

ユーロの動向と海外投資家の 対日投資

日本証券経済研究所証券セミナー

2013年11月6日

駒澤大学経済学部 代田 純

1

概要

I ユーロの動向

- ① ドイツ 輸出が好調で、財政収支も黒字
選挙後の連立政権を模索
- ② ギリシャとキプロス 財政悪化と銀行破綻
不安定だが、ユーロ崩壊やGrexitの可能性は小さい

II 海外投資家と我が国証券市場

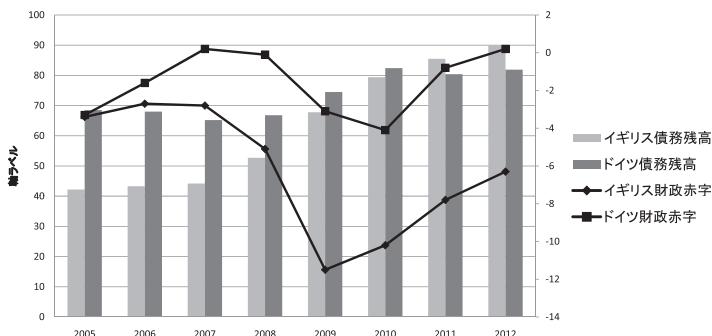
- ① 株式市場と海外投資家
- ② 国債市場と海外投資家
海外投資家によるデリバティブ中心の売買

III まとめ

2

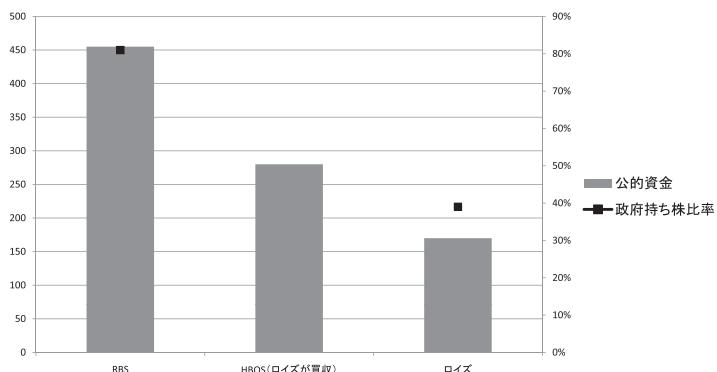
財政指標はドイツ良好、イギリスは悪化

イギリスとドイツの財政赤字対GDP比



3

RBS等銀行への公的資金注入が元凶 20兆円近く投入



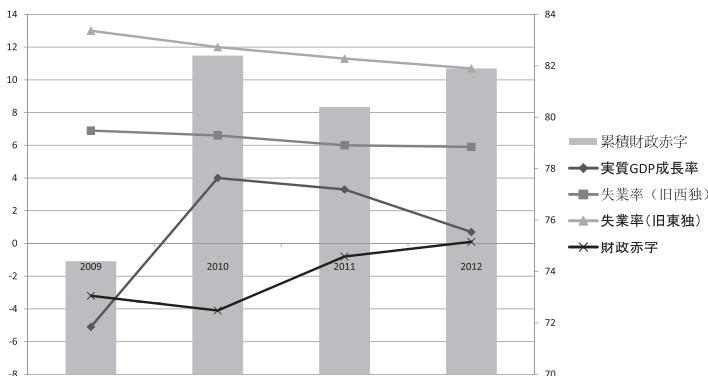
4

EUでの銀行破綻処理 ベイルアウトからベイルインへ

- RBS、ロイズの銀行破綻処理はBail outであり、債権者、預金者、(株主)などに負担ではなく、納税者に負担 財政負担の肥大化
- キプロスの銀行破綻処理は、Bail inであり、社債(優先債含む)保有者に債権放棄、10万ユーロ(預金保険上限額)を超える預金は47.5%の削減、10%のみ現金で返還。財政負担は軽減
- 公的資金の回収、ロイズは可能だが、RBSは当面困難か

5

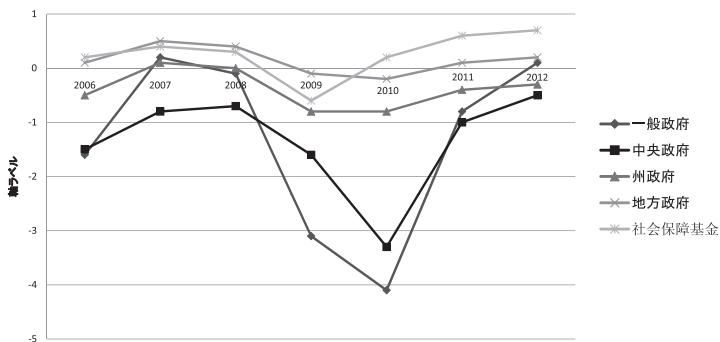
ドイツは財政黒字(%) 旧東独の経済向上がメルケル支持増



6

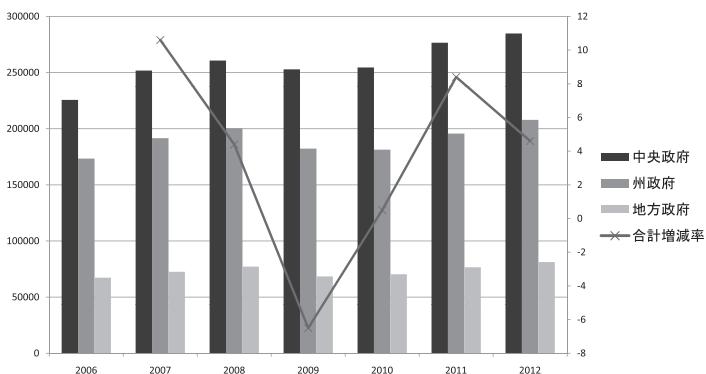
一般政府で2012年財政黒字

ドイツの政府財政収支対GDP比(%)



7

税収の伸びが所得税中心に好調 (100万ユーロ、%)



8

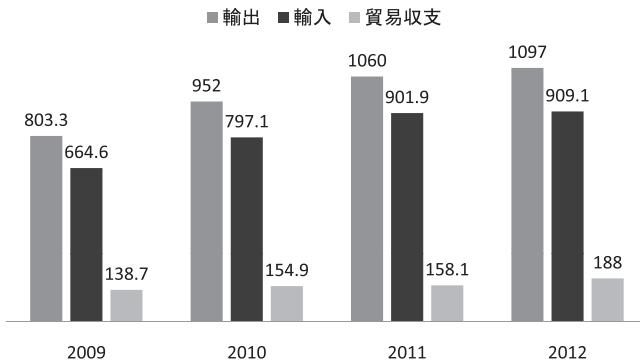
純賃金の伸び率3~4%増が継続



9

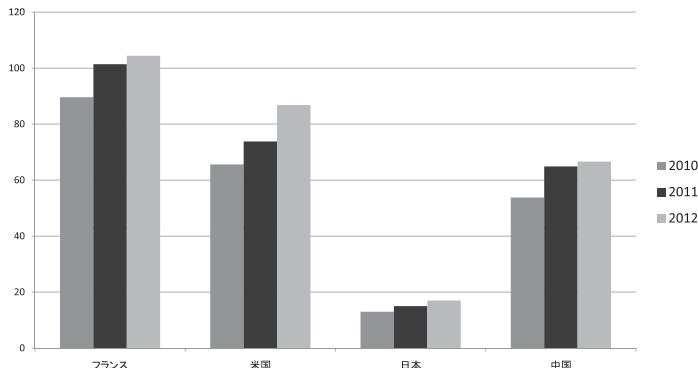
2012年、ドイツは約1900億ユーロの貿易黒字

ドイツの貿易収支(10億ユーロ)



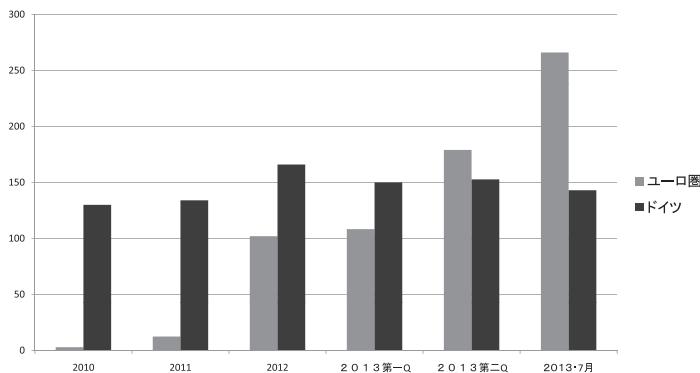
10

ドイツ、輸出が新興国向けで好調 (10億ユーロ)



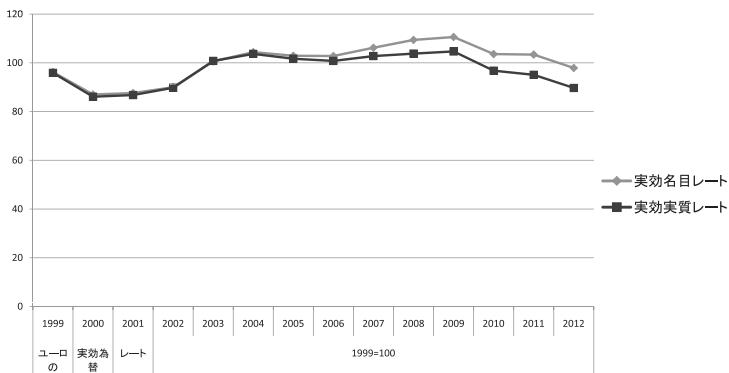
11

ユーロ圏の対外経常収支は大幅改善 (億ユーロ、月額換算)



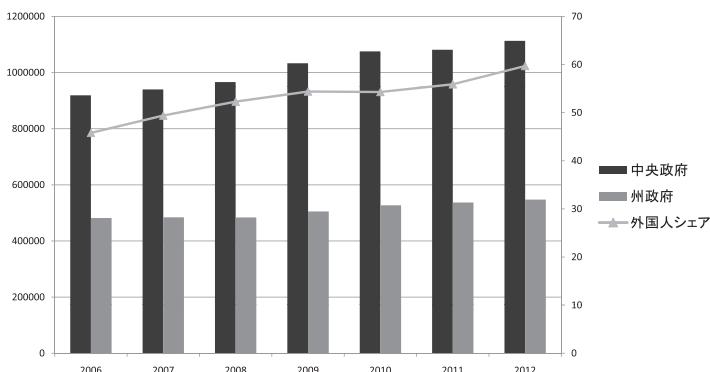
12

ユーロの為替レートはドイツ経済からは割安な水準(1999Q1=100)



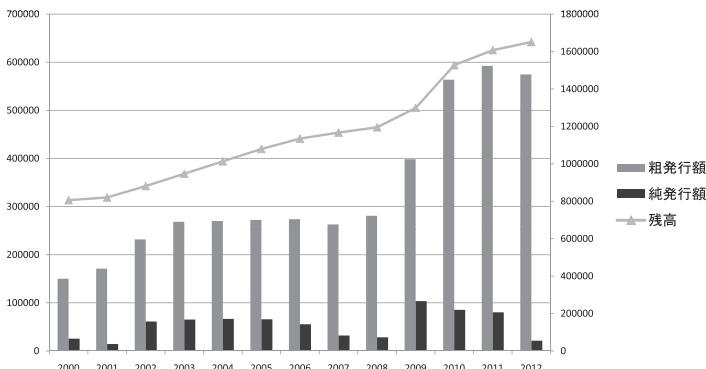
13

国債残高は微増、外国人シェアは60%(100万ユーロ、%)



14

公債の純発行額は減少し、 残高にブレーキ(100万ユーロ)



15

2009年、憲法改正で、 債務ブレーキを導入

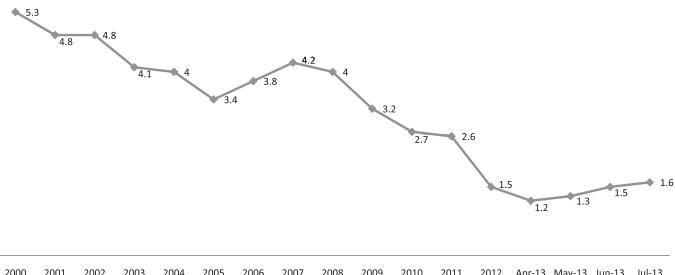
- ドイツ基本法(憲法)109条と115条
 - 均衡財政の義務付け
国債発行対GDP比0.35%以内は均衡財政
 - 赤字国債発行による新規債務負担を禁止
借換債を除く
 - 連邦政府だけでなく、州政府にも適用
 - 景気調整、非常事態は、均衡財政は例外

16

長期国債利回りは長期低下だが、 今年は反転

ドイツ国債利回り(%)

—◆— 9～10年債



17

短期債の長期借換が進む

	ドイツ公債		の残存期間	構成	(%)	
	2009年4月	2010年4月			2012年6月	2013年6月
2年未満	35.5	35.5	38.8	38.1	37.8	35.8
2～4年	18.6	18.7	20	21.3	23	21
4～6年	15.6	15.6	14.7	13.2	11.8	12.5
6～8年	10.2	9.6	7	7.3	8	9.4
8～10年	8	7.5	8.2	8.9	7.9	9.9
10～15年	1.3	2.2	1.4	1.3	1.9	2.5
15～20年	3.2	3.6	4.3	4	3.9	2.4
20年～	7.4	7.1	5.5	5.9	5.7	6.4
(出所)	Deutsche	Bundesbank,	Monthly	Reprt		

18

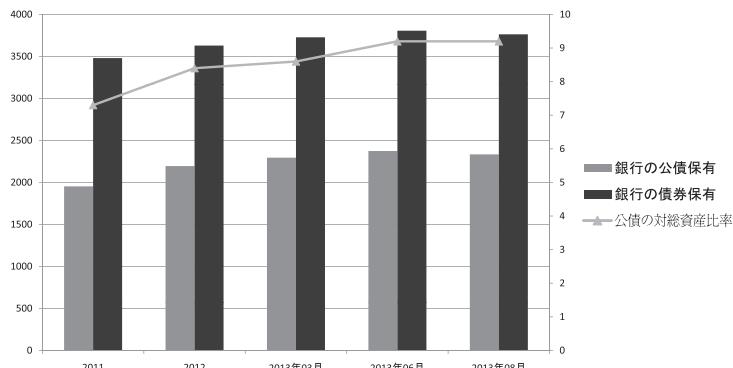
ユーロの動向と海外投資家の対日投資

ECBの国債保有は減少 長期レポオペも減少(10億ユーロ)

	2011年9月	2011年12月	2012年3月	2012年12月	2013年8月	2013年9月
ECB長期レポオペ	379	704	1091	1035	695	1091
ECB金融政策目的の有価証券	220	274	280	276	253	247
ECBその他証券	337	345	347	308	348	353
独連銀長期レポオペ	18	47	73	70	11	
独連銀金融政策目的の有価証券	53	67	69	67.5	61	
独連銀その他証券	5	5	5	0	0	

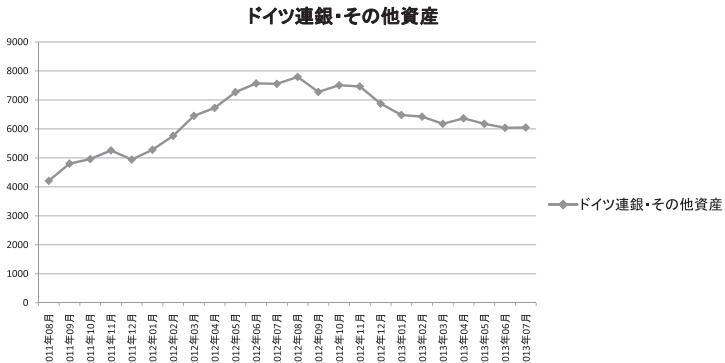
19

ユーロ圏銀行の公債保有は自己資本 と同額まで増加(10億ユーロ、%)



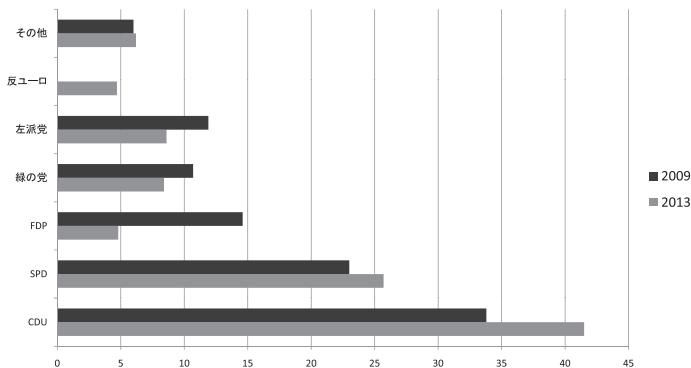
20

Target II 残高(南欧中銀との未決済) も減少に向かう(億ユーロ)



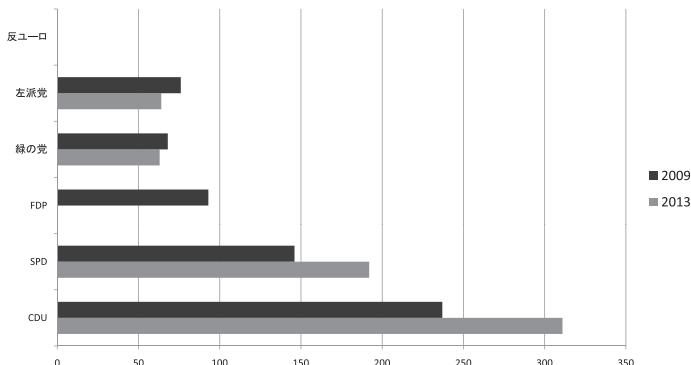
21

連邦議会選挙、CDU圧勝 得票率で反ユーロ(AFD)善戦(%)



22

議席数でCDU過半数に迫る FDPは5%未満で、93議席を失う



23

連立政権の枠組み決定は年末か

- SPDとの連立が最有力 しかしSPDが慎重
2005年～2009年第一次メルケル政権に連立で参加 2009年総選挙で戦後最低の得票率で惨敗 党内投票が実施される可能性
- 第二の選択肢は緑の党 しかし党内左派が慎重 スキャンダル問題でメルケルも慎重
- ギリシャ問題に加え、銀行同盟は年内決着が不可欠(2014年5月EU議会選挙は決定済み)

24

SPDの連立参加条件

- ・ガブリエル社民党党首が10月20日に表明
- ・最低賃金制の導入
- ・金融取引税の導入
- ・移民に対する二重国籍
- ・輸送と学校への投資強化
- ・高所得者への増税は言及せず
- ・クリスマスまでには次期政権(組閣)が決まるだろう。47万人の党員が認める必要がある。

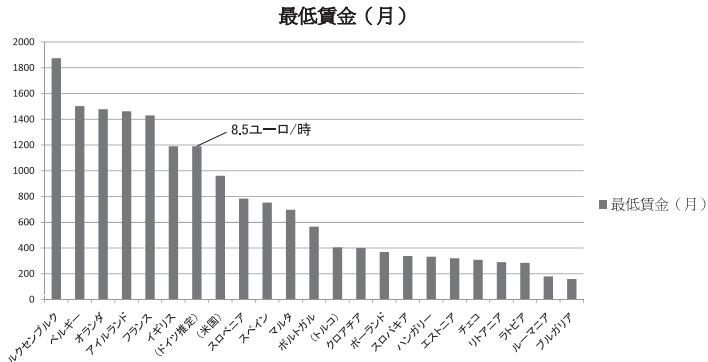
25

最低賃金導入が新政権の検討課題

- ・ドイツには最低賃金制がない。ナチスへの反省から、労使間での決定を尊重。EU27か国中、21が最低賃金制、残りも合意。
- ・SPD、緑の党は選挙で、時給8.5ユーロの全国一律最低賃金を訴えた。連立政権で主要な論点。
- ・ドイツ連銀等は、最低賃金制は国際競争力をそぐ、雇用機会を減らすと批判。

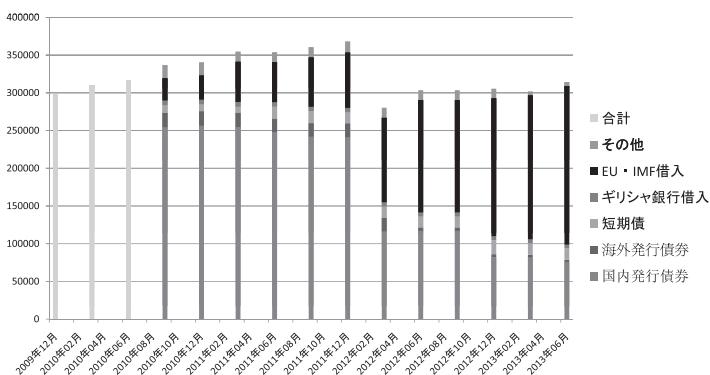
26

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



27

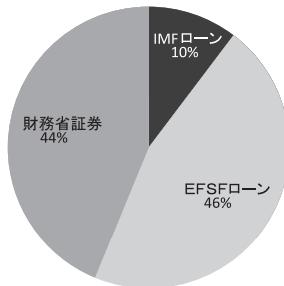
ギリシャとキプロス問題 ギリシャ国債はヘアカットから漸増



28

資金調達は財務省証券(1年未満) か、公的機関

2013年1~6月資金調達構成比



29

ギリシャ国債は2012年2月、 実質デフォルト

- 2012年2月、EU/IMFは1300億ユーロの第二次支援。民間投資家の53.5%の元本削減(クーポン含め70%)が条件。
- CAC(集団行動条項)とCDS(クレジット・デフォルト・スワップ)の発動
- CDS入札決済、清算価格(時価)は元本の21.5%。CDSの売り手は、額面と時価の差額を支払う。時価算定のため、入札が実施。落札者はギリシャ国債を額面の21.5%で入手。

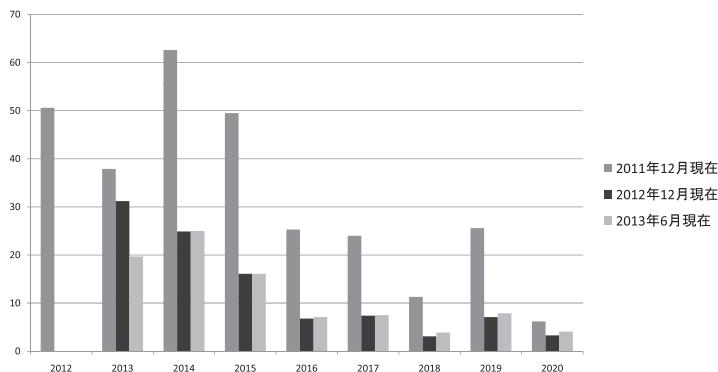
30

ギリシャ向け第一次、第二次支援

- ・第一次支援 2010年5月 EU二国間貸与800億 ユーロ+IMF300億ユーロ 期間3~5年
市場金利に2~4%上乗せ 2013年返済開始
- ・2012年3月 3年債144億ユーロの償還問題
- ・第二次支援 2012年3月 EFSF最大1446億ユーロ+IMF280億ユーロ 期間10年以上
EFSF調達コスト+ α 2012年6月から払込み凍結
6月総選挙で3党連立政権 財政削減の先延ばし
2012年12月に、基礎的財政黒字の達成期限目標を2年遅らせ、2016年とすることでEUと合意 融資再開

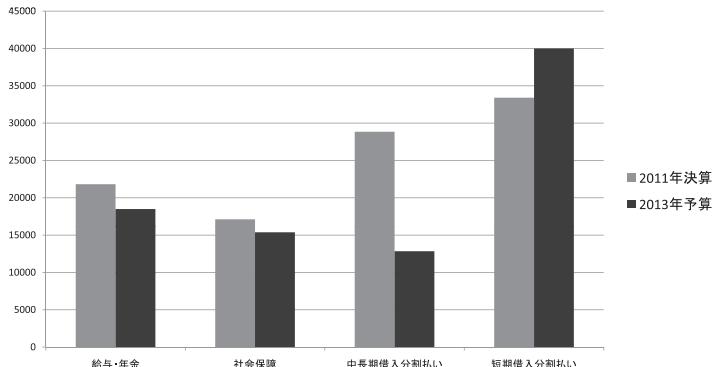
31

今年200億ユーロ、来年250億ユーロの償還が予定(10億ユーロ)



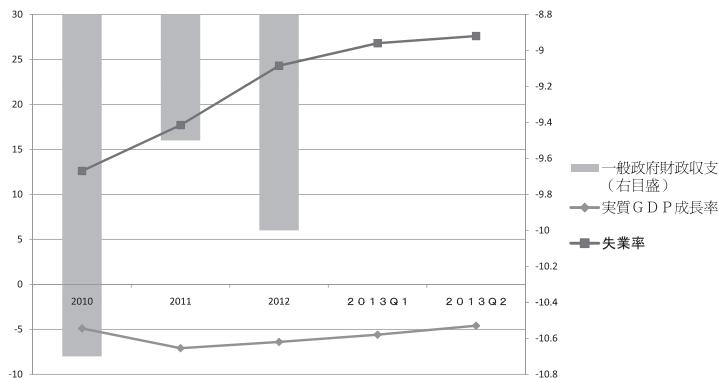
32

公務員給与・社会保障大幅削減 短期債の返済が€400億に急増



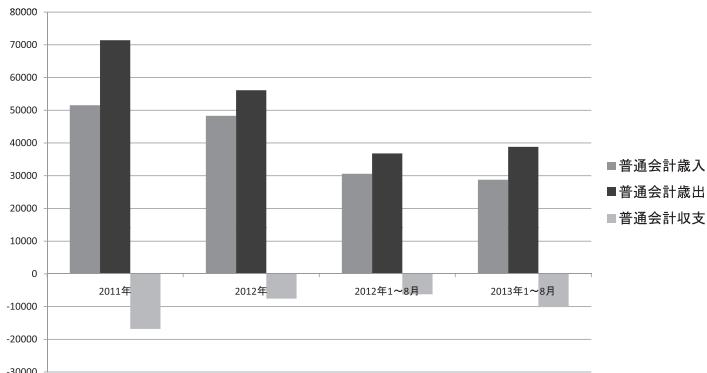
33

歳出削減で失業率は27%台、成長率 は-4~5%台、財政赤字は-10%



34

今年1~8月に、財政収支は一段と悪化 200億ユーロの返済は困難に



35

キプロスの銀行は二大銀行体制 ギリシャ向け貸出(住宅)が不良債権

- ・ バンク・オブ・キプロス 世界556支店のうち、190がロシア、181がギリシャ、126がキプロス 総資産、自己資本の減少 存続
- ・ マーフィン(キプロス)・ポピュラー・バンク 分割され、バッド・バンクは破綻処理、存続行はバンク・オブ・キプロスに吸収
貸出のうち、キプロス向け38%、ギリシャ向け45% 住宅価格の上昇と下落 貸出が毀損
総資産、自己資本の減少
不良債権比率は13.9%へ上昇

36

キプロスの銀行はギリシャ国債を大量に保有、破綻へ

- ・ バンク・オブ・キプロス コア資本17.5億ユーロでソブリン約40億ユーロ うちギリシャ20億、キプロス6.2億ユーロ PSI後、ギリシャのソブリン残高は1億ユーロに
- ・ キプロス・ポピュラー・バンク 自己資本マイナスで債務超過(2011年12月) ソブリンは41億ユーロ うちギリシャが32億ユーロ PSIでギリシャ分は3.6億ユーロに
- ・ 他方、2012年に公的資金17.6億ユーロの注入 同行によるキプロス国債保有が急増
- ・ 半面、キプロスの政府財政規模は75億ユーロ(歳出、2012年)であり、銀行への約18億ユーロの資金拠出は大きな負担

37

キプロスでベイルイン(銀行株主、債権者、預金者が負担)が今年3月実施

- ・ キプロス・ポピュラー・バンク(CPB)を分割し、バッドバンクを10万ユーロ以上の預金で償却
- ・ 同行の10万以下の預金はバンク・オブ・キプロス(BOC)に移管
- ・ CPBのユーロシステム借入90億もBOCに移管
- ・ バッドバンクにはCPBから10万以上の預金合計42億、不良債権70億を移管して償却
- ・ BOCでの10万以上預金は当面凍結。将来はヘーカットされるが、未定。
- ・ CPBの社債は優先債含み債権放棄。
- ・ BOCの自己資本比率9%維持のために資本注入
- ・ ユーロ圏90億、IMF10億ユーロ、合計100億ユーロ負担
- ・ キプロス議会合意
- ・ 納税者負担を避け、社債保有者、高額預金者に負担を求めた。

38

ユーロ圏と資本規制が実施

- 3月16～27日、銀行は営業停止 28日再開
- 再開にあたり資本規制が実施(現在も継続)
 - ①預金引出しは1日300ユーロまで
 - ②€5000以上の海外送金は中銀の許可必要
 - ③海外のクレジットカード使用は、月€5000まで
 - ④キプロス国民の海外旅行€3000まで 持出
- EU条約63・65条に抵触するとの指摘
- 規制解除は早くても9月(銀行再編終了後)→来年
- 現在、キプロス国民は小切手の現金化や口座開設が自由にできない

39

海外投資家と日本

アベノミクスは3本の矢

- ①量的・質的金融緩和 ②財政支出
- ③成長戦略 ④オリンピック？

黒田日銀総裁による量的・質的金融緩和の導入に関する講演

- 強く明確なコミットメント
 - 2%の物価安定(上昇)目標を、2年程度の期間で実現
- 量・質ともに次元の違う金融緩和
 - ①マネタリーベース: 年間60～70兆円の増加(2年間で2倍)
 - ②長期国債の保有残高:
年間約50兆円の増加(2年間で2倍以上)
- ③長期国債買入れの平均残存期間:
7年程度へ(2年間で2倍以上)

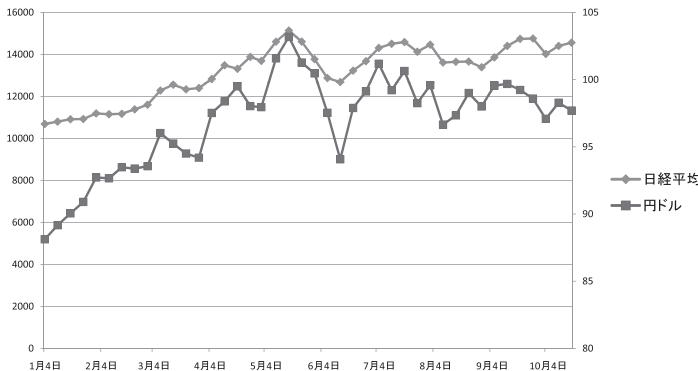
40

資産買入基金を廃止 日銀券ルールも停止

- わかりやすい金融政策
「資産買入等の基金」を廃止し、長期国債買入れ方式を一本化
- 量的な緩和の指標として、マネタリーベースを選択
- 「量的・質的金融緩和」の効果
長めの金利や資産価格のプレミアムへの働きかけ
リスク資産運用や貸出を増やすポートフォリオ・リバランス効果
市場・経済主体の期待の抜本的転換

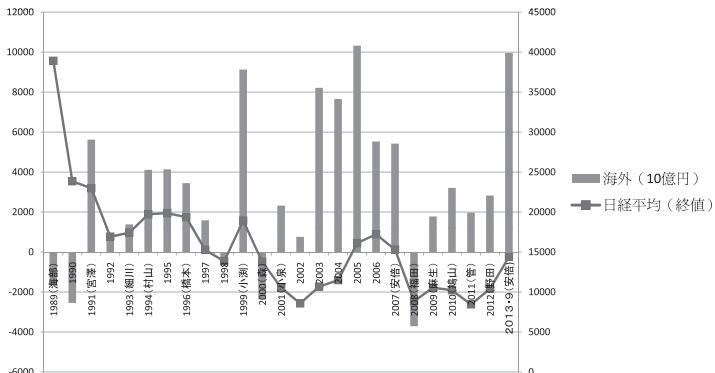
41

2013年初頭から急速な株価上昇と 円安が進む



42

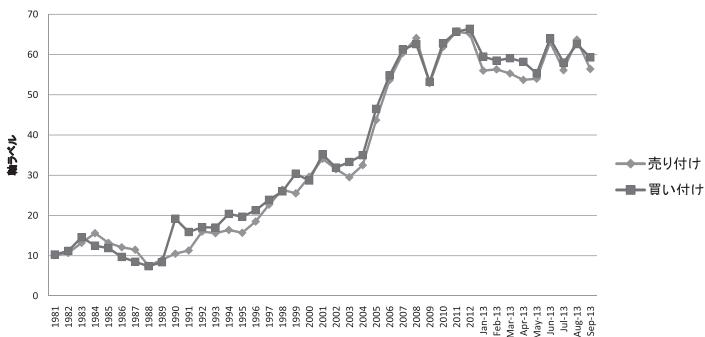
2013年、海外投資家の買い越しは10兆円で90年代以降最高水準



43

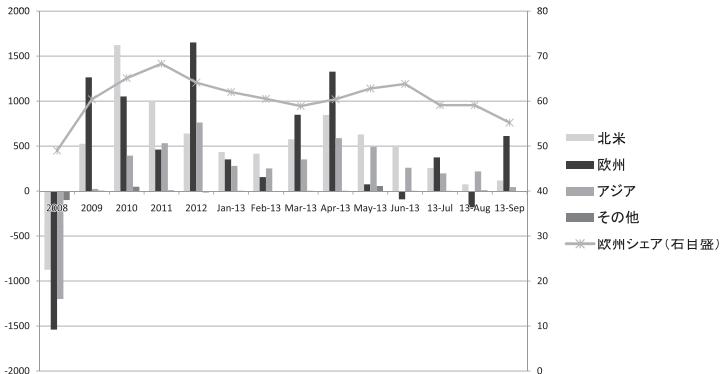
海外投資家の売買シェアが60%台へ上昇

海外投資家のシェア(売買代金、%)



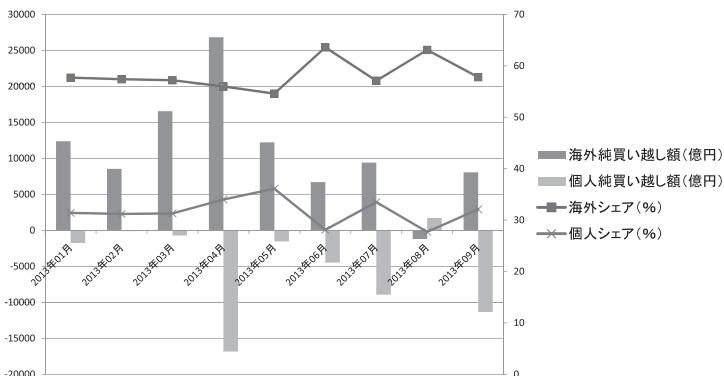
44

欧洲系のシェアが高い 6月8月に売り越し、9月買い越し



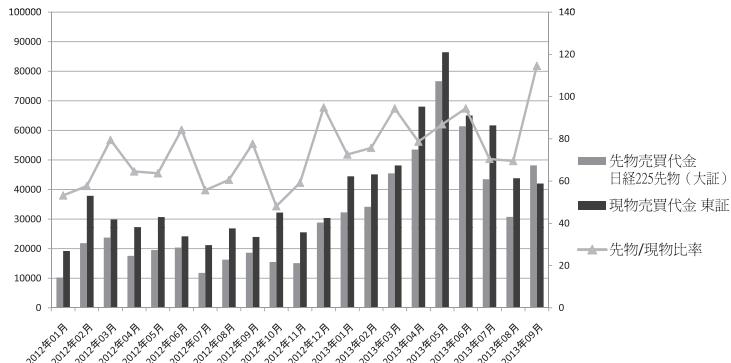
45

海外は縮小するも買い越し 個人は売り越し基調が続く



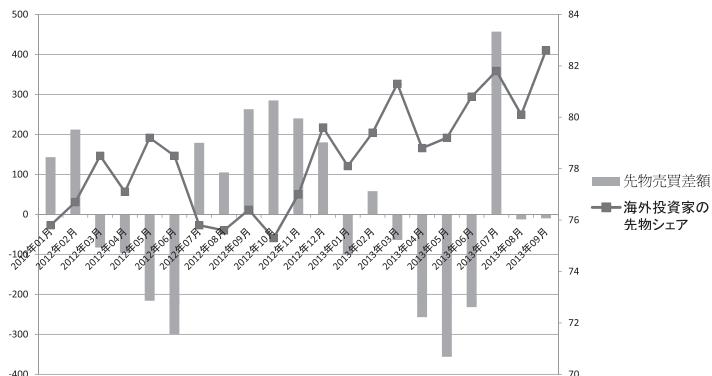
46

海外投資家の株式先物/現物比率 (10億円、%)高まる先物比率



47

海外投資家は日経225先物を7月に大きく買い越す(10億円、%)

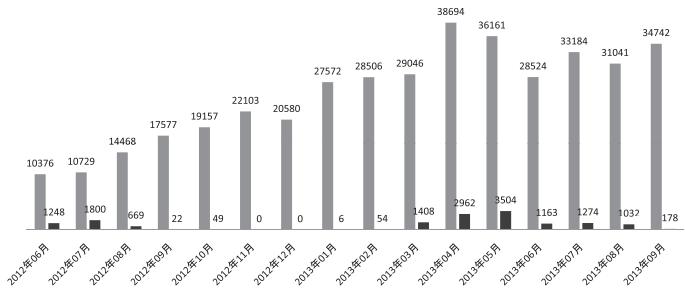


48

裁定取引は高水準で推移

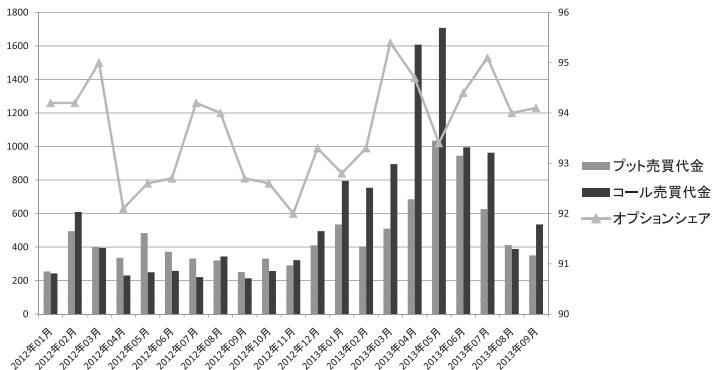
裁定取引に関する現物ポジション(億円)

■裁定買い残 ■裁定売り残



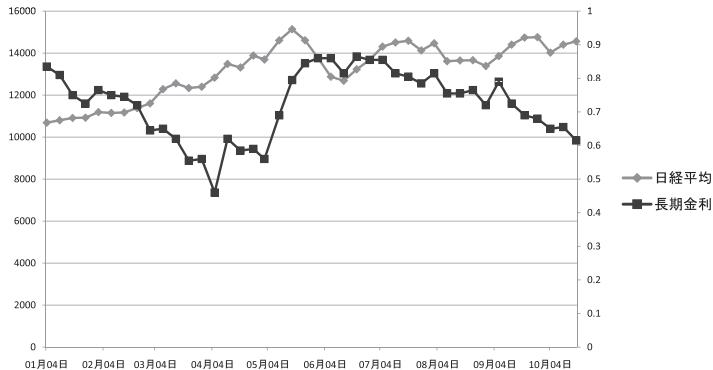
49

海外投資家のコールオプション 7月、9月に売買膨らむ(10億円、%)



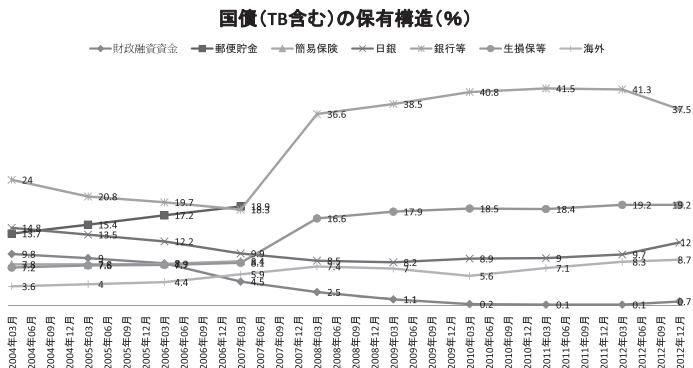
50

長期金利、乱高下の後、低下続く 9月以降、急低下



51

国債保有で民間銀行は低下、日銀と海外が上昇



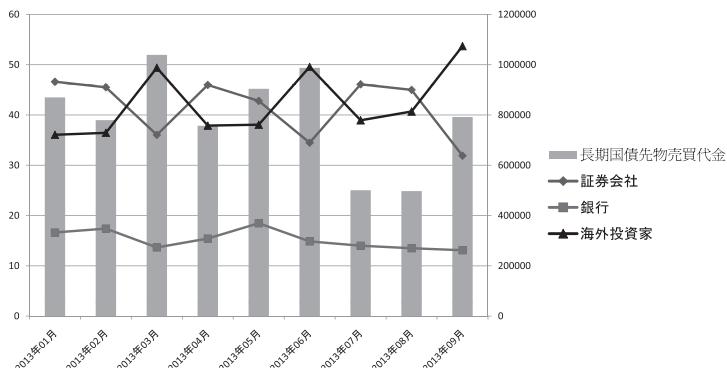
52

投資家別国債売買差額(億円) 都市銀行と海外(外国人)が売り越し

主要な 国債投資家	別売買差額									
	(億円)									
	2013年1月	2013年2月	2013年3月	2013年4月	2013年5月	2013年6月	2013年7月	2013年8月	2013年9月	
都市銀行	-45315	-27439	9571	-50742	-8009	-22314	-37362	-38584	-5732	
信託銀行	73596	79582	64131	60186	40458	56598	66121	58033	56868	
生損保	6948	9423	14826	6798	12343	12322	11381	12332	11614	
投資信託	28727	21080	26369	28077	37582	19180	22913	25163	27408	
外国人	157948	114478	136884	134640	128541	118389	112313	124017	139636	
(除く短期国債)	3503	2601	-1189	7240	-5016	1594	6448	1744	-1253	
その他	-250747	-191315	-249105	-233549	-259364	-253269	-167658	-235672	-236604	
債券ディーラー	-15141	-2403	-7889	-7182	-9477	-15271	-5426	8145	-2575	
(出所)	証券業協会									

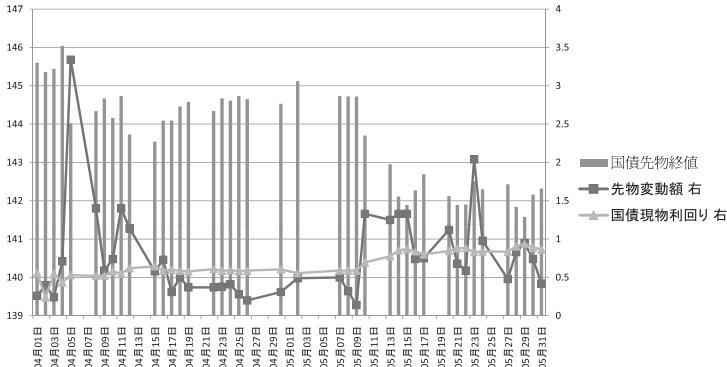
53

長期国債先物で海外は9月に50%超



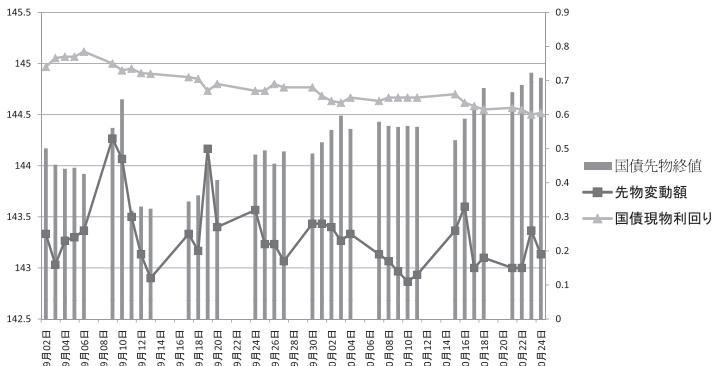
54

4~5月、先物主導で 国債利回りは上昇



55

9月以降、先物主導で 国債利回りは低下



56

まとめに代えて

I EUの国債

- ① ドイツ 輸出主導で税収増加 財政黒字
憲法に債務ブレーキを導入
政治が不透明
- ③ ギリシャとキプロス
国債発行できず 資金不足でEUが支援
ユーロ暴落のリスクは小さいが、不安定が続く

II 海外投資家と日本

- ① 海外からの日本株投資は今年大きな高まり
- ② 株式、債券ともにデリバティブの影響が増加