

ドイツの財政収支と国債

——ドイツでユーロは「危機」なのか?——

代 田 純

要 旨

2011年までを見る限り、ドイツの経済動向は輸出を中心に比較的良好である。上昇する賃金や企業利益により、税収は大幅に増加し、2011年の一般政府財政赤字対 GDP 比率は-1%となった。ドイツの輸出は対ユーロ圏向けから、中国やロシアなど新興国向けにシフトしている。

輸出好調を背景とし、ドイツで財政赤字は縮小している。ドイツ国債の新規発行額は減少し、需給が改善していることもあり、長期国債の利回りは1.3% (2012年7月) まで低下した。外国人による政府債保有シェアは約56% (2011年) まで上昇しており、海外からの資金流入が続いている。また2012年7月には ECB の利下げを契機として、2年物国債の利回りはマイナスとなった。

ドイツ経済は堅調であったが、問題点が無いわけではない。第一に輸出主導型であり、内需を中心に景気減速が懸念されること、第二に規制緩和が続いてきたこともあり、国内の資産格差等が拡大してきたこと等である。しかし、最大の問題は、ユーロ圏加盟国間の決済システムである Target II において、ドイツから南欧諸国向けの貸出債権が積み上がっていることであろう。

とはいえ、ドイツにとっては、ユーロ危機によって、ユーロの為替レートが低下し、ユーロ安となることで、輸出が促進されている。このため、ユーロ「危機」はドイツにとって、居心地が悪いものではなく、ESM を含み、南欧諸国への救済策を小出しにすることが国益に沿ったものとなる。

目 次

- | | |
|----------------|-------------------|
| I はじめに | IV ドイツ政府債の市場構造 |
| II ドイツの国際収支 | V ユーロシステムとドイツ連邦銀行 |
| III ドイツの財政赤字縮小 | VI まとめを代えて |

I はじめに

ユーロ危機と言われるなかで、ドイツの経済は決して危機的状态にはない。むしろ安定していると言える。ユーロ危機のなかで、2012年には、ドイツの貿易収支黒字は縮小している面もあるが、2011年には1,580億ユーロの貿易収支黒字、1,477億ユーロの経常収支黒字を記録している。これは中国の貿易黒字を超過し、世界最大と言われている。また南欧諸国によるユーロ危機はユーロ安をもたらし、ユーロ安によって、ドイツの自動車輸出は好調に推移してきた。

こうした貿易黒字は、企業収益を押し上げ、また国内賃金伸び率を高めている。この結果として、ドイツの税収は高い増加率を示している。税収の伸びを背景として、財政収支は急速に好転し、2011年には財政赤字の対GDP比率は1%まで低下した。2009年には金融危機による、銀行への公的資金注入などから、国債発行額は増加したが、2011年にはふたたび減少した。ドイツ国債の利回りは1%近くまで低下し、南欧国債との格差が拡大している。

ドイツのNCB(ナショナル・セントラル・バンク)であるドイツ連邦銀行(以下、独連銀)は、国債の買い切りオペ(ought right operation)には消極的である。しかし、ユーロシステムの中心的存在として、南欧国債の買い切りオペにも、ある程度の対応が求められる。またドイツの経常収支黒字は、最終的には独連銀の信用供与により支えられ、Target II 残高の増加となっている。主として南欧諸国向けの信用供与であり、今後、Target II の動向が注目される。

ユーロ危機に関わる最近の研究としては、第一に、現在のユーロ危機をユーロ・バブルの形成と崩壊としてとらえたもの¹⁾、第二に、ギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペインなどの実証研究を踏まえ、ユーロの将来に懐疑的なもの²⁾、第三にユーロ危機における欧州中央銀行の金融政策を日本化(Japanification)ととらえるもの³⁾がある。この他、ドイツ財政に関連した研究としては、ドイツの法人税改革に関する研究などがある⁴⁾。

本稿では、まずドイツの輸出が2011年まで依然として好調であり、特に中国やロシアなど新興国向けに伸びてきたことを明らかにする。とりわけドイツの主要産業である自動車の場合、ユーロ危機下においてもEUにおける販売シェアを引き上げてきたほか、中国における販売を急増させている。

こうした自動車産業を中心とした輸出の伸びも一因となって、ドイツの企業収益は伸びており、また従業員の所得も増加してきた。この結果、ドイツの法人税や所得税の税収はかなり高い伸び率で増加してきた。歳出の抑制、金融危機対応の一巡といった要因も加わり、財政赤字の対GDP比率が1%(2011年)といった水準まで、財政は改善している。財政構造の改善を背景に、また南欧国債からの「受け皿」として、ドイツ国債は買い進まれてきた。しかし、ユーロシステムの一環であるドイツ連銀は、南欧国債の協調購入に対応せざるをえない。また南欧諸国の銀行(中央銀行経由)への、ドイツ連銀による貸出残高が積みあがっており、この対応が大きな問題となる。

筆者は、現在のユーロ危機は現代的な金融恐慌の一形態であり、ECB(欧州中央銀行)のSMP(Securities Market Program)による国

債買い切りオペ、長期（3年）レポオペなど中央銀行信用の拡張によって、ユーロ圏の銀行システムが政策的に支えられている、と考えている。金融恐慌と位置づける理由は、直接的にはギリシャ国債の実質的デフォルトであり、民間銀行を中心とするギリシャ国債の保有者は大幅な元本削減を余儀なくされた。このため、ギリシャの民間銀行から預金の流出が続き、ドイツをはじめとするユーロ圏へ移動した。古典的な金融恐慌が手形の不渡り等を契機とし、連鎖的な信用不安を惹起するとすれば、現在のユーロ危機では国債の実質的デフォルトを契機とし、連鎖的な信用不安が引き起こされている。ギリシャ不安がイタリア、スペインの国債と銀行システムへの懸念となり、イタリアとスペインの銀行が資金調達において困難に直面している。そこで、ECBがSMPによる国債買い切りオペを実施し、また3年間という極めて長期間にわたるレポオペによって、ギリシャ、イタリア、スペインなどの銀行に資金が供給されている。ユーロ危機では、中央銀行信用により、金融恐慌の発現が抑制されている。

以上のように位置づけるならば、ドイツ経済が比較的好調であることと矛盾する、といった反論が予想される。しかし、伝統的な恐慌理論によっても、部門間の不均衡は認められてきた⁵⁾。金融恐慌局面においても、ドイツの自動車産業など、国際競争力を有する部門は好調を維持するが、他方でギリシャなど南欧の銀行業等、競争力に劣る部門は淘汰されやすい。現在のユーロ危機は、こうした金融恐慌の発現が、ECBによる中央銀行信用の拡張によって、辛うじて抑止されている、と理解される⁶⁾。

また筆者は、EU統合とユーロ導入自体が、国内における過剰資本を海外に輸出するため、

国民国家および国家に規定される通貨・為替リスクを止揚する試みと理解している。もちろん、一般に指摘されるように、EU統合が独仏主導による政治・経済同盟といった理解を否定しているわけではない。ただ、ドイツを中心とする多国籍企業が、ユーロ圏に進出し、またEU加盟を進めてきた中東欧諸国で現地生産を拡大してきた。こうした側面から、EU統合とユーロ導入は、独仏中心の多国籍企業が海外直接投資を行うことを促進してきた。この意味で、EU統合は独仏の国内過剰資本を海外に輸出し、およびユーロ導入は多国籍企業の為替リスクを止揚するように機能してきた。

II ドイツの国際収支

ドイツの国際収支を図表1で見ると、まず輸出は2009年に8,033億ユーロであったが、2010年9,520億ユーロ、2011年には10,600億ユーロと増加してきた。2012年に入り、4月に871億ユーロ、5月に925億ユーロであるから、ほぼ前年並みであろう。2009年には金融危機（リーマンショック）の影響があり、2010年からはギリシャの財政赤字粉飾問題からユーロ危機が進んだが、ドイツの輸出は増加してきた。後述するように、2012年に入り、スペイン、イタリアなど南欧向け輸出が減少していると言われるが、まだ本格的な減少とは言い難い。

他方、輸入は2009年に6,646億ユーロであったが、ユーロ危機にもかかわらず、2010年には7,971億ユーロ、2011年には9,019億ユーロに増加した。2012年に入っても、輸入は5月に772億ユーロのであり、2011年5月における774億ユーロと大きな変化はない。

輸出と輸入の差額である貿易収支を見ると、

図表1 ドイツの国際収支
(10億ユーロ)

	2009	2010	2011
輸出	803.3	952	1,060
輸入	664.6	797.1	901.9
貿易収支	138.7	154.9	158.1
欧州	122.1	133.3	127
EU27カ国	120.3	126.5	119.6
ユーロ17カ国	85	88	80.5
フランス	28	29	35.3
イタリア	13.4	16.6	13.9
スペイン	12.3	12.3	12.3
アメリカ	15.1	20.3	25.4
日本	-8.1	-9.3	-8.4
中国	-19.4	-23.5	-14.7
サービス収支	-8	-4.3	-6.5
所得収支	58.1	49.9	48.4
移転収支	-33.2	-38.2	-33.5
経常収支	140.6	150.7	147.7
直接投資	-36.9	-47.2	-10
証券投資	-81.1	-127.7	37
デリバティブ	11.3	-17.9	-28.7
その他投資	-52	47	-157.4
金融収支	-155.4	-147.4	-161.9

〔出所〕 Deutsche Bundes Bank, *Monthly Report* 各号から作成。

2009年における1,387億ユーロから2011年には1581億ユーロへ増加してきた⁷⁾。2012年においても、5月の貿易黒字は153億ユーロであり、2011年5月における146億ユーロとほとんど変わらぬどころか、増加すらしている。これは後述するように、ドイツの貿易においてEUやユーロ圏のシェアが低下する一方、中国やロシアの比重が高まっているため、である。

また金融収支において、2011年には、証券投資で流出超から流入超へ転換したことが注目さ

れる。主因はドイツの対外債券投資よりも、海外からのドイツ対内債券投資が上回ったことである。こうした傾向は2012年においても継続しており、2012年5月の場合、対外債券投資61億ユーロに対し、対内債券投資は197億ユーロとなっており、ドイツ国外からドイツ国債へ資金が流れ込んでいる。

こうして貿易収支で資金流入することに加え、債券投資でも資金がドイツに流入している。こうした貿易黒字等は本来、貿易相手国からの支払いによって決済されなければならない。しかし、現状では貿易相手国からの支払いによって決済されておらず、ユーロシステムを通じて、ブンデスバンクによる相手国中央銀行への貸出となっている。すなわち、スペインやイタリア等南欧諸国の購入先がドイツから輸入したが、資金を払いこんでいないため、ドイツのブンデスバンクが南欧諸国の中央銀行に貸出している状態にある。図表1の2011年における「その他投資」が1,574億ユーロとなっているが、これはほとんどがブンデスバンクのユーロシステム向け貸出（ユーロ圏の中央銀行への貸出債権）となっている。ドイツの貿易黒字は巨額であるが、ユーロシステムへの貸出のよって成立しているという点で、危うさを伴っている。

図表1からドイツの国別貿易収支を見ると、全世界との貿易黒字は2009年から増加してきたが、対EUおよび対ユーロ圏での貿易黒字は縮小してきたことがわかる。対EUの貿易黒字は2009年の1,203億ユーロから、2011年に1,196億ユーロに減少している。また対ユーロ圏との貿易黒字も、2009年の850億ユーロから、2011年には805億ユーロに減少した。

他方、ドイツの対中国輸出は2009年には372

図表2 欧州におけるドイツ三大自動車メーカー販売動向

(% , 台)

年	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
3社シェア (%)	29.1	28.8	30	29	30.4	32.5	33.6
BMW	795,903	852,138	823,521	709,517	753,603	811,361	425,267
ダイムラー	1,133,839	1,104,826	1,062,555	869,420	873,985	890,991	464,745
VW	3,414,415	3,421,019	3,273,121	3,108,368	3,121,930	3,379,960	1,801,439

(注) 新規登録・拡大ヨーロッパ (Enlarged Europe) ベース。2012年は上半期。

〔出所〕 欧州自動車工業会 (<http://www.acea.be>) から作成。

億ユーロであったが、2011年には648億ユーロへ倍増近くなった。図表1において、ドイツの対中国貿易収支は、2009年の194.3億ユーロの赤字から、2010年に235億ユーロの赤字、2011年には146.6億ユーロの赤字と推移している。これは対中国輸出と同様に、ドイツの中国からの輸入が急成長しているため、である。ただ、ドイツの中国からの輸入増加よりも、ドイツからの輸出増加がより大きく、そのため貿易赤字が縮小している。後述するように、輸出の中心のひとつは自動車である。

ドイツの輸出がユーロ圏などEU向けから、中国など非EU圏向けにシフトしてきたことは、連銀月報でも指摘されている。ドイツのアジア向け輸出は、ドイツのユーロ圏向け輸出よりも急速に増加している。またドイツの対ユーロ圏経常収支黒字は減少しており、2007年のピークからほぼ半減した、としている⁹⁾。ドイツの貿易において、2011年の最も増加した相手国は、ロシアであり、30.5%増であった。ドイツの貿易における、ロシアのシェアは2011年に3.2%であり、一定のプレゼンスを持っている。また中国はドイツの貿易において6.1%のシェアを占め、2011年には20.4%増であった¹⁰⁾。すなわち、ドイツの貿易は対ユーロ圏から、中国やロシアなどBRICSにシフトしている¹¹⁾。ち

なみに、ドイツの貿易において、日本は1.4%のシェアであり、2011年に15%増であった。

ドイツの輸出において、中心的な品目のひとつは自動車であろう。2011年においてもドイツの輸出において、自動車は17.6%のシェアを占めている。他方、輸入においてエネルギーは13.4% (日本は2008年にほぼ20%) であり、原油価格や天然ガス価格の影響は相対的には受けにくい。

図表2は、ドイツ三大自動車メーカーの欧州 (スイス、ノルウェー等も含む) における販売動向を示している。三大自動車メーカーとは、BMW (Bayerish Motor Werke, BMWブランドの他、Mini)、ダイムラー (Daimler, 主要ブランドはMercedes)、Volkswagen (主要ブランドはVolkswagenの他、Audi) である。オペルについては、長らくGMの傘下にある。またダイムラーについては、2006年時点ではクライスラーと合併していたが、その後解消したため、比較のため、2006年時点でも図表2からクライスラー分は除いている。

各社の販売台数を見ると、最大の販売台数はVWであり、2006年には約341万台であり、金融危機のため2009年には約311万台に減少した。しかし、ユーロ危機にもかかわらず、2011年には約338万台に回復し、2012年上半期には180万

台に達している。VW は比較的低価格車であり、三大メーカーのなかでは、最も回復している。VW グループの地域別売上高構成比を見ると、欧州北部が20%、欧州南部が10%に対し、中国が29%に達している¹²⁾。VW にとって、欧州市場全体と中国市場はほぼ同規模になっている。

BMW は高級車であるが、2006年における79.6万台から、2011年には81.1万台まで回復し、増加している。2012年上半期にも42.5万台を販売しており、好調と言える。さらにダイムラーも高級車であるが、2006年における113万台から、2011年には89万台へ減少した。三社のなかでも最も高価格車を中心であり、回復が鈍い¹³⁾。以上のような結果、三社の欧州におけるシェアを合計すると、2006年における29.1%から、2011年には32.5%、さらに2012年上半期には33.6%まで上昇している。金融（リーマン）危機やユーロ危機を経て、欧州におけるドイツ車のシェアは上昇している。

他方、2006年以降欧州でのシェアが低下したメーカーとしては、フィアット（イタリア）が8.3%（2006年、以下同じ）から6.7%（2012年上半期、以下同じ）、日本車（トヨタを含む）が13.7%から11.6%、PSA（フランス、主要ブランドはシトロエンとプジョー）が13.2%から12.6%、ルノー（フランス）が9.9%から9.3%となっている。しかし、韓国車は例外であり、3.6%から5.3%までシェアを高めている¹⁴⁾。

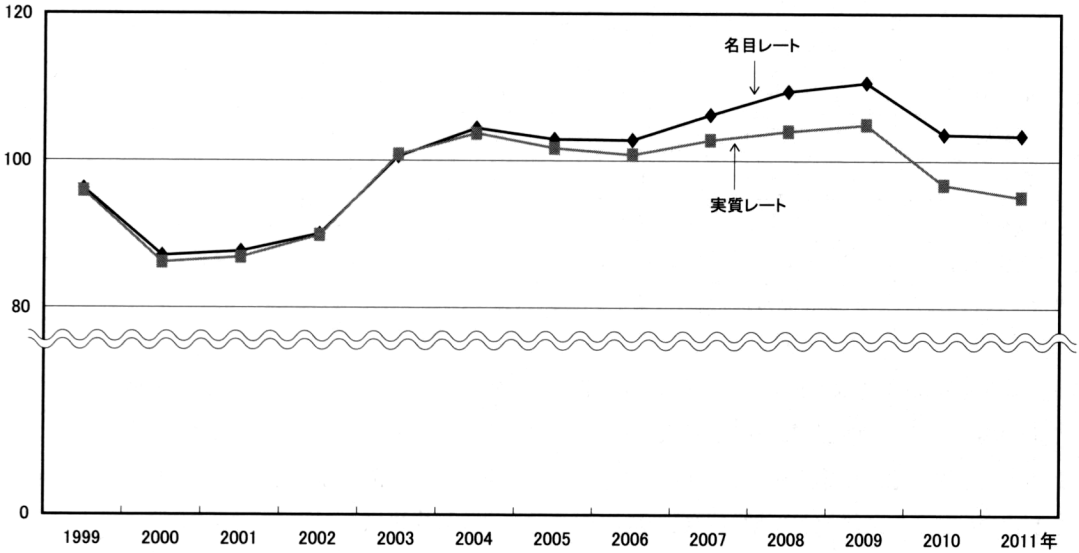
以上で述べてきたように、ユーロ圏の自動車メーカーにとって、ユーロ圏内とならび、中国をはじめとする新興国市場は極めて重要な市場となっている。中国の自動車市場において、ドイツのVW が2012年現在、首位のシェアを占

めている。このVW を中心とする、ユーロ圏の自動車メーカーによる対中国販売には、ユーロの為替レートが少なからず寄与していると思われる。独連銀（図表3参照）によると、ユーロの実効（名目）為替レート（複数の外国通貨に対してユーロの為替レートを加重平均）は、1999年第一四半期を100とした場合、名目ベースでは2009年には110.6であったが、2011年には103.4へ低下し、2012年6月には97.2となった。しかし、この名目ベースの実効為替レートを、ユーロ圏のGDPデフレーターで調整した、実質ベースでみると、同じく2011年には95.1まで低下し、さらに2012年1月には90.5となっている。すなわち、実質的には、名目よりも一層ユーロ安となっている¹⁵⁾。加えて、ドイツの物価指数で調整すると、一段とユーロ安になる。本来のドイツ経済の実力（GDP、物価動向や労働コスト等）からすれば、ユーロの為替レートはもっと高いが、他のユーロ圏諸国の動向を反映して、現実には低くなっており、ドイツは輸出しやすいことを意味する。

こうしたユーロ安は対中国の人民元でも例外ではない。2010年1月には1ユーロ=9.92人民元であったが、2012年8月には1ユーロ=7.76人民元まで低下した。こうしたユーロ安がドイツの輸出拡大を後押ししていることは否定できない。英フィナンシャル・タイムズ紙は、「輸出企業はユーロ安の恩恵を享受（Exporters reap the benefits of weak euro）」と論じ、最大の勝ち組は、コスト（人件費や原材料等）構造がユーロ圏内にあり、他方で売上がユーロ圏外にある多国籍企業とした¹⁶⁾。

ただドイツ経済の構造に問題がないわけではない。ミュンヘンのIFO経済研究所が発表している、ドイツの景況感指数（IFO Business

図表3 ユーロの実効為替レート



(注) 1999年第一四半期を100とする指数。

〔出所〕 Deutsche Bundes Bank, *Monthly Report* 各号から作成。

Climate Index) は2012年1月以降、ほぼ低下し続けている。今後の期待に関する指数は、2012年3月には102.6 (2005年を100とする) であったが、9月には93.2まで低下した。産業別に見ると、製造業では比較的堅調であるが、内需型である建設業では悲観的な見方が強い¹⁷⁾。これはドイツ経済が輸出依存であり、内需が乏しいことの反映であろう。

またドイツでも経済格差が拡大している。ドイツの金融資産は1991年に17.5億ユーロであったが、2012年第一四半期には48.1億ユーロまで増加した。20年間で3倍近く金融資産が増加したことになる¹⁸⁾。しかし、資産保有階層を10分位に分けた場合、最高階層が資産の61.1%を保有し、第二階層が19%を保有し、上位階層への資産保有が集中している。輸出主導で景気を維持し、金融自由化を進めてきたが、ドイツでもその副作用として資産格差が拡大していると見られる。

ドイツにとっては、現在のユーロ危機といわれるユーロ圏の状態において、南欧諸国への援助は「小出し」にして、ユーロの為替レートが相対的に低く(ユーロ安)なるほうが、国益に沿ったものとなる。ドイツのメルケル首相は、南欧への援助に関する国民の批判や不平をうまく利用しつつ、南欧への援助を小出しにして、間接的にドイツの輸出を支えているように見える。

Ⅲ ドイツの財政赤字縮小

貿易、特に輸出の増加によって、ドイツのマクロ経済は比較的良好な状態にある。実質GDP成長率は、金融危機により2009年こそ-5.1%であったが、2010年には3.7%増、2011年にも3%増となった。さらに2012年第一四半期でも1.7%増となった。南欧諸国とは対照的である。

図表4 財政赤字対 GDP 比率

(%)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
一般政府	-1.6	0.2	-0.1	-3.2	-4.3	-1
中央政府	-1.5	-0.8	-0.6	-1.6	-3.2	-1
州政府	-0.5	0.1	-0.1	-0.9	-0.9	-0.6
地方政府	0.1	0.5	0.4	-0.1	-0.2	0
社会保障基金	0.2	0.4	0.3	-0.6	0.1	0.5

〔出所〕 Deutsche Bundes Bank, *Monthly Report* 各号から作成。

失業率も2009年には7.8%あったが、2011年には5.9%、そして2012年第一四半期には5.3%まで低下した。輸出産業を中心に雇用が改善したと見られる。雇用の改善は納税者数の増加ももたらし、賃金・給与の増加もあり、政府の税収は大幅に増加した。後にやや詳しく述べるが、2005年以降、金融危機の2009年を除き、ドイツでは税収が急増してきた。景気が堅調であり、賃金・給与の伸び率が高く、税収が潤沢であった。このため、財政赤字は縮小し、2011年には-1%となった。

図表4は財政赤字の対GDP比率を示す。一般政府の財政赤字対GDP比率は、2007年には0.2%の黒字となり、金融危機の発生により2009年から2010年にかけては悪化した。しかし2011年には-1%へ回復した。2011年の改善に関し、最大の要因は、2010年に計上された金融機関向け資本移転(2010年にGDPの1.5%)がなくなったこととされる¹⁹⁾。一般政府の歳入は、対GDP比率で43.6%(2010年)から44.6%(2011年)に上昇した。これは健康保険、雇用保険の拠出率を引き上げたことが一因とされる。他方、歳出の対GDP比率は47.9%(2010年)から45.6%(2011年)に低下した。金融機関への支援が終了したこと、失業率が低下したことが影響している。したがって、一般

政府財政が改善したことは、金融機関支援がなくなったこと、社会保障基金の好転(健康保険・雇用保険の収入増、失業率低下による雇用保険の支出減)が寄与している。

2011年に税収は8%増となった。特に所得関連の税収は10.5%増となり、なかでも賃金税は9.5%増となった。2011年に税収合計は5,273億ユーロであったが、賃金税は1,397億ユーロで、税収合計の26.5%を占め、税収に与える影響が大きい。賃金税の増収は、賃金の伸びに加え、児童手当控除、民間年金控除の縮小で加速した。所得関連の税収には、利潤関連の税が含まれるが、利潤関連の税収も649億ユーロ(2010年)から738億ユーロ(2011年)に増加し、13.7%増となった。利潤関連の税には、申告所得税(assessed income tax)320億ユーロ(前年度比2.6%増)、法人税156億ユーロ(同29.8%増)、投資所得税262億ユーロ(同20.6%増)が含まれている。投資所得税とは、利子・キャピタルゲインへの源泉徴収課税である。法人税と投資所得税を中心に、高い増収となっている。また売上税(Turnover Tax)も1,900億ユーロで5.5%増となった。

以下では、中央政府、州政府、地方政府に分けて検討する。まず中央政府財政であるが、図表4が示すように、財政赤字の対GDP比は

2010年の-3.2%から2011年には-1%へ改善した。中央政府財政の支出面では、2011年に前年比2.5%減少したが、雇用庁への補助金減少や失業手当減少が要因であった。中央政府のオフバランス財政では、Soffin (Financial Market Stabilization Fund) が重要である。Soffinは2011年には70億ユーロの黒字となったが、これはコメルツ銀行が資本注入を返済したためである。

州政府財政については、図表4によると、2009年から2010年にかけて財政赤字の対GDP比率は-0.9%となったが、2011年には-0.6%へ縮小した。主因は税収の増加であった。州政府から地方政府への移転は5.5%増となったが、中央政府からの移転支払いの増加、地方政府との税収分配合意によるものであった。ドイツの州政府のなかにも、厳しい財政事情を抱える州と、財政が豊かな州がある。前者の例はベルリン、プレーメン、ザールランド、シュレスヴィヒホルスタインなどで、財政再建計画が2011年に策定されている²⁰⁾。独ミュンヘンIFO研究所のポトラフケ教授によると、ドイツの州政府間には財政調整制度があり、州政府間での財源移転が実施されている。最大の純拠出は、バーデン・ビュルテンブルク州(州都シュトゥットガルト、メルセデス・ベンツの本社等が所在)で449億ユーロ(1974~2010年の累計、以下同じ)の拠出、ついでヘッセ州(州都ヴィーズバーデン、金融中心地フランクフルトを含む)で417億ユーロの拠出となっている。他方、最大の純受益は、ベルリン州(ドイツの首都)で805億ユーロの受益である。このように、ドイツの州政府財政は、富裕な財政の州と財政逼迫の州が混在している²¹⁾。

社会保障基金は財政収支の対GDP比率が、

2009年には-0.6%であったが、2010年に0.1%、2011年には0.5%と着実に改善してきた。なかでも年金財政は2011年には45億ユーロの黒字となり、2012年1月には年金保険料率は19.9%から19.6%に引き下げられた。連邦雇用庁の財政は2010年には80億ユーロの赤字であったが、2011年には財政が均衡した。2011年に雇用保険の拠出率が2.8%から3%に引き上げられ、収入が12.5%増加した。また失業手当への支出は17%減少した。

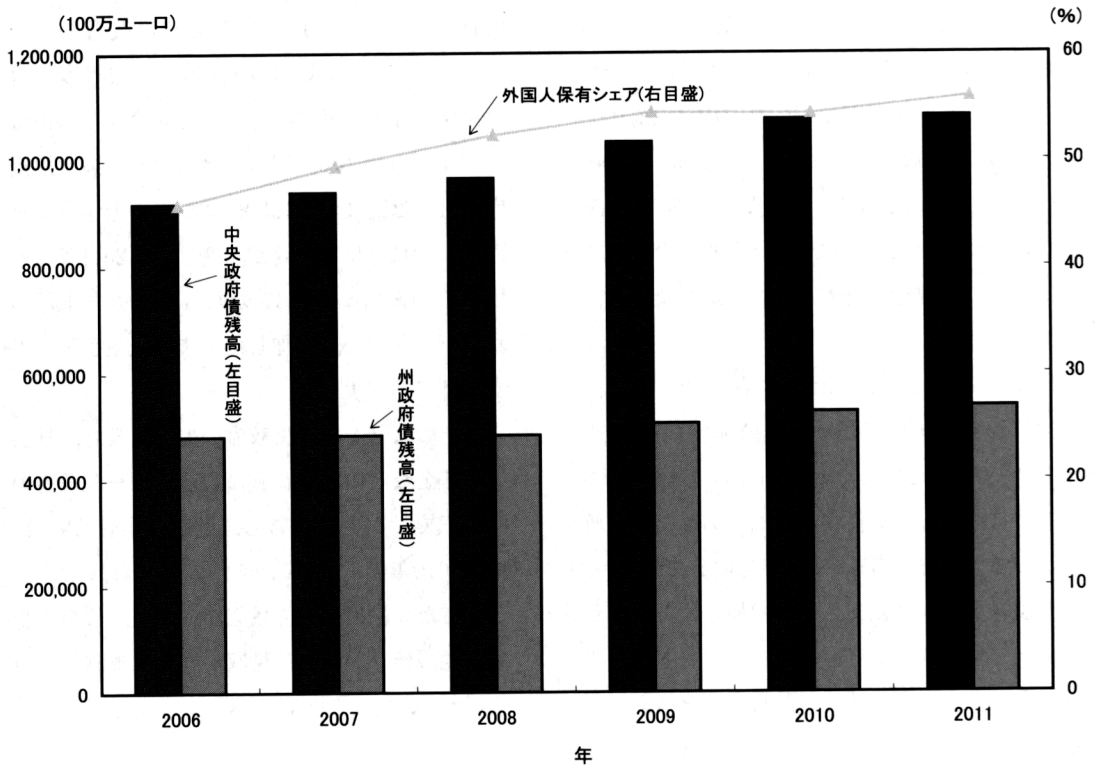
以上のような、中央政府の他、州政府、社会保障基金などの財政改善によって、一般政府の財政収支は大きく改善し、財政赤字対GDP比率は2010年の-4.3%から、2011年には-1%となった。輸出主導で景気が底堅く、賃金や企業利益の伸びがあり、税収が好調に推移していることが、基本的には大きい。

IV ドイツ政府債の市場構造

ドイツの政府債(中央政府債、州政府債、地方政府債の合計)残高は1兆7,619億ユーロ、対GDP比率は81.6%である(いずれも2012年第一四半期末)。2010年末には残高1兆7,315億ユーロ、対GDP比率83%であったから、残高では微増、対GDP比率では低下している。

図表5が示すように、2011年現在、中央政府債残高は1兆813億ユーロ、州政府債残高は5,371億ユーロである。また地方政府債は1,337億ユーロである。中央政府債、州政府債とも2006年以降、ほぼコンスタントに増加している。ただ、すでに明らかにしたように、中央政府の財政状態は、税収増加を背景として、2011年に比較的良好であるので、中央政府債の増加は2011年には約60億ユーロに抑制されている。

図表5 ドイツ政府債残高と外国人保有シェア



〔出所〕 Deutsche Bundes Bank, *Monthly Report* 各号から作成。

後述するが、ドイツ長期国債の利回りは2012年に急速に低下しているが、ひとつの要因は発行額（供給）が減少していることである。

ドイツは財政連邦主義であり、政府財政は中央政府、州政府、地方政府の三層構造である。州政府は1990年以降16あるが、市町村の地方政府は11340と夥しい。16の州のうち、10は旧西ドイツであり、5は旧東ドイツ、1はベルリン（東西にかつては分割）である。州政府は独自予算を作成する権限を認められているが、地方政府（市町村）の独自性は制約されている。

財政連邦主義であるため、共通の税収は三層構造の政府によって分配されており、中央政府は独自の税源設定が可能だが、州政府では制限されている。2010年まで、中央政府と州政府に

ついては、債券（債務）発行の制限は実質的にはなかった。ただし連邦や多くの州憲法では、政府の純借入は投資的支出計画額を超えてはならない、といった規定があった。とはいえ、この規定は通常の経済状況とリンクしており、実質的には形骸化し、ドイツ公債を制限するうえで有効ではなかった²²⁾。

中央政府債の中心は、連邦債（Bunds、以下ブンド）である。ブンドは満期10年の長期国債である。ブンドの残高は6,467億ユーロ（2012年第一四半期）であり、中央政府債の主要部分を成している。ついで連邦5年債（Bobls）であり、残高は2,265億ユーロ（同）であり、ブンドに次ぐ位置を占めている。この他、中央政府債としては、Tノートが1,270億ユーロ、財

務省証券 (Bubills) が521億ユーロ、金融機関借入が179億ユーロある。

2012年9月12日に、ドイツの財務相シュオイブレは2013年度中央政府予算案を発表し、総支出3,022億ユーロ (2012年度比3.4%減)、総収入2,830億ユーロ (同0.7%増)、税収見込み2,600億ユーロ (同3.2%増) とした。これにより、2012年度の新国債発行額321億ユーロは、2013年度に188億ユーロへ減少し、シュオイブレ構想では2016年度に新国債発行額はゼロとされた。シュオイブレは、ドイツは多くの欧州国家の模範となる、と述べた²³⁾。

州政府債は2006年末に4,819億ユーロであったが、2011年末には5,371億ユーロへ増加してきた。主要な債務形態はTノートであり、2011年末に2,837億ユーロであった。もともと州政府の債務形態は銀行等金融機関からの借入が中心であり、2006年末現在では、Tノートが2,167億ユーロ、銀行等金融機関からの借入が2,093億ユーロとほぼ半々であった。しかし、銀行等金融機関からの借入は減少し、2011年末には1,496億ユーロとなった。州銀行への政府保証が廃止され、州銀行が貸出を担保として発行するカバードボンドの格付けも低下した。こうした関連で、州銀行から州政府への貸出も伸び悩んだ。州政府の債務形態で証券化が進み、証券形態のTノートが増加した。ただし、州政府の債務には、この他、社会保障基金や公的年金基金からの借入があり、こちらは2006年末の559億ユーロから、2011年末に974億ユーロへ増加している。

州政府の資金調達が、銀行等借入から、証券形態のTノートへシフトしたことで、州銀行を中心に大きな影響が発生した。ドイツの州銀行は大銀行に次ぐ地位を占めてきたが、州政府

が大株主で、対州財政貸付が歴史的には中心的なビジネスであった。しかし州政府がTノート発行にシフトしたため、州銀行は貸出先を喪失し、結果として投資銀行化し、サブプライム関連で大きな損失を計上した²⁴⁾。

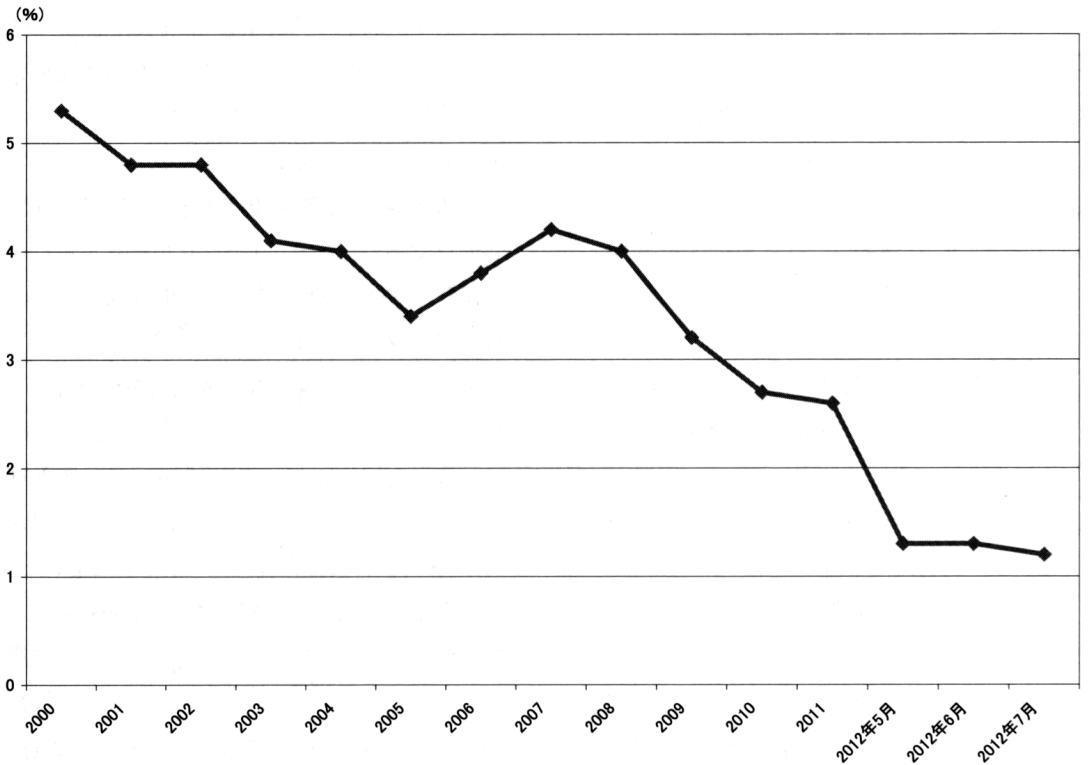
地方政府の債務は2011年末現在で1,337億ユーロであるが、うち1,271億ユーロが銀行等金融機関からの借入である。地方政府 (市町村) はTノートなど証券が発行できないため、債務はほとんどが銀行等金融機関からの借入である。

公債 (一般政府債、貸出形態を含む) の保有構造を見ると、図表5が示すように、外国人 (非居住者) による保有シェアが上昇している。2006年には45.8%であったが、2008年には52.3%へと7ポイント近く上昇した。この時期はパリバショックなどが発生し、「質への逃避」が意識され始めた時期であった。ドイツ公債へユーロ圏内外から資金流入が増加したと見られる。

さらに2009年から2010年にかけては、54%台に上昇し、2011年には55.9%まで上昇した。2010年以降はギリシャの財政危機等で、南欧国債が売り込まれ (利回りは上昇)、ドイツ国債が買われた。リーマンショックやユーロ危機を経て、ドイツ国外 (ユーロ圏を含む) からのドイツ国債への流入が続き、増加してきた。

外国人以外の公債 (貸出債権を含む) 保有者は、国内銀行が大きく、2012年第一四半期末で3,932億ユーロ (シェア22.3%) を保有している。ただし、国内銀行の保有額とシェアは傾向的に減少している。国内銀行は2006年末に5,184億ユーロ (シェア34.8%) を保有していたが、2011年末には3,554億ユーロ (同20.3%) まで減少した。シェアで低下しただけではな

図表6 ドイツ国債（9～10年債）利回り



〔出所〕 Deutsche Bundes Bank, *Monthly Report* 各号から作成。

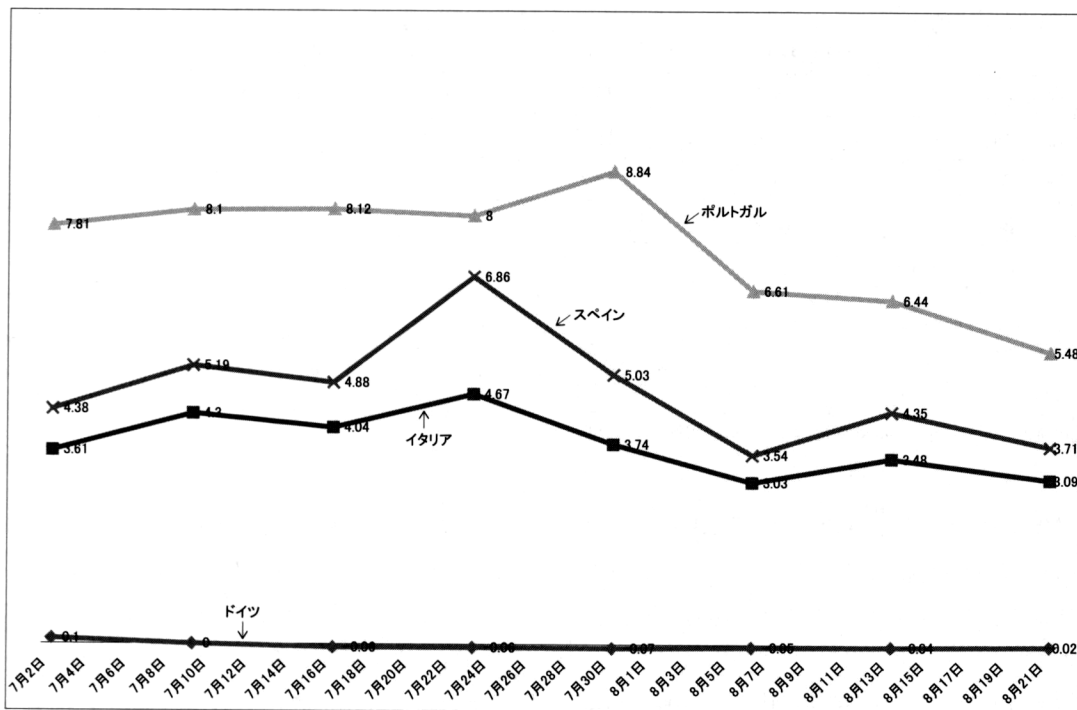
く、絶対額でも減少しており、純減してきた。銀行による政府向け債権減少は、主として、州政府などへの長期貸出の減少が一因と見られる。

図表6は、ドイツ国債（ブンド、残存期間9～10年）の利回りを示す。示されるように、ブンドの利回りは2000年には5.3%あったが、2006年には3.8%まで低下した。ユーロ圏で大きな問題がなく、ドイツ国債が買われ、順調に利回りは低下していた。しかし2007年にはパリバショックが発生したこともあり、4.2%まで上昇した。2008年以降には、リーマンショックが起り、「質への逃避」から、ドイツ国債が買われたと見られる。2010年以降はギリシャの財政赤字粉飾問題を皮切りとして、ユーロ圏の

危機が進み、逆にドイツ国債はドイツ内外の投資家から買われることとなった。このため2010年には2.7%へ低下し、さらに2012年5月には1.3%まで低下した。2012年7月には、スペインの金融不安が強まったこともあり、1.2%まで低下した。

2012年7月以降、スペインの金融不安、イタリアの財政赤字等を背景として、南欧国債が一段と売り込まれ、ドイツ国債がさらに買い込まれることとなった。こうした環境において、ドイツやフィンランド、オランダといった諸国の2年物国債利回りが低下し、マイナスの金利となった一方で、スペイン、ポルトガル、イタリアといった南欧諸国の2年物国債利回りが急騰した。一般に、2年物など短期国債は、短期的

図表7 2年物国債の流通利回り



〔出所〕 Financial Times 各号から作成。

な予想が強く働きやすい。したがって短期的に金融が危機的な状態に陥りそうな見通しが強まれば、短期国債は売られやすい。図表7が示すように、スペインの2年物国債の利回りは、7月16日に4.88%であったが、7月23日に6.86%まで急騰した。7月上旬に、ECBが利下げし、国債買い入れを明確に示さなかったことが、背景にある²⁵⁾。

この時期、ドイツの短期国債（2年物、以下同じ）は買い進まれ、利回りは7月16日には-0.06%となった。同日には、オランダの短期国債も-0.03%となった。金融危機が強まり、マイナスの金利（金利を投資家が受け取るのではなく、投資家が支払う）となった背景には、南欧国債はもちろん、銀行預金でもリスクがあると判断され、独やオランダの短期国債に資金が

集中したため、と見られる。またフランスの6か月物TBも、7月上旬の入札発行において、-0.006%の金利となった²⁶⁾。この時期に、短期国債の流通利回りがマイナスとなったのは、ドイツ、スイス、デンマーク、オーストリア、オランダ、フィンランドであった。直接的には、7月にECBが利下げしたため、短期金利が一段と低下した。またドイツ等で10年物長期国債の場合、利回りはインフレ率よりも低くなっており、実質利回りはマイナスになっていた。このため、短期国債利回りに反映したとも見られる²⁷⁾。

7月下旬には、ドイツの短期国債（Schatz）の発行利回りが-0.06%となった。またドイツの5年物国債利回りも0.254%まで低下していた。背景には、ユーロ危機によってドイツ等の

図表8 ドイツ公債の残存期間構成

(%)

	2009年4月	2010年4月	2011年4月	2012年4月	2012年6月
2年未満	35.5	35.5	38.8	38.1	37.8
2～4年	18.6	18.7	20	21.3	23
4～6年	15.6	15.6	14.7	13.2	11.8
6～8年	10.2	9.6	7	7.3	8
8～10年	8	7.5	8.2	8.9	7.9
10～15年	1.3	2.2	1.4	1.3	1.9
15～20年	3.2	3.6	4.3	4	3.9
20年～	7.4	7.1	5.5	5.9	5.7

〔出所〕 Deutsche Bundesbank, *Monthly Report* 各号から作成。

国債が逃避先になったこと、ECBの利下げ(0.75%へ)に加え、ECB当座預金への付利をゼロ(7月5日)としたことがあると見られる²⁸⁾。

このように、ドイツ等の国債は、短期国債を中心に利回りが低下し、利払い費は軽減された。図表8は、ドイツ公債(州債等含む)の残存期間(remaining period to maturity)構成を示している。図表8によると、残存期間2年未満の公債は2010年4月における35.5%から、2011年4月には38.8%へ上昇し、2012年6月にも37.8%となっている。また残存期間2～4年についても、2009年4月には18.6%であったが、2012年6月には23%まで、5ポイント近く上昇した。他方、残存期間が4年以上の公債残高は全体として構成比を低下させている。残存期間4～6年については、2009年4月には15.6%であったが、2012年6月には11.8%で、4ポイント近く低下した。

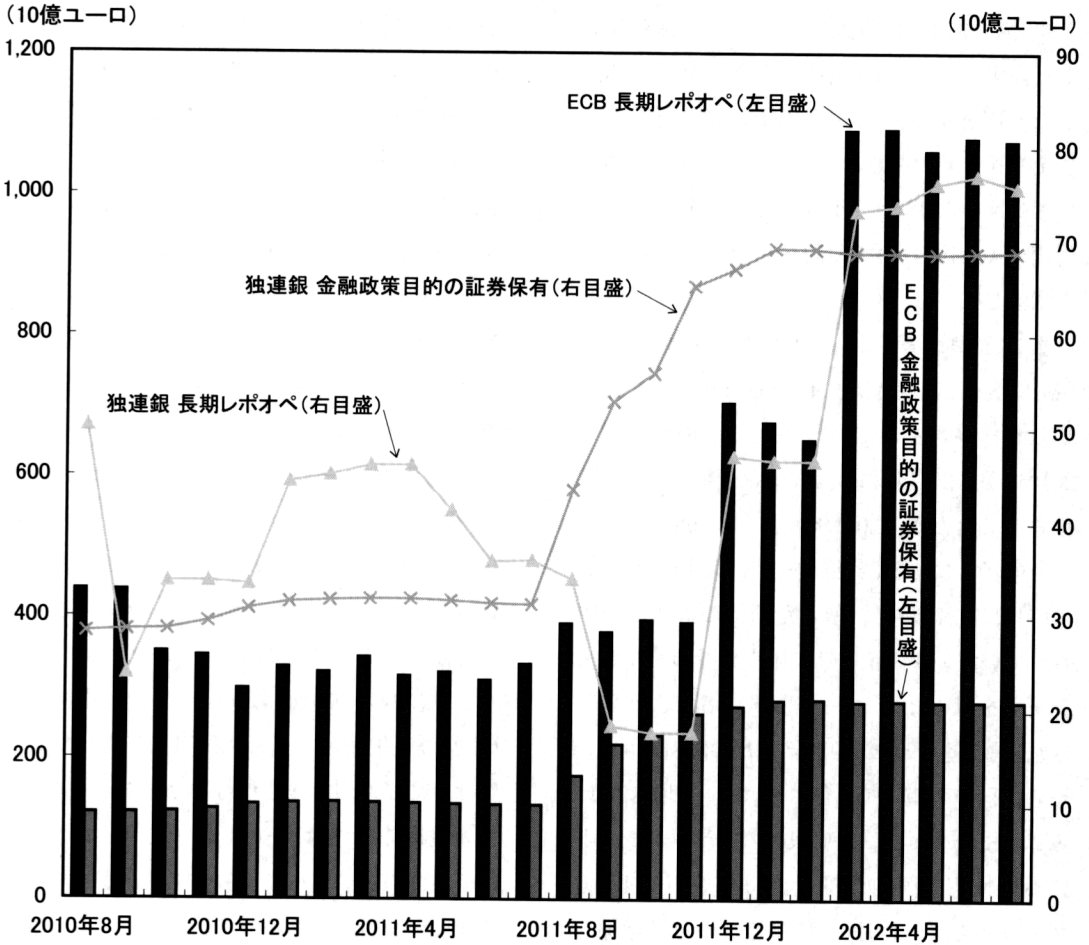
ドイツの公債残高の残存期間構成は短期化している。しかしギリシャ等で国債の残存期間が短期化していることとは、基本的に性格が異なっている。ギリシャの場合には、長期国債が

発行停止に追い込まれており、TBしか発行できず、そのために短期化している。他方、ドイツの場合には、短期国債でマイナス金利が発生する等による影響もあろうが、最も影響している要因は、財政赤字縮小に伴い、10年物長期国債(Bund)の新規発行額が減少し、既発債の残存期間が短期化していることであろう。連邦政府の市場での新規借入額は、2009年の668億ユーロから、2011年には59億ユーロまで減少している。このように見てくると、ドイツ国債を取り巻く環境は決して悪いものではないことがわかる。

V ユーロシステムとドイツ連邦銀行

しかしドイツにとって、問題はユーロシステム(ECBと各国中央銀行の総称)との関係であろう。図表9はユーロシステム(ECB)による長期レポオベ残高と金融政策目的の証券保有額、ドイツ連銀による同残高を示している。ECBは近年、2回にわたり、大規模な長期レポオベを実施した。2011年12月に実施したオベ

図表9 ECBと独連銀の長期レポオペ、証券保有



〔出所〕 Deutsche Bundes Bank, Monthly Report 各号から作成。

と、2012年3月に実施したオペである。いずれも期間3年で、金利はECBの政策金利であった1%である。中央銀行の金融政策は、短期金利に働きかけることで、短期資金の需給を調整することが基本である。期間3年といった、長期の資金を供給すること自体、中央銀行としては異例のことであろう。ECBの長期レポオペ残高は、2011年11月末に3,925億ユーロであったが、2011年12月末には7,039億ユーロまで増加した。さらに同オペ残高は、2012年2月末に6,521億ユーロであったが、3月末には1兆909

億ユーロまで増加した。

ECBが期間3年の長期レポオペを実施することは、中央銀行のバランスシートとしても問題がある。ECBにとって3年の長期レポオペは、資産面で長期かつ固定的な運用となる。しかし、他方、資金調達面（負債）では短期かつ流動的な調達となっている。例えば、2012年7月にECBは利下げを実施し、同時に当座預金（Deposit Facility）への付利をゼロとした。このため、ECBの当座預金残高は2012年6月には7,952億ユーロであったが、同年7月には

3,868億ユーロへと急減した。この資金が、ドイツ等の短期国債購入に向かったと見られるが、いずれにせよ中央銀行当座預金残高は急減した。ECBにとって当座預金残高の急減は、資金調達の減少を意味しているが、運用面において長期レポオペで運用しており、資産・負債管理（ALM）の面で期間ミスマッチの可能性を意味している。

次に金融政策目的の証券保有であるが、SMP（Securities Market Program）による買切りオペが含まれている。ECBの同残高は、2010年から2011年にかけて1,300億ユーロ台で推移してきたが、2011年8月に1,753億ユーロへ、同10月には2,327億ユーロへ増加した。この時期、ECBが買い増した国債の国籍は公表されていないが、イタリア中央銀行のバランスシートを見ると、「ユーロ圏居住者により発行された証券」残高が2011年7月の858億ユーロから、同9月に1,016億ユーロへ急増している²⁹⁾。またスペイン中央銀行のバランスシートにおいても、国内債券は2011年6月の402億ユーロから、同12月には515億ユーロへ増加した。国内債券のうち、一般政府債も同じく208億ユーロから、281億ユーロへ増加した³⁰⁾。ECBの2011年8～10月における保有証券増加は、主としてイタリア、スペイン等の国債中心と見られる。

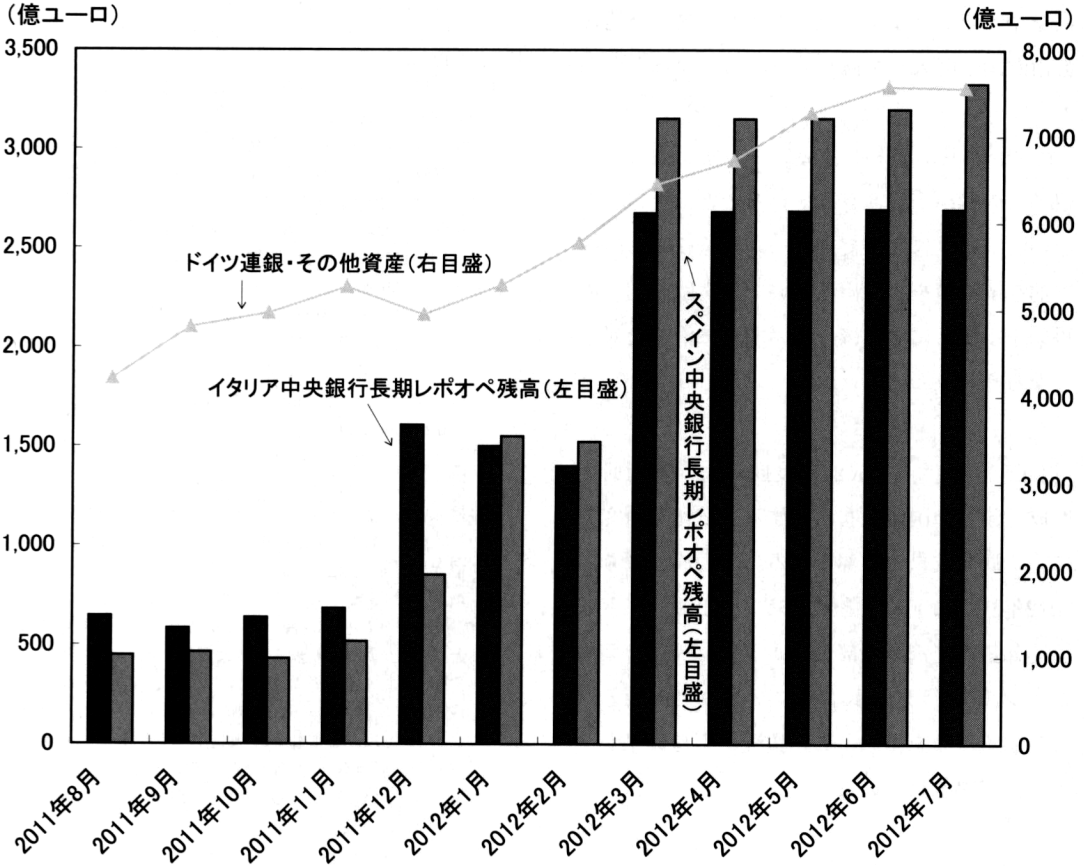
他方、ドイツ連銀の保有証券残高は2011年8月の340億ユーロから、10～11月に177億ユーロへと減少した後、12月に471億ユーロへと増加した。SMPのもと、ドイツ連銀もイタリア国債、スペイン国債等の買切りオペについて、協調行動が求められている。すなわち、ドイツ連銀もイタリア、スペイン国債を購入している³¹⁾。ただ、図表9に示されるように、2012年

7月で688億ユーロである。

ECBの長期レポ残高の増加は、主としてイタリア、スペイン向けである。図表10はイタリア中央銀行とスペイン中央銀行による長期レポオペ残高の推移、ならびにドイツ連銀の「その他資産」を示している。イタリアの長期レポオペ残高は、2011年9月には585億ユーロであったが、同12月には1,606億ユーロに増加し、また2012年3月には2,676億ユーロへ増加した。またスペイン中央銀行の長期レポオペ残高は、2011年10月には430億ユーロであったが、同12月には853億ユーロ、2012年1月には1,550億ユーロまで急増した。さらに2012年3月には3,153億ユーロに達しており、スペインの長期レポオペはイタリアを上回るペースで増加したことがわかる。これは、スペインの銀行セクターが深刻な状態にあり、長期資金を低金利（1%の政策金利、7月以降は0.75%）で貸し付ける必要性があったため、であろう。スペインの民間銀行では、ECBからスペイン中央銀行経由でのレポオペによる資金供給が、総資産の10.8%を占めている³²⁾。

しかし独連銀のバランスシートでは「その他資産」が増加し、かつ巨額になっている。独連銀の「その他資産」は、ユーロシステムの決済システムである、Target IIを経由した、ユーロ加盟国中央銀行への貸出債権を反映していると見られる。図表10が示すように、独連銀の「その他資産」は2011年8月には4,209億ユーロであったが、2012年7月には7,557億ユーロまで積み上がっている。この点は、ドイツにとって大きな懸念材料である。

図表10 スペインとイタリアのオペ残高と独連銀



〔出所〕 各国中央銀行ホームページから作成。

VI まとめに代えて

ドイツの国際収支は、自動車を中心とした貿易黒字の拡張により、好調を維持している。2012年に入り、ユーロ危機によってドイツの輸出が減少する側面もあるが、本格的な落ち込みではない。むしろ中国やロシア向けの輸出が増加している。

輸出を中心に、ドイツの賃金や企業利潤は増加し、所得税・法人税を基軸として、税収が大幅増となってきた。このため、2011年の一般政

府財政収支対 GDP 比は -1% まで改善した。

国債の新規発行額は減少しており、需給関係からも、国債利回りは低下している。2012年7～8月には、ECBの利下げに影響されたこともあり、2年物国債はマイナス金利となった。長期国債の発行額減少や短期国債の利回り低下等によって、ドイツ国債の残存期間構成は短期化している。

しかし、ドイツ経済にとって、懸念材料はドイツ連銀によるユーロシステム向けの債権が増加しており、南欧向けの債権が不良債権化するリスクである。またユーロシステム (ECB)

が長期レポオペを実施し、南欧の銀行向けに貸出を増加させていること、SMPでドイツ連銀も南欧国債購入を余儀なくされるといった問題もある。

ただ、ユーロ危機によるユーロ安によって、ドイツの輸出が促進されていることは否定できない。ドイツにとって、ユーロ危機に対し、抜本的な解決策を打ち出さないで、南欧諸国への援助を小出しにするほうが、国益に沿った対応となろう。

(追記) 本稿は、平成24年度駒澤大学特別研究助成「銀行の国債保有に関する日欧比較研究」による研究成果の一部である。本助成により、2012年9月にドイツとイタリアへ出張し、ドイツ連邦銀行経済調査部長ウルブリッチ氏、ミュンヘンIFO研究所ポトラフケ教授と面会し、質疑する機会を得た。この質疑による成果が、本稿に反映されている。

注

- 1) Brendan Brown, *Euro Crash, The Implications of Monetary Failure in Europe*, Palgrave Macmillan, 2010
- 2) *The Euro Crisis*, edited by Philip Arestis and Malcolm Sawyer, Palgrave Macmillan, 2012
- 3) Dimitris N. Chorafas, *Sovereign Debt Crisis*, Palgrave Macmillan, 2011
- 4) Michael Broer, *Die Unternehmensteuerreform 2008/2009 in Deutschland*, Nomos, 2010
- 5) 例えば、富塚良三, 『恐慌論研究』, 未来社, 1962年, 122ページ。
- 6) 本稿では、ドイツを中心に扱うが、筆者の南欧に関する分析は、「ギリシャ債務構造の現状と展望」, 『証券レビュー』, 2012年3月, および「ユーロ危機とイタリア財政～財政赤字と年金改革～」, 『経済学論纂』, 中央大学, 2013年3月予定, 第53巻3・4合併号を参照された。また拙著, 『ユーロと国債デフォルト危機』, 税務経理協会, 2012年2月が本稿の前段階での研究成果である。
- 7) 日本の貿易収支は2011年に約1兆6,000億円の赤字であり、ドイツとは対照的である。ドイツの貿易黒字は1ユーロ=100円として、15兆8,000億円になる。
- 8) 奥田 宏司, 「ユーロ危機, 対米ファイナンス, 人民

元建貿易などについて」, 『立命館国際研究』, 第25巻第1号, 2012年6月参照。

- 9) Deutsche Bundes Bank, *Monthly Report*, March 2012, p15
- 10) 近年、ドイツと中国の経済関係は急速に強まっている。中国企業によるドイツ企業買収が増加しており、建設、自動車部品等で売上高10億ユーロ以上のドイツ企業を買収されている。 *WirtschaftsWoche*, 3. 9.2012, p72
- 11) アウディやBMWなどは、近年インドにおける販売を強化しており、2008年に7000台であった販売台数は、2012年には39000台へ増加している。 *Financial Times*, August 29 2012
- 12) VWグループの売上高のブランド別構成では、アウディが36%、VWが25%である。また金融サービスも9%占めている。VWは2012年にトヨタとGMを販売台数 (Global Light Vehicle) で抜いた。 *Financial Times*, September 9, 2012
- 13) アウディとBMWが中国市場で30%程度の販売増となる一方、メルセデスは8%増となっており、明暗を分けている。 *Financial Times*, September 1, 2012
- 14) 欧州における2012年1～8月の販売台数で、韓国のKIA (起亜) は23.1%増加、Hyundai (現代) も10.1%増加となっている。他方、フランスのPSAは13.5%減、ルノーは16.3%減、イタリアのフィアットも17%減となった。韓国車急増の最大要因は昨年7月発効したFTAによる関税低下と言われる。安い部品を東欧の完成車工場に輸出し、欧州で販売している。他方、フランスのPSAは業績悪化から大量解雇を発表し、労組と対立した。雇用を公約に掲げたオランダ社会党政権にとって、大きな課題となっている。 *Financial Times*, September 13, 2012
- 15) Deutsche Bundes Bank, *Monthly Report*, July 2012, p76
- 16) 同紙は典型的なユーロ安による勝ち組として、Rio Tinto, Nestle, LVMH, Sanofi, BMW, Siemens等を挙げている。 *Financial Times*, August 13, 2012
- 17) <http://www.cesifo-group.de/>参照。
- 18) *Frankfurter Allgemeine*, 9 September
- 19) Deutsche Bundes Bank, *Monthly Report*, February 2012, p55
- 20) Deutsche Bundes Bank, *Monthly Report*, February 2012, p69
- 21) Niklas Potrafke (University of Munich, IFO Institute) and Markus Reischmann, Fiscal equalization schemes and fiscal sustainability, *Cesifo workingpaper*, 3948
州別に債務調達 (州債と銀行借入の合計) 額を見ると、2010年にはノルドライン＝ウエストファーレン州が最大で50.4億ユーロ、ヘッセン州が25.3億ユーロ、ニーダーザクセン州が21.2億ユーロとなっている。
Finanzbericht 2013, Bundesministerium der Finanzen, p395
- 22) 1994年から2004年にかけて、プレーメンとザールランドという、2つの州が破産し、連邦政府の救済を受けた。しかし期待されたほどは改善しなかった。またこの

救済は他の州政府の債券(債務)発行へのインセンティブを変えなかったとされる。

Beate Jochimsen and Sebastian Thomasius, The Perfect Finance Minister whom to Appoint as Finance Minister to Balance the Budget?, *DIW Discussion Papers*, Berlin, 1188, 2012

- 23) *Frankfurter Allgemeine*, 12 September, 2012
- 24) 独ブンデスバンク経済調査部長ウルブリッチ氏によると、2012年現在、州銀行はリテール路線強化の方向にある。このため、シュバルカッセ(Sparkasse, ドイツの地域銀行)等を買収している、と言う。
- 25) *Financial Times*, July 7/8, 2012
- 26) *Financial Times*, July 10, 2012
- 27) *Financial Times*, July 18, 2012
- 28) *Financial Times*, July 19, 2012
- 29) Banca D'Italia, *Supplement to the Statistical Bulletin, Monetary and Financial Indicators, Money and Banking*, 8 October 2012, p14
- 30) Banco de Espana, *Boletin Estadistico*, 09/2012
 スペイン中央銀行のバランスシートは総資産6,033億ユーロ(2012年8月末)と肥大化しており、また国内外の債券を合計1,223億ユーロ保有している。うちスペイン以外のユーロ圏債券を451億ユーロ(同)保有している。さらにユーロ圏以外の海外債券を223億ユーロ保有(同、多くはドル建てと推定)する。
- 31) ECB および独連銀のバランスシートにおける「その他証券」とは、独連銀ウルブリッチ氏によると、中央銀行としての自己投資とのことである。独連銀では小さいが、イタリア中央銀行等で大きく、損失を出していることもある。
- 32) *Financial Times*, September 1/2, 2012

参 考 文 献

(邦語文献・論文)

- 富塚 良三, 『恐慌論研究』, 未来社, 1962年
- 奥田 宏司, 「ユーロ危機, 対米ファイナンス, 人
 民元建貿易などについて」, 『立命館国際研究』,
 第25巻第1号, 2012年6月
- 代田 純, 「ギリシャ債務構造の現状と展望」, 『証
 券レビュー』, 2012年3月
- 同, 「ユーロ危機とイタリア財政～財政赤字と年金
 改革～」, 『経済学論纂』, 中央大学, 2013年3

月予定, 第53巻3・4合併号

同, 『ユーロと国債デフォルト危機』, 税務経理協
 会, 2012年2月

(外国文献, 論文)

Brendan Brown, *Euro Crash, The Implications of
 Monetary Failure in Europe*, Palgrave
 Macmillan, 2010

The Euro Crisis, edited by Philip Arestis and
 Malcolm Sawyer, Palgrave Macmillan, 2012

Dimitris N. Chorafas, *Sovereign Debt Crisis*,
 Palgrave Macmillan, 2011

Michael Broer, *Die Unternerhmensteuerreform
 2008/2009 in Deutschland*, Nomos, 2010

Niklas Potrafke (University of Munich, IFO Insti-
 tute) and Markus Reischmann, Fiscal equal-
 ization schemes and fiscal sustainability,
Cesifo workingpaper, 3948

Beate Jochimsen and Sebastian Thomasius, The
 Perfect Finance Minister whom to Appoint as
 Finance Minister to Balance the Budget?.,
DIW Discussion Papers, Berlin, 1188, 2012

(外国統計)

Deutsche Bundes Bank, *Monthly Report
 Finanzbericht 2013*, Bundesministerium der
 Finanzen

Banca D'Italia, *Supplement to the Statistical Bulle-
 tin, Monetary and Financial
 Indicators, Money and Banking*,

Banco de Espana, *Boletin Estadistico*
 (外国新聞・雑誌)

WirtschaftsWoche

Financial Times

Frankfurter Allgemeine

(駒澤大学経済学部教授・
 当研究所客員研究員)