圏全体です。基本には、ドイツの経常収支黒字が全体を支えているということが以前からあるわけですが、二〇一〇年から比べますと、ドイツ以外の、南欧も含めたユーロ圏全体の対外経常収支は大幅に黒字になってきております。もちろん、南欧からの輸出がある程度伸びているという面もあるとは思いますが、景気が悪くなったことによって輸入が減り、経常収支が貿易収支を中心として改善した、この要因が極めて大きいと言われています。

(ユーロの為替レートはドイツ経済からは割安な水準)

このように、ユーロ圏全体の経常収支は改善しており、為替レートも現在は一三三円などかなり高くなってきていますが、ドイツ経済の実力からすると、かなり割安な水準になっています。つまり、ユーロの為替レートというのは南欧も含めて評価されますので、ドイツの実力からすると極めて安いということです。

このデータ(資料13ページ)は、上の折れ線が実効名目レート、下が実効実質レートですが、特に強調したいのは実効実質為替レートです。ドイツの実力からした場合、ユーロの為替レートはどのくらいの水準になるかというと、一九九九年を一〇〇としたときに、昨年のところまで見ても九〇ぐらいまで下がっているということで、ドイツの輸出にとっては追い風になってきたと思います。

日本人の感覚からすると、ユーロ危機なのに、ドイツはなぜ援助をあんなに小出しにしているのかとよく言われますけれども、実は、それは見方が逆なのではないかと私は思っております。つまり、南欧経済がガタついて、ユーロが売られて安くなったときに、為替レートからするとドイツにとってはメリットが大きい。即座に大規模かつ本格的な援助をするよりは、小出しにしていたほうが自国の利益になりやすいということで、メルケルは決して口には出しませんが、むしろ意図的に小出しにしているのではないかと個人的には見ております。

(国債残高は微増、外国人シェアは六〇%)

そういったわけで、現在、ドイツ経済は全体としては好調で、財政収支も良好ですので、国債残高は、中央政府、州政府ともに微増にとどまって

います(資料14ページ)。なおかつ、ドイツ国債、いわゆるブンドですけれども、海外からの信認も非常に厚く、外国人の保有シェアも伸びてきております。ユーロ圏内も含め、昨年の外国人シェアは約六〇%でした。我が国の場合は上昇して八%から一〇%ぐらいの間ですので、ドイツとは非常にコントラストを描いているということになるかと思えます。

(公債の純発行額は減少し、残高にブレーキ)

同じようなデータですが(資料15ページ)、地方債や州政府債も含めて、ドイツの一般政府の公債の発行額はネットで見ると減少しております。そういったこともありまして、全体的にブレーキがかかっているという状況です。

(二〇〇九年、憲法改正で、債務ブレーキを導入)

ドイツでは二〇〇九年に憲法を改正して、デットブレーキ条項を導入しています(資料16ページ)。債務をこれ以上増やさないという歯止め条項です。ドイツの憲法であるドイツ基本法一〇九条と一一五条にこの条項を入れて、均衡財政を憲法上も義務づけました。国債発行の対GDP比〇・三五%以内を均衡財政としています。また、赤字国債発行による新規債務負担を禁止するという条項を現在入れております。連邦政府だけではなく州政府にも適用し、一般政府全体で債務ブレーキが適用されるということです。

ただし、緊急事態に備えて全くクッションが置かれていないかという点、そうではなくて、景気調整や非常事態の場合には、均衡財政は例外とされています。しかし、憲法上、債務ブレーキ条項を入れたというのは一つの意味があるのではない

かと思えます。

(長期国債利回りは長期低下だが、今年は反転)

ドイツの長期国債利回りは二〇〇〇年から、九年債、一〇年債の利回りを見ましても、低下傾向にあります(資料17ページ)。かつては五%ぐらいあったわけですが、二〇一二年には一・五%まで下がってきております。今年四月以降やや上がっていますけれども、これは、ユーロ圏内の問題というよりは、アメリカのQEの影響が若干出ているのではないかというような受けとめ方を私はしております。

(短期債の長期借換が進む)

満期構成でどうなっているかといいますと(資料18ページ)、基本的には短期債の長期借換が現在進んでおります。例えば、二年未満の非常に短

目のものが三八・八%あったものが、直近では三五・八%まで下がってきております。逆に、長期債に近いところ、八年から一〇年のところで見た場合、二〇一〇年には七・五%ぐらいだったわけですが、今年の六月では九・九%までということですが、長期債の比率が上がってきており、政府財政としては好ましい展開になってきています。

(ECBの国債保有は減少、長期レポオペも減少)

危機対応として、中央銀行の国債保有はどうなっているか(資料19ページ)。ECBによる長期レポオペは一年以上、場合によっては三年という長期のレポオペが実施されてきたわけですが、二〇一二年三月がピークで、一兆ユーロ程度ありました。しかし、一番新しいデータで見ますと、九月段階で六七〇〇億ユーロということで、長期レポオペの残高は半分近くまで大幅に減ってきて

おります。

もう一つ、ドラギECB総裁は、いざとなれば幾らでも買い取ります、ユーロを守るためには何でもやりますと言っていました。が、全く買い取っていません。「ECB金融政策目的の有価証券」のところを見ていただくとわかりますが、実質的にはほとんど増えていません。二〇一二年三月がピークで二八〇〇億ユーロ。その後、二四七〇億ユーロぐらいいまで減ってきております。結局、買い切りオペもECBの場合にはほとんど行っていないということになります。

それから、内数としてドイツのブンデスバンクの金額があるわけですが、レポオペもわずかです。保有している有価証券もわずかということ。恐らく持っているのは南欧の中央銀行であろうと思われれます。

(ユーロ圏銀行の公債保有は自己資本と同額まで増加)

他方、民間銀行の公債保有がどうなっているかというと(資料20ページ)、中央銀行とは対照的に、足元で見ても実は結構増えています。左側の棒グラフが民間銀行による公債保有で、地方政府債も含む一般政府全体の債券ですが、地方政府債も含まれる。また、それを内数とする民間銀行による債券保有の金額も、徐々にではありますが増えてきているということで、対総資産比率を計算してみると、これは公債だけのデータですけれども、直近では九%を超えるぐらいのところまで保有が増えてきています。

レポオペでECBがお金を貸し出したものから、そのお金で民間銀行が自国の国債を買ったということが一つのきっかけになったわけですが、今一番大きな問題はバーゼルⅢの問題です。

バーゼルⅡでも国債保有のインセンティブが働くということはかねがね言われていたわけですが、今後バーゼルⅢになっていった場合、ますます国債保有のインセンティブが働くだろうと言われていきます。なぜそうなるかといいますと、流動性リスク指標などの問題がバーゼルⅢではかなり重視されてきていて、流動性との関係でいくと、どうしても銀行は国債を持たざるを得ないということ、世界的に、バーゼルⅢへの対応で銀行の公債保有はふえていく可能性が極めて高いということです。フィナンシャル・タイムズも二、三日前にそういったような記事を書いていましたし、私も今年の秋、金融学会や証券経済学会など、いろんな場でそういったことを勉強しました。

そういうこともあり、ユーロ圏の民間銀行の公債保有は足元で見ても増えてきているということ、今後何の問題もなければいいのですが、自己

資本、これは単純なバランスシート上のキャピタルで計算しているのですけれども、公債保有の金額は大体それと同じぐらいの金額です。したがって、ティア1とかコアティア1とか、もっと狭い自己資本をとりますと大幅に超過している状態になっています。したがって、万が一、QE縮小が行われてユーロ圏の国債の金利が上がったりしますと、依然危なっかしい状態は続いているということになるかと思えます。

(ターゲットII残高(南欧中銀との未決済)も減少に向かう)

もう一つ、ドイツにとっての問題ですが、ターゲットII残高の問題があります(資料21ページ)。これはどういう問題かといいますと、一時期、南欧の民間銀行の資金調達がかかなり厳しくなりました。したがって、南欧の民間銀行の資金調達が進

みませんので、南欧の中央銀行との間で、ドイツのブンデスバンクは貸出のままという状態が非常に増えていきました。それが結局、ユーロシステムの中では、ターゲットII残高の上昇という形であらわれるわけです。返済してもらえなければ不良債権になってしまうということで非常に懸念されましたが、ここ半年間ぐらいで南欧の民間銀行の資金調達がかなり戻ってきておりまして、この問題についても、一応、現在のところは鎮静化しています。

御承知のように、ヨーロッパの銀行というのは市場性資金の調達比率が非常に高いです。CPや債券の調達比率が高くて、日本の銀行のようにリテールの預金で調達するという比率が非常に低い。したがって、マーケットが危機に陥ると一気に資金調達が困難になる、こういった構図になっています。

(連邦議会選挙、CDU圧勝、得票率で反ユーロ
(AFD)善戦)

今日、一番注目してお話ししようと思っていることは、今後ドイツの政権がどうなるかという問題です。

今年の九月二三日に行われた連邦議会選挙の得票率について、二〇〇九年と比較してみました(資料22ページ)。結論としては、キリスト教民主同盟(CDU)が四二%程度の得票率を得て大勝しました。大枠としてはそういうことですが、一つの注目点は、反ユーロを掲げているAFD(Alternative für Deutschland「ドイツのための選択肢」)がかなり善戦したことです。彼らはユーロを廃止しろということを言っています。覆面をかぶってベルリンの広場で、多分にせものだと思えますが、ユーロ紙幣に火をつけているような人たちです。この人たちの政党がかなり善戦し

て、今回四・九%程度の得票率ということになりました。

(議席数でCDUが過半数に迫る一方、FDPは五%未満で九三議席を失う)

もう一つの問題は、長年CDUのパートナーだったFDPが今回は大きく得票率を減らし、五%に届かなかったことです(資料23ページ)。ドイツには「五%条項」というものがありまして、得票率が五%に届かないと一議席ももらえません。その結果、反ユーロは議席ゼロでしたが、メルケルの長年のパートナーだったFDPも今回はゼロになってしまったわけです。そこで、どうするか。選択肢としては、環境政党の緑の党と社民党(SPD)ということで、今回SPDは、二〇〇九年と比べると議席数を伸ばしました。ところが、SPDの二〇〇九年の議席数自体も戦後最低

数です。したがって、非常に危機感を持っていることに変わりはありません。

(連立政権の枠組み決定は年末か)

連立政権の枠組み決定は、恐らく年末になるだろうということですが(資料24ページ)。今お話ししたように、SPDとの連立が最有力ですけれども、SPDは非常に慎重になっております。二〇〇五年から二〇〇九年の第一次メルケル政権時に連立で参加しましたが、それが終わった二〇〇九年の総選挙で惨敗したため、メルケルに協力して、負けるのは俺たちじゃないかという危機感を非常に強く持っています。そこで、党内投票にかけて参加するかどうかを決定すると言っています。

第二の選択肢は環境政党的緑の党でしたが、もともと右派と左派のちゃんぽんみたいな政党で、

左派が強力に反対し、今日現在ではほとんど流れています。また、スキャンダル問題というのもあり、実質的に緑の党との連立は、現在はもう流れております。

二〇一四年五月にEU全体の議会選挙が実施されるのが既に決まっております。銀行同盟等、年内決着が不可欠だということです。御承知のように、現在、銀行同盟が進んでいて、銀行監督の一元化等ではある程度目途はついているのですが、問題は、破綻処理、預金保険の問題です。これについては実質的にほとんど話が出てきません。スペインやイタリアの銀行が破綻したときに、どこの国の銀行からお金を持ってくるのかという話です。これはすんなりいくはずがないわけです。ということ、その問題については、今ほとんど話が出ていませんし、進んでいません。その問題も含めて年内に決着しなければ、大幅に先

送りになるだろうというのですが、肝心のドイツの政権のほうが固まらないというわけです。

(SPDの連立参加条件)

SPDは連立の参加条件として幾つかのことを挙げています(資料25ページ)。ポイントとしては、一〇月二〇日にガブリエル社民党党首が、選挙が終わって一カ月してからようやく「検討を開始します」と言っています。ここが日本との大きな違いで、政治的民主主義が徹底しているので非常に時間がかかるわけです。ところが、市場のほうのヘッジファンドなどは〇・〇〇何秒という話ですから、そこに物すごいギャップが生まれてしまうというのが、この間のユーロの一つの大きな問題点だろうと思います。

最低賃金制の導入ということを非常に強く言っております。また、高所得者への増税について選

挙中はいろいろ言っていたのですが、今回は言及しておりません。恐らくこの点では妥協するのではないかと思います。

党首自身、クリスマスまでには次期政権が決まるだろうということで、四〇万人の社民党党員が認めなければだめだということを先月二〇日段階でも言っています。

(最低賃金導入が新政権の検討課題)

ドイツには現在、最低賃金制がありません(資料26ページ)。なぜかという点、ナチスが戦時中、労使関係に介入したということ、それへの反省から、政府は労使間の問題には介入しないということになっています。EU二七カ国中二一カ国が最低賃金制を持っていて、残りの国でも大方労使間で合意しています。SPDは、時給八・五ユーロの全国一律最低賃金を選挙のスローガンで

掲げておりまして、連立政権で主要な論点になっているところではあります。他方、ドイツ連銀や経済界のほうには、国際競争力をそぐ、雇用機会を減らすということで批判をしているというのが現在の状況です。

(EUの最低賃金制でドイツの水準は平均よりやや高い程度)

これ(資料27ページ)はEUの最低賃金制のデータですが、ドイツの最低賃金を時給八・五ユーロ、一日七時間労働で月当たり二〇日働くということで推定すると、イギリスと同じくらいになります。真ん中よりはやや高いというところではあります、これでもかなりもめています。

(2) ギリシャとキプロス

① ギリシャ

(ギリシャ国債はヘアカットから漸増)

次に、ギリシャとキプロスの問題についてお話ししたいと思います。

ギリシャ国債全部の合計額を棒グラフで示しています(資料28ページ)。二〇一二年二月から三月がピークになっています。二〇一二年四月でヘアカットということになりました、かなり減ったことは減ったのですが、この一年を通してだんだん増えてきているという現状にあります。中身を見ますと、ほとんどがEU・IMF借入れで、公的などところ以外は新規で借入れができない状態です。

(資金調達には財務省証券公的機関)

ギリシャ政府の資金調達がどういった構成に

なっているかといえますと(資料29ページ)、財務省証券がほとんどで、非常に短期のものです。

これが四〇%強。それから、E F S F (欧州金融安定化基金)からの借入が四六%、I M Fからのローンが一〇%ということで、公的なところからの借入が五六%。一年未満の非常に短期のT Bが四割ということで、それ以外は借入ができないというのが現在の状況です。

(今年二〇〇億ユーロ、来年二五〇億ユーロの償還が予定)

債務の返済予定はどうなっているかということ、二〇一一年現在、二〇一二年現在、二〇一三年現在でそれぞれ、何年に幾ら返さなければいけないかを見ているものです(資料32ページ)。二〇一三年の返済予定額は減ってきてはいますが、それでも二〇〇億ユーロ返さなければいけない。

来年についても二五〇億ユーロ返さなければいけないという状況に現在ギリシヤは置かれていません。

(公務員給与・社会保障大幅削減、短期債の返済が四〇〇億ユーロに急増)

既に公務員の給与や年金は一割以上のカットがなされており、社会保障関係でもかなりのカットがなされています(資料33ページ)。他方、財務省証券での資金調達が中心になっておりますので、短期債の返済額は大幅に伸びてしまっているというのが現状です。

(歳出削減で失業率は二七%台、成長率はマイナス四〜五%台、財政赤字はマイナス一〇%台)

失業率は二〇一〇年は約一三%でしたが、直近では二七%まで上昇してきています(資料34ページ)

ジ)。また、実質GDP成長率は毎年約マイナス五%。さらに、二〇一二年も対GDP比で一〇%近い財政赤字が続いているということで、非常に厳しい状況であることに変わりはありません。

(今年一〜八月に財政収支は一段と悪化、二〇〇億ユーロの返済は困難に)

普通会計(一般会計)を見ても(資料35ページ)、昨年比べて今年のほうがもっと赤字額がふえております。こういった状況で、今年は二〇〇億ユーロ、来年は二五〇億ユーロを返すのは非常に厳しいと思われれます。

②キプロス

(キプロスの銀行はギリシャ国債を大量に保有、

破綻へ)

破綻したギリシャの国債を大量に持っていたの

がキプロスの銀行でした(資料37ページ)。キプロスは二大銀行体制で、バンク・オブ・キプロスとキプロス・ポピュラー・バンクという二つの銀行がありました。両方の銀行とも大量にギリシャ国債を持っておりましたが、ギリシャの国債は、CDS入札で元本に対して二〇%しか価値がないという評価になりましたので、ほとんど損失になってしまいました。それにより、今度はキプロスの銀行のほうで債務超過状態になってしまったということです。

(キプロスでバイルイン(銀行株主、債権者、預金者が負担)が今年三月実施)

その結果、初めにイギリスの銀行の破綻処理についてお話しましたが、キプロスの場合に財政負担はもうこれ以上できないと。そして、ドイツも非常に冷たい態度をとったわけです。ロシアと

の関係とかいろいろ言われておりますけれども、いずれにせよ、ドイツを中心とするユーロ圏の財務相会議等では、お金は余り出さないということでした。結果的に、キプロスの銀行はバイルインということで、銀行の株主、社債保有者、預金者が負担をするということで今年三月に実施されたわけです（資料38ページ）。潰すほうの銀行を分割して、バッドバンクについては預金者の預金で償却。社債保有者については、優先債も含めて債権放棄ということになりました。この問題は、現在でも、ヨーロッパの銀行社債の発行市場にとってはかなり大きな問題としてのしかかっております。最終的に、ユーロ圏が九〇億、IMFが一〇億、合計一〇〇億ユーロをEUのほうで負担し、残りはバイルインで処理しなさいということになりました。

（資本規制が現在も継続）

今日現在、キプロスの状況がどうなっているかというと、資本規制が相変わらず実施されたままになっております（資料39ページ）。預金引出しは一日当たり三〇〇ユーロまで。五〇〇〇ユーロ以上の海外送金は中央銀行の許可が必要です。海外でのクレジットカード使用は月五〇〇〇ユーロまで。キプロス国民が海外旅行をするときの持ち出しは三〇〇〇ユーロまで、こういった状況です。

もちろん、EU条約に抵触するのではないかという議論もありますが、いずれにせよ実施されているということに変わりはありません。当初、資本規制は早ければ九月には解除されるのではないかと言われていましたが、今日現在まだ続いておりまして、早く来年だろうと言われております。これは考えてみると大変なことです。同じ通貨圏

で送金ができないわけです。キプロスからドイツに自由に送金できない。つまり、東京から北海道に送金ができないということです。そういうわけで、キプロスではかなり揺らいだ状況が続いています。

以上がユーロ圏の状況です。

二、海外投資家と我が国証券市場

(1) 株式市場と海外投資家

(二〇一三年初頭から急速な株価上昇と円安が進む)

次に、日本と海外投資家のことについてお話ししたいと思います。

アベノミクスが現在の海外投資家の動向に深くかかわっているのは自明のことですが、御承知のとおり、現在、非常に強力な金融緩和政策がとら

れています(資料40、41ページ)。

資料四二ページの上の折れ線が日経平均、下が円ドルレートですが、二〇一三年初頭の段階から、かなり強い相関性を持って株価は上昇してきています。円ドルにしましても、かなり強力に円安に進んできています。これを主として担ったのが海外投資家、特にヘッジファンドを中心とする部分であろうと思います。日経平均をロングで買い続け、円をシカゴなどで売り立てる(ショートの)ということに強力に進めてきたということだろうと思います。

(二〇一三年、海外投資家の買い越しは一〇兆円
で九〇年代以降最高水準)

そういったこともありまして、二〇一三年、海外投資家の買い越し額はほぼ一〇兆円(資料43ページ)。これは九月までのデータですが、一〇

月現在で一〇兆円を越すことはまず間違いないだろうと思われまゝ。バブル崩壊以降、最初の大きな山が来たのは、一九九九年の小渕政権時代です。一〇兆円には行きませんでした。九兆円ぐらゐまで行っておりまゝ。次の波は小泉構造改革時代です。二〇〇五年に一〇兆円を越えるところまで海外からの買い越しが来ております。それに続くのが今回の安倍政権になってからということ。で、九月末までで一〇兆円に迫る勢いです。日経平均の年末の終値を折れ線（右目盛り）で見ると、かなりの程度相関性があります。海外から買いがあると日経平均は上がるというのは否定できません。二〇一三年の場合、最高水準まで来ているということにならうかと思ひます。

（海外投資家の売買シェアが六〇%台へ上昇）

海外投資家の売買シェアについては、売買代金

で見た場合、ここ二、三年はコンスタントに六〇%ぐらいで定着しているという状況です（資料44ページ）。急激に上がったのは、リーマンショック前で世界的に経済状況が良かった二〇〇四年から二〇〇六年にかけてです。金融が非常に緩和されて、主としてヘッジファンドの売買シェアがこの時期急速に高まったのだろうと理解しております。

（欧州系のシェアが高い―六月八月に売り越すが、

九月買い越し）

もう少し個別に見ていきますと、東証のほうで地域別の海外投資家の売買状況が公表されています（資料45ページ）。棒グラフの左から北米、欧州、アジア、その他の順で、買い越し・売り越しの金額（左目盛り）です。その中で欧州系のシェアを折れ線グラフ（右目盛り）で示しています。

言えることは、この二、三年は欧州系の買い越し額が非常に多いということです。二〇一二年には欧州系中心の買い越しでした。今年に入ってから三月で見ても、やはり欧州系が引っ張っている図式に変わりはないのですが、六月ぐらいになると欧州系が売り越ししている、八月もやや売り越しがみえました。そうなるのと株価動向にかなり影響が出てくると思われます。また、ひとところに比べるとアジアがコンスタントに買い越しになっていますが、中国の影響もかなりあるのではないかと思います。と思われまます。

(海外は縮小するも買い越し、個人は売り越し基

調が続く)

今の話と前後しますが、海外投資家と個人投資家の動向を比べたのが次の資料です(資料46ページ)。

濃い色の棒グラフが海外投資家の買い越し額です。一月から三月にかけて非常に強力に買い越しをいまして、八月には売り越ししている。それに対して個人のほうは、大体売り越しですが、八月には、若干ではありますけれども買い越しに転じてきている。これは統計のとり方もいろいろと関係しているようですが、普通、個人は売り越ししていて、それが縮小あるいは買い越しに転じたときは、実質的に強気になっているというところで理解したほうがいいかと思えます。

(海外投資家の株式先物／現物比率→高まる先物

比率)

お話ししたいことのもう一つの問題にもかかわるのですが、二〇〇〇年以降、第三回目ぐらいの大きな買い越し額になってきていますけれども、いずれにせよ、今回の海外投資家の売買を見た場

合、極めてデリバティブの比重が高まっているということは、学者の目から見ても言えると思います。

これ（資料47ページ）はどのようなデータかといいますと、海外投資家による大証の日経平均二二五先物売買代金を先物売買代金としています。現物のほうは海外投資家による東証の現物株の売買代金を現物として比較しています。現物の金額に引く張られる形で先物が非常に伸びてきておりまして、その比率を見たものが折れ線です。アベノミクスが始まるのと同後してこの比率が極めて高くなってきています。昨年末に一度一〇〇%に近づきまして、現物株の売買とほぼ同じぐらいが、日経二二五先物だけをとっても売買されています。三カ月ごとに来るのは決済月の関係だろうと思います。いずれにせよ一〇〇%に近づいてきていて、今年の九月には、現物よりも先物の売買

代金のほうが大きくなっているという状況が生まれてきております。

（海外投資家は日経二二五先物を七月に大きく買い越し）

先物の売り越し・買い越しの差額をみてみますと（資料48ページ）、昨年の後半、非常に大きく買い越しの時期が続いておりました。その後、現物株価の上昇が本格化すると、今度は先物の売り越しが五月二三日を中心として発生しております。ところが、七月にまた大きく買い越ししております。それに伴って海外投資家の先物におけるシェアは、もともと高かったのですが、ここ半年間ぐらいで非常に高くなってきておりまして、八〇%ぐらいで推移しているというのがここ三カ月ほどの状況です。

(裁定取引は高水準で推移)

東証のほうで公表されているデータでも、裁定取引が非常に高水準で推移しているということがわかります(資料49ページ)。五月のときの裁定取引にかかわる現物ポジションで買い残が三兆八六九四億円になっているわけですが、これは過去最高だと私は理解しております。五月二三日のショックのときは、恐らく裁定の解消がかなり関わっていたことは否定できないだろうと思いますが、その影響もあって若干減ってはいますけれども、夏場以降、再び増加してきております。したがって、現在は九月末の段階の東証統計月報のデータですが、現物の買い残が三兆四七四二億円ということ、最高時ほどではないにせよ、長期的に見ると非常に高い水準で推移しているという事になるかと思えます。

今の海外投資家は、まずは先物を買って高

くしておいて、そこから裁定で先物を買って現物を買って上げるといふパターンが非常に多いわけです。そういった影響もあって、現物ポジションの買い残高は、ピークは過ぎたとはいえ依然として高いという状況だろうと理解しております。

(海外投資家のコールオプション―七月、九月に
売買膨らむ)

現在、それに伴って、オプションのほうも海外投資家による売買が非常に膨らんでおります(資料50ページ)。右側の棒グラフがコールオプションに関する売買代金です。これも大証の公表分のみの数字です。それから、左側がプットオプションの売買代金です。五月二三日の前までコールの売買代金は非常に膨らんでいましたが、それに伴ってプットの売買代金も非常にふえてきていたことも重要な問題です。

それ以降、やや下がってきてはいましたけれども、七月の段階で、コールの売買代金が再びプットを大きく上回るという状況が出てきていて、それに伴って海外投資家のシェアが九六%ぐらいまで上がっています。九月になってもコールの売買代金が再び増えておりまして、海外投資家がオプションの売買で九四%ぐらいのシェアを占めるといふ状況が出ています。

そういったことで、株式全体を通して、オプション並びに先物というデリバティブを活用した海外投資家の売買が非常に増えているということ、は言えようかと思えます。

(長期金利、乱高下の後、低下続く―九月以降、

急低下)

次に、長期金利の動向について触れておきたいと思えます(資料51ページ)。

黒田総裁が就任する前まで長期金利は急低下していましたが、黒田総裁が就任会見をした翌日、急騰したということで、今年のゴールデンウィークあたり、ヒヤッとされた方もおられたかと思えます。他方、株価は五月二三日まで上がり続けていきました。その後、長期金利は、上がる上ると言われていましたが、いろいろな事情もあり、今日の新聞にも出ていましたけれども、一〇月上旬段階で〇・六%ということで、まだ下がる可能性が高いだろうと言われています。結局、乱高下の後、低下が続き、九月以降急低下しているという状況です。

(2) 国債市場と海外投資家

(国債保有で民間銀行は低下、日銀と海外が上昇)

話の前提として、国債の保有シェアということ、財務省の債務管理レポートの最新版からデー

タをとっています。特徴として三点ほど指摘したいと思います(資料52ページ)。

一つは、民間銀行等の保有シェアがピークを越えているということです。短期的にどうこうという問題ではなく、銀行等による保有シェアというのは郵貯分も含んでおりますが、二〇〇八年で郵貯を含めたために二〇〇八年から上がっているわけです。しかし郵貯分も含めた民間銀行による現物債の保有シェアは、既に二年前の四一・五%でピークアウトしているということが一つ。二つ目は、日本銀行による保有シェアが八%から一二%程度まで上がってきているということです。三つ目は、海外投資家による保有シェアです。日本では一般的に海外のシェアは低いと言われていますけれども、現物だけで見ても五・六%から八・七%程度まで上がってきているというのが最近の大きな特徴です。

(投資家別国債売買差額―都市銀行と海外(外国人)が売り越し)

これは(資料53ページ)、証券業協会のホームページ上で公表されている投資家別の国債売買差額です。都市銀行と海外(外国人)投資家が売り越しています。

四月の段階で投資家別に売買動向を見ますと、都市銀行はこのデータだけでも五兆円程度の売り越しになっております。「その他」のところに日銀が入っております。日銀の中に国債の入札発行が含まれておりますので、「その他」のところが大幅にマイナスになっています。したがって、ここは別の問題というふうに御理解いただきたいと思えます。

都市銀行が四月に大幅に売り越しまして、その後も都市銀行はずっとマイナスが続いております。九月になって縮小幅が少し小さくなってはい

ますけれども、五七三二億円程度の売り越しというところで、売り越しがデータ上続いています。

もう一つは、外国人（除く短期国債）です。五月のところを見ますと、外国人もここで売り越しになっています。海外投資家の場合にはFB・TBの買い越しが圧倒的で、それを除くデータで見ないと本当の動向は見えないわけです。

結局、私が言いたいことは、四月のときは都市銀行中心の売り、五月のときは海外投資家（外国人）中心の売りが先物主導で起こったということです。そういったことで、九月になっても、金額が大きい小さいの問題はありますけれども、都市銀行と外国人（除く短期国債）は相変わらずマイナスの数字になっているということは、一応注目できるのではないかと思います。

（長期国債先物で海外は九月に五〇％超）

長期国債先物を見ますと、現物とは対照的に海外投資家のシェアが非常に高く、九月に至っては、海外投資家のシェアが最近では珍しく五〇％を超えるという状況になっております（資料54ページ）。長期国債先物の売買代金は東証で公表されているもので、各証券、銀行、海外のシェアも東証の公表データを使っています。

長期国債先物の売買規模も実は非常に大きくて、国債全体と比べると先物のほうが大きいというわけではないのですが、長期国債だけを比べると、現物よりも先物のほうが売買規模が大きいということになっております。

（四〜五月、先物主導で国債利回りは上昇）

四月、五月の債券市場の動向を見ますと、先物主導で国債の利回りが上昇したという傾向がかな

り見受けられます(資料55ページ)。国債先物終値が棒グラフ(左目盛り)です。濃い色の折れ線グラフは、日経新聞の先物の高値と安値の差額で、一日当たりどれぐらい動いたかという先物変動額を示しています。薄い色の折れ線グラフは国債現物利回りです。

国債の先物は一円当たりでサーキットブレーカーということですので、一日当たりの先物変動額が三円を超えるというのは、極めてレアケースといえますか緊急事態なわけですけれども、先物変動額が高まりますと、先物の終値も下がる傾向にあり、その結果として現物債の利回りも上がるという傾向が、六月二一日、二三日のあたりでも見受けられます。

(九月以降、先物主導で国債利回りは低下)

九月以降になりますと、今度は逆の事態が発生

していると理解しています(資料56ページ)。先物主導で、国債の利回りが低下するという事態が起こっているということで、グラフの性質は今と同じですけれども、棒グラフが先物の終値で、下の方の折れ線グラフが一日当たりの変動額、上が現物の利回りです。傾向的に現物利回りが低下してきておりますが、先物の変動額が大きくなりますと、先物の値段が上がります。そして、現物の利回りが下がる、こういったような局面がこの九月以降、幾つか発生しています。いずれ回帰分析もやってみたいとは思っていますが、今の指標を見ただけでも、先物が現物の価格や利回りにはかなり影響を与えるようになってきていて、先物でシェアが非常に高い海外投資家の影響は無視できない状況になっているのではないかと思います。

まとめに代えて

最後に、まとめです（資料57ページ）。

ユーロのほうは、当面不安定な状態が続くと思われませんが、年末にかけて気がかりなのは、アメリカのQEがどうなるかということもありますけれども、ドイツの政権がどう決まっていくなかという点です。

日本については、海外からの日本株投資が大きな高まりになっているわけですが、株式・債券ともにデリバティブの影響が非常に強まっているというところは、少なくとも言えると思います。

私からは以上です。御清聴ありがとうございます。（拍手）

高坂常務理事

代田先生、どうも有難うございます

した。

ドイツの経済・金融・政治情勢、ギリシャやキプロスの動向、さらには、我が国の金融情勢と海外投資家の投資動向などににつきまして、大変わかりやすく御説明いただきました。

若干お時間を残していただいておきますので、ここで、御質問等ございましたらお受けいたしたいと思います。

質問者 キプロスのギリシャ国債保有のお話がありました。キプロスのギリシャやフランスの銀行におけるギリシャまたは南欧の国債保有というのは、今どういう状況になっているのか。一時期かなり高かったと記憶しているのですが、今はどのぐらいのレベルになっているのかお聞きしたいと思います。

代田 大枠の問題として、今、南欧国債の海外の保有シェアというのは急低下しております。スペインやイタリアに関しては、ピーク時、六〇%ぐ

らいは海外投資家だったと思うのですけれども、大幅に低下しております、確認は必要ですが、三〇%程度まで下がっていると思います。その分上がっているのが自国内の銀行です。これによる保有シェアが非常に高くなっています。

御質問のドイツやフランスの大きな銀行の保有シェアですが、かなり下がっているというのが最近の状況だと思います。そのきっかけになったのは、イタリアやスペインの銀行が危ないので、ECBがレポオペで資金を供給して、その供給を受けたお金でいろいろな問題から南欧の銀行が自国の国債を資産のほうで持ったということですが、これも、最近、ストレステストやバーゼルⅢの問題があつて、当分は増加基調が続くような状況だと理解しております。

高坂常務理事 年末にかけての最大のヨーロッパの注目点は、ドイツの政権協議の行方だというお

話でした。先生がご覧になっていて、SPDは投票にかけるという話ですが、結局のところはうまくいくと思つていいのか、あるいは、米国の共和党ではありませんけれども、ティーパーティーみたいなのがいて、なかなか強硬で大変だということ、そこら辺はいかがですか。

代田 希望的観測としてはうまくいくだろうと思つていられるのですけれども、最後の最後までちよつとよくわからないのではないかという状況です。SPDは前回、メルケルに協力して大きく議席数を減らしているので、そのトラウマというか危機感から、党内にもかなり慎重な意見もあるわけです。しかし、メルケルとしては、SPDに入つてもらわないとなかなか前に進めない、ぜひ入ってもらいたいということになって、いろいろな働きかけをしたいと思います。その綱引きの結果、希望的にはうまくいってくれるだろうとは

思っていますけれども、今御指摘のように、アメリカのティーパーティーと共和党のように、最後の最後までもつれるのではないかという気はしております。

高坂常務理事 ほかにどなたかいらっしゃいますか。——よろしゅうございますか。

それでは、ちょうど定刻になりましたので、以上をもちまして、本日の「証券セミナー」をお開きとさせていただきます。

代田先生、どうも有難うございました。(拍手)

(しろた じゅん・駒澤大学経済学部教授
当研究所客員研究員)

(この講演は、平成二五年十一月六日に開催されました。)

代田 純 氏
(駒澤大学経済学部教授・当研究所客員研究員)

略 歴

- 1957年生まれ
- 1989年 中央大学大学院博士課程満期在籍中退
- 1991年 (財)日本証券経済研究所大阪研究所研究員
- 1993年 ロンドン・スクール・オブ・エコノミクス客員研究員
- 1994年 立命館大学国際関係学部助教授
- 1996年 博士(商学)
- 1997年 ミュンヘン大学日本センター客員教授
- 2000年 立命館大学国際関係学部教授
- 2002年 駒澤大学経済学部教授(現在に至る)

主要な著書

- 『ロンドンの機関投資家と証券市場』(法律文化社、1995年)
- 『日本の株式市場と外国人投資家』(東洋経済新報社、2002年)
- 『ユーロと国債デフォルト危機』(税務経理協会、2012年)
- その他多数