

ユーロ導入後のヨーロッパ金融・資本市場

吉 川 真 裕

要 旨

1999年1月に単一通貨ユーロが導入され、EMUは参加11カ国の通貨交換比率が固定されるフェーズBに移行した。ユーロの紙幣と硬貨が出回り、各国通貨が回収される2002年のフェーズCに向けてヨーロッパ各国では準備が進められており、11カ国の通貨交換比率が固定されたことによってヨーロッパの金融・資本市場も大きな変化を遂げようとしている。

導入後3カ月間の状況を振り返ってユーロ導入の影響を評価することは尚早ではあるが、今後のヨーロッパ市場の動向を占う意味では無意味だとは言えないだろう。本稿では、こうした観点からユーロ導入直後の3カ月間の状況を、ドイセンベルグECB総裁講演録、イングランド銀行報告書、BIS四半期報告書をもとにして検討してみた。

ユーロ導入の影響を最も大きく受けたのはマネーマーケットであり、ユーロ導入直後に各国短期金利はユーロ建て短期金利（EURIBOR）に収束した。債券市場でもユーロ導入後に発行額は急増しており、ドル建て債には及ばないものの、ユーロ建て債は国際金融市場において確固たる地位をすでに獲得している。他方、株式市場ではユーロ導入後に予想されたほど大きな変化はみられていない。

1999年第2四半期に入ってユーロ建て債券発行額は再び増勢に転じ、ユーロの対ドル・レートも底を打った兆しをみせており、ヨーロッパ市場はより安定した局面を迎えつつあるようである。しかし、ユーロの導入という歴史的実験はまだ緒についたばかりであり、今後の推移を見定めてユーロ導入の影響を検討する必要があることは言うまでもないことである。

目 次

- | | |
|--------------------|---------------|
| I. はじめに | IV. BIS四半期報告書 |
| II. ドイセンベルグECB総裁講演 | V. 現状の把握 |
| III. イングランド銀行報告書 | VI. むすび |

I. はじめに

1999年1月からヨーロッパでは経済・通貨統合(EMU)に参加する11カ国で単一通貨ユーロが導入され、各国通貨で分断されていた参加国市場が統合されることによって、アメリカに匹敵する市場が誕生することになった。実物経済においては言語や法律・習慣の違いによって徐々にその影響が現れるものと予想されているが、通貨に関わる金融・資本市場では通貨変動に伴う為替リスクが消滅し、裁定取引等を通じて市場の統合がより急速に生じるものとみられてきた。実際、1999年1月にはドル建て債券を上回るユーロ建て債券が発行されたと報じられ¹⁾、ユーロフォリア(Europhoria)と呼ばれたユーロ導入ブームは頂点に達したようであった。

しかし、実績作り狙いの起債が一巡するとドルに対するユーロの弱含みからユーロ建て債券発行額も減少し²⁾、アメリカに比べてEMU参加諸国の景気の見通しが厳しいことから株式市場も沈滞気味で推移している。

1999年6月にはユーロ導入後の1999年第1四半期の統計が発表され、データに基づいた第1四半期の回顧が行われた。3カ月間の状況だけを取り上げてユーロ導入の影響を評価することは難しいが、ユーロ導入後にどのようなことが生じているのかをデータをもとにして検証することは今後の推移を見通す上でも重要であると考えられる。

そこで、本稿では1999年6月に公表された3つの資料をもとにして1999年第1四半期におけるヨーロッパ金融・資本市場の状況を把握することを試みる。なお、ここで取り上げる3つの資料とは、ヨーロッパ中央銀行(ECB)のドイ

センベルグ総裁の第3回ヨーロッパ金融市場会議での講演録、イングランド銀行のユーロ導入に関する報告書の第11版、国際決済銀行(BIS)のBIS四半期報告書であり、各資料の内容を順次紹介した後に、追加的な資料で補足しながら、ユーロ導入後のヨーロッパ金融・資本市場の状況を整合的に理解することに努める。

II. ドイセンベルグECB総裁講演

1. 背景

1999年6月3日、ECBのドイセンベルグ総裁はミラノで開かれた第3回ヨーロッパ金融市場会議で、ユーロ導入後のヨーロッパ金融セクターの発展について講演を行った³⁾。ドイセンベルグECB総裁は同種の講演を5月25日にリスボンで行われた国際証券監督者会議(IOSCO)の年次総会等でも行っていたが⁴⁾、ミラノでの講演の方がより具体的な指摘が多くみられるので、以下では6月3日のミラノでの講演録の内容を紹介する。

まず、ユーロ導入後の5カ月間を振り返って、ヨーロッパ大陸諸国の証券市場と金融システム全体の両方において著しい発展が生じたと述べた後、2つの事実が言及されている。1つはユーロ圏はその他の地域と隔離されているわけではなく、ユーロ圏外の市場参加者がユーロ圏の金融市場に関心を持っていること、もう1つはユーロの導入は証券市場の拡大を通じてユーロ圏の金融市場の構造に著しい影響を及ぼすと考えられていること、である。

そして、これに引き続き、金融セクターにおける構造変化、とりわけ新しいタイプの商品の導入と公的機関や民間機関の変化の結果生じた構造変化について、マネーマーケット、債券市

場、株式市場、新たな環境に対する銀行の適応過程、の4つに分けて論じられている。

2. マネーマーケット

ユーロ圏のマネーマーケットは、その構造が各国でかなり異なっていたにも関わらず、ユーロ導入後、急速に統合された。売買高や気配値スプレッドという流動性指標でみると、1999年1月にユーロ建てのマネーマーケットは急速に流動性を確立し、その後もこの流動性を維持している。

そして、マネーマーケットの急速な統合は、まず第一に、ECBのユーロシステムの枠組みのもとで実施された単一金融政策の結果である。3月と4月のTARGETを通じたクロスボーダー・ペイメントは全リアルタイム・ペイメントの37%以上であり、ペイメント・システムの統合によってもマネーマーケットの統合は促進された。また、クロスボーダー・コラテラルは全コラテラルの25%に達し、金融政策のためにクロスボーダー・コラテラルが中央銀行モデル(CCBM)を通じて頻繁に使用されたことは統合を表す重要な指標である。

さらに、マネーマーケットで取引されている商品を調べると、EMU参加11カ国でそれぞれの商品が同じように受け入れられている傾向があることは注目に値する。オーバーナイト参照金利(EONIA)を用いたovernight indexed swapはすでにマネーマーケットの重要なデリバティブ商品となっており、レポ取引もユーロ圏の証券取引・清算・保管を促進することになるだろう。

他方、国内および国際的な証券保管機関のリンクが進んでおり、主としてベルギー・ドイツ・フランス・ルクセンブルグ・オランダ・オ

ーストリア・フィンランドの7カ国の間の26個のリンクがユーロシステムで利用されることになる見通しである。

3. 債券市場

1999年1月からドル建て債に比べてユーロ建て債の起債が増加しており、これはユーロが国際債券市場で重要な通貨になるポテンシャルがあることを表している。

また、ユーロ圏の債券市場の重要性は流通市場でも明らかであり、上場債券先物の売買高はそのことを立証している。

債券市場の内部構造を調べてみると、ユーロ建て社債発行の増加と平均発行額の増加が顕著であり、M&A絡みの社債発行が今後も予想されるので、この傾向は今後も続くであろう。ユーロ建て社債の発行増加は高格付け企業による供給要因と安定成長協定に基づく国債発行の抑制という需要要因の両方によっている。これに加えて、年金基金の運用対象としても社債はますます重要となるであろうし、ユーロが準備通貨として利用されるにつれて国際的な需要も発生するであろう。さらに、現在のソブリン・スプレッドではユーロ建てハイ・イールド債に対する需要もますます増加するであろう。

国債市場では、各国政府はベンチマークの獲得を目指しているが、特定の銘柄が債券先物市場との絡みで流動性を獲得している。

4. 株式市場

株式市場では最も興味深い変化は証券取引所のインフラと先物取引所のインフラに関わっている。

第1に、株式市場では国別の要因がますます薄れ、域内全体の要因に基づくようになってき

ており、域内株価指数をめぐる競争も激化している。

第2に、株価指数先物・オプション市場でも域内株価指数に関する競争が生じており、先物取引所の統合や商品差別化戦略につながるかもしれない。

第3に、ユーロの導入は証券取引所間の提携へ向けての強力なインセンティブを与えた。ユーロ導入前には中・小型の成長株市場の統合が準備されていたが、現在ではユーロ圏に止まらない取引所の提携が進んでいる。

5. 銀行

証券市場の拡大はユーロ圏の銀行に戦略的な調整を迫っている。

伝統的な銀行業務は名目GDPを上回るペースで拡大しているが、投資信託やその他の機関投資家に管理された資産ははるかに急速に拡大しており、その結果、ユーロ圏の銀行業は資産管理の分野に活路を求めている。

ユーロ圏の銀行はグループ会社を通じて投資信託の大半を押さえることで証券市場の拡大傾向を内部化している。その結果、資産に占める証券保有比率が上昇し、資産管理業務に関わる手数料の比率と同時に、キャピタル・ゲインの比率も上昇した。

さらに、金利収入の相対的な重要性は低下し、配当収入が銀行にとってはより重要となり、非銀行子会社の収益がより重要となっている。

また、ホールセール市場で効率的に事業を行うために規模を拡大するための合併が増加している一方、中小銀行の間ではコストを削減するための合併が生じている。

Ⅲ. イングランド銀行報告書

1. 背景

1999年6月4日、イングランド銀行がユーロ導入準備のために1997年から改訂を加えて発行してきた「ユーロ導入に伴う実務的問題」と題する報告書の第11版が公表された⁵⁾。この報告書はイギリスがEMUに参加しなくてもロンドンがユーロ圏の金融センターとして機能することを誇示するために作成されており、EMU参加11カ国によるユーロ導入の準備状況を知るには便利なものであった。今回の第11版はユーロ導入後初めて改訂されたものであり、ユーロの導入手続きを紹介してきたこれまでの版とは異なっており、ユーロ市場の発展とイギリスのEMU参加準備に焦点を絞ったことが明記されている。

各章の表題は、第1章「コンバージョン・ウィークエンド（ユーロ移行の週末）とその後」、第2章「ユーロの国際金融センターとしてのロンドン」、第3章「ユーロ市場」、第4章「ユーロ・インフラストラクチャー」、第5章「イギリスにおけるユーロの使用」、第6章「イギリスの参加への準備」であり、ユーロ導入後の取引状況を取り上げている第3章は、A「ユーロ・システムの金融政策オペレーション」、B「マネーマーケットと外国為替市場」、C「債券市場」、D「株式市場」に分けられている。

以下では、第3章の記述に基づいて、マネーマーケット、債券市場、株式市場について紹介する。

2. マネーマーケット

ユーロ導入後、外国為替市場とマネーマーケットの取引は低調だが、1999年第1四半期のロ

ンドン市場での推定取引シェアは、ユーロ／ドルのスポット市場で3分の1、ユーロ建て預金市場で25%、overnight euro indexed swap市場で20%であり、引き続きロンドン取引シェアを維持している。そして、取引低迷の原因としては、外国為替市場ではEMU参加国間のデベリングが消滅したこと、マネーマーケットでは歴史的な低金利とフラットなイールドカーブが取引のインセンティブを低下させていることが指摘されている。

マネーマーケットの特徴としては、各国の短期金利はユーロ導入後、速やかにユーロ預金利率に収斂したこと、流動性が向上したこと、1億5000万ユーロ規模の発行は一般的で、10億ユーロ規模の発行も珍しくなく、50億ユーロ規模の発行もいくつかみられたほど、発行サイズが大幅に拡大したこと、ユーロ建てCDとCP市場も拡大していること、などが上げられている。

さらに細かくみると、オーバーナイト市場ではロンドンのEURONIAではなく、EONIAがオーバーナイト参照金利として定着し、デリバティブ市場でもロンドンのeuro LIBORではなく、EURIBORが定着したが、上場物はロンドン国

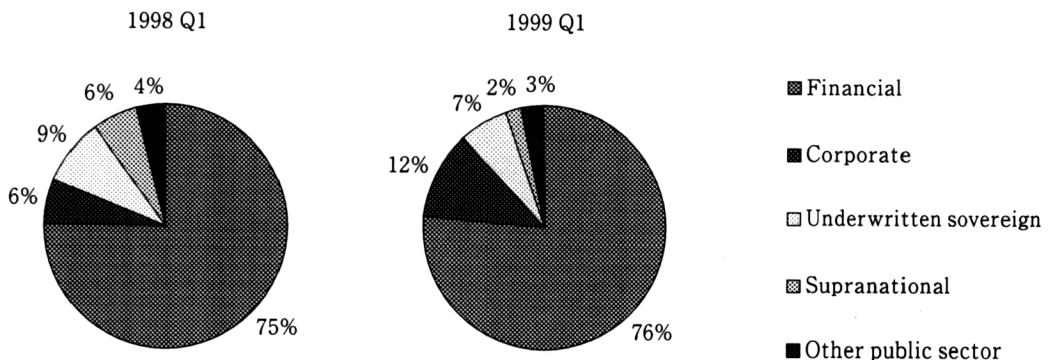
際金融先物・オプション取引所（LIFFE）での取引が引き続き中心である。また、イギリス銀行協会（BBA）によれば、最初の4カ月間のシンジケートローンでは3分の2がEURIBORを参照金利としていた。

3. 債券市場

Capital Data Bondwareによれば、1999年第1四半期のユーロ建て債の発行額は2540億ユーロで前年同期比40%増であり、このうち1920億ユーロ（76%）は金融機関によるもので、ドイツのPfandbriefが1030億ユーロ（40%）で前年同期比43%増であった。他方、社債は310億ユーロ（12%）で前年同期の100億ユーロ（6%）から急増していたが、国際機関による発行は50億ユーロで前年同期比50%減であった（図1）。

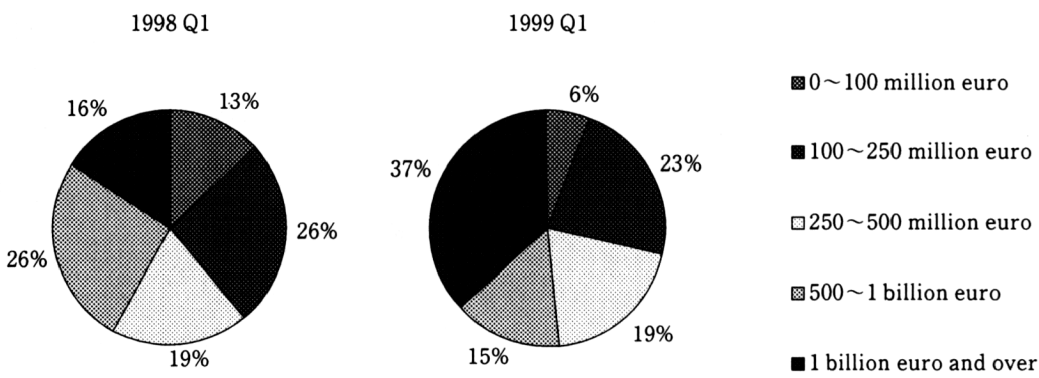
発行規模をみると、10億ユーロ以上の発行額は930億ユーロ（37%）で前年同期の310億ユーロ（16%）から急増しており、発行規模の拡大が顕著であった（図2）。これはベンチマーク獲得をもくろむ発行主体間の競争と流動性の拡大に伴う投資家の需要に応えるためとみられている。

図1 Euro-dominated Bond Issuance by Issuer Type



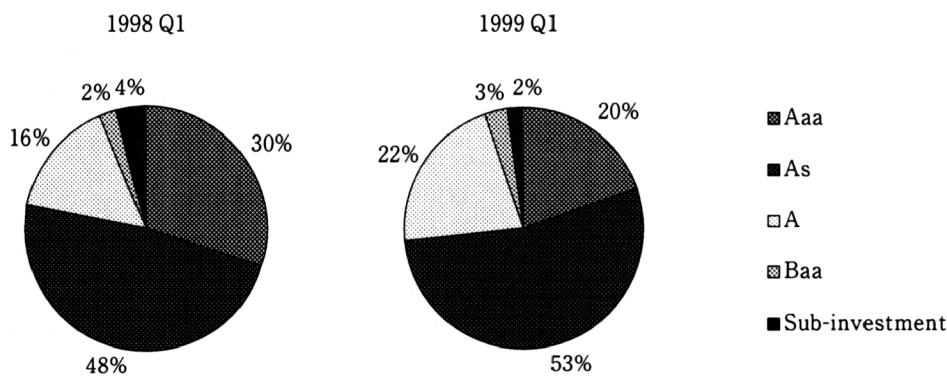
資料：Bank of England, *Practical issues arising from the euro*, 11th edition, June 1999

図 2 Euro-dominated Bond Issuance by Issuer Size



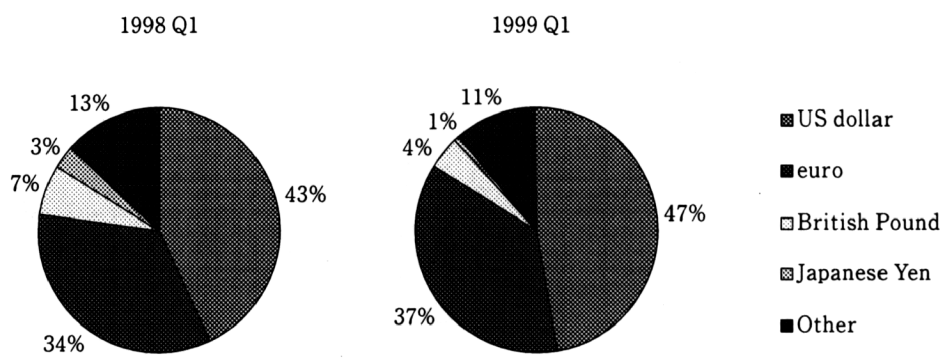
資料：Bank of England, *Practical issues arising from the euro*, 11th edition, June 1999

図 3 Euro-dominated Bond Issuance by Credit Rating



資料：Bank of England, *Practical issues arising from the euro*, 11th edition, June 1999

図 4 Euro-dominated Bond Issuance by Currency



資料：Bank of England, *Practical issues arising from the euro*, 11th edition, June 1999

格付けをみると、ムーディーの格付けでAaaの発行比率は20%（420億ユーロ、前年同期比10ポイント減）、Aaの発行比率は53%（1080億ユーロ、5ポイント増）、Aの発行比率は22%（440億ユーロ、6ポイント増）、Baaの発行比率は3%（40億ユーロ、1ポイント増）、Baa未満の発行比率は2%（40億ユーロ、2ポイント減）であった（図3）。

外国通貨建ての発行額は1410億ユーロで前年同期の1740億ユーロよりも19%減少しており、外国通貨建ての内訳はドルが47%（4ポイント増）、ユーロ（ECU）が37%（3ポイント増）、その他が11%（2ポイント減）、ポンドが4%（3ポイント減）、円が1%（2ポイント減）であった（図4）。

ソブリン物の構成比率は9%から7%に低下していたが、発行額は増加していた。このうち引受発行額はベルギー・オーストリア・ポルトガルといった小国の発行によって発行額は180億ユーロでわずかに増加しており、オークション発行額はBarclays Capitalによれば前年同期の1430億ユーロから1650億ユーロに増加していたが、これはもっぱらイタリアによるところが大きかった。

また、国債市場のベンチマークに関しては、10年物と30年物ではドイツ国債（BUND）がベンチマークとなっているが、中・短期物ではフランス国債（OAT/BTAN）もベンチマークの候補となっている。

ところで、ユーロ建て社債は他通貨建て社債の増加率をも上回り、ユーロ資本市場の顕著な特徴の1つとなっている。このうちユーロ圏の中ではフランスの社債発行額が大きく、格付けではAの社債発行が増加している。ユーロ建て社債発行増加の原因としては、①銀行借入れ

中心のヨーロッパで借入れ方法の多様化が生じていること、②歴史的な低金利と緩やかなイールドカーブが社債発行を魅力的にしていること、③株主価値の最大化の風潮が負債の増加を促進していること、④自社株買いのための社債発行が増加していること、⑤M&Aのための社債発行が増加していること、が上げられている。そして、ユーロの導入と歴史的なフラット・イールドの結果、①国内市場からヨーロッパ市場への地理的多様化、②債券重視から株式や債券／株式ミックスへ関心が徐々にシフト、③債券ポートフォリオのうちクレジット・リスクが重視され、エマージング・マーケット国債とA以下の社債に関心が向かっていることも指摘されている。

4. 株式市場

世界の主要機関投資家に対してABM AMROとNOP社が1998年11月に実施したアンケート調査によると、75%がユーロ導入後はヨーロッパに対して業種別アプローチを採用すると答えていたが、ヨーロッパ大陸のファンドマネージャーに対してメリルリンチとギャラップ社が1999年4月に実施したアンケート調査によると、25%が第1四半期にポートフォリオの再構築を終えたと答えており、62%が1999年中に再構築を完了する予定と答えていた。

また、制度的な理由等によってポートフォリオのリバランスが難しい場合には上場株価指数先物・オプションやOTCエクイティ・スワップが用いられているとみられている。

他方、ユーロ統合を控えて2年前から新たなヨーロッパ総合株価指数の開発が進んできたが、今のところ、新たなベンチマークは確立していない。

IV. BIS四半期報告書

1. 背景と概況

スイスのバーゼルにある国際決済銀行 (BIS) は各国中央銀行等から入手したデータをもとにして国際金融市場に関する年次報告書と四半期報告書を定期的に刊行している。BISが使用するデータは各国中央銀行等の公的機関から集められたものであり、民間企業が個々のデータを集計したものよりも信頼性が高く、国際的に最も定評のあるデータの1つとなっている。1999年6月16日、BISは1999年第1四半期報告書を公表し、ユーロ導入後の金融市場の状況がデータの裏付けをもって明らかにされた⁶⁾。ただし、BISは国際金融市場全体を対象として報告書を作成しており、この報告書はヨーロッパ地域に焦点を絞ったものではない。

各章の表題は、第1章「最近の国際銀行・金融市場の概観」、第2章「国際銀行市場」、第3章「国際証券市場」、第4章「デリバティブ市場」であり、以下では、この報告書の記述に基づいて、ユーロ導入後のヨーロッパ市場に関する部分から、概況、マネーマーケット、債券・株式市場、デリバティブ市場について紹介する。

まず、ユーロ導入は以下のようにヨーロッパの構造転換を加速したと指摘されている。

- ①ある種の機関投資家が直面していた対外投資に関する制約を部分的に取り除いた。
- ②ヨーロッパの機関投資家はより広範な信用リスクを受け入れ、社債や劣後（金融）債、ABS、格付けの低い国債を求めた。
- ③大規模で流動性の高いベンチマークを生み出すためのヨーロッパの国際機関や政府による起債や、オークションよりも国債シンジケート

ト団を通じた債券の分配を改善しようとするヨーロッパの小国政府の起債を促進した。

- ④ヨーロッパの銀行に対する資本コストの削減要求や、伝統的な銀行貸付よりも市場性資産を保有することを促進する規制が証券市場の拡大をもたらした。
- ⑤ユーロの導入によって国内発行とオフショア発行の違いを見分けるのが難しくなった。

2. マネーマーケット

1999年第1四半期におけるCPやその他の短期債の純発行額は1998年第4四半期から反転したが、これは金融機関によるユーロ建て発行によるところが大きい。

さらに、ユーロの導入は新たな商品や市場参加者をもたらした。たとえば、短期市場では伝統的なロンドン銀行間預金金利（LIBID）商品の代替商品として事業法人向けのキャッシュ・マネジメント・ファンドが導入されている。また、ヘッジ・ベースで長期投資を行うためにCPを発行する形で数々のクレジット・アービトラージ商品を銀行は開発しているが、ABSの発行と同様に、自己資本規制にかかわる負担を負わずに新たな収益を生み出すことができるので、こうしたファンドへの銀行の関与にはメリットがある。

3. 債券・株式市場

第1四半期の債券市場のグロス発行額は全体でも4146億ドル、前期比60%増と好調であったが、ユーロ建て債は1473億ドル、前期比123%増という急ピッチで拡大した。このユーロ建て債の発行急増は、有利なスワップ裁定機会がなかったにもかかわらず、投資家のユーロへの期待と発行者のベンチマーク獲得競争（ユーロ建

て債の3分の2はユーロ圏諸国)が原因と考えられる。ドル建て債も過去最高を記録(55%増)し、世界全体に占める比率は48%(ユーロ建て債36%)であったが、スワップ絡みの発行と合併絡みの発行が多かったとされている。

発行通貨の減少と大規模発行に利する良好なバランスシート戦略から上位20社の引き受け業者のシェアは86%に上昇した。そして、ユーロ建て債の発行急増からヨーロッパの引き受け業者のシェアは40%を維持したが、アメリカの引き受け業者のシェアは43%であった。

第1四半期の顕著な特徴の1つとしては昨年後半急減した金融機関による債券発行が回復(前期比87%増)したことであり、北米やヨーロッパの金融機関による合併絡みの発行や劣後債、ABSが市場の安定につれて拡大した。社債も大規模な合併やユーロ建て債のベンチマーク獲得競争、株式市場のオーバーバリュエーション、途上国から先進国への資金シフトによって前期比81%拡大した。

先進国全体の発行額は前期比66%増であったが、シェアはさほど変わっていない(89%)。国別では、社債に支えられたアメリカの発行額(1320億ドル)が大きかったが、金融機関の発行急増に伴うドイツ(640億ドル)やイギリス(420億ドル)の拡大も大きかった。

タイプ別では、固定金利債が3030億ドル(54%増)、変動金利債が過去最高の990億ドル(80%増)、エクイティ関連債が119億ドル(10%増)、株式が330億ドル(8%増)であった。固定金利債では大型合併絡みの社債発行を含めてアメリカが多かったが、ドイツの金融機関も大規模な発行を行い、平均発行額は過去最高の1.4億ドルとなった。エクイティ関連債はすべて転換社債であり、産業再編成を反映してフランス

物のシェアが63%に達した。他方、ABSが500億ドル(51%増)と急回復し、アメリカやイギリスに加えて、ドイツや日本の金融機関も規制緩和を受けて発行額を増やし、ドイツでは2つの大銀行がCLO(Collateralised Loan Obligations)を引き受け、その他の金融機関はPfandbriefの発行に積極的であった。

4. デリバティブ市場

ユーロ導入は上場デリバティブ市場とOTCデリバティブ市場に異なる影響を及ぼした。

上場デリバティブ市場では1999年第1四半期の売買高は3億1500万契約と1998年第3四半期とほぼ同水準であり、昨年後半と同様にボラティリティの変動に着目してオプションの売買高が先物の売買高よりも急上昇した⁷⁾。

上場金利物ではアメリカで減少していたが、ヨーロッパで取引対象の集中が起こり、流動性が高まったことから高水準であった。上場長期金利物ではEurexのBUND(ドイツ長期国債)がヨーロッパのベンチマークを獲得(シェア95%)する一方、上場短期金利物ではLIFFEのEURIBORが約80%のシェアを獲得したが、MATIF(11%)やEurex(10%)にもまだ拡大余地はある。

上場エクイティ物ではEurexとMATIFのDJStoxx諸指数の取引が拡大したが、各国の株価指数物に比べるとまだまだ小さい。

取引所別ではBUNDの取引が好調なEurexが8400万契約(39%増)、CBOTが6900万契約(4%増)、CBOEが5500万契約(5%増)、CMEが5100万契約(9%減)、短期金利物の取引単位が大きくなったLIFFEは11%減、長期金利物が減少したMATIFは短期金利物の拡大で微減であった。

他方、ユーロの導入はOTCデリバティブ市場に金利物のビジネスを生み出してはいない。ユーロ導入がleveraged investorの後退期に生じたため、流動性が高く、厚みのあるユーロ建て金利スワップ市場を生み出さなかった。その結果、ユーロ建てスワップはドル建てスワップのようにベンチマーク曲線からのスプレッドではなく、outright yieldに対して値付けされており、取引を制約している。そして、ユーロ建て金利スワップ市場の低迷を表す事例として、ある大銀行が積極的な受取ポジションをとることでイールドを低水準に押さえていたが、3月にはその銀行がポジションを手仕舞い、イールドを持ち上げて少数の事業法人にユーロ債を発行させ、スワップさせたと伝えられている。

通貨物では、1999年第1四半期はユーロではなく、円絡みの取引で賑わった。

クレジット・デリバティブ市場ではdefault swapが主要商品となり、ヨーロッパや日本の大手金融機関を対象としたdefault swapの取引が活発化し、参照気配のスプレッドを縮めている。

V. 現状の把握

1. データの整合性

これまで紹介したドイセンベルグECB総裁の講演録、イングランド銀行のユーロ導入に関する報告書の第11版、BIS四半期報告書の内容はユーロ導入後のヨーロッパ金融・資本市場に関してほぼ同様な評価を下している。しかし、細部を比べると若干の相違もあり、相違の背景に触れておくことも現状をより深く理解するためには重要であると考えられる。そこで、ここではユーロ建て債発行額について触れておこう。

イングランド銀行の報告書では1999年第1四

半期のユーロ建て債の発行額は2540億ユーロ（前年同期比40%増）であったとされているのに対して、BIS四半期報告書では第1四半期のユーロ建て債発行額は1473億ドル（前期比123%増）であったとされている。増加率は比較対象が前年同期（1998年第1四半期）か、前期（1998年第4四半期）かによって異なるのは当然であるが、2540億ユーロと1473億ドルはユーロ／ドルの交換レートが年初の1.18から大幅に低下していることを考え合わせると大きく食い違っていることがわかる。

この相違の原因はデータ・ソースの違いによるものであり、イングランド銀行がCapital Data Bondware (CDB) という民間情報機関の数字を使っているのに対して、BISは各国中央銀行等の公的機関の数字をもとにしている。BISがヨーロッパの金融・資本市場に関するデータを明らかにしたのは今回のBIS四半期報告書が初めてであるが、CDBは逐次会員に情報を公開しており、1999年1月のユーロ建て債発行額がドル建て債発行額を上回ったという新聞報道等もほとんどはCDBの数字が用いられている。

BISは今回のデータ公表に際して自らのデータがCDB等のデータと大幅に異なっていることを承知しており、この相違がドイツのPfandbriefの取り扱いの相違に基づくことを本文中で明記している⁸⁾。BISの定義によれば、国際債は外国通貨建ての債券か、非居住者の募集する自国通貨建て債券であり、たとえ外国人が購入していたとしても外国での募集を行わない場合には国際債としては分類されない⁹⁾。したがって、ドイツのPfandbriefは日本を含めた外国人が多数購入しているが、従来の定義では国際債には含まれない。BISも国内債と国際債の区分が不明確になり、従来の定義を変更する必要があるの

かもしれないと述べているが、正確な定義の変更を行わずに個別案件ごとに恣意的な判断を持ち込むことを避けるために伝統的な定義に従っていると考えられる。

2. 追加的論点

BIS四半期報告書には本文とは別に膨大な統計表 (Statistical Annex) が掲載されており、この統計表からは本文では必ずしも触れられていない論点も読みとることができる。ここでは、統計表から一部を抜粋し、ユーロ導入後のヨーロッパ金融・資本市場の現状把握を補足しておく。

(1) 発行主体の国籍

まず、表1はマネーマーケット (表1-1)、債券市場 (表1-2)、株式市場 (表1-3) に分けて、発行主体の国籍別に発行額を表している。

3つの市場のうち最も大きな債券市場では国別にみるとアメリカが圧倒的に大きい、ユーロをすでに導入した11カ国 (Euro11) をまとめると、純発行額ではアメリカには及ばないものの、発行計画額と残存額ではすでにアメリカを上回っていることがわかる。また、Euro11の中ではいずれもドイツ・フランス・オランダという順で大きいことがわかる。

債券市場に次いで大きいマネーマーケットでは国別にみてもドイツがアメリカよりも大きく、Euro11でみると、アメリカを圧倒していることがわかる。そして、Euro11の中ではいずれもドイツ・オランダという順で大きいこともわかる。

3つの市場の中では1番小さな株式市場ではやはり国別にみるとアメリカが大きい、Euro11をまとめると、1999年第1四半期の発行額では

アメリカに匹敵しており、1996年から1998年までの3年間ではフランス1国でアメリカに匹敵していたことがわかる。また、Euro11の1999年第1四半期の発行額の中ではオランダ・ドイツ・フランスという順で大きいこともわかる。

株式市場での発行額は株価動向に左右され、大型の民営化や新株発行を伴う買収があると金額が膨らむので評価しにくく、ここでの数字は国内発行ではなく、国際発行のみを対象にしているからなおさら評価しづらい。これに対して、債券市場は規模も大きく、国際資本移動の中心であるから注目を集めやすい。発行主体の国籍別発行計画額でみると、1999年第1四半期にはドイツ (640億ドル) とフランス (317億ドル) の発行額が大きく、Euro11 (1478億ドル) のほぼ3分の2を占めていた。

発行主体国籍別統計で最も注目すべきはマネーマーケットであり、ドイツが粗発行額・純発行額・発行残高のいずれにおいてもアメリカを上回っていた点であろう。ただし、注意が必要なのはCDBとBISの数字の食い違いでも述べたように、ここでの数字は国際発行額であり、国内発行額は含まれてはいないという点である。アメリカには膨大な国内マネーマーケット (とりわけCP市場) があり、ユーロ建てのマネーマーケットがドル建てのマネーマーケットを凌駕していると早合点してはいけない。

国内発行額を含んでいないとはいえ、債券市場とマネーマーケットでは大きな違いがあり、この違いを考えてみるのは無駄ではないだろう。債券市場ではユーロ導入後、各国の国債等ではユーロ建てへの転換が行われているが、それ以外ではユーロへの転換は発行主体の選択に任されている。債券の満期はマネーマーケット商品の満期よりも長く、敢えてユーロ建てへの転換

表 1 — 1 International Money Market Instruments by Nationality of Issuer

(in billion of US dollars)

Countries	Amounts Outstanding		Gross Issuance		Net Issues			
	Dec.'98	March'99	1998 Q 4	1999 Q 1	1998	1998 Q 3	1998 Q 4	1999 Q 1
Austria	1.5	1.8	0.6	1.3	-1.4	-0.6	-0.3	0.4
Belgium	1.2	2.0	1.1	1.9	-7.5	-0.5	-6.8	0.8
Finland	1.4	1.2	1.0	1.0	-0.8	0.1	0.1	-0.1
France	15.0	15.7	9.8	10.3	1.0	1.7	-0.6	1.0
Germany	28.3	40.1	21.4	34.9	3.7	2.8	-0.5	12.8
Ireland	0.5	2.1	0.2	2.1	0.3	0.5	-0.3	1.7
Italy	5.5	5.4	4.6	4.8	-1.2	-2.3	0.3	0.1
Luxembourg	5.1	4.3	3.7	3.1	1.6	1.0	0.7	-0.7
Netherlands	15.3	22.7	10.8	19.0	5.0	-0.9	4.1	7.7
Portugal	0.3	0.7	0.2	0.7	—	—	0.2	0.4
Spain	5.8	7.7	4.1	6.4	1.5	0.3	0.9	2.2
Euro 11	79.9	103.7	57.5	85.5	2.2	2.1	-2.2	26.3
Denmark	1.0	1.4	0.7	1.0	—	1.3	-1.1	0.4
Greece	—	—	—	—	—	—	—	—
Sweden	6.9	6.6	3.4	3.9	-0.5	-1.2	-0.2	-0.2
United Kingdom	26.1	28.5	18.9	22.3	8.1	2.9	-1.6	3.0
EMU 15	113.9	140.2	80.5	112.7	9.8	5.1	-5.1	29.5
United States	22.0	24.2	16.9	19.9	2.0	2.2	-1.9	2.8
Japan	6.6	6.7	4.9	5.7	-5.8	0.5	-2.4	0.2
Developed Countries	167.9	200.2	118.5	161.0	8.0	10.1	-9.9	36.2
All Countries	194.5	228.9	132.1	177.9	7.4	7.8	-12.5	38.4

資料：BIS Quarterly Review, June 1999, Table 15A

表 1 — 2 International Bonds and Notes by Nationality of Issuer

(in billion of US dollars)

Countries	Amounts Outstanding		Announced Issues		Net Issues			
	Dec.'98	March'99	1998 Q 4	1999 Q 1	1998	1998 Q 3	1998 Q 4	1999 Q 1
Austria	74.4	71.0	4.2	3.1	8.9	1.0	2.9	0.8
Belgium	45.1	42.8	2.1	1.3	-1.3	-0.5	—	0.2
Finland	43.8	41.4	2.5	1.2	-3.7	-0.1	-2.2	-0.4
France	250.4	255.4	16.1	31.7	34.2	6.5	6.8	19.7
Germany	480.4	486.6	26.0	64.0	93.5	24.0	6.7	32.5
Ireland	23.4	23.0	1.8	0.6	2.8	-0.2	0.9	0.1
Italy	109.3	107.4	7.0	13.9	14.7	0.9	6.7	2.8
Luxembourg	12.3	11.6	0.6	2.7	1.3	0.6	-0.7	-0.1
Netherlands	169.4	167.7	11.6	17.4	35.0	9.5	5.9	7.8
Portugal	16.5	16.4	—	2.0	1.7	—	-0.2	0.9
Spain	76.3	78.2	5.2	9.9	21.8	5.2	2.4	5.3
Euro 11	1,301.3	1,301.5	77.1	147.8	208.9	46.9	29.2	69.6
Denmark	29.4	28.4	1.7	1.2	-1.4	-1.5	0.8	0.3
Greece	25.0	25.4	0.2	2.4	2.3	-0.4	-0.4	1.4
Sweden	90.9	82.8	2.8	4.6	-5.1	0.5	-4.2	-5.2
United Kingdom	336.3	353.4	14.9	41.8	42.2	11.8	4.2	26.3
EMU 15	1,782.9	1,791.5	96.7	197.8	246.9	57.3	29.6	92.4
United States	823.0	921.8	91.2	131.7	280.6	63.2	61.1	108.4
Japan	311.5	301.8	13.3	16.6	-14.0	-4.9	—	-0.3
Developed Countries	3,338.3	3,434.8	222.0	368.3	562.2	126.2	91.6	206.7
All Countries	4,121.6	4,217.5	262.5	414.6	670.3	144.2	107.0	227.1

資料：BIS Quarterly Review, June 1999, Table 15B

表 1 - 3 Announced International Equity Issues by Nationality of Issuer

(in billion of US dollars)

Countries	1996	1997	1998	1998 Q 1	1998 Q 2	1998 Q 3	1998 Q 4	1999 Q 1
Austria	0.5	1.1	0.5	0.3	0.2	—	—	0.1
Belgium	1.1	1.0	0.5	—	0.1	0.1	0.3	0.1
Finland	0.9	1.5	1.9	0.1	0.5	0.1	1.3	0.2
France	7.4	12.6	17.3	2.6	8.4	3.4	3.0	1.2
Germany	8.7	6.0	7.5	0.7	5.1	0.9	0.8	2.6
Ireland	0.2	0.5	0.6	—	0.3	0.2	0.2	—
Italy	4.5	8.4	7.6	3.5	2.4	0.7	1.0	0.2
Luxembourg	1.0	0.7	1.0	0.2	—	0.8	—	—
Netherlands	7.2	7.0	7.6	3.2	0.7	3.0	0.6	4.8
Portugal	1.3	2.1	1.5	—	0.7	0.4	0.4	—
Spain	1.7	5.0	7.6	2.0	4.9	0.2	0.5	0.9
Euro 11	34.5	45.9	53.6	12.6	23.3	9.8	8.1	10.1
Denmark	0.8	0.3	0.5	—	0.4	—	0.1	0.1
Greece	0.2	0.9	2.4	—	1.5	0.1	0.8	0.1
Sweden	2.7	3.4	1.0	0.3	0.4	—	0.3	—
United Kingdom	8.8	11.7	14.3	2.0	6.8	3.5	2.0	8.5
EMU 15	47.0	62.2	71.8	14.9	32.4	13.4	11.3	18.8
United States	8.6	8.9	18.0	5.2	7.2	2.1	3.5	9.5
Japan	0.8	1.9	10.1	1.4	0.9	0.1	7.6	0.6
Developed Countries	60.5	85.4	111.8	22.2	46.5	16.1	27.0	29.7
All Countries	82.6	117.5	124.7	26.1	51.0	17.0	30.6	33.1

資料：BIS Quarterly Review, June 1999, Table 18

や繰り上げ召還・ユーロ建てでの発行を行わない限り、既発債の部分には変更はなく、満期を迎えた債券からユーロ建てへと転換されることになるはずである。これに対して、マネーマーケットの商品はもともと満期までの期間が短く、満期が来たものから新規に発行するとすればユーロ建てへの転換はより速やかに進むものと考えられる。しかも1999年第1四半期においてはユーロが対ドルで弱含んでいたため、満期までの期間の長い債券を発行する主体にも購入する主体にも為替リスクが生じることを考え合わせると、債券市場よりもマネーマーケットでユーロ建ての発行が活発であったことは理解できる。

(2) 種類・通貨・部門

表2はマネーマーケット(表2-1)と債券市場(表2-2)の商品分類・通貨・部門ごと

の発行額を表している。

まず、規模の大きな債券市場を固定金利債・変動金利債・エクイティ関連債に分けてみると、固定金利債がほぼ4分の3を占め、エクイティ関連債はわずかであることがわかる。また、債券市場を部門別でみると、金融機関と事業法人による発行が1999年第1四半期の拡大に貢献していたこともわかる。

商品分類ごとにさらに詳しくみると、固定金利債は債券の最も一般的な形で、1999年第1四半期には世界的に拡大しており、ユーロ建て債は増加率では発行計画額と純発行額のいずれでもドル建て債を上回ったものの、絶対額では及ばず、部門別では金融機関・事業法人に加えて政府等による発行も多かったことがわかる。

変動金利債は固定金利債ほど一般的ではないが、固定金利債の3分の1程度の規模にあり、

表 2-1 International Money Market Instruments by Type, Sector and Currency

(in billion of US dollars)

Type/Sector/Currency	Amounts Outstanding		Gross Issuance		Net Issues			
	Dec.'98	March'99	1998 Q 4	1999 Q 1	1998	1998 Q 3	1998 Q 4	1999 Q 1
Total Issues	194.5	228.9	132.1	177.9	7.4	7.8	-12.5	38.4
US dollar	111.5	118.5	69.9	86.5	6.0	4.4	-10.7	7.0
Euro area currency	35.9	63.7	28.4	56.7	0.9	2.0	-0.6	30.8
Japanese yen	4.7	3.5	2.9	2.4	-2.8	0.7	-3.8	-1.1
Other currencies	42.3	43.2	30.9	32.4	3.3	0.8	2.7	1.8
Financil institutions	124.8	154.8	84.1	122.3	9.0	6.2	-3.9	32.5
Governments/state agencies	29.6	28.0	17.9	12.0	-7.9	0.8	-5.5	-1.1
International institutions	3.2	4.7	1.9	3.8	-0.4	-0.3	-0.7	1.5
Corporate issuers	36.9	41.4	27.4	33.7	6.6	1.1	-2.4	5.6
Commercial Paper	132.9	155.0	96.4	125.9	20.6	10.3	-0.9	25.0
US dollar	77.9	85.7	52.9	66.3	11.3	5.1	-5.3	7.8
Euro area currency	24.1	39.9	20.3	35.7	8.4	3.7	6.1	17.8
Japanese yen	3.5	2.5	2.3	2.0	-2.2	0.3	-3.2	-0.9
Other currencies	27.3	26.9	20.9	21.9	3.2	1.2	1.6	0.4
Financil institutions	76.2	93.1	56.6	77.5	14.6	7.7	1.4	18.4
Governments/state agencies	19.4	18.3	11.1	11.4	-1.0	1.8	0.5	-0.7
International institutions	3.2	4.7	1.9	3.8	0.5	-0.3	-0.5	1.5
Corporate issuers	34.1	39.0	26.8	33.2	6.5	1.1	-2.3	5.9
Other Short-Term Paper	61.6	73.9	35.7	52.0	-13.2	-2.5	-11.6	13.4
US dollar	33.6	32.8	17.0	20.2	-5.3	-0.7	-5.4	-0.8
Euro area currency	11.8	23.8	8.1	21.0	-7.5	-1.7	-6.7	13.0
Japanese yen	1.2	1.0	0.6	0.4	-0.6	0.4	-0.6	-0.2
Other currencies	15.0	16.3	10.0	10.5	0.1	-0.4	1.1	1.4
Financil institutions	48.6	61.7	27.5	44.8	-5.6	-1.5	-5.3	14.1
Governments/state agencies	10.2	9.7	6.8	0.6	-6.9	-1.0	-6.0	-0.4
International institutions	—	—	—	—	-0.9	—	-0.2	—
Corporate issuers	2.8	2.4	0.6	0.5	0.1	—	-0.1	-0.3

資料：BIS Quarterly Review, June 1999, Table 13A

ユーロ建て債は発行計画額と発行残高ではドル建て債に及ばないものの、純発行額ではドル建て債を上回っていたことがわかる。そして、部門別では金融機関による発行が圧倒的に大きいこともわかる。

固定金利債と変動金利債でユーロ建てとドル建ての比率に違いがみられたのは、1999年第1四半期においてアメリカの発行者はすでに長期金利の上昇を予想しているのに対して、ヨーロッパではまだ金利上昇を発行主体が確信していないので、ユーロ建ての変動金利債が増加していたためと考えられる¹⁰⁾。

エクイティ関連債は発行額も小さく、株式と同様に株価動向に左右されるので、発行額の大小をユーロ導入の影響と考えることは難しいが、ユーロ建て債が発行計画額と純発行額でドル建て債を上回り、部門別では発行計画額・純発行額・発行残高とも事業法人による発行が大きかったことがわかる。

次に、マネーマーケットをCPとその他に分けてみると、CPがほぼ3分の2を占めており、部門別でみると、金融機関による発行が1999年第1四半期の拡大に貢献していたことがわかる。

商品分類ごとにさらに詳しくみると、CPでは

表 2-2 International Bonds and Notes by Type, Sector and Currencies

(in billion of US dollars)

Type/Sector/Currency	Amounts Outstanding		Announced Issues		Net Issues			
	Dec.'98	March'99	1998 Q 4	1999 Q 1	1998	1998 Q 3	1998 Q 4	1999 Q 1
Total Issues	4,121.6	4,217.5	262.5	414.6	670.3	144.2	107.0	227.1
US dollar	1,860.5	1,991.9	128.9	199.8	405.2	80.7	66.4	131.4
Euro area currency	1,137.9	1,129.2	66.0	147.3	219.5	56.8	30.2	82.4
Japanese yen	482.7	454.4	19.9	17.7	-26.4	-4.8	-5.9	-10.8
Other currencies	640.5	641.9	47.7	49.6	72.2	11.4	16.4	24.1
Financial institutions	1,897.8	1,948.4	113.8	213.6	359.2	85.3	39.5	118.1
Governments/state agencies	872.2	891.0	64.6	81.8	134.8	24.6	30.7	43.5
International institutions	368.0	363.9	26.9	21.8	55.5	9.5	14.4	11.1
Corporate issuers	983.4	1,014.1	57.2	97.4	120.7	24.9	22.3	54.4
Straight Fixed Rate	2,974.8	3,039.8	196.5	303.3	483.9	93.2	75.5	168.7
US dollar	1,181.0	1,289.6	98.1	151.6	290.8	45.9	58.7	108.6
Euro area currency	909.4	884.8	41.8	97.8	159.7	40.8	12.0	48.1
Japanese yen	381.1	355.8	16.8	12.5	-31.2	-6.8	-5.9	-11.9
Other currencies	503.2	509.6	39.8	41.3	64.7	13.3	10.8	23.9
Financial institutions	1,119.9	1,137.1	63.6	128.0	179.6	38.8	9.5	67.0
Governments/state agencies	779.2	799.7	58.2	73.5	133.3	26.3	27.4	42.7
International institutions	341.1	339.0	26.7	21.5	56.9	8.8	16.2	11.8
Corporate issuers	734.5	764.0	48.0	80.3	114.0	19.3	22.3	47.2
Floating Rate	925.8	958.7	55.2	99.4	168.0	44.2	25.2	54.4
US dollar	550.8	574.7	29.3	47.3	108.7	31.4	8.8	23.9
Euro area currency	185.3	200.2	15.9	40.8	43.7	11.2	10.6	29.5
Japanese yen	85.2	82.1	3.1	4.2	4.9	2.8	-0.2	0.5
Other currencies	104.5	101.7	7.0	7.0	10.7	-1.3	6.0	0.5
Financial institutions	709.0	743.3	45.0	82.4	158.6	39.8	26.1	49.4
Governments/state agencies	85.9	84.4	6.4	8.3	0.4	-1.9	2.1	0.8
International institutions	26.7	24.7	0.2	0.3	-1.6	0.5	-1.8	-0.7
Corporate issuers	104.1	106.3	3.6	8.4	10.5	5.8	-1.3	4.8
Equity Related	221.1	219.0	10.8	11.9	18.4	6.8	6.3	4.0
US dollar	128.7	127.6	1.5	0.9	5.7	3.4	-1.1	-1.1
Euro area currency	43.2	44.2	8.3	8.7	16.1	4.8	7.6	4.8
Japanese yen	16.4	16.5	—	1.0	-0.1	-0.8	0.2	0.6
Other currencies	32.8	30.6	0.9	1.3	-3.2	-0.6	-0.4	-0.3
Financial institutions	68.9	68.0	5.2	3.2	21.0	6.7	3.9	1.7
Governments/state agencies	7.1	6.9	—	—	1.1	0.2	1.2	—
International institutions	0.2	0.2	—	—	0.2	0.2	—	—
Corporate issuers	144.8	143.8	5.6	8.7	-3.8	-0.2	1.3	2.4

資料：BIS Quarterly Review, June 1999, Table 13B

ユーロ建ては粗発行額と発行残高ではドル建てに及ばないものの、純発行額ではドル建てを大幅に上回り、部門別ではやはり金融機関による発行が多かったが、事業法人による発行も大幅に増加していたことがわかる。

他方、CPを除くマネーマーケット商品では粗

発行額と純発行額でユーロ建てがドル建てを上回っており、金融機関による発行が大きかったことがわかる。

CP以外の商品がCPと異なる理由は明らかではないが、イングランド銀行報告書が述べていたCD市場の拡大やBIS四半期報告書が述べてい

た事業法人向けのキャッシュ・マネジメント・ファンドが導入されたことによる影響かもしれない。

(3) 部門別発行主体の国籍

すでに発行主体の国籍別の発行額はマネーマーケット・債券市場・株式市場に分けてみたが、国別の発行状況の特徴がより明らかになるので、部門別に分けた上で発行主体の国籍別の発行額をさらに調べておこう。ただし、マネーマーケットと債券市場を分けてきたこれまでの分類はBISの統計表には存在しないので、マネーマーケットと債券市場を合わせた国際債務証券(International Debt Securities)という分類で紹介することになる。そして、すでにみたように、マネーマーケットと債券市場では債券市場の方がかなり大きいので、実質的には債券市場の部門別発行主体の国籍を調べることになる。

表3-1は国際債務証券の発行主体国籍別発行額、表3-2はこのうち金融機関による国籍別発行額、表3-3は政府等の国籍別発行額、表3-4は事業法人の国籍別発行額をそれぞれ表している。

表3-2の金融機関による発行額をみると、1999年第1四半期におけるドイツの増加が著しく、純発行額でも発行残高でもアメリカを上回っており、Euro11ではアメリカの2倍以上に達していることがわかる。また、ドイツ以外ではオランダとフランスが大きく、スペインがこれに続いている。

これに対して、表3-3の政府等による発行額では、純発行額でも発行残高でもアメリカが大きいことがわかる。Euro11の発行残高ではアメリカを上回っているが、純発行額は減少傾向にあり、1999年第1四半期にはマイナスを記録

していた。これはEMU参加国には政府による財政赤字を制限する安定・成長協定が罰則付きで課せられており、参加国政府がこの協定を遵守していることの現れであり、今後もこの傾向は継続するものと考えられる。

他方、表3-4で事業法人による発行額をみると、アメリカが大きく、純発行額でも発行残高でもEuro11を上回っており、EMU15でようやくアメリカに匹敵していることがわかる。また、国籍別にみると、発行残高ではフランス・ドイツ・オランダ・イタリア・スペイン、1999年第1四半期の純発行額ではフランス・イタリア・ドイツ・スペインという順で、フランス・イタリア・スペインといった国が発行額を伸ばしているのが特徴となっている。イングランド銀行の報告書は社債発行の増加をユーロ導入後の最も大きな変化の1つとして上げており、とりわけフランスの社債発行額が大きかったことに言及していたが、表3-4はこの指摘と整合的である。

3. ポイントの整理

ドイセンベルグECB総裁の講演録、イングランド銀行のユーロ導入に関する報告書の第11版、BIS四半期報告書(含む統計表)の内容はすでにみたような若干の相違はあるものの、ユーロ導入後のヨーロッパ金融・資本市場に関しては同様な内容を表しており、ここではマネーマーケット、債券市場、株式市場に分けて、ポイントを整理しておこう。

(1) マネーマーケット

マネーマーケットはユーロ導入を受けて統合が最も進んだ市場である。

EMU参加11カ国の通貨の交換比率は固定さ

表 3 - 1 International Debt Securities by Nationality of Issuer : All Issuers

(in billion of US dollars)

Countries	Amounts Outstanding		Net Issues					
	Dec.'98	March'99	1998	1998 Q 1	1998 Q 2	1998 Q 3	1998 Q 4	1999 Q 1
Austria	75.9	72.9	7.6	1.9	2.7	0.4	2.6	1.2
Belgium	46.3	44.8	-8.8	0.1	-1.1	-1.0	-6.8	1.0
Finland	45.2	42.6	-4.5	-2.6	0.2	—	-2.1	-0.5
France	265.4	271.1	35.1	14.3	6.4	8.2	6.2	20.7
Germany	508.7	526.7	97.2	34.8	29.4	26.8	6.2	45.2
Ireland	23.8	25.1	3.2	1.4	0.8	0.4	0.6	1.8
Italy	114.8	112.8	13.5	3.4	4.5	-1.4	7.0	2.9
Luxembourg	17.4	15.8	3.0	0.5	0.9	1.6	—	-0.8
Netherlands	184.7	190.4	40.0	12.0	9.4	8.7	9.9	15.5
Portugal	16.8	17.2	1.7	1.0	0.5	0.1	0.1	1.3
Spain	82.1	85.9	23.3	5.3	9.1	5.6	3.3	7.5
Euro 11	1,381.1	1,405.3	211.3	72.1	62.8	49.4	27.0	95.8
Denmark	30.4	29.8	-1.4	-0.9	—	-0.2	-0.3	0.7
Greece	25.0	25.4	2.3	3.6	-0.5	-0.4	-0.4	1.4
Sweden	97.8	89.4	-5.6	-4.5	3.9	-0.7	-4.3	-5.4
United Kingdom	362.5	381.8	50.4	19.9	13.2	14.7	2.6	29.3
EMU 15	1,896.8	1,931.7	257.0	90.2	79.4	62.8	24.6	121.8
United States	845.0	946.0	282.6	59.8	98.2	65.4	59.2	111.1
Japan	318.1	308.5	-19.8	-3.8	-9.3	-4.3	-2.4	-0.2
Developed Countries	3,506.2	3,635.1	570.2	161.5	190.7	136.3	81.7	242.9
All Countries	4,316.1	4,446.3	677.7	197.8	233.4	152.0	94.5	265.6

資料 : BIS Quarterly Review, June 1999, Table 12A

表 3 - 2 International Debt Securities by Nationality of Issuer : Financial Institutions

(in billion of US dollars)

Countries	Amounts Outstanding		Net Issues					
	Dec.'98	March'99	1998	1998 Q 1	1998 Q 2	1998 Q 3	1998 Q 4	1999 Q 1
Austria	34.3	32.5	2.9	1.6	1.7	-0.7	0.3	-0.1
Belgium	29.7	28.7	0.1	0.2	—	-0.3	0.2	0.9
Finland	5.1	5.4	-1.0	-0.4	-0.2	0.5	-0.9	0.5
France	156.6	158.5	13.2	6.7	2.7	2.9	0.9	9.8
Germany	457.0	477.9	86.4	31.0	27.6	22.0	5.8	45.2
Ireland	14.1	14.9	2.4	1.3	0.9	0.4	-0.2	1.1
Italy	41.2	40.7	4.6	2.0	1.0	-1.0	2.6	1.6
Luxembourg	15.0	13.5	2.7	0.6	0.5	1.6	—	-0.8
Netherlands	159.1	166.5	34.2	12.4	7.4	8.0	6.4	15.8
Portugal	2.9	3.8	0.8	0.2	0.4	0.1	0.1	1.0
Spain	41.6	44.0	14.9	3.5	5.8	3.7	1.9	4.2
Euro 11	956.6	986.4	161.2	59.1	47.8	37.2	17.1	79.2
Denmark	6.7	6.9	1.1	0.2	0.7	0.2	—	0.3
Greece	0.4	0.4	—	—	—	—	—	—
Sweden	19.4	19.1	0.6	-0.5	1.1	0.4	-0.4	—
United Kingdom	223.1	235.9	20.9	7.9	5.5	6.2	1.3	19.7
EMU 15	1,206.2	1,248.7	183.8	66.7	55.1	44.0	18.0	99.2
United States	429.0	460.5	136.9	32.1	43.7	36.3	24.8	36.8
Japan	133.7	133.3	12.4	9.6	-0.1	3.7	-0.8	3.4
Developed Countries	1,928.7	2,009.0	360.2	119.6	110.8	92.0	37.8	149.3
All Countries	2,022.6	2,103.2	368.3	122.9	118.3	91.4	35.7	150.6

資料 : BIS Quarterly Review, June 1999, Table 12B

表 3 - 3 International Debt Securities by Nationality of Issuer : Governments and State Agencies

(in billion of US dollars)

Countries	Amounts Outstanding		Net Issues					
	Dec.'98	March'99	1998	1998 Q 1	1998 Q 2	1998 Q 3	1998 Q 4	1999 Q 1
Austria	34.9	34.1	5.3	0.2	1.3	1.2	2.6	1.4
Belgium	12.9	12.3	-9.6	-0.5	-1.1	-0.7	-7.3	-0.1
Finland	36.7	33.3	-3.3	-2.3	0.5	-0.4	-1.1	-1.4
France	29.9	29.0	9.9	6.2	0.8	2.5	0.4	0.8
Germany	12.8	9.3	3.5	-0.2	0.8	1.6	1.3	-2.5
Ireland	22.7	22.5	2.3	3.8	-0.5	-0.6	-0.4	0.6
Italy	63.1	59.0	5.8	0.9	1.8	-0.9	4.0	-2.2
Luxembourg	0.1	0.1	—	—	—	—	—	—
Netherlands	0.4	0.4	-0.1	—	—	—	-0.1	—
Portugal	13.7	13.1	0.8	0.7	0.1	—	—	0.3
Spain	35.7	35.0	8.7	1.3	3.2	2.2	2.0	1.1
Euro 11	262.9	248.1	23.3	10.1	6.9	4.9	1.4	-2.0
Denmark	19.3	18.7	-2.7	-1.0	-0.7	-0.8	-0.2	0.3
Greece	22.7	22.5	2.3	3.8	-0.5	-0.6	-0.4	0.6
Sweden	68.3	60.0	-8.2	-4.4	1.6	-1.4	-4.0	-5.9
United Kingdom	12.1	11.8	-0.8	0.0	—	—	-0.8	—
EMU 15	385.3	361.1	13.9	8.5	7.3	2.1	-4.0	-7.0
United States	130.3	185.5	80.6	15.2	24.3	14.2	26.9	45.8
Japan	25.1	25.4	0.6	0.5	-0.2	0.6	-0.3	1.0
Developed Countries	718.6	734.1	95.4	21.8	31.5	18.0	24.1	36.7
All Countries	901.9	919.0	126.9	28.5	47.6	25.5	25.3	42.3

資料 : BIS Quarterly Review, June 1999, Table 12C

表 3 - 4 International Debt Securities by Nationality of Issuer : Corporate Issuers

(in billion of US dollars)

Countries	Amounts Outstanding		Net Issues					
	Dec.'98	March'99	1998	1998 Q 1	1998 Q 2	1998 Q 3	1998 Q 4	1999 Q 1
Austria	6.7	6.2	-0.6	0.0	-0.2	-0.1	-0.3	-0.1
Belgium	3.7	3.8	0.7	0.5	-0.1	0.1	0.2	0.2
Finland	3.5	3.9	-0.2	-0.1	-0.1	—	—	0.5
France	78.9	83.7	12.1	1.4	2.9	2.8	5.0	10.1
Germany	38.8	39.6	7.3	3.9	1.0	3.2	-0.8	2.5
Ireland	3.0	3.1	1.2	0.0	0.1	—	1.1	0.2
Italy	10.5	13.1	3.0	0.5	1.7	0.5	0.3	3.5
Luxembourg	2.3	2.2	0.3	0.0	0.4	-0.1	—	—
Netherlands	25.1	23.5	5.9	-0.4	2.0	0.6	3.7	-0.3
Portugal	0.3	0.3	—	—	—	—	—	—
Spain	4.9	6.9	-0.3	0.7	—	-0.3	-0.7	2.2
Euro 11	177.7	186.3	29.4	6.5	7.7	6.7	8.5	18.8
Denmark	4.3	4.2	0.2	-0.3	0.1	0.5	-0.1	—
Greece	1.9	2.6	—	-0.2	—	0.2	—	0.8
Sweden	10.1	10.3	2.0	0.4	1.2	0.3	0.1	0.5
United Kingdom	127.3	134.1	30.3	12.1	7.7	8.4	2.1	9.5
EMU 15	321.3	337.5	61.9	18.5	16.7	16.1	10.6	29.6
United States	285.7	310.0	65.1	12.5	30.2	14.9	7.5	28.5
Japan	159.3	149.8	-32.9	-13.9	-9.0	-8.6	-1.4	-4.5
Developed Countries	858.7	891.7	114.4	20.0	48.3	26.3	19.8	56.9
All Countries	1,020.0	1,055.3	127.2	23.2	58.2	25.9	19.9	60.0

資料 : BIS Quarterly Review, June 1999, Table 12D

れ、各国間での短期金利は収斂し、EURIBORが指標金利として定着した。EURIBORの先物・オプション取引はユーロマルク先物・オプションを引き継いだロンドンのLIFFEに集まり、フランクフルトのEurexやパリのMATIFでの取引は少ない。

マネーマーケットでのCPを中心とした商品の発行はドイツやオランダの発行を中心として活発であるが、流通市場での取引は低金利を反映してそれほど活発ではない。

スワップ市場ではオーバーナイト参照金利としてEONIAを用いたovernight indexed swapがすでにマネーマーケットの重要なデリバティブ商品となっているという指摘もあるが、通常の金利スワップ取引では市場の厚みに欠け、ユーロ建て債券発行に伴う金利ヘッジにはドル建て債よりもコストがかかるとも言われている。

(2) 債券市場

債券市場は発行額も大きく、国際資本移動という観点からは最も注目される市場であるが、ユーロ導入後に大きな変化の兆しをみせている。

ユーロ導入後に債券発行額は急増しており、ドル建て債には及ばないものの、ユーロ建て債は国際金融市場において確固たる地位をすでに獲得している。

ユーロ建て債の内訳をみると、金融機関による発行が圧倒的で、次いで事業法人が多く、政府等による発行は減少傾向にある。金融機関による発行が多いのはドイツ・オランダ・フランスであり、とりわけドイツの発行額は突出している。他方、事業法人による発行が多いのはフランスであり、イタリア・ドイツ・スペインがこれに続いている。

また、ユーロ建て債を固定金利債・変動金利

債・エクイティ関連債に分けてみると、固定金利債が多いが、変動金利債では金利動向に関する期待の相違からユーロ建て債がドル建て債の発行額を上回っていた。

さらに立ち入ってみると、ユーロ導入後には、事業法人による発行額の増加率が大きくなっていること、平均発行額が拡大していること、最優良格付けよりも劣る投資適格債の発行額の増加率が大きくなっていることなどが特徴として指摘されている。

マネーマーケットとは違って流通市場も厚みを増しており、EurexのBUND先物の急成長がこのことを裏付けている。EurexのBUND先物・オプションはユーロ圏の長期債デリバティブ商品として確固たる地位を確立しており、受渡対象であるBUNDもヨーロッパの長期債のベンチマークの地位を獲得した。

(3) 株式市場

株式市場ではユーロ導入後にそれほど大きな変化はみられていない。

ヨーロッパ経済の後退から株価は軟調に推移し、これに伴って株式発行額や売買高も全般的には低迷している。

ユーロ導入後にはEMU参加11カ国が1つの地域として扱われ、株式市場では業種別のアプローチが積極的に採用されると予想されていたが、25%の企業は株式ポートフォリオのリバランスを完了しているというメリルリンチとギャラップ社のアンケート調査結果にも関わらず、業種別アプローチに沿ったリバランスの進展は明らかではない。

Euro11やヨーロッパ全体を対象とした株価指数の先物・オプションはユーロ導入後に成長しているが、各国の株価指数を対象とした先物・

オプションに比べるとまだはるかに小さい¹¹⁾。今のところ、EurexのDJ Euro STOXX 50が最もよく取引されているが、LIFFEが多くの新指数の上場を計画しており、ヨーロッパ統合株価指数がどの指数に落ちつくかは予断を許さない状況にある。

V. むすび

1999年1月に単一通貨ユーロが導入され、EMUは参加11カ国の通貨交換比率が固定されるフェーズBに移行した。ユーロの紙幣と硬貨が出回り、各国通貨が回収される2002年のフェーズCに向けてヨーロッパ各国では準備が進められており、11カ国の通貨交換比率が固定されたことによってヨーロッパの金融・資本市場も大きな変化を遂げようとしている。

導入後3カ月間の状況を振り返ってユーロ導入の影響を評価することは尚早ではあるが、今後のヨーロッパ市場の動向を占う意味では無意味だとは言えないだろう。本稿では、こうした観点からユーロ導入直後の3カ月間の状況を、ドイセンベルグECB総裁講演録、イングランド銀行報告書、BIS四半期報告書をもとにして検討してみた。

ユーロ導入の影響を最も大きく受けたのはマネーマーケットであり、ユーロ導入直後に各国短期金利はユーロ建て短期金利 (EURIBOR) に収束した。債券市場でもユーロ導入後に発行額は急増しており、ドル建て債には及ばないものの、ユーロ建て債は国際金融市場において確固たる地位をすでに獲得している。他方、株式

市場ではユーロ導入後に予想されたほど大きな変化はみられていない。

1999年第2四半期に入ってユーロ建て債券発行額は再び増勢に転じ¹²⁾、ユーロの対ドル・レートも底を打った兆しをみせており、ヨーロッパ市場はより安定した局面を迎えつつあるようである。しかし、ユーロの導入という歴史的実験はまだ緒についたばかりであり、今後の推移を見定めてユーロ導入の影響を検討する必要があることは言うまでもないことである。

注

- 1) 日本経済新聞, 1999年2月3日
- 2) 日経金融新聞, 1999年3月16日
- 3) "Mr Duisenberg reports on developments in the financial sector in Europe following the introduction of the euro", *BIS Review*, 68/1999
- 4) "Mr Duisenberg outlines the future development of the financial sector in the euro area", *BIS Review*, 63/1999, "Mr Duisenberg discusses the role of capital markets and financing in the euro area", *BIS Review*, 69/1999
- 5) Bank of England, *Practical issues arising from the euro*, 11th edition, June 1999
- 6) BIS Monetary and Economic Department, "International Banking and Financial Market Developments", *BIS Quarterly Review*, 16 June 1999
- 7) ユーロ導入に伴って取引単位が変更された銘柄が数多く存在するので、注意する必要がある。代表的なものではBUNDの取引単位が低下する一方、ユーロマルク金利/EURIBORの取引単位は上昇している。
- 8) BIS Monetary and Economic Department, *ibid*, pp.16-17
- 9) BISによる国際債の定義については、BIS Monetary and Economic Department, *The BIS Statistics on International Banking and Financial Market Activity*, August 1995を参照。
- 10) 実際、ECBは1999年4月8日に金利の引き下げを決定している。日経金融新聞, 1999年4月10日
- 11) 1999年3月にはドイツのDAX指数先物が1日平均81億ドル取引されていたのに対してeuro STOXX 50は7.4億ドル, STOXX 50は0.6億ドル, Eurotop 100は0.5億ドルであった。Goldman Sachs, "Global Derivatives Review", *Equity Derivatives Research*, April 1999
- 12) 日本経済新聞, 1999年7月5日
(当所大阪研究所主任研究員)