

ユーロ発足後の債券市場

——1999～2001年の展開——

岩 見 昭 三

要 旨

1999年のユーロ発足後ユーロ建て債の発行が急増し、国際債では1999年にユーロ建て債のネット発行シェアがドル建て債のそれを上回り、2001年においてもドル建て債の発行と拮抗する活況を呈している。ユーロ圏各国の債券市場は、発行規模、債券種類のいずれにおいてもきわめて不均等であるが、そのなかで圧倒的地位を占めるのが、ドイツの金融債とくに抵当債（Pfandbrief）であり、これがユーロ発足後のユーロ圏債券市場の発展をリードしてきた。さらに、ドイツは、ユーロ圏外からの債券投資の最大の窓口となる一方で、ドイツによる債券投資の大半を他のユーロ圏諸国に集中させており、この意味で「金融回転台」としての機能を果たしている。

しかし、逆に、他のユーロ圏諸国からドイツへの債券投資は2001年でも大幅な売り越しが続いており、ユーロ圏内各国債券市場間の資本取引は一方的であり、相互投資の発展には至っていない。その他、ユーロ圏各国政府債利回りスプレッドの残存、単一ベンチマークカーブの不在も各国債券市場間の分断状況を示している。

この分断の残存の原因として、資本取引税制、証券決済システム、発行制度、会計制度の不統一、債券格付け機関の未発展が挙げられるが、これらの根底には各国の国益の対立がある。したがって、ユーロ圏債券市場の今後の発展の成否は、各国の国益の対立を如何に克服できるかにかかっている。

目 次

はじめに

I. 概観

1. 世界におけるシェア
2. 発行主体
3. 各国別債券発行規模と発行種類

II. ユーロ圏の証券投資とドイツ

1. 「金融回転台」としてのドイツ
2. ユーロ圏の証券投資収支とドイツ
3. ドイツの対外証券投資
4. ドイツへの対内証券投資

Ⅲ. 単一ユーロ圏債券市場形成への問題点と課題

1. ユーロ圏内債券市場分断の指標

2. ユーロ圏内債券市場分断の原因と課題

結論

はじめに

1999年1月に加盟11ヶ国通貨間の為替相場が完全固定され単一通貨ユーロが発足し、2001年からはギリシアがこれに加わりユーロ圏12ヶ国は世界の GDP の約20%を占める巨大経済圏を形成している。2002年からはユーロの現金流通が開始され、さらにイギリスをはじめ EU 内ユーロ未導入国もユーロ圏への加盟を検討しており、通貨面での EU 統合は完成局面に近付きつつある。

もちろん、ユーロ発足によって EU 内の経済問題が自動的に解決の方向に向かっているわけではなく、ユーロ圏内の平均失業率は低下傾向にあるとはいえ、2002年2月現在依然として8%を上回っており、ユーロ相場は対ドル、対円でも1999年の発足時から基本的に低下傾向を辿り、2002年4月末でも1ユーロ=1ドルを回復していない。さらに、2001年にはドイツをはじめユーロ圏経済の成長率の減速が鮮明化し、通貨統合を越えるユーロ圏各国の「構造問題」の解決が次の課題として明確になりつつある。

しかし、このようななかで、「資本市場においてはユーロは短期間に驚異的な (tremendous) 発展をした。債券市場、株式市場のいずれにおいてもである。」¹⁾ と、ECB 総裁ドイセンベルクが自負するように、ユーロ発足後の資本市場の発展に対するユーロ圏当局者の評価はきわめて高い。この評価が妥当かどうかは慎重に検討されねばならないが、本稿の課題は、

このための一資料としてユーロ発足後の債券市場の輪郭を描くことにある。

I. 概 観

1. 世界におけるシェア

ユーロ発足後のユーロ建て債券市場でまず着目されるべきは、起債額の急増である。ユーロ発足前後の国際債の通貨別、地域別構成を示す表1によれば、ユーロ発足前年の1998年において、ユーロ加盟予定国の各国通貨建ての合計ネット発行額は、2,238億ドルと国際債合計の32.8%を占めるにすぎない。これに対して、ドル建て債のネット発行額は4,107億ドルと60.3%を占め、ユーロ建て債の約2倍に達し国際債発行市場でドルは圧倒的優位を誇っていた。ところが、ユーロ発足初年の1999年にはユーロ建て国際債のネット発行額は前年の3倍近くの6,008億ドルに急増し、シェアも48.4%とドル建て発行額の5,463億ドル(44.0%)を一気に上回り、ユーロ建て債が国際債ネット発行において最大シェアを占めるに至った。翌2000年にはユーロ建て国際債のネット発行額は4,721億ドルと前年を下回り、ドル建て債(6,133億ドル)に最大シェアを譲ることになるが、絶対額では1998年の2倍を越える水準を維持している。2001年には、ドル建て債の5,049億ドル(47.1%)に対してユーロ建て債が4,762億ドル(44.5%)と、シェアが再び拮抗するに至っている。

ユーロ建て債のシェア上昇はとくにヨーロッ

表1 国際債の通貨別、地域別構成（1998～2001年）（ネット発行額）

（単位 10億 US ドル）

		1998	1999	2000	計	2001			
						I	II	III	IV
ヨーロッパ	US ドル	77.6	59.6	171.8	48.3	24.9	13.1	-2.9	13.2
	ユーロ	170.7	514.0	412.5	399.1	128.3	103.4	57.2	110.1
	円	-9.1	4.1	40.9	-2.9	-6.0	1.7	4.0	-2.6
	その他通貨	42.0	76.5	86.7	67.6	19.0	10.3	11.8	26.5
北アメリカ	US ドル	262.1	434.2	379.0	401.7	123.0	96.4	85.0	97.3
	ユーロ	32.6	47.8	44.6	64.2	20.9	15.6	7.0	20.7
	円	-4.1	-2.0	17.2	16.5	3.3	5.2	6.4	1.5
	その他通貨	14.6	16.8	18.6	7.6	5.1	3.3	-1.5	0.7
その他地域	US ドル	71.0	52.5	62.5	55.0	7.7	36.6	9.4	1.2
	ユーロ	20.6	39.0	15.1	12.9	5.4	4.3	0.5	2.7
	円	-13.7	-13.6	-20.4	-2.4	-3.3	4.5	-2.5	-1.0
	その他通貨	17.0	12.3	15.1	3.5	0.3	1.0	2.5	-0.2
計	US ドル	410.7	546.3	613.3	504.9	155.5	146.1	91.6	111.7
	ユーロ	223.8	600.8	472.1	476.2	154.6	123.4	64.7	133.5
	円	-26.8	-11.5	37.7	11.2	-6.0	11.3	8.0	-2.1
	その他通貨	73.7	105.5	120.4	78.8	24.4	14.6	12.8	27.0

（注）1）地域は、発行者の国籍。

2）1998年のユーロは、先行通貨の総計。

3）「ヨーロッパ」は、EU と、アイスランド、リヒテンシュタイン、ノルウェー、スイス。

4）「北アメリカ」は、アメリカとカナダ。

（原資料）Bank of England, Capital DATA, Dealogic, Euroclear, ISMA, Thomson Financial Securities Data, BIS.

〔出所〕BIS, *International Banking and Financial Market Developments, Quarterly Review*, various issues.

パにおいて著しく、1998年にはヨーロッパにおいてユーロ加盟予定国の各国通貨建ての合計ネット発行シェアは60.7%にすぎなかったのに対し、1999年は78.6%に急騰し、2000年に57.9%に低下するものの、2001年には77.9%に回復し、ヨーロッパにおけるユーロ建て国際債の圧倒的地位を維持している。

この結果、表2に見られるように、2000年末にはユーロ圏諸国の発行した国際債の発行残高は22,428億ドルに達し、アメリカの17,635億ドルを凌駕して、国際債の発行残高に関してはユーロ圏諸国が最大シェアを占めるに至っている。

しかし、国内債では同年末でユーロ圏諸国の発行残高は53,530億ドルと、アメリカの

145,458億ドルの1/3強にすぎず、国際債と比較して国内債市場の成熟度は低く、ユーロ諸国の発行残高を合計しても日本のそれを下回っている。とくに社債に関してはこの傾向が顕著であり、ユーロ圏諸国の発行残高は2,855億ドルと、アメリカの24,014億ドルの11.9%の低水準にとどまっている。世界合計で国内債の発行残高が国際債のその約3倍に達するため、国際債と国内債の発行残高を合計した総発行残高に関する指標では、ユーロ圏諸国のシェアは21.3%にすぎず、アメリカの45.6%の半分以上にとどまっている。

したがって、ユーロ発足後のユーロ建て債券市場ないしユーロ圏諸国による発行活動に関しては、国際債市場の発展が最も著しく、これと

表 2 国内債、国際債の発行残高 (2000年末)

(単位 10億 US ドル)

	総発行 残 高	国際債				国内債			
		計	公 債	金融債	社 債	計	公 債	金融債	社 債
アメリカ	16,309.3	1,763.5	472.2	779.2	512.1	14,545.8	8,034.3	4,110.1	2,401.4
カナダ	794.4	209.0	121.6	37.2	50.2	585.4	414.2	100.3	70.9
日本	6,359.9	287.6	20.2	142.2	125.2	6,072.3	4,543.3	773.2	755.8
EU	9,628.4	2,936.3	363.6	1,899.4	673.3	6,692.1	3,902.3	2,288.3	501.5
ユーロ圏	7,595.8	2,242.8	282.3	1,522.4	438.1	5,353.0	3,292.4	1,775.1	285.5
フランス	1,426.1	358.1	27.8	193.8	136.5	1,068.0	635.7	309.4	122.9
ドイツ	2,604.8	893.2	21.6	746.9	124.7	1,711.6	736.5	950.0	25.1
イタリア	1,484.6	212.4	68.5	94.9	49.0	1,272.2	976.1	273.4	22.7
オランダ	536.3	291.0	0.7	221.0	69.3	245.3	162.4	44.8	38.1
スペイン	483.6	152.5	34.7	83.1	34.7	331.1	274.4	29.9	26.8
イギリス	1,461.9	566.0	12.6	343.0	210.4	895.9	426.5	285.4	184.0
その他	2,644.2	806.8	285.2	275.9	245.7	1,873.4	1,063.8	492.5	281.1
計	35,736.2	6,003.2	1,262.8	3,133.9	1,606.5	29,733.0	17,957.9	7,764.4	4,010.7

(原資料) BIS.

〔出所〕 IMF, *International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues*, August 2001, p. 222.

比較して国内債市場は社債市場を典型としてアメリカ、日本に大きく立ち遅れ、国際債、国内債の発行残高を合計した総発行残高ではドル建て債券市場ないしアメリカ市場の優位を揺るがすに至っていない。

2. 発行主体

ユーロ圏居住者によるユーロ建て債のグロスの発行高を示すのが表 3 である。ここからまず、ユーロ建て債の発行の90%以上がユーロ圏居住者によるものと分かる。満期構成では、一貫して短期債が長期債を上回り、ユーロ発足後も短期債の発行が2001年末までに2倍強に増大したのに対し、長期債の発行はむしろ微減傾向を辿り、短期債と長期債の比率はユーロ発足直後の約3:2から約4:1に拡大している。

発行主体別では、銀行、非金融法人、政府の

グロスの発行シェアは、1999年第 I 四半期にそれぞれ48.4%、13.8%、36.0%であったのに対し、2001年第IV四半期にはそれぞれ67.1%、14.7%、14.1%に変化し、政府部門の減少と銀行部門の急増、非金融法人の増加が目立つ。「ユーロ圏ではアメリカや他の諸国と同じように、財政規律の遵守により GDP 比の政府債残高が減少した。」²⁾と指摘されるように、財政赤字の削減が政府債発行に歯止めをかけることになったからである。銀行部門による金融債の増加は、ドイツで発達していた抵当債 (Pfandbrief) が急増し、フランス、ルクセンブルク、イタリアなど他のユーロ圏諸国も追随してジャンボ債と称される大量発行が増大したことが大きい³⁾。抵当債は、抵当銀行によって不動産抵当貸し付けや自治体向け貸し付けを担保として発行されるため安全性、信用力が高く、とくにドイツのそれは流動性も高い。非金融法人

表3 ユーロ圏居住者によるユーロ建て債発行高(1999~2001年)(グロス)

(単位 10億ユーロ, %)

	ユーロ建て債総発行高			ユーロ圏居住者による総発行高						
	計	短期債	長期債		短期債	長期債	銀行	非銀行 金融機関	非金融 法人	政府
1999年 I	999.4	571.6	427.7	922.7 (92.3)	548.3	374.4	446.8	16.1	127.7	332.2
II	977.9	566.4	411.5	902.6 (92.3)	547.2	355.4	443.1	36.7	126.8	296.3
III	966.6	591.2	375.4	876.2 (90.6)	563.3	312.9	434.6	23.5	131.3	286.6
IV	884.0	564.2	319.8	810.7 (91.7)	542.5	268.2	478.3	19.3	108.2	205.2
2000年 I	1,165.5	772.1	393.4	1,067.1 (91.6)	739.4	327.7	623.7	15.3	139.0	288.9
II	1,138.8	790.2	348.6	1,054.6 (92.6)	752.7	301.9	611.0	27.6	172.0	244.3
III	1,199.6	862.2	337.4	1,097.1 (91.5)	824.0	273.1	656.4	28.1	179.2	233.5
IV	1,226.4	892.8	333.6	1,124.5 (91.7)	849.4	275.1	702.2	36.9	180.5	204.9
2001年 I	1,696.5	1,227.1	469.4	1,555.1 (91.7)	1,175.3	379.8	986.5	33.4	217.2	317.8
II	1,723.3	1,313.0	410.3	1,598.7 (92.8)	1,268.9	329.8	1,049.5	39.5	234.4	275.2
III	1,536.2	1,187.3	349.1	1,461.9 (95.2)	1,149.0	313.0	919.6	40.1	226.2	276.1
IV	1,700.7	1,289.5	411.2	1,595.6 (93.8)	1,247.2	348.4	1,071.3	64.6	234.7	225.2

(注) 1) () 内の数値はユーロ建て債総発行高に占めるシェア(%)。

2) 「銀行」は中央銀行を含む。

〔出所〕 ECB, *Monthly Bulletin*, various issues.

の発行する社債に関しては、「いわゆる『ニューエコノミー』部門、とくにテレコミュニケーションとメディア部門がユーロ債券市場での最も活発な調達者であった。」⁴⁾と指摘されるように、同部門の民営化、グローバル化による競争の激化が資金調達需要を増大させ、これが刺激となって他部門による調達への道を開くことになった。しかし、前述のように絶対水準では社債市場はアメリカ市場と比較してまだ大きく立ち遅れている。

他方、非居住者によるユーロ建て債の発行は、前述のようにユーロ建て債全体の1割以下にとどまるものの、表4に示されるようにユーロ発足後着実に増大している。居住者による発行と異なり、1999年以降2001年第Ⅲ四半期を除いて長期債の発行が短期債のそれを上回っている。

発行主体別では、居住者による発行と比較して非銀行金融機関、非金融法人の活発な発行と銀行部門と政府部門の発行の相対的低水準が目

立つ。非居住者の発行において、居住者の発行と比較して、非金融法人による発行が相対的に大きいことに関して、ECBは、「ユーロ圏内における銀行による金融と銀行以外からの金融のウェイト」⁵⁾にその原因を求めている。すなわち、ユーロ圏ではユーロ圏外諸国と比較して企業は銀行からの資金調達に依存する度合いが大きく、このため債券発行による資金調達も企業自身によるものよりも銀行によるものがはるかに大きい。他方、ユーロ圏外諸国では企業は銀行からの資金調達に依存する度合いが小さく、企業自身による債券発行での資金調達が銀行によるそれに迫るようになる。ECBによるこの見解をさらに敷衍すれば、ユーロ圏外諸国では、企業は自ら債券を発行して資金調達をしない場合でもただちに銀行に調達先を求めないで、銀行以外の金融機関に資金調達を依存する度合いがユーロ圏と比較して大きい。企業のこの資金調達行動の相違が、非居住者における非銀行金融機関、非金融法人の債券発行による

表4 ユーロ圏非居住者によるユーロ建て債発行高 (1999~2001年) (グロス)

(単位 10億ユーロ, %)

	計	短期債	長期債	銀行	非銀行 金融機関	非金融 法人	政府	国際機関
1999 I	76.7	23.3 (4.1)	53.4 (12.5)	28.6	16.5	18.0	7.5	6.1
II	75.2	19.2 (3.4)	56.1 (13.6)	22.3	19.1	22.3	8.4	3.2
III	90.3	27.8 (4.7)	62.5 (16.6)	30.6	21.8	27.9	6.9	2.5
IV	73.4	21.7 (3.8)	51.7 (16.2)	23.9	14.7	21.4	7.8	1.1
2000 I	98.4	14.0 (1.8)	24.2 (6.2)	38.2	19.9	25.4	11.8	3.1
II	84.1	16.6 (2.1)	17.8 (5.1)	34.4	15.6	25.2	6.4	2.5
III	102.4	12.1 (1.4)	20.0 (5.9)	32.0	21.8	37.5	9.4	1.7
IV	102.0	16.1 (1.8)	26.7 (8.0)	42.8	18.7	26.3	9.4	4.7
2001 I	141.5	51.7 (4.2)	89.6 (19.1)	53.8	45.2	22.4	15.2	5.0
II	124.6	44.1 (3.4)	80.6 (19.6)	44.2	47.4	18.0	12.7	2.3
III	74.2	38.1 (3.2)	36.1 (10.3)	28.6	36.9	7.0	1.4	0.4
IV	105.1	42.1 (3.3)	63.0 (15.3)	31.4	45.7	11.9	8.9	6.9

(注) 1) 短期債, 長期債の () 内の数値は, それぞれのユーロ建て債総発行高に占めるシェア (%)。

2) 「銀行」は中央銀行を含む。

[出所] ECB, *Monthly Bulletin*, various issues.

活発な資金調達に現われていることになる。とすれば, ユーロ発足以後のユーロ圏諸国によるユーロ建て債市場の急速な拡大は, 金融債発行の圧倒的優位とシェア上昇という事実からも, 従来からの間接金融構造に必ずしも抵触しないで進行していることになり, ユーロ圏では債券市場の拡大が間接金融構造を温存, さらに強化している可能性も十分考えられる。この点に関する結論は, 金融債を発行した金融機関の資産運用行動の詳細な検討等にもとづいて慎重に導出しなければならないが, ユーロ建て債の居住者と非居住者におけるそれぞれの発行主体シェアの相違は, ユーロ発足によってユーロ圏金融構造がどのように変容したかという問題を提起していることは確かである。

3. 各国別債券発行規模と発行種類

ユーロ圏諸国の1999年, 2000年のそれぞれのネットの債券発行高を示したのが表5のA, Bである。これによれば両年ともドイツが最大の

発行シェアを占め, ドイツの発行シェアは1999年, 2000年のそれぞれ40.9%, 38.0%に達している。さらに, 1999年にはドイツ, フランス, オランダの上位3ヶ国で発行シェアが70.2%, 2000年には同上3ヶ国で発行シェアが69.9%に達し, 発行の上位国への集中が確認できる。しかし, 各国の発行額は安定的ではなく, ドイツでさえも2000年には前年比で発行額を584億ドル減少させ, スペインにいたっては533億ドル減額させネット発行額が半分以上になり, 逆にイタリアは346億ドル増額させスペインに代わってネット発行額4位を占めるようになった。

次に各国がどのような債券を発行したかを, 公債, 金融債, 社債に分けて見ると, これも各国毎に不均等が著しい。ドイツでは, 1999年の公債, 金融債, 社債のそれぞれの発行割合が11.7%, 84.0%, 4.3%, 2000年のそれが7.6%, 79.9%, 12.5%と金融債が8割前後の発行シェアを占める。他方, フランスでは, 1999年

表 5 A ユーロ圏諸国の債券発行高 (1999年) (ネット)

(単位 10億 US ドル)

		公 債			金融債			社 債		
		計	国内債	国際債	計	国内債	国際債	計	国内債	国際債
オーストリア	29.2	21.4	18.2	3.2	8.2	2.2	6.0	-0.4	-0.0	-0.4
ベルギー	35.9	11.7	3.3	8.4	20.6	-1.1	21.7	3.6	3.5	0.1
フィンランド	3.9	-0.5	1.8	-2.3	1.9	-0.4	2.3	2.5	1.8	0.7
フランス	129.4	19.8	18.5	1.3	48.1	14.4	33.7	61.5	32.7	28.8
ドイツ	331.8	38.9	32.0	6.3	278.6	48.0	230.6	14.3	7.3	7.0
ギリシア	5.4	4.7	4.4	0.3	0.7	-0.5	1.2	-0.0	-0.0	-
アイルランド	6.0	3.0	3.1	-0.1	0.6	-	6.0	2.4	2.1	0.3
イタリア	50.2	6.9	9.0	-2.1	35.1	-14.9	50.0	8.2	5.7	2.5
ルクセンブルク	0.8	-	-	-	0.6	-	0.6	0.2	-	0.2
オランダ	108.8	9.3	9.2	0.1	83.7	31.5	52.2	15.8	10.6	5.2
ポルトガル	16.8	4.7	4.3	0.4	10.1	2.9	7.2	2.0	1.0	1.0
スペイン	93.4	19.7	16.5	3.2	58.9	22.9	36.0	14.8	10.4	4.4
合計	811.6	139.6	120.3	18.7	547.1	105.0	447.5	124.9	75.1	50.2

(注) 国内債は、発行残高増減額。

〔出所〕 BIS, *International Banking and Financial Market Developments, Quarterly Review*, December 2001.

表 5 B ユーロ圏諸国の債券発行高 (2000年) (ネット)

(単位 10億 US ドル)

		公 債			金融債			社 債		
		計	国内債	国際債	計	国内債	国際債	計	国内債	国際債
オーストリア	26.1	11.3	9.0	2.3	15.2	3.2	12.0	-0.6	-0.3	-0.3
ベルギー	31.0	9.4	4.7	4.7	19.6	2.1	17.5	2.0	2.3	-0.3
フィンランド	-2.8	-2.4	0.3	-2.7	-3.2	-4.2	1.0	2.8	0.6	2.2
フランス	109.3	38.2	36.0	2.2	11.1	-17.7	28.8	59.9	27.6	32.3
ドイツ	273.4	20.8	14.7	6.1	218.5	-4.5	223.0	34.1	11.6	22.5
ギリシア	8.1	6.3	4.4	1.9	0.9	-0.2	1.1	0.9	-0.0	0.9
アイルランド	8.5	-2.7	-1.5	-1.2	7.3	-	7.3	3.9	3.1	0.8
イタリア	84.8	15.9	2.3	13.6	51.0	4.0	47.0	17.9	14.9	3.0
ルクセンブルク	3.4	-	-	-	3.5	-	3.5	-0.1	-	-0.1
オランダ	120.1	-3.0	-3.3	0.3	72.4	19.7	52.7	50.8	22.7	28.1
ポルトガル	17.5	5.6	2.9	2.7	11.5	2.7	8.8	0.5	0.4	0.1
スペイン	40.1	12.7	9.7	3.0	21.8	-6.3	28.1	5.5	-1.4	6.9
合計	719.5	112.1	79.2	32.9	429.6	-1.2	430.8	177.6	81.5	96.1

(注) 国内債は、発行残高増減額。

〔出所〕 BIS, *International Banking and Financial Market Development, Quarterly Review*, March 2002.

の公債、金融債、社債のそれぞれの発行割合が 15.3%、37.2%、47.5%、2000年のそれが34.9%、10.2%、54.8%と社債が最大発行シェアを占めている。このため、公債の最大ネット発行国は1999年がドイツ、2000年がフランスと交替

し一定していないが、金融債の最大ネット発行国は両年ともドイツ、社債の最大ネット発行国は両年ともフランスとなり、ユーロ圏内の各国債券市場は債券種類の面でも大きな差異を残している。

国内債、国際債に分けて見ると、ユーロ圏全体で公債に関しては1999年において国内債、国際債のシェアはそれぞれ86.2%、13.8%、2000年において70.7%、29.3%と国内債のほうが多く、他方金融債に関しては1999年において国内債、国際債のシェアはそれぞれ19.2%、80.8%、2000年においては国内債がネットでマイナス発行となり国際債が圧倒的シェアを占めている。金融債の最大発行国のドイツでも1999年の国際債シェアが82.8%に達し、2000年にはユーロ圏全体と同様に国内債がネットでマイナス発行となり、金融債市場における国際債の圧倒的優位が確認できる。社債に関してはユーロ圏全体で1999年において国内債、国際債のシェアがそれぞれ60.1%、39.9%で国内債優位だったが、2000年には45.9%、54.1%と国際債が国内債を上回ようになってきている。

したがって、ユーロ圏内各国の債券市場は、発行規模、発行種類（公債：金融債：社債、国内債：国際債）のいずれにおいてもきわめて不均等な展開を辿っており、この意味においてユーロ発足後も均質で単一の債券市場はまだ形成されていない。とくに、ドイツによる金融債の国際債発行が突出しており、これがユーロ発足後のユーロ圏債券市場の発展をリードしてきたと言っても過言ではない。この展開がユーロ圏債券市場ひいてはユーロ相場の展開にどのような意義を有するかは慎重に検討されねばならないが、ドイツブンデスバンクは、「金融回転台としてのドイツ」という概念でユーロ発足後のユーロ圏内外の資本取引の分析を試みている。Ⅱ. ではこの概念を手がかりにしてユーロ圏内外の証券取引をドイツを軸にして検討してみよう。

Ⅱ. ユーロ圏の証券投資とドイツ

1. 「金融回転台」としてのドイツ

ドイツブンデスバンクは、ユーロ発足初年1999年のドイツの国際資本取引を分析し、「ドイツは、ユーロ圏外諸国から資本を吸収し、その資本を他のユーロ圏諸国の資本需要者に再輸出することによって、ユーロ圏内の金融センターとして一種の回転台としての機能を十分果たした」⁶⁾と、ドイツがユーロ圏外とユーロ圏内の資本取引を媒介する「金融回転台」(Finanzdrehscheibe)として機能したと総括した。さらに、「金融センタードイツのこの『回転台機能』は2000年においても同様に確認できる」として、2000年においてもドイツの金融回転台機能が継続していると指摘している。ただし、金融回転台としての「この構造は、資本取引のあらゆる分野で見られるが、直接投資は例外である」⁷⁾として、金融取引と証券投資に限られる現象であることが確認される。

2. ユーロ圏の証券投資収支とドイツ

ユーロ圏の証券投資収支を示す表6から、ユーロ発足前年の1998年からユーロ発足後も2000年まで証券投資収支が赤字を続けており、この赤字が経常収支、直接投資収支の赤字とともに2000年末までユーロ相場の上昇圧力を抑えていたと考えられる⁸⁾。2001年には証券投資収支が黒字に転化し、直接投資収支の赤字がユーロ安の最大要因となるが、2000年においては経常収支が599億ユーロの赤字、直接投資収支が176億ユーロの黒字に対して、証券投資収支の赤字が1,115億ユーロに達し、これが最大の赤

表 6 ユーロ圏の証券投資収支（1998～2001年）（ネットフロー）

（単位 10億ユーロ <1998年は10億 ECU>）

	計	株 式				債 券					
		資産	負債	資産	負債	計	資産		計	負債	
							債券、 ノート	短期 市場証券		債券、 ノート	短期 市場証券
1998	-110.0	-363.3	253.3	-116.2	104.0	-247.1	-238.9	-8.2	149.3	121.6	27.7
1999	-45.7	-311.4	265.7	-156.3	92.4	-155.1	-154.4	-0.7	173.4	117.4	55.9
2000	-111.6	-412.8	301.2	-288.5	44.9	-124.3	-102.7	-21.6	256.3	229.6	26.7
2001	40.9	-247.4	288.3	-94.0	237.7	-153.5	-142.7	-10.7	50.6	76.7	-26.1
I	-38.5	-82.9	44.4	-29.1	18.7	-53.8	-37.2	-16.6	25.7	24.5	1.2
II	25.8	-75.5	101.3	-42.5	108.7	-33.0	-46.6	13.6	-7.5	-1.6	-5.9
III	53.6	-8.4	62.0	0.7	48.3	-9.1	-12.3	3.2	13.6	30.4	-16.7
IV	0.0	80.7	80.7	-23.1	62.0	-57.5	-46.5	-11.0	18.7	23.4	-4.6

（注）＋は流入，－は流出。

〔出所〕 ECB, *Monthly Bulletin*, April 2002.

表 7 ユーロ圏とドイツの対ユーロ圏外証券投資（1998～2001年）（ネットフロー）

（単位 10億ユーロ <1998年は10億 ECU>，％）

	ユーロ圏の対ユーロ圏外投資		ユーロ圏外からの対ユーロ圏投資	
	計	ドイツによる投資	計	対ドイツ投資
1998	-327.6	-49.8 (15.2)	+253.3	+140.6 (55.5)
1999	-311.4	-52.2 (16.8)	+265.7	+160.5 (60.4)
2000	-412.8	-91.6 (22.2)	+301.2	+146.1 (48.5)
2001	-247.4	-43.3 (17.5)	+288.3	+252.5 (87.6)
I	-82.9	-1.3 (1.6)	+44.4	+37.0 (83.3)
II	-75.5	-25.2 (33.4)	+101.3	+100.4 (99.1)
III	-8.4	+5.6	+62.0	+67.6 (109.0)
IV	-80.7	-22.0 (27.3)	+80.7	+47.4 (58.3)

（注）（ ）内の数値は，ユーロ圏全体に占めるドイツのシェア（％）。

〔出所〕 ECB, *Monthly Bulletin*, Deutsche Bundesbank, *Zahlungsbilanzstatistik*, various issues
より算出。

字要因となりユーロ相場に対する大きな下落圧力を形成していた。

証券投資のなかでは，ユーロ発足後2000年末までユーロ圏内からユーロ圏外に対する株式投資が急増する一方で，ユーロ圏外からユーロ圏内に対する株式投資が急減し，その結果，株式投資収支の赤字は1998年の122億ユーロ（ECU）から2000年には2,436億ユーロに急拡大した。しかし，2001年にはユーロ圏内への株式投資が急増したため，1,437億ユーロの黒字に転

化する。他方，債券投資では，ユーロ発足後2000年末までユーロ圏内からユーロ圏外に対する投資が急減する一方で，ユーロ圏外からユーロ圏内に対する投資が急増し，その結果，債券投資収支は1998年の978億ユーロ（ECU）の赤字から2000年には1,320億ユーロの黒字に転化した。しかし，2001年には株式投資の場合と逆にユーロ圏内への債券投資が急減したため，1,029億ユーロの赤字に転化する。

このユーロ圏全体の証券投資収支にドイツが

どのように寄与しているかを見たのが表7である。株式投資と債券投資を含む証券投資合計では、ユーロ圏外からユーロ圏内への証券投資のなかでドイツへの投資が1999年には60.4%、2000年には48.5%を占め、さらに2001年には87.6%にのぼり、ドイツがユーロ圏外からユーロ圏内への証券投資の最大の窓口となっている。他方、ユーロ圏からユーロ圏外への証券投資のなかではドイツによる投資は1999年には16.8%、2000年には22.2%を占めるにすぎず、2001年には17.5%に低下し、第Ⅲ四半期にいたっては売り越しに転じ、ユーロ圏外投資におけるドイツのシェアは対圏内投資のそれと比較して小さく、ユーロ圏外証券投資におけるユーロ圏各国の分散化が確認できる。後(表8)に見るように、ドイツによる証券投資の半分以上はユーロ発足後もユーロ圏内諸国に集中しており、したがって、「ユーロ圏外諸国から資本を吸収し、その資本を他のユーロ圏諸国の資本需要者に再輸出する」というブデスバンクが指摘するドイツの「金融回転台」機能は、ユーロ発足後の証券投資において妥当する。このドイツによる「金融回転台」機能は、それ自体としてはユーロ圏全体の証券投資収支の赤字増大に歯止めをかけるため、ユーロ安の進展にも対抗的に作用し、この意味では高く評価できる。しかし、ドイツとユーロ圏各国の証券投資動向をより詳細に検討すると、異なった様相が明らかになってくる。

3. ドイツの対外証券投資

ドイツの対外証券投資は、表8に見られるように1997年以降急増しユーロ発足後さらに加速し、2000年には過去最大の2,127億ユーロ(4,160億マルク)に達した。この投資額の増

大と平行してユーロ圏への集中が進展し、ユーロ圏への投資シェアは、1996年の23.8%に対し1997年には55.1%に上昇し、1998年には62.5%、ユーロ発足初年の1999年には70.9%と集中度を高め、2000年には57.0%と低下させるものの2001年には64.5%と再びユーロ圏への投資集中度を高めている。後(表9)に見るようにドイツへの対内証券投資においてはイギリスからの投資が圧倒的シェアを占めるが、対外証券投資におけるイギリスのシェアは、1997、1998年がそれぞれ9.5%、13.8%、ユーロ発足後の1999年が9.8%、2000年に24.4%とやや上昇するものの2001年には13.2%に低下し、対ユーロ圏投資を大きく下回っている。これが、表7に見られたようにユーロ圏のユーロ圏外証券投資に占めるドイツのシェアを低める結果となって現われている。

証券種類別では、株式、投資信託、債券のそれぞれのシェアは、1999年が38.3%、7.9%、53.3%、2000年が50.3%、15.6%、34.9%と、ユーロ発足後株式投資のシェアが上昇していたが、2001年にはそれぞれ12.3%、14.9%、73.6%と、世界的な株式市場の低迷とともに株式投資のシェアが大きく後退する⁹⁾。

4. ドイツへの対内証券投資

ドイツへの対内証券投資は、表9に見られるようにユーロ発足初年の1999年には1,646億ユーロ(3,219億マルク)と過去最高額に達するが、翌2000年には491億ユーロと約1/4に激減する。2001年には1,129億ユーロに回復するが、これは1999年の約2/3にすぎない。この2000、2001年における減少の最大の原因は他のユーロ圏諸国からのそれぞれ970億ユーロ、1,400億ユーロにものぼる売り越しである。こ

表8 ドイツの対外証券投資（投資相手国別、1990～2001年）（ネットフロー）

（単位 100万マルク、1999年以降は100万ユーロ）

	計	EU			アメリカ	その他
		計	ユーロ圏	イギリス		
1990	-22,857	-11,074	-7,351	+39	+2,863	-14,646
1991	-27,283	-18,618	-22,711	-456	-1,908	-3,757
1992	-75,564	-74,245	-66,756	-3,522	-3,783	+2,464
1993	-53,153	-40,075	-29,601	-11,317	-5,290	-7,788
1994	-89,294	-63,778	-41,499	-16,561	-6,117	-19,399
1995	-31,044	-21,351	-18,994	+1,446	-6,401	-3,292
1996	-54,035	-28,731	-12,871	-9,336	-17,200	-8,104
1997	-169,143	-113,018	-93,236	-16,112	-27,201	-28,924
1998	-259,988	-210,392	-162,605	-35,959	-23,106	-26,490
1999	-179,265	-149,196	-127,071	-17,547	-17,828	-12,241
2000	-212,722	-171,093	-121,159	-51,869	-23,574	-18,055
2001	-121,967	-98,845	-78,644	-16,064	-31,050	+7,928
I	-40,200	-40,609	-38,939	-4,260	-6,334	+6,743
II	-40,507	-24,495	-15,318	-4,036	-6,957	-9,055
III	-8,624	-21,128	-13,777	-7,334	+1,809	+10,695
IV	-32,636	-12,612	-10,609	-435	-19,568	-456

（注）＋が流入，－が流出。1ユーロ＝1.95583マルク。

〔出所〕 Deutsche Bundesbank, *Zahlungsbilanzstatistik*, various issues.

表9 ドイツへの対内証券投資（投資国別、1990～2001年）（ネットフロー）

（単位 100万マルク、1999年以降は100万ユーロ）

	計	計	EU		アメリカ	その他
			ユーロ圏	イギリス		
1990	+16,785	+2,965	+1,509	+2,378	+1,386	+12,434
1991	+62,970	+40,386	+11,044	+28,404	+4,228	+18,356
1992	+122,501	+89,993	+44,764	+45,153	+1,203	+31,305
1993	+235,732	+187,694	+51,027	+136,483	+13,361	+37,677
1994	+44,985	+21,307	+18,778	+4,013	+4,869	+18,809
1995	+75,145	+48,300	-20,003	+65,126	+2,314	+24,531
1996	+141,342	+105,476	-737	+103,618	+12,607	+23,259
1997	+157,723	+115,744	-16,973	+119,219	+4,869	+37,110
1998	+254,783	+131,933	-20,170	+146,637	+48,172	+74,678
1999	+164,581	+140,997	+1,306	+133,763	+2,681	+20,903
2000	+49,104	+56,092	-96,951	+152,027	-21,875	+14,887
2001	+112,909	+46,554	-139,589	+185,872	+49,876	+16,479
I	-5,166	-12,705	-42,153	+29,610	+2,981	+4,558
II	+68,931	+26,063	-31,488	+57,484	+31,978	+10,890
III	+32,255	+27,586	-35,392	+63,496	+2,448	+2,221
IV	+16,889	+5,610	-30,555	+35,282	+12,469	-1,190

（注）、〔出所〕とも表8と同じ。

の事実象徴されるように、ドイツに対する他のユーロ圏諸国からの証券投資はきわめて低調であり、1995年以降1998年まで売り越しが続く、1999年には買い越しに転じたものの13億ユーロにとどまり、これはドイツに対する対内証券投資の7.9%にすぎない。他のユーロ圏諸国からの証券投資が売り越しを続けている間でも、対内証券投資の合計額は1995年以降1999年まで買い越し額を増加させていることから、ドイツに対する対内証券投資はユーロ圏外諸国によって担われていることが分かる。他のユーロ圏諸国からの多額の売り越しによって合計額が大幅に減少した2000年においても、ユーロ圏外諸国からの対内証券投資は1,461億ユーロに達し、ユーロ発足前年の1998年の2,750億マルク(1,406億ユーロ)を上回っており、ユーロ圏外諸国からの旺盛な証券投資はユーロ発足後も続いている。

ユーロ圏外諸国からの投資の大半はイギリスによって担われ、イギリスの対ドイツ証券投資は1998年の1,463億マルク(748億ユーロ)から、ユーロが発足した1999年には1,338億ユーロに急増し、2000年には1,520億ユーロ、さらに2001年には1,859億ユーロに達しており、ユーロ発足後加速している。ユーロ圏外諸国からの対ドイツ証券投資に占めるイギリスからの投資のシェアは1999年が81.9%、2000年が104.1%、2001年が73.6%と、ユーロ発足前の1997年の68.2%、1998年の53.3%からユーロ発足後さらに投資シェアを高めている。

証券種類別では、株式、投資信託、債券のそれぞれのシェアは、1999年が13.2%、3.5%、83.4%と債券投資が大半を占め、2000年には株式投資が345億ユーロの売り越しに転じるのに対して、投資信託投資が109億ユーロの買い越

し、債券投資が725億ユーロの買い越しと債券投資の優位構造が続いた。ところが、2001年には、債券投資のうち短期債投資が320億ユーロの売り越しに転じたため、株式投資、投資信託投資、債券投資のシェアはそれぞれ78.7%、1.0%、20.3%になり、株式投資が最大シェアを占めるに至っている。債券投資のうち、民間債投資が1999年に76.5%、2000年に69.3%を占め、2001年には長期債では民間債のみ買い越し(603億ユーロ)、短期債では公債のみ買い越し(67億ユーロ)が続いている¹⁰⁾。

このように、ユーロ発足後イギリスがドイツの民間債投資を拡大したという事実は、本稿I.で確認された実証結果、すなわち、ユーロ発足後、「ドイツによる金融債の国際債発行が突出しており、これがユーロ発足後のユーロ圏債券市場をリードしてきた」という事実と符号する。この国際債は主としてロンドン市場で発行されたと考えられるため、そこでのドイツの金融債の大量発行は統計上イギリスによるドイツの民間債投資の増大として現われる。

このイギリスによるドイツ債投資の増大という事実は、それ自体としてはドイツ債の投資魅力の反映であり、評価に値する。しかし、この裏面として、ユーロ圏諸国からのドイツに対する証券投資が1996年以降売り越しが続いており、ユーロ発足後も1999年の若干の買い越し後、2000年には過去最大の970億ユーロの売り越しを記録し、さらに2001年には売り越し額がそれを上回る1,396億ユーロに達している事実が進行していること、他方、ドイツによる証券投資がユーロ圏各国に集中していること、に着目しなければならない。つまり、「金融回転台」としてのドイツは、ドイツを中心とする証券投資の流れが一方通行であり、ユーロ圏各国

間の相互証券投資の未熟性という事実を内包している。ユーロ圏各国による対ドイツ証券投資の売り越しの持続、拡大という事実の原因には、ユーロ圏各国にとってドイツ債が投資魅力に不足しているか、あるいはドイツ債に投資するさいも直接ドイツ市場で購入したり、ユーロ圏各国でドイツの国際債を発行する場合に弊害があるため、ロンドン市場でのドイツ債投資のほうを選択している、という2つの可能性が考えられる。このいずれの場合でも、ユーロ圏債券市場が、ユーロ発足後も圏内相互投資の進展という意味での統合段階に達していないこと、つまりユーロ圏内各国債券市場間の分断状態の残存を意味する。

この分断状態の残存のもう一つの結果が、ユーロ発足後のユーロ圏外への株式投資の急増である。すなわち、ユーロ圏各国による対ドイツ証券投資の売り越しの持続、拡大という事実に反映されるように、ユーロ圏内証券の投資魅力の不足、ないしユーロ圏内証券市場での投資の相対的不利益性のために、ユーロ圏各国の投資家にユーロ圏外証券投資への潜在的志向が醸成され、対ユーロ圏外株式投資の売買益が投資コストを上回る株価状況が予想される場合にユーロ圏外への株式投資が現実化する。実際、表6に示されたように、ユーロ圏諸国によるユーロ圏外への株式投資はユーロ発足後急増し、2000年にはユーロ発足前年1998年の約2.5倍に達する。しかし、このユーロ圏外株式投資の急増によりユーロ圏株式投資収支の赤字が激増した結果、債券投資収支の黒字分を相殺して2000年には証券投資収支がユーロ圏国際収支の最大の赤字要因となり、ユーロ相場の上昇に抑制圧力をかけ、ユーロ安の持続の重要要因となった。

次に、Ⅲ. でユーロ圏内債券市場の分断状態をさらに検討し、原因と課題を考えてみよう。

Ⅲ. 単一ユーロ圏債券市場形成への問題点と課題

1. ユーロ圏内債券市場分断の指標

ECBが2001年7月に、ユーロ発足後のユーロ圏債券市場の展開を回顧して、「市場統合は、市場が完全に均質に(homogeneous)になったことを意味しない」¹¹⁾と総括しているように、ユーロ発足後もユーロ圏内債券市場がまだ完全な統合状態に達していないことは、ユーロ圏当局者によってさえもしばしば率直に表明されている。

そのさい共通して挙げられる第1の指標は、「1998～2000年において(ユーロ圏政府の……引用者)各発行者間の(政府債の……引用者)スプレッドは変動したばかりでなく、一定時点での各イールドカーブ間にはかなりの開きがあり」¹²⁾、「ユーロ圏の各政府債イールドスプレッドはわずかに拡大さえしている」という事実が示すように、ユーロ圏各国政府債間のスプレッドの残存ないし拡大である。

第2の指標は、それと関連するが、各政府債間のベンチマークの獲得をめぐる競争が進行中のため、「単一のベンチマークカーブがまだ存在していない」¹³⁾ことである。現在、長期ではドイツ国債(Bund)が、短期ではフランス国債がベンチマーク債券となり、ベンチマークのイールドカーブが分断されている。そのため、単一のベンチマークカーブが存在している場合に比べて、各期間での債券の流動性が低下することになる。実際、ドイツの政府債市場でさえ

もユーロ発足後1999年の6月と2001年の3月に逼迫状況 (Squeeze) が発生している¹⁴⁾。

2. ユーロ圏内債券市場分断の原因と課題

比較的信用度が高い各国政府債市場間でも分断状況が残存している事実には象徴されるように、ユーロ圏内債券市場の完全な統合には克服すべき課題を多く残している。この原因として第1に指摘されるのは、非居住者の資本課税に対する各国の制度の相違と決着方向の不透明性である。現在イタリアでは非居住者によるイタリア債投資に相対的に有利な制度が採られているため、ユーロ圏各国からイタリア債への投資が集中しており¹⁵⁾、さらに、利子源泉課税率をEU内で共通して20%に統一するという案をめぐって、ユーロ圏外のイギリスを巻き込んだ複雑な展開を見せ、決着が持ち越されており¹⁶⁾、各国の資本課税制度の相違とともに統一制度の最終的決着方向の不透明性がユーロ圏内相互投資にとって障害となっている。第2の原因は、ユーロ圏内の証券決済システムの不統一、未整備である。各決済機関が、それぞれ「NCSD リンク・モデル」、「ハブ&スポーク・モデル」、「欧州単一 CSD モデル」、「NCSD への遠隔アクセス・モデル」の統一採用を求めて競争し、この決着も取引所統合問題と絡んで流動状態にあり¹⁷⁾、現在なお「ユーロ圏の決済システムの分断が統合への障害になり続けている」¹⁸⁾。第3に、政府債発行のさいの各国の制度——発行手続、発行日程、プライマリーディーラーシステム等——に多くの相違が残されているため、ユーロ圏内の政府債相互投資の障害となっている¹⁹⁾。第4に、とくに社債に関して、格付けされている企業がアメリカに比較して圧倒的に少ないことに現われているよう

に、ユーロ圏内の中規模企業を格付けする機関もシステムもまだ整備されていない。したがって、ユーロ圏の投資家にとって圏内他国の中小企業の信用度に関する情報が不足し、圏内クロスボーダー投資を控えさせる結果となっている²⁰⁾。第5に、これと関連するが、ユーロ圏各国で、会計制度、企業情報のディスクロージャー制度、破産・再生手続きに相違を残し、これもクロスボーダー投資のコストを上昇させ阻害要因を形成している²⁰⁾。

実は、ユーロ圏当局者自身も、統一的なユーロ圏債券市場形成の障害となっている以上の諸原因を十分認識しており、さまざまな報告書が発表され²¹⁾、「投資サービス指令案」の改正等²²⁾ 具体的な政策も試みられている。しかし、本稿で確認してきたように現在まで必ずしも十分な成果となって現われてきていない。この基本的原因は、以上の諸問題の解決がいずれも各国家の現実的利害に抵触することに関わっている。IMFによれば、第1に、現在ベンチマーク債の地位を獲得している政府は、その他諸国との発行条件の統一化や、単一ベンチマークカーブの形成によるベンチマークのメリットの共有化に向かうインセンティブに欠ける。信用度の低い国の国債を包含してベンチマークカーブの領域を広げれば、従来から獲得してきた当該国のベンチマーク債の信用度を低下させるとともに、その発行コストも上昇させるからである。第2に、債券の共同引受制度の整備は、EU条約の改正にまで波及する可能性があり、実現にはかなりの時間を要する。第3に、証券決済システムの統一は、これらのシステムが各取引所と結びついているため、取引所の統合まで進まなければならないが、この取引所統合は各国家の利害が対立する問題であり、実際現在

でも情勢は流動的である²³⁾。

結 論

1999年のユーロ発足後、国際債の分野でユーロ建て債のネット発行額が一時ドル建て債のそれを上回ったことに象徴されるように、ユーロ建て債券市場は急速に拡大した。しかし、ユーロ建て債全体のなかではドイツの金融債の国際債の発行が突出している。また、この金融債がほとんどユーロ圏外（主としてロンドン）で消化され、他方、ユーロ圏内諸国からのドイツ債投資は、ユーロ発足後も基本的に売り越しが続いており、ユーロ発足はユーロ圏内債券市場均質化への道を必ずしも十分に開いていない。これは、ユーロ圏政府債間のスプレッドの拡大や単一イールドカーブの不在にも現われている。

これらの原因はユーロ圏当局者によって十分認識されているものの、いずれも各国の国益に関わる問題だけに解決は容易ではない。したがって、ユーロ圏債券市場がさらに統合を深化させようかどうかは、この国益の対立を如何に克服するかにかかっている。

注

- 1) W.F. Duisenberg, "Developments in international financial markets", Gothenburg, 26 September 2001.
- 2) IMF, *International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy issues*, August 2001, p. 100. なお, ECB, *The Euro Bond Market*, July 2001, p. 13. でも同様の指摘がなされているが、ここでは、財政赤字の削減の他に UMTS (ユニバーサル・モバイル・テレコミュニケーション・システム) ライセンスの売却代金の受け取りによる国庫収入の増加が政府債発行の伸びの一因に加えられている。
- 3) ユーロ圏各国の抵当債についての詳細は、Orazio Mastroeni (ECB), "Pfandbrief-style products in Europe", *BIS Papers* No. 5, October 2001. を参照。
- 4) Gabriele Galati and Kostas Tsatsaronis, "The

- impact of the euro on Europe's financial markets", *BIS Working Papers* No. 100, p. 13.
- 5) ECB, *The Euro Bond Market*, p. 19.
 - 6) "Die deutsche Zahlungsbilanz im Jahr 1999", *Monatsbericht*, Deutsche Bundesbank, März 2000, S. 63.
 - 7) "Die deutsche Zahlungsbilanz für das Jahr 2000", *Monatsbericht*, Deutsche Bundesbank, März 2001, S. 72.
 - 8) ECB, *Monthly Bulletin*, various issues. なお, ユーロ安とユーロ圏の国際収支, ドイツの「金融回転台」機能との関連については、拙稿「ユーロ安と国際証券投資——1999～2000年の展開——」(奈良産業大学『産業と経済』第15巻4号, 2001年3月), 「ユーロ発足とドイツの国際金融仲介——1999～2000年の展開——」(『甲南大学経済学論集』第42巻1号, 2001年7月)も参照。ユーロ安に関する最近の研究では、Guy Meredith, "Why Has the Euro Been So Weak", *IMF Working Paper* 01/155, October 2001, "Währungsingen im Wettbewerb: Der Aussenwert des Euro", *EWU-Monitor*, Nr. 93, Deutsche Bank Research, 24. October 2001. が注目される。
 - 9) 前掲拙稿「ユーロ発足とドイツの国際金融仲介——1999～2000年の展開——」, 73頁。Deutsche Bundesbank, *Zahlungsbilanzstatistik*, various issues.
 - 10) 前掲拙稿, 71頁。Deutsche Bundesbank, *ibid.*
 - 11) ECB, *The Euro Bond Market*, p. 31.
 - 12) Gabriele Galati and Kostas Tsatsaronis. *ibid.*, pp. 8-10.
 - 13) ECB, *The Euro Bond Market*, p. 31.
 - 14) IMF, *International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy issues*, pp. 105-108.
 - 15) 拙稿「ユーロ安と国際証券投資——1999～2000年の展開——」, 117頁, ECB, *ibid.*, p. 31, IMF, *ibid.*, p. 102.
 - 16) 浜矩子『ユーロランドの経済学——政治の思惑・通貨の力学——』PHP 新書, 2001年1月, 127-139頁。なお, ドイツとフランスの利子・配当課税制度は、『図説ヨーロッパの証券市場<2000年版>』日本証券経済研究所, 2000年所収の野村容康「第2編9章証券規制と税制」と黒川洋行「第3編5章証券規制・税制」を参照。
 - 17) 前掲『図説ヨーロッパの証券市場<2000年版>』所収の岩田健治「第1編3章証券取引システムの統合」。
 - 18) ECB, *The Euro Bond Market*, p. 32.
 - 19) IMF, *ibid.*, pp. 103-105.
 - 20) ECB, *The Euro Bond Market*, p. 32.
 - 21) 代表的なものとして, Giovannini Group, "The EU Repo Markets: Opportunities for Change", *Euro Papers* No. 35 (Brussels: European Commission), 1999, Committee of Wise Men, *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets* (Brussels), 2001. がある。

- 22) European Commission, *Communication on Upgrading the Investment Service Directive* (Brussels: Commission of the European Communities), 2000. なお, 改正前の「投資サービス指令案」の概要については, 相沢幸悦編著『欧州通貨統合と

金融・資本市場の変貌』日本評論社, 1998年所収の相沢幸悦「第1章欧州統合と金融・資本市場統合」を参照。

- 23) IMF, *ibid.*, pp. 110-111.

(奈良産業大学経済学部教授)