

ユーロ債市場とEC資本市場統合

入江恭平

I. はじめに—問題設定

EC金融統合、言い換えればEC共同金融市場創設計画の内容は(1) 資本移動の自由化、(2) 金融サービスの提供および金融サービス業(金融、保険、証券)設立の自由化、(3) 共通金融政策=通貨制度の確立という三つの契機から構成されている。しかもこの三つの契機は、相互に前提しあいながら、ほぼこの順序での完成が予定されている。例えば1990年7月に開始された周辺4カ国(アイルランド、ギリシア、スペイン、ポルトガル)を除く、EC主要8カ国での資本移動の完全自由化は(2)の金融サービス提供の自由化を保障するものであると同時に、それ自体、欧州通貨制度(EMS)の再編計画たる欧州経済・通貨同盟(EMU)の第1段階の内容でもある。あるいはまた1980年代のEMSの一定の成功がEC諸国間での資本移動を加速したのである。

ところでECの全産業を含む市場統合にとって、金融統合の位置付けは特殊である。すなわち、EC金融統合の目的は、通常の産業部門の場合と同様に、競争と「規模の経済」の貫徹によって金融サービスコストの節約=消費者余剰の発生というメリットを享受する他に、金融・資本市場を機構的媒介にした貯蓄の引出し(tapping)や動員(mobilization)による生産的投資の拡大、それによるEC経済のリストラクチャリング(再構築)という特殊な役割が付与されているのである。¹⁾まさに金融統合は「EC単一市場計画に取っての隅石(cornerstone)」²⁾なのである。

金融統合の目的に関する後者の点からは資金動員機構としての資本市場の統合化という視座が導かれる。ここで資金動員機構とは資金調達機構(発行市場)のみではなく流動化機構(流通市場)を包含した資本市場であり、また資本市場は後論との関係上、債券市場に限定する。

ところでEC資本市場の統合化の視角から、現実の展開をみると、すぐにユーロ市場との関連が問題となる。周知のように、ユーロ市場は主に1950年代末に発生した預金・貸付市場たるユーロ・カレンシー市場とやや遅れて1963年頃に誕生したユーロ債市場とから構成されているが、「ユーロ」という名称が付与されているものの、ヨーロッパ国内金融・資本市場とは区別される「外部」

(1) Commission of the European Communities, Financial Integration, *Document COM(83)207 final*, 1983, p. 9.

(2) *The European Financial Common Market*, European Documentation, April 1989, p. 5.

ないし「並行」市場である。しかもユーロ市場は地域的にはグローバルな拡大・拡散がみられる一方で、機能的には各国内金融諸規制から自由な市場として、グローバルな金融・資本統合を推進している存在でもある。後者を敷延すれば、外部的な交換性を回復した主要通貨建ユーロ市場間での統合化、ユーロ市場金利の連動化が早期に開始され、主要国間での資本移動の自由化に媒介されて、1980年代に進行する国内金融・資本市場の規制緩和を引き出す重要な契機・導管として作用し、グローバルな金融・資本市場の統合化を推進したのである。

このような存在であるユーロ市場は、EC資本市場統合を推進する立場から、既に1960年代より注目されるところとなっていた。³⁾ EC金融統合にとって混乱ないし後退を経験した1970年代を経て、EMSの一定の成功、および資本移動の自由化が徐々に進展する1980年代に入ると再び資本市場統合とユーロ市場の関連が問題となってくる。

EC内部に統合されたヨーロッパ資本市場を創設するという当初の経済的・金融的機構は効率的に機能する私的ユーロ市場の存在によって実際的に充足されている。⁴⁾ しかしユーロ市場はEC金融統合にとっては依然として「間接的でかつ不十分」であるという認識がみられる。⁵⁾ しかもその理由として(1) EC各国居住者がユーロ市場へアクセスする際の諸条件を規制する取引ルールが国によって大きな違いがあること、また特に(2) ユーロ市場での取引通貨は通常、非EC加盟国通貨であること、しかも(それゆえ)(3) ユーロ市場の取引はEC加盟国当局の管理外に置かれているとしていた。(1)の理由は居住者の対外・為替取引を含む資本移動の自由化が少なくともEC内先進国では実現したことからその点は考慮される必要がある。(2)はユーロ市場の取引通貨の圧倒的な部分が現実的には米ドルであること、それゆえ、ユーロ市場は究極的にはアメリカ金融当局によって規定されている現実を想定していたと思われる。したがってユーロ市場を媒介としたEC金融統合は「間接的でかつ不十分」だという評価をEC当局は与えていたのである。

II. EC資本市場統合の現状

EC資本市場統合の現状をみようとする場合、その統合化の尺度基準=指標はいくつか考えられる。運用サイドから、EC加盟国居住投資家の証券投資に占めるEC資本市場証券の保有シェアなども一つの基準である。さらに債券市場へのEC内投資を前提にして債券利回りの連動関係を探るこ

(3) 通称セグレ報告として知られるヨーロッパ資本市場統合に関する報告書はその代表である(EEC Commission, *The Development of a European Capital Market* [Segre Report] 1966, [原司郎訳『単一ヨーロッパ資本市場の発展』日本証券経済研究所『証券研究』23-24巻])。なお、1960年代のヨーロッパ資本市場とユーロ市場との関連に注目して、セグレ報告を詳細に検討した岩田健治「1960年代のEEC域内資本信用—単一資本市場計画とユーロ市場を中心として—」東北大学『経済学』52巻3号、1990年12月を参照。それに拠ると、ユーロ市場は「EECが将来創設すべき単一欧洲資本市場の機能を部分的かつ暫定的に遂行しつつある不安定な市場」であり、「ユーロ市場がなお不安定であるという認識を基礎に、セグレ報告は単一欧洲資本市場をユーロ市場とは別個に展望したしたのである。」(同上、113ページ)

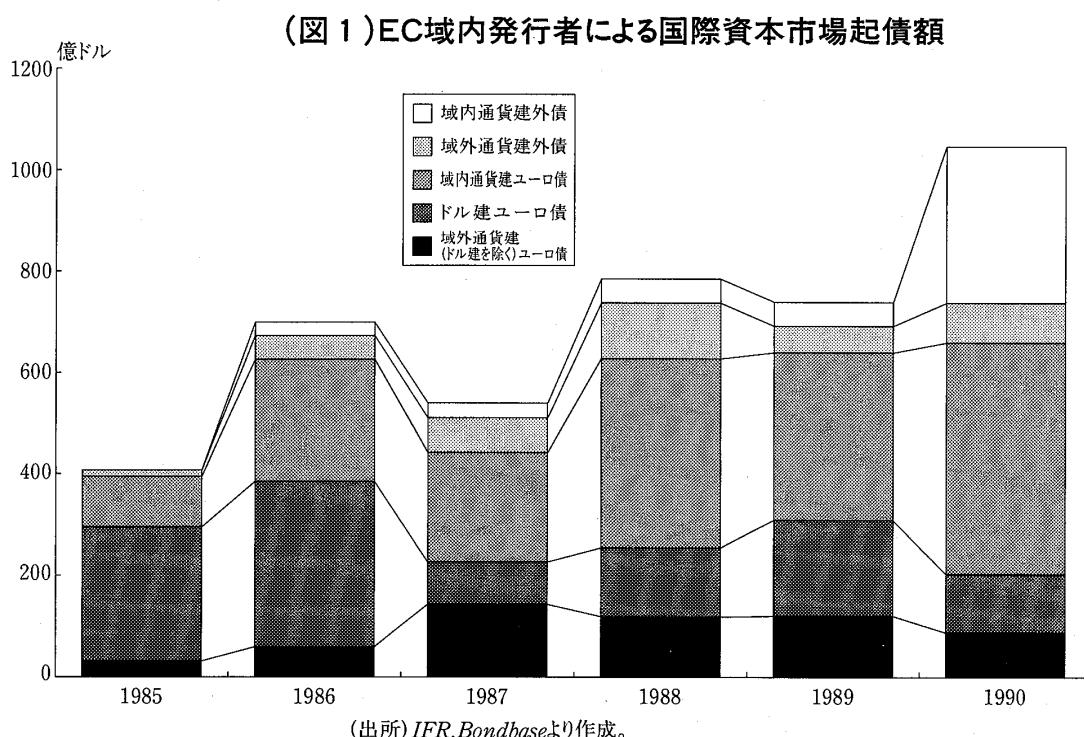
(4) "Capital Market", *Annual Economic Report* 1982-83, pp. 122-128.

(5) *Document COM(83), op. cit.*, p. 10.

とももう一つの指標になりえる。

一方、資金調達サイドからの統合化の指標は、EC各国の発行体＝借り手がどの程度、EC資本市場に依存しているかである。その際、EC各国の発行体の起債市場は（1）各国内債券市場、（2）外債市場、（3）ユーロ債市場の三つの市場に大別され、さらに外債市場はEC域内市場対域外市場に、またユーロ債市場もEC域内通貨建（ECU建を含む）対域外通貨建市場にそれぞれ区分される。

資本移動の自由化に媒介される市場間競争の圧力は各国発行体にとって各市場の選択を一層、無差別にしつつある。したがって国内起債市場を特別に分離して分析することは以前に較べて意味を失いつつあるが、以下ではさしあたり、EC内の借り手の、外債市場とユーロ債市場での資金調達状況をみよう（図1）。



EC域内外債市場への依存がセグレ報告以来、資本市場統合にとって本来、構想された形態である。確かに1985年以来、その絶対額は順調に増大させ、そのシェアも徐々に上昇させているが、依然として10%未満であり、域内外債市場による資本市場統合が進展したとはいえない。域外外債発行への依存度は目立った変化はなく、合わせて外債発行はほぼ2割以下にとどまっている。一方、ユーロ債発行では顕著な変化がみられる。EC域内通貨建ユーロ債は絶対額、構成比ともそれぞれ増大、上昇させている。対照的にドル建ユーロ債発行は絶対額では停滞ないし減少がみられEC域内発行者のそれへの依存度（構成比）を急激に下降させている。また非ドル・EC域外通貨建

ユーロ債発行は1987年に138億ドルと急増した後、2年間は横ばいで推移しているが、ドル建ユーロ債の減少を埋めきってはおらず、合わせて、EC域外通貨建ユーロ債への依存度は低下してきている。

以上、要するに、起債市場という点からみたヨーロッパ資本市場の統合化は、EC域内外債市場を通じたものではなく、ユーロ債市場を媒介にしたものであり、しかもその際、発行表示通貨に占めるEC域内通貨の割合は1980年央以降、急上昇しているのである。最後の点、すなわち、域外通貨（なかでも米ドル）建ユーロ債発行ではなくEC域内通貨建ユーロ債発行を媒介にした点が1980年前半までのEC資本市場統合とそれ以後のそれを区別するメルクマールである。

先に示しておいたEC当局によって与えられたEC金融統合にとってのユーロ市場に対する位置付けからすると、これらの事態に対する評価は微妙である。すなわちEC域内外債市場を通じた「直接的」統合ではない点では否定的評価が与えられるであろうし、しかし一方で、ユーロ債市場を媒介した「間接的」統合であってもEC域内通貨を表示通貨として利用している点では必ずしも否定的評価が妥当するとはいえない。

III. EC域内通貨建ユーロ債市場の二重性

EC当局が本来、構想していた形態ではないにしても、1980年代央以降の資本市場統合を特徴付けるものがEC各国発行体による域内通貨建ユーロ債発行の増大であるとすれば、それへの立ち入った考察が必要となってくる。

(表1) EC域内発行体によるユーロ債表示通貨別起債額 (1990年) (単位: 100万ドル)

発行体の国籍	デンマーク クローネ	ECU	ドイツ マルク	ダッチ ギルダー	フランス フラン	イタリア リラ	ルクセンブルク フラン	ポンド スタークリング	円	米 ドル	その他	合計	
ベルギー	105.39	595.53	884.47					100.27	111.83	640.06	161.99	2599.54	4.0%
デンマーク	96.34	39.32	357.03					165.82	785.35	1696.71	147.21	3287.78	5.0%
フランス		3006.01	292.18	6726.67	502.52	525.21	2258.12	924.86	533.48	14769.05		22.5%	
ドイツ		871.80	3124.65	24.23	206.50	401.09	225.42	337.44	952.24	6143.37		9.4%	
ギリシア			177.30				110.80			0.00	288.10		0.4%
アイルランド			291.72					321.25		0.00	612.97		0.9%
イタリア		4960.49	697.05	188.93	1739.07			730.28	4157.70	7.44	12480.96		19.0%
ルクセンブルク		24.49								40.90	65.39		0.1%
オランダ			390.47	291.26					825.81	167.13	1684.47		2.6%
ポルトガル										0.00	0.00		0.0%
スペイン		66.84	25.17		598.61			301.89	1400.00	38.48	2430.99		3.7%
イギリス		504.96	364.32	292.39	187.85	84.59		16666.06	1101.04	1149.52	971.12	21321.85	32.5%
	201.73	10069.44	6604.36	583.65	7726.29	2532.68	9.8	17858.45	5624.73	11453.35	3019.99	65684.47	100.0%
	0.3%	15.3%	10.1%	0.9%	11.8%	3.9%	0.0%	27.2%	8.6%	17.4%	4.6%	100.0%	

(出所) IFR, Bondbaseより作成。

表1は図1と同じソースに基づいてEC域内発行体によるユーロ債起債額を発行通貨別に、やや詳しくみたものである。一見して明らかなことは、各通貨建ユーロ債による最大の資金調達者は当該発行表示通貨国籍の発行体である点である。ドイツマルク、ポンドスタークリング、フランスフ

ラン, イタリアリラ建のユーロ債合計 (EC12カ国の借り手のみ) 578億ドルのうち実に89%, 513億ドルはそれぞれの表示通貨国籍の発行体によって調達されている。ユーロ債の発行表示通貨別に違いはあるが, 概して当該表示通貨国籍の発行体が高い比重を占めるようになるのは1985年以降である。しかもこのことはEC域内通貨建ユーロ債のうち, 比較的発行市場の狭いオランダギルダー, デンマーククローネ, ルクセンブルグフラン建ユーロ債についても大旨, 当てはまる。

表示通貨国籍発行体といつても文字どおりの表示通貨国居住者から, 在外子会社のケースまであるわけだが, それはともかく彼らが同一国籍通貨表示のユーロ債を発行する場合には事実上「国内債」を発行していることになる。表示通貨と同一国籍の発行体がユーロ債を発行する例としては確かに既に1960年代半ばからアメリカ系多国籍企業がユーロ・ドル債を発行してきた「古典的」ケースが存在する。しかしEC域内通貨建ユーロ債の場合には1980年代半ば以降に顕著になっていることを強調しておく必要がある。しかもEC資本市場の統合化の構想が外債市場を媒介にした延長上にあるため, ユーロ債発行の場合にも「国際債」すなわち発行通貨国籍外の発行体による発行をインプリシットに想定されていた。しかし現実は想定されていた統合過程とは異なる「国内債」市場としての利用拡大であった。

この点をポンドスターリング建ユーロ債=ユーロ・ポンド債を例に敷延しておこう。⁶⁾ 現在, ロンドンには同じくポンド建の債券発行市場でありながら, 制度・規制体系を異にする伝統的な国内ポンド債市場とユーロ・ポンド債が並存している。国内ポンド債市場には非居住者が発行者となるポンド建外債=ブルドック債市場が含まれ, 逆にイギリス企業等がユーロ・ポンド債を発行する場合は上述したように「国際債」に偽装した事実上の「国内債」部門が含まれることになる。

両起債市場とも1970年代の停滞の後, 1980年代初めに復活することになるが, ユーロ債部門の成長は目ざましく, 国内ポンド債部門の発行額を1984年に初めて上回った後は両部門の市場規模間較差は拡大している。

1980年代初めのユーロ・ポンド債市場は主として海外の借り手 (および海外投資家) の領域であった。数多くのイギリス企業が1977~1978年にパイオニア的にユーロ・ポンド債を発行するが, その後は1984年4月までは二・三のイギリス企業が散発的に同債を発行したのみである。その後イギリス企業によるユーロ・ポンド債が, 件数, 金額ともに急増し, 同債に占めるイギリス企業発行シェアは1984年の21%から1986年には53%になった。そして1986年にはイギリス企業によるユーロ・ポンド債発行額がポンド建国内債を上回った。

ユーロ・ポンド債市場の成長の構造的要因には, ユーロ債市場全般の発展の中で形成されてきた, 発行取引コストの低位性, 発行・分配方式 (ポート・ディール方式) の弾力性, 債券の属性 (無担保性, 無記名性等) をあげることができるが, 1984年以降, イギリス企業によるユーロ・ポンド

(6) 以下は"Recent developments in the corporate and bulldog sectors of the sterling bond market," *Bank of England Quarterly Bulletin*, Feb. 1988, pp. 62~68に拠る。

債発行が拡大した背景には法制度的な変更があった。すなわち、1984年財政法 (Finance Act)において非居住者への利子源泉徴収税が免除され、イギリス企業がユーロ債を直接発行することが可能になったことである。ユーロ債の金利が税込みで支払われることは特に大陸ヨーロッパの投資家にとって魅力を増したわけだが、1984年以前は、イギリス企業が利子源泉税徴収を免れるため、タックス・ヘイブンに設立した在外金融子会社を通じてユーロ債を発行しなければならなかった。財政法の改正に伴うこのような措置はビルディング・ソサイティへ拡充されることになり、一層、イギリス企業によるユーロ・ポンド債発行を加速することになる。

イギリス居住者発行ユーロ債についてなされた非居住者に支払われる利子源泉徴収税の廃止を、ひるがえって考えてみれば1984年夏アメリカを震源地として、直ちに西ドイツとフランスに波及した利子源泉徴収税の撤廃措置の一環として理解することができる。ただアメリカ、西ドイツ、フランスの場合には居住者（政府、内国法人）の発行する全ての債券（国内債、外債、ユーロ債）についての措置であったのに対して、イギリスの対応は居住者発行のユーロ債に限られたものであったという特殊性はある。⁷⁾

いずれにせよ非居住者に対する課税権（源泉徴収税）の放棄は、ユーロ債市場の効率性・重要性を認めたうえで、ユーロ債市場との課税上のイコール・フィティングを図り、ユーロ市場での居住者の直接起債に対する障害を除去したのである。いわば源泉徴収税の撤廃に象徴されることは国内債市場の「ユーロ化」を示している。ベクトルはグローバルの流れを代表するユーロ市場からEC国内資本市場へと向かっていたのである。

しかし、国民国家的諸規制からの自由を特質とするユーロ債も完全な規制からの自由を意味しない。⁸⁾ しかもこの場合の規制とは国民的レベルのものを指している。そしてユーロ・ドル債とEC域内通貨建てユーロ債との規制体系の最大の相違は発行表示通貨としての使用およびそれに関連する諸規制の有無である。ユーロ・ドル債の場合には発行表示通貨としてのドルの使用には制限がない。もちろんユーロ・ドル債の場合にもアメリカでの募集を禁じ、一定期間の還流制限を設けているのは国内法（証取法）に抵触するからであって、ユーロ・ドル債の発行を直接に制限しているわけではない。これに対して、EC域内通貨建てユーロ債の場合は、程度の差はあっても当該国籍政府・金融当局はユーロ債の表示通貨としての使用を制限、換言すれば発行額規制ないし起債調整を公式、非公式におこなってきている。さらに加えて金融当局は、ユーロ債の募集地に関係なく当該国籍銀行に公募にさいしての引受主幹事を優先させるよう要請することもある。⁹⁾

(7) 宮島洋「税制の国際化に関する一考察—国際的金融・証券取引について—」『金融』1987年7月23-39ページ。

(8) R. M. Levich, "A View from the International Capital Market," *Deregulation Wall Street*, ed. by I. Walter, 1985. pp. 100-105.

(9) F. Graaf, *Euromarket Finance: Issues of Euromarket securities and syndicated Eurocurrency loans*, 1991, p. 16, pp. 198-212.

IV. ECU債市場の発展と資本市場統合

近年、EC域内の発行体による発行額が増大しているECU債市場の資本市場統合にとっての意義を検討してみよう。

堅持すべき視角は、その他の域内通貨建てユーロ債市場が依然としてまとう国民的性格という限界をECU債市場がどのように突破しているかというものである。この場合も二つの点が強調される必要がある。すなわち、第1は、合成通貨としてECUの性格、しかも、域内通貨制度としてのEMSの一定の成功に支えられた為替相場の安定性に由来する点であり、第2には通貨主権の存在しないことに由来する、規制の弾力性である。しかもECU債市場の自立的安定は、ユーロ債全般に内在する限界をも克服する可能性を持っている。

1. ECU債市場発展の背景¹⁰⁾

当初、EC共同体機関の予算目的のための計算単位および公的決済手段として導入されたECUであったが、民間銀行、企業、機関投資家、個人によって使用される民間ECUの発展の方がむしろ顕著であり、より重要である。

民間ECU市場はEMSの導入された1979年、多くのベルギーの銀行がEC共同体諸機関のための預金（通知、定期）口座を開設した時に誕生した。これによってEC共同体機関は資金管理を簡単化し、またEIB（欧州投資銀行）へのECU建資金の振替を直接ECUによって行うことが可能になった。EIB自身も受取ったECU共同体内外への貸付を開始し、非銀行によるECU建取引の範囲が拡大し、それに伴って、商業銀行による顧客向けECU建業務が与えられるようになった。

これら諸過程を通じて、ECU建預金・貸付のためインターバンク（銀行間）市場やECU建での外国為替ディーリング市場が形成されるようになる。しかし、民間ECU市場が劇的な成長を経験するのは1982年、同市場で活発に取引を行っていた5つの銀行がECUの決済システムを導入した時からである。MESA（Mutual ECU Settlement Account）として知られるこの制度は、ECU建で取引の銀行間振替決済を大幅に簡素化した。すなわちそれまで債権者・債務者が異なる銀行にECU口座を持っている場合には、ECUを構成する12の通貨に分解（unbundling）して決済しなければならず、その合成・分解に伴う費用が、ECU建取引の最大の制度的障害になっていたのだが、ECU決済システムはこれを大幅に円滑化したのである。

このような銀行間市場によって創設されたインフラストラクチャーによってECUは決済手段機能をも合わせもつようになり、それまでの多くの単なる計算単位としての合成通貨と区別されることになる。別言すればECUは一つの外貨としての機能を獲得したことになる。

外貨としての公認は、1981年イタリアによって最初に与えられることになる。当時のイタリア

(10) 本節は主に EC Commission, *The ECU*, Second Edition, June 1987, 木下悦二『外国為替論』有斐閣 1991年8章に拠る。

の外国為替規制下では、国家保証を伴うイタリア企業によって調達された外貨は中央銀行でイタリアリラと交換しなければならなかった。この規制は、ECUを外貨としてみなすことが出来れば、EIBによって供与されるECU建貸付にも適用されなければならなかった。そして事実、ECUはイタリアによってこの時、公認されたのである。1982年にはベルギー、フランスが公認し、さらに1982年には西ドイツを除く、他の加盟国が公認した。それまでECUを一つの経済指標として、通貨と認めていなかった西ドイツも1987年6月、他の加盟国と同様、ECUを一つの外貨として公認した。

決済システムに支持され、外貨として公認されたECUはそれによって民間使用したがってECU債市場発展の促進因になった。このことによってECUが他の域内通貨に対してもつ優位性は、特にユーロ市場でのその様々な形態での使用を特定の通貨当局によるあらゆる規制から排除できるようになったことである。上述したように域内通貨建ユーロ債市場の中には、規制緩和下にもかかわらず、依然として当該通貨・金融当局による規制が依然として残存しており、その領域は起債調整および発行・引受市場における排他性であったが、ECU債市場の場合、これら起債調整(queueing system) や発行・引受業務の排他性はない。

民間ECUの発展の背景にある第二の要因はECUの価値の安定性である。それはECUが(1) 参加メンバー通貨の金利および為替相場を加重平均化したものになることおよび(2) ECUを構成する個々の通貨はEMSの「為替相場機構」(Exchange Rate Mechanism=ERM)に参加することによって相互の相場変動を狭い範囲に維持しているからである。これら二要因が相まって個々の共同体通貨に対する安定性が与えられる。ECUの安定性はECUのバスケットへのメンバー通貨の比重が増すにつれて増大する。この点では1990年、ポンドスタークリングがERMに加盟したことは、ポンド相場の変動幅が一定範囲に狭められたという意味で、ECUの安定性を高めることになった。

この他にも民間ECUの使用、したがってECU債市場の発展を、特に初期段階で促進したものに共同体諸機関による支援があった。代表的なものとしては先のEIBであって、同機関は単にユーロ債の発行を行なっただけではなく、貸出をすべてECU建てでおこなうことによって民間ECUの使用を促進することになる。そしてこれらEC関連機関のバック・アップ体制は「さまざまの「複合通貨」市場のなかでECU市場だけが生き残り、かつ発展を遂げる要因ともなった」¹¹⁾という評価が与えられている。

2. ECU債市場の発展と構造変化¹²⁾

1981年3月、イタリアの電信・電話会社SOFTによってECU建ユーロ債が発行されて以来、ECU

(11) 中川辰洋「欧洲資本市場の変貌と新展開—ECU債市場」『金融ジャーナル』1990年11月、59ページ。

債市場は3つの局面を経験した。すなわち、1984年までの発生期であり、起債額規模は年間20億～40億ECU程度で、一件当たり発行額も4000万ECU程度と小さく、機関は4～7年程度中長期物が主流を占めた。起債額が飛躍的に拡大したのは1985年であり、前年の36億ECUから一挙に95億ECUへと165%増大した。しかしその後の3年間は年間起債額は90億ECU程度と伸び悩みを示した。本格的な拡大期を迎えるのは1990年以降であり同年、起債額は160億ECUとなり、1991年は9月まで既に220億ECUが発行されている。それに従って国際債発行額に占めるECU債の構成比も1987年の4.2%から1991年（ただし5月まで）の18.5%と劇的に上昇し、ユーロドル債に次ぐ地位を占める位置を占めている（図2）。また新規起債額の増大は当然、発行残高を700億ECU（約840億ドル）と飛躍的に押し上げた（1991年5月末現在）。1990年以降のECU債発行市場が従来からのものと区別される特徴は、これまで相対的にシェアの低かった政府それも、イタリア、イギリスなどEC諸国政府による起債が急増し、しかも一件当たりの起債額が大規模したことである。新規にこれら政府によって発行された一件当たり起債額は5億ECUから21億ECUの範囲で平均10億ECU（12億ドル）にも達し、従来の企業等による一件当たり起債規模1億ECU程度を圧倒している（図3参照）。

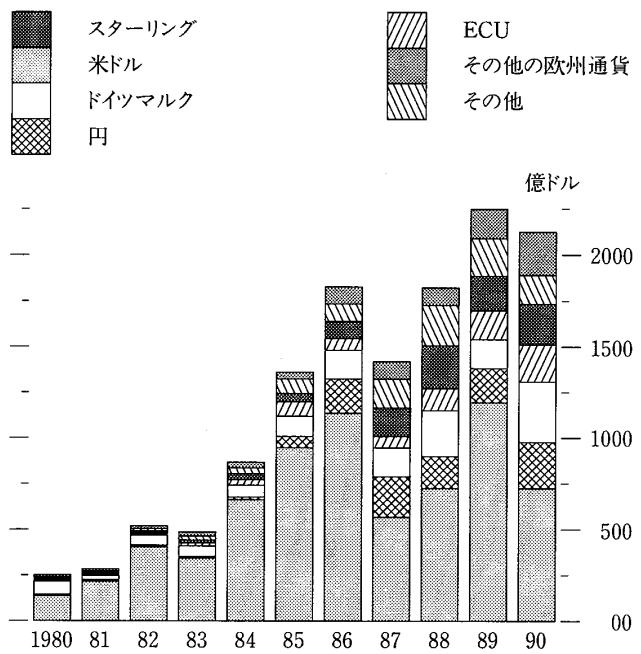
さらに、これら政府発行のECU債はことごとく長期化し償還期間が5年から20年の範囲となつた。伝統的なECU債の償還期間が2年～4年であったことからすれば、その変化はあきらかである。1990年以降のこれらECU建長期債の発行によって、ECU債残高の満期構成が大幅に変化し、および残存期間の均衡化が進んだ。

これらEC加盟国およびEC関連機関による大型、長期債の発行は伝統的な企業等による小口かつやや短期のECU債からすれば発行市場の決定的な転換を意味し、さらに流通市場および投資家層の構造変化をもたらすことになる。従来の企業などによる1件当たり起債規模が1億ECU程度でかつ期間2～4年程度のECU債はもっぱら伝統的な個人投資家をターゲットしたものである。ベルギーの歯医者（Belgian Dentist）といわれるこのタイプの投資家は償還期まで固定的に保有するのが通例で、投資目的はもっぱら金利（クーポン・レート）であって、流通市場での流動性は主要な関心ではない。したがって伝統的なこれらECU債市場へは、大量の資金を保有する機関投資家は参入を躊躇するのである。これに対してEC政府等による大型長期のECU債の発行は高い流動性によって、機関投資家の投資対象になり得、これら機関投資家は金利よりもリターン（金利+キャピタルゲイン）に投資目的をおくことから、必然的に流通市場での流動性が問題関心になっている。機関投資家の参入で市場の厚みを増したECU債市場がこれに応えるというかたちで、企業による小口ECU債の場合の流動性に関するいわば悪循環を断つたのである。

ECU債は取引所取引は限定的であってほとんど店頭市場で行われるが、ユーロ債の決済機構、ユーロクリア、セデルを通じて決済された取引高は1990年には前年の2倍になり、構成比でみて

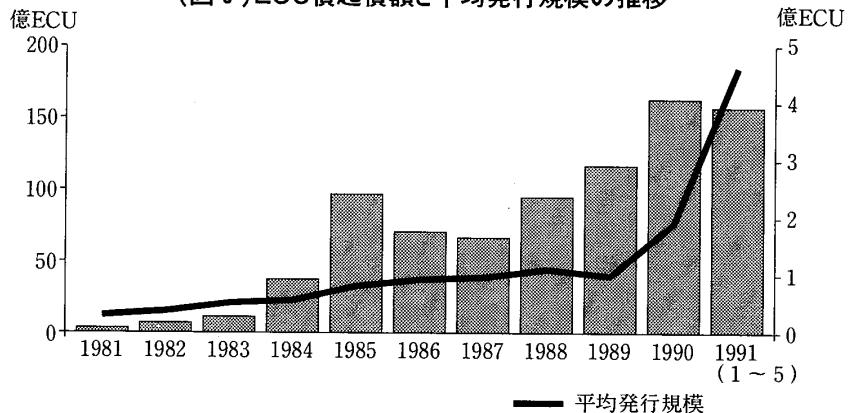
(12) 本節は主に "ECU Bonds," *Euromoney*, Jan. 1991, "ECU," *European Domestic Bond Markets*, ed. by *Euromoney*, July, 1991, 勝悦子「ECU債市場の現状と展望」『東京銀行月報』1991年7月に拠る。

(図2)ユーロ債起債額の推移と通貨別構成(1980~1990)



(出所) Bank of England Quarterly Bulletin, Nov. 1991. P.522.

(図3)ECU債起債額と平均発行規模の推移



(出所) Euromoney, April 1991.

も1990年第1四半期には16.6%とドイツマルク債を抜いて2位となった。同じく1988年同期5.5%から3倍化している(表2)。さらにマーケット・メーカーの呈示する買い呼び値と売り呼び値との値差(ディーリング・スプレッド)によって流通市場の流動性の推移をみると(図4), 発行額が最初に劇的に増大した1985年頃、従来からユーロ・ドル債の標準的なディーリング・スプレッド0.5%付近に寄せられ、その後、ほぼこの水準で推移した後、1990年半ば以降から再びその水準を下げ0.25%となり、1990年以降の売買高の増大が流動性の上昇に寄与していることを裏付けている。さらに注目すべきことは、上の図を作成したデータでは発行主体別の継続性は考慮されておらず、したがって政府、民間企業債などの区別は行われていないが、発行規模別、取引単位別に

(表2) ユーロ債取引高通貨別構成比 (%)

	米ドル	ドイツマルク	円	ポンドスタークリング	ECU	その他通貨
1986年	71.7	6.0	6.0	5.7	5.1	5.1
1987年	54.6	13.2	9.7	7.9	5.2	9.4
1988年	44.3	15.3	7.2	8.9	5.8	18.5
1989年	45.4	14.4	4.7	8.0	7.4	20.1
90年第1四半期	35.5	19.0	6.0	6.2	9.7	23.5
90年第2四半期	39.6	13.6	5.2	5.6	11.5	24.4
90年第3四半期	39.6	12.5	4.8	6.4	13.6	23.1
90年第4四半期	37.0	12.4	6.5	7.5	11.0	25.6
91年第1四半期	30.8	14.9	6.1	5.3	16.6	26.3

(出所) (図3) に同じ。

ディーリング・スプレッドをみるとその間には較差がみられ、しかも10億ドル以上の発行規模の指標銘柄のそれは0.1%となっている(表3)。同指標銘柄の取引単位は2000万ECUと他のECU債よりも取引単位が大きく、このことは機関投資家の取引対象に適合的であり、市場の厚みを示している。また0.1%というディーリング・スプレットの低さは多くのヨーロッパ政府債市場のそれに匹敵するか、それよりも小さくなっている。¹³⁾

このことの意味については後述するとして1980年代末以降、EC諸国政府、特に相対的に高インフレ、高金利、弱い通貨のラテン系諸国政府およびイギリス政府によるECU債「内国債」市場について触れなければならない。

一般的にECU「内国債」市場に云っても、ECU自体が本来的な意味でのユーロ・カレンシーであり、ECUを法質(legal tender)としての規定を与えていたEC諸国は存在しないことから、従って厳密な意味での、ECU内国債は存在しない。ECU建ユーロ債とECU建内国債の相違は前者が国際的なシンジケート団によってその発行が引き受けられ、国際的に売捌かれるのに対して、後者はもっぱら国内の業者によって引受けられ、もっぱら国内の投資家をマーケットに売捌かれるのである。

最も早くからECU建国債を発行しているのはイタリアであって、1982年から満期4~8年程度の中期債であるECU建財務省証書(CTE: Certificati del Tesoro in Ecu)が発行され、1990年末現

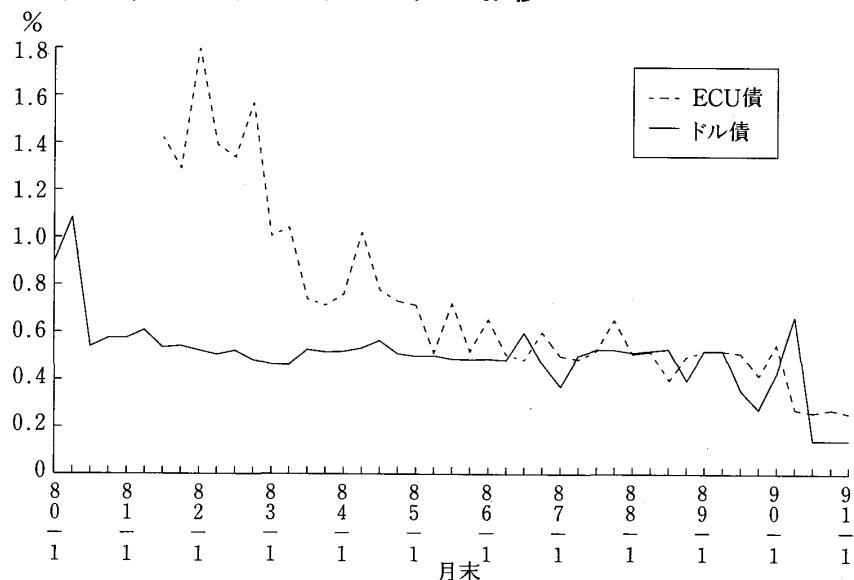
(13) ヨーロッパにおける政府債市場の中で最も流動性の高いイギリス国債=ギルト・エッジ市場の売買スプレッドはビッグ・バン(1987年10月)以前には0.125~0.25%であったが、ビッグ・バン後は競争激化の結果、最も頻繁に取引される銘柄では0.0625%に低下した。W. A. トーマス『イギリスの証券市場』(飯田隆他訳、東洋経済新報社、1991年)142ページ。

(表3) ECU債の売買スプレッドと取引単位(100万ECU)

超大型指標銘柄 (10億ECU以上)	0.1%	20
高流動性銘柄 (5億ECU以上)	0.25%	10-15
中位流動性銘柄 (300万ECU以上)	0.375%	5
低位流動性銘柄	0.5%	5

(出所) (図3)に同じ。

(図4) ECU債の売買スプレッドの推移



(注) ECU債のうち82年10月まではECA建ユーロ債

(出所) AIBD 発表に基づく *Financial Time* 各号より作成。

在248億ECUである。1987年10月以降、ECU建TB (BTE : Buoni del Tesoro in Ecu) が発行され始め1990年現在の残高は47億ECUである。CTEとBTE合わせて、イタリア財務省証券残高の4.6%を占めている。

ECU建内国債市場の発展にとって最も重要視されているのはフランス財務省によって発行されたECU建トランシュ発行国債 (OAT : Obligation assimilable du Trésor) である。ECU建てOATは1989年5月に最初に発行され、OATは「内国債」であるが投資家は国際化している。OAT債とはクーポン・レート、利払い日、償還日を同一条件にして銘柄発行する特約付き国債である。¹⁴⁾ 同一銘柄ごとのロットが大きく、流通性を高めるものであって、特にECU債の流通市場拡大に寄与し、ECU債の指標銘柄の地位を占めようとしている。また1990年10月にはMATIF (Marché à Terme d'International France : フランス国際先物市場) でECU建てフランス国債が上場され

た。

イギリスでは1988年10月ECU建TBが発行された。ECU建TBの入札においても、ビック・バン後、国債市場に導入されたマーケット・メーカー制の整備が企図され、イングランド銀行は1989年3月にECU建TBによる公開市場操作も開始した。ECU建TBの発行残高は36億ECUとなっている。またイギリスのLIFFE (London International Financial Futures Exchange: ロンドン国際金融先物市場) にも1991年3月8日ECU建てギルト債の先物が上場された。

スペイン政府は1990年5月中旬のECU建国債 (Bonos del Estado) をはじめて発行したが、1991年3月にも総額10億ドルの大型債券が発行された。いずれも国際的なシンジケートによって補完され、そのことによって、非居住者による保有は多く、またユーロクリア、セデルによっても決済可能である。

以上のように1990年代に入り、ECU債市場はEC各政府EC関連機関による大型、長期の EURO ECU債発行およびEC各政府によるECU建て内国債発行によって大きく構造変化を遂げようとしている。すなわちECU債市場はEC政府の国債ないし疑似国債市場として、一・二の例外はあるものの、きわめて流動性の高い (ディーリング・スプレッドの低下を見よ)，しかも国際的な機関投資家に支えられた市場に変貌を遂げようとしている。

4. ECU債市場の構造変化の意義

EC資本市場統合という視点からみると、当初、ユーロ債市場、しかもドル建市場=ユーロ・ドル債市場による統合が先行し、1980年代中以降はEC域内通貨建ユーロ債市場によるものへと変化が認められた。このような流れの中でECU債市場の急浮上は、発行表示通貨としてのECUが、EC「共通通貨」として、各国の国民的通貨としての性格を脱皮しているというだけではなく、国債市場として再編されることによってユーロ債市場の最大の弱点であった流動性問題を克服しようとする点で「ユーロ的」性格をも脱皮しようともしているのである。この点を最後にみよう。

1986年末以降の変動利付き債市場の破綻に端を発したユーロ債市場に固有の流動性問題とは次のような事態である。すなわち、既にユーロ債投資、取引の主要な扱い手となった機関投資家は同時に国際証券投資の主要な扱い手でもある。これら機関投資家に取ってはユーロ債投資は国際分散投資の一環として、しかし単なる一分岐としての位置しか与えられていないことである。主要各国の国債を中心とした債券流通市場の拡大、整備され、しかも国際的資本取引の一層の自由化によって同市場へのアクセスが容易化したもとでは、国際分散投資を進める機関投資家はユーロ債市場の流動性をこれら主要各国の国際市場のそれと対比しながら尺度し、評価しようとする。

機関投資家による国際分散投資に際して、ユーロ債市場と各国国債市場の分断から統合への転

(14) 中川辰洋『フランス国債市場の変貌と金融革新』資本市場研究所、1989年、62ページ。

換にとって画期となったのは1984年7月アメリカ政府によって導入された居住者の発行するすべての債券について非居住者への支払い利子に対する源泉税を撤廃する措置であった。アメリカの利子源泉税撤廃措置は直ちに西ドイツ、フランスに波及することになるが、これに依って各国国債市場と各通貨建てユーロ債市場との統合化は一層すすむことになる。換言すればユーロ債流通市場はアメリカおよび主要ヨーロッパ国債市場との市場間競争に入ったことになる。こうした下では伝統的なユーロ債の流動性の低さが主要国債市場との関連で浮上するのであり、その一つの表現が投資家に取って取引コストを意味するユーロ債のディーリング・スプレッドの下方硬直性である。¹⁵⁾

ECU債市場が1990年以降、ヨーロッパ国債市場として再編されることによって以上のユーロ債市場のもつ限界を突破しようとしているといってよい。ECU債市場の拡大はユーロ債の市場によるEC資本市場統合を越える可能性をもっているといえる。

(15) ローマックスもユーロ債市場と各国国債市場との一般的な相違点は流動性のちがいだと指摘している。「多くの国民市場では、当該国内債券市場に介入して価格の安定性したがって流動性を維持する金融当局によって流動性が保証されている。このことは特に主要市場にあてはまる。しかし、ユーロ市場では最後の貸し手(lender of last resort)すなわち市場の変動を安定させる買い手が存在しない。したがって一般的には、ユーロ債市場全体としては国民市場よりも流動性が低いし市場価格の下落が期待されるさいには、より浮動的になり投資家は投資をより躊躇する。…とはいえ、しかしこの問題はECU建てユーロ債市場では、他の通貨建てユーロ債市場ほど深刻ではない。」(D. F. Lomax, "The ECU as an Investment Currency, "The ECU and European Monetary Integration, ed. by P. D. Grauwe et al., p. 131.)