

新通貨ユーロ導入とヨーロッパ資本市場 — 民間債市場を中心に —

入 江 恭 平

キーワード：ユーロ債、域内化、ハンドブリーフ、投資シフト

はじめに — 問題の設定

1999年1月、共通通貨ユーロの導入によって発足したユーロ圏は2000年1月、ギリシアの参加によって構成国は12ヶ国に拡大し、さらに2002年年初のユーロの現金化導入によって文字通り単一通貨圏として新たな局目を迎えた。ユーロ導入から3年を閲して、新通貨ユーロ誕生が金融・資本市場へ及ぼしているインパクトに関して多くの報告がなされつつある。本稿もそれらの報告に学びつつ、一定の視角からユーロ導入とヨーロッパ資本市場の現状を整理してみようと思う。

共通単一通貨ユーロの導入は言うまでもなく通貨統合を意味するが、このようなEU域内での通貨統合は1980年代半以来のEU（当時はEC）の市場統合、なかでも金融市場統合＝共同金融市場創設計画の一環として、しかも不可欠な環として推進されたのである。後者の計画は、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設立の自由化、3）共通金融政策＝域内通貨制度の確立という3つの契機から構成されていた。言うまでもなく通貨統合は3）の契機の延長線上に位置付けられる。

この3つの契機は相互に前提しあい、相互に促進しあいながら、総体として市場統合を推進するといっていよいが、本稿では、新通貨ユーロの導入が資本市場のどの分野の発展に最もインパクトを与え、それがどのような形態の資本市場統合の中で進行しているのかを最初に概観し、次に域内化として進行している資本市場統合が決して「域内化」を意味しないことを国際債発行市場における引受け競争を検討することによって指摘する。さらに民間債市場の各分野すなわち、事業債市場、金融債＝ハンドブリーフ市場をその発展の要因を中心に分析し、ヨーロッパ金融システムのいわゆる銀行型から市場型への移行問題に対して手がかりを得たい。最後にヨーロッパ資本市場統合が域内化として進行している様相を需要サイドから二つの投資シフトとして指摘する。

I. ユーロ債券市場⁽¹⁾の諸相

ユーロ導入がユーロ債券市場へ与えたインパクトをいくつかの統計によって確認しておこう。ユーロ債券市場に関する公的統計にはECB（ヨーロッパ中央銀行）とBIS（国際決済銀行）および欧州委員会（European Commission）によるものの3つがあり、それぞれカバレッジが異なるが、ここではECBとBISの統計によって検討してみよう。

図1はユーロ圏居住者によって発行されたユーロ債券発行総額（全償還期間）の推移である。一見して明らかのように、新通貨ユーロが導入された1999年を境に債券発行額は非連続的に増加し、しかも公共債が横ばいないし減少で推移しているのに対して、民間債の増加が著しく、その内訳は銀行部門（monetary financial institutions）、企業部門、非銀行金融機関によるものであり、いずれの部門とも債券発行を増加させている。

図2は民間部門による国際債⁽²⁾発行の内訳と推移をみたものである。ここでも、民間部門によるユーロ債発行が1999年を境に非連続的に増加していることが確認できる。ここでは、特に図1ではカバーされていなかった非ユーロ圏居住者によるユーロ債発行も1999年を境にして非連続的に増加していることが確認できる（図2-(2)）。

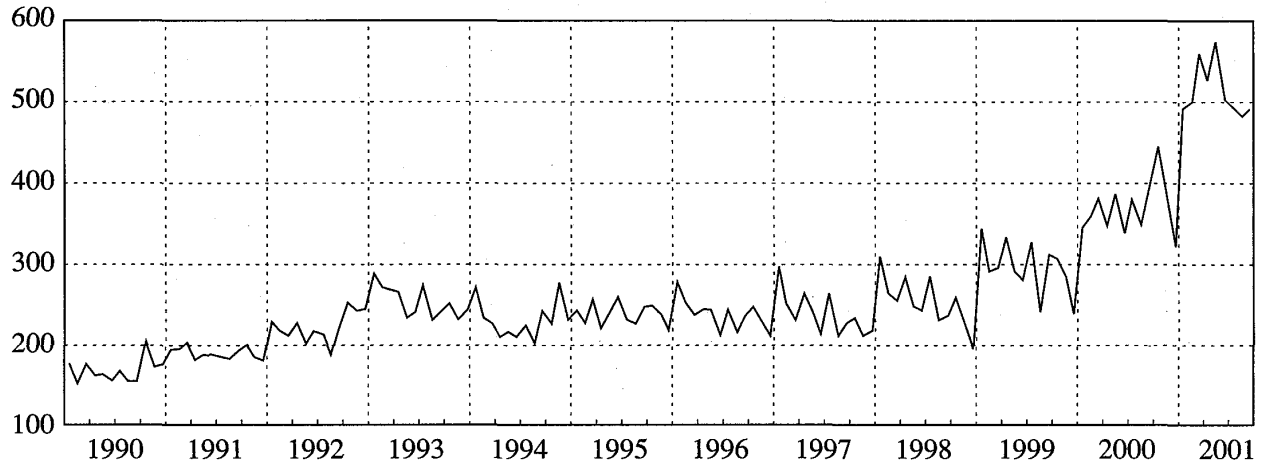
以上、要するにユーロ導入のユーロ債券発行市場へのインパクトは、ユーロ圏内外の民間部門による発行に対して最も顕著である。

部門別の分析に立ち入る前に、資本市場統合という視点から2つの傾向を指摘しておきたい。ユーロ圏起債者にとってのユーロ債券市場の位置付け関連して、EC（当時）各国の起債者が国際債市場を利用する場合、どの程度域内通貨建て債券に依存しているかを分析したことがある⁽³⁾。そこでは、ヨーロッパの起債者は1980年代半以降、域内通貨建て国際債の割合を上昇させ、反対に域外通貨なかでも米ドル建て債の比重を下げつつあることを指摘した。図3はほぼ同様な基準によってユーロ圏起債者の国際債発行を1994年第1四半期以降についてみたものである。1980年代前半までと較べると、ユーロ参加国通貨建て債への依存を上昇させているとはいえ、ユーロ導入までは、ユーロ圏外通貨（特に米ドル）建て債市場への依存は最低でも40%を上回り、時には60%を上回ることもあったが、99年にはユーロ債の急増、その他通貨建て債の微増のなかで前者の構成比は70%を上回った。さらに指摘すべきは、ユーロ圏起債者にとって、ユーロ圏内通貨建てであっても、そのうちの40%~70%は起債者が為替リスクを負う「外貨」建て発行に依存していたことである。この部分はいうまでもなく、新通貨ユーロ導入によってユーロ債に包摂された部分である。

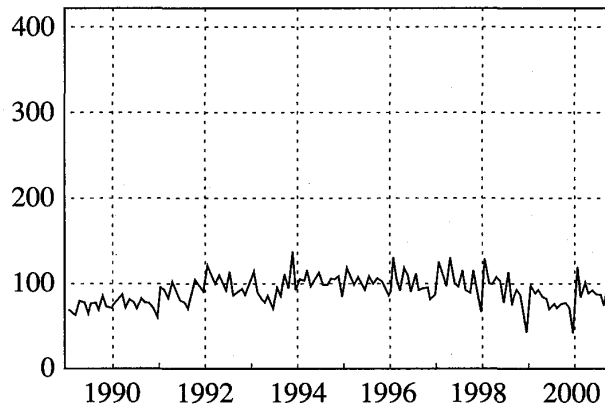
一方、図4はユーロ国際債の起債者の内訳をユーロ圏居住者と同非居住者とに区分してその推移をみたものである。非居住者によるユーロ債の増勢にもかかわらず、上述したように居住者による発行がそれ以上に増加していることから、後者の割合が最低でも50%を占め、多いときには、

図1 ユーロ圏居住者によるユーロ債券発行総額の推移
(10億ユーロ、月次ベース、額面価額ベース)

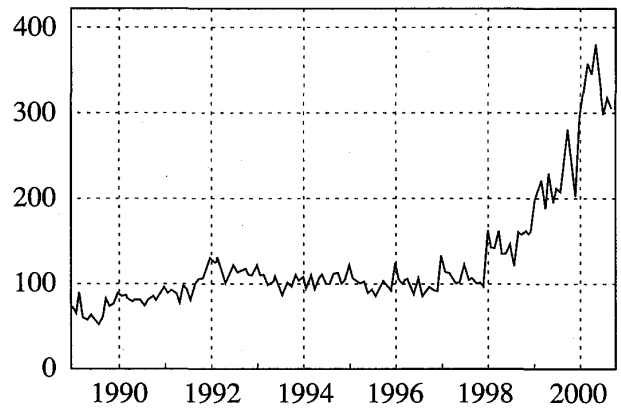
(1) 全部門



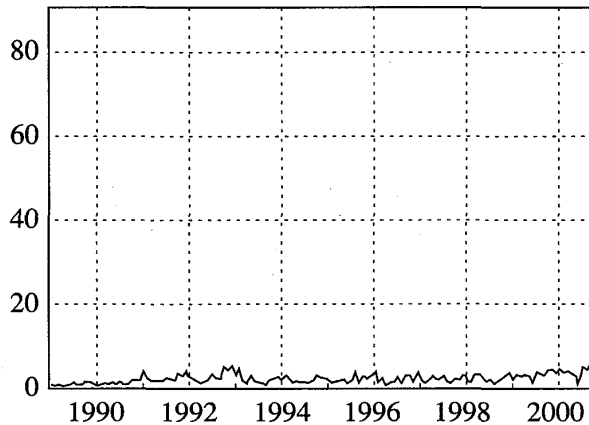
(2) 公的部門
(2)-1 中央政府



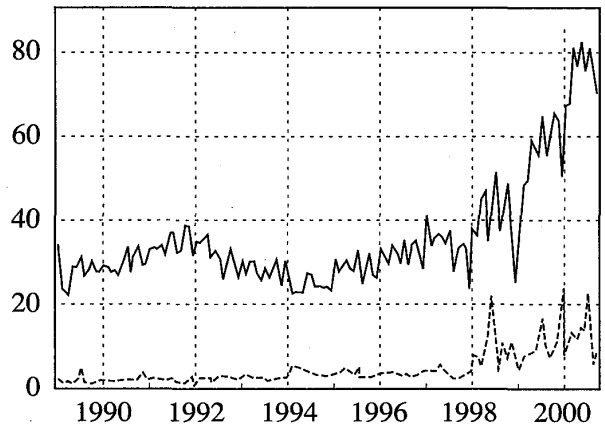
(3) 民間部門
(3)-1 銀行



(2)-2 その他 政府部門

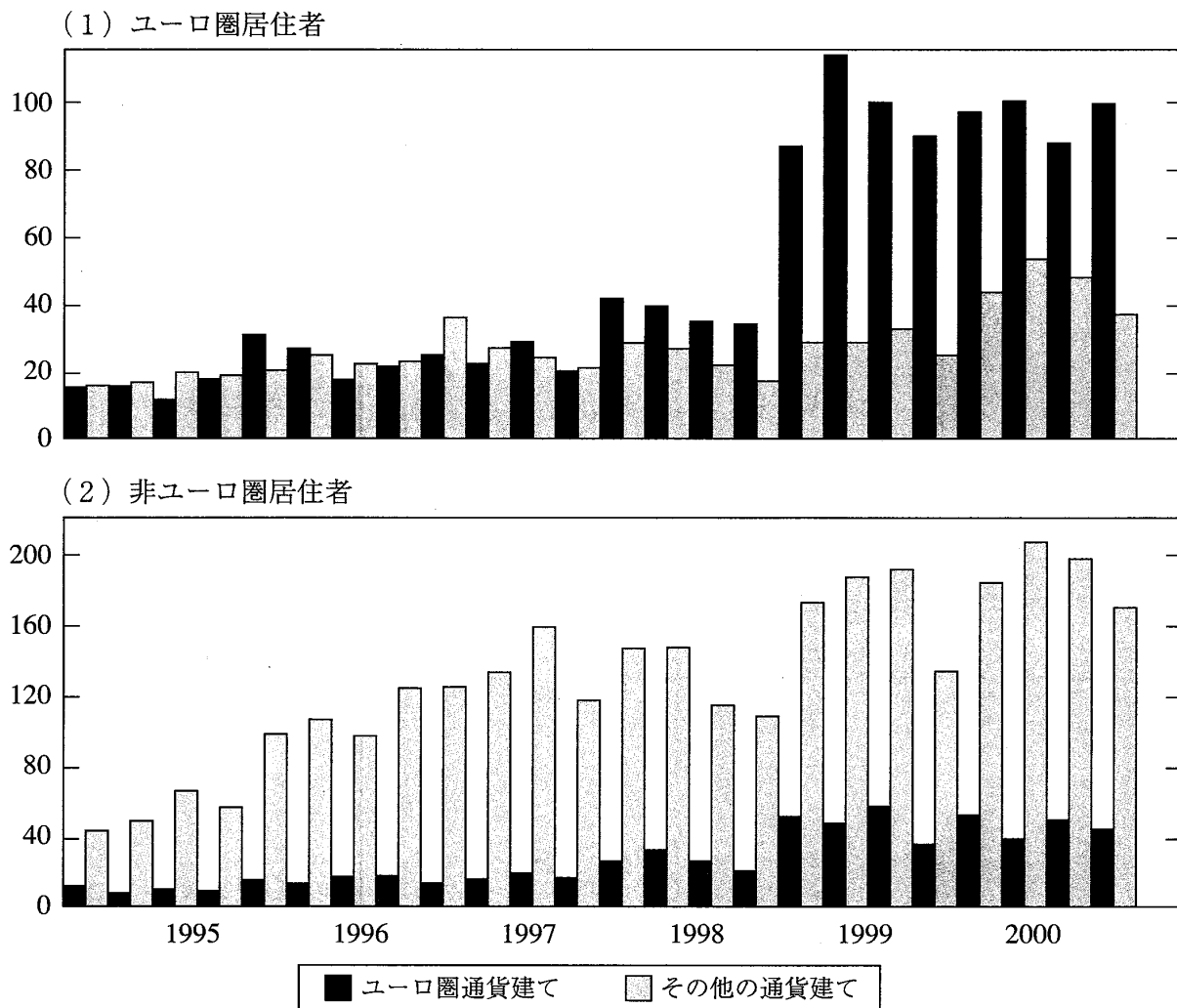


(3)-2 非金融企業 (実線)
非銀行金融機関 (点線)



(出所) ECB.

図2 民間部門による国際債（公表ベース）の内訳（10億ドル）



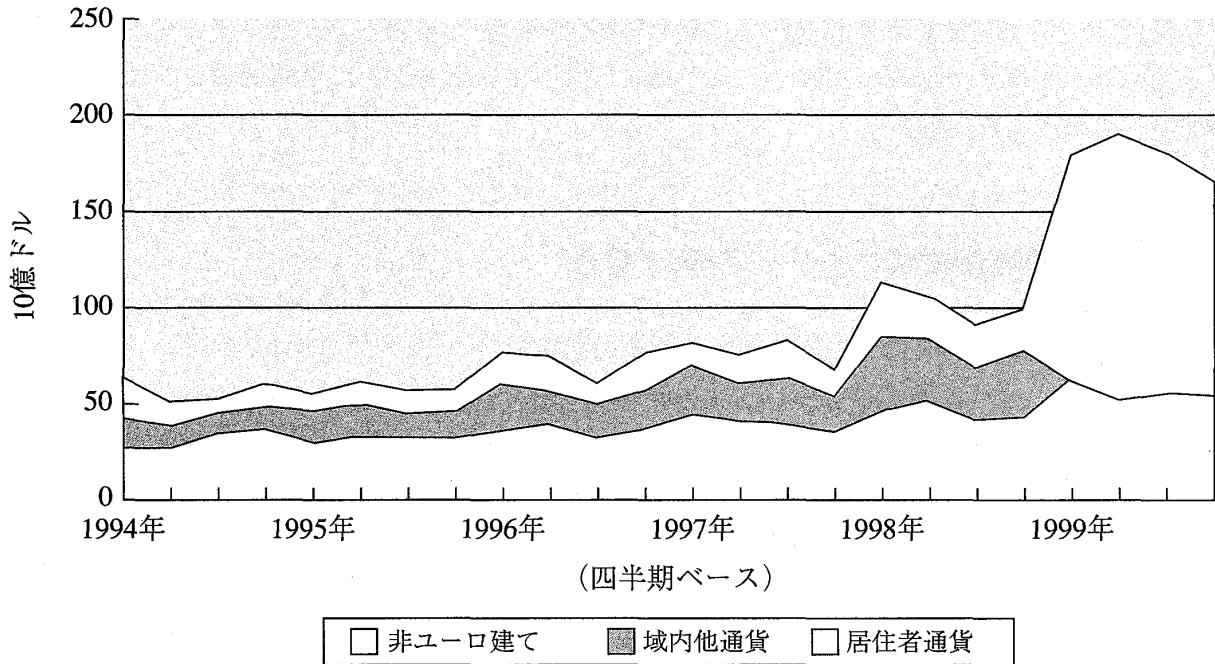
(原典) Bank of England; Capital DATA; Euroclear; International Securities Market Association; Thomson Financial Securities Data; BIS.

(出所) BIS Working Papers No.100, p.6

70%以上に達している。増大するユーロ国際債市場はユーロ圏内居住者の起債に大きく依存している。

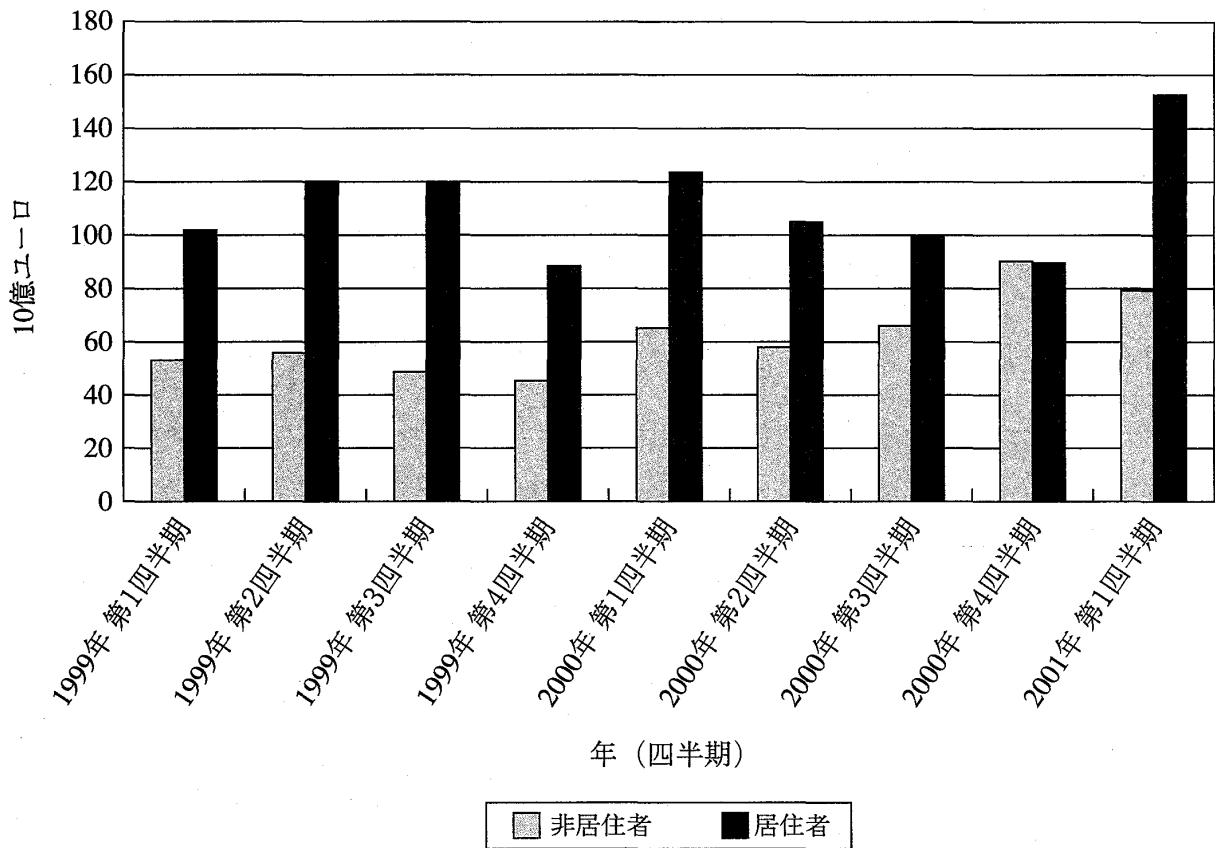
以上のように、ユーロ圏起債者にとってのユーロ国際債への高依存率、およびユーロ国際債市場にとってのユーロ圏起債者への高依存率はユーロ債券市場が二重の意味で「域内化」していることを意味する。以上を歴史的にみれば、80年代半以降、資本市場統合が新通貨ユーロの導入＝通貨統合によって加速され、一つの到達点に達したことである。さらに60年代にまで遡れば、当初はドル建て外債市場、ドル建てユーロ債市場へ大きく依存していたものから域内通貨建てユーロ債への依存を経由してユーロ国際債市場への依存という形でヨーロッパ資本市場が統合されたこと意味する⁽⁴⁾。

図3 ユーロ圏居住者の国際債通貨別内訳



(出所) Hartmann, P. et al. (2000)より作成。

図4 ユーロ建て国際債起債者別内訳



(出所) ECB、BIS資料より作成。

しかしここでの「域内化」は「城砦化」や「アウトルキー化」を意味しない。既に80年央～90年代初めにかけての市場統合の過程で、資本移動の自由化、金融サービスの提供および金融サービス業設立の自由化を前提しており、この点から資本市場統合は新たな競争を生みだしているのである。この点を次にみよう。

II. ユーロ国際債市場における引受け競争

ユーロ導入による民間資本市場の統合形態を国際債発行にさいしての引受け市場の競争という点からみよう。ユーロ導入以前にはユーロ先行通貨建て国際債の引受け主幹事選択に関しては、発行者との顧客関係よりも債券発行使表示通貨要因が強く作用していた⁽⁵⁾。ドイツ、フランス、オランダ等の引受け業者は母国の発行者とその他国籍の発行者との間で同じようなシェアを占めたのに対して、母国通貨とその他通貨建て債券との間では大きな違いが認められた(表1)。為替リ

表1 国際債引受け主幹事選択における表示通貨と顧客関係 (1996年、%)

ドイツの主幹事				フランスの主幹事			
起債者	通貨		合計	起債者	通貨		合計
	マルク	その他			フラン	その他	
ドイツ	44	16	24	フランス	86	10	25
その他	37	2	5	その他	75	2	5
合計	39	4	8	合計	77	2	6
イギリスの主幹事				オランダの主幹事			
起債者	通貨		合計	起債者	通貨		合計
	ポンド	その他			ギルダー	その他	
イギリス	40	21	31	オランダ	83	26	48
その他	48	3	5	その他	85	2	3
合計	44	4	7	合計	84	2	5
アメリカの主幹事				日本の主幹事			
起債者	通貨		合計	起債者	通貨		合計
	ドル	その他			円	その他	
アメリカ	86	46	76	日本	75	46	59
その他	54	13	28	その他	87	6	14
合計	64	16	37	合計	84	8	17

(注) 各欄は、各表示通貨建て国際債発行における各国籍別起債者発行債額の引受け主幹事のシェア。例えば、上段左側の欄の44%はマルク建て発行でかつドイツ国籍起債者発行国際債の44%をドイツの引受け業者が主幹事となったことを意味する。通貨別の発行額は以下の通り、DM建て=810億ドル、FF建て=370億ドル、ポンド建て=540億ドル、ギルダー建て=220億ドル、ドル建て=3,190億ドル、円建て=910億ドル、合計7,250億ドル。

(原出所) Euromoney Bondware and BIS.

(出所) McCauley, R. N. (1999) p.16

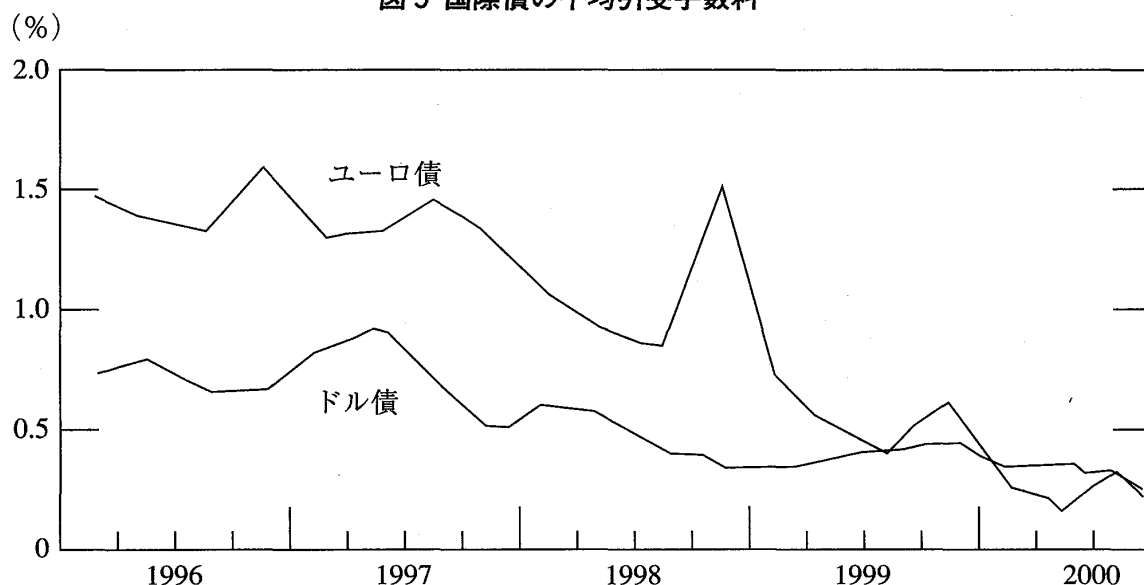
スクの存在、ヨーロッパの機関投資家の通貨マッチング原則（後述）によって債券市場は国民的に分断されていた。資金調達者は特定の通貨建て市場での起債を余儀なくされた。またこのような市場の分断は、外国業者の参入障壁を高くしており、一方、母国の金利動向などに対する情報の入手能力や母国の最終投資家への売り捌き能力に特化する引受け業者には有利に作用したと思われる。ヨーロッパ通貨建て債券の引受け手数料は米ドル債部門の約2倍であった（図5）。

ユーロ導入は域内通貨建て債券に対する投資制限をはずし、投資ベースを拡大した。ユーロ債起債者は同債券をユーロ圏内へクロス・ボーダーで販売することが可能になった。内外の引受け業者にとってはユーロ圏のマーケティングや調査のためのサンクコスト（回収不能の固定費）が低下し、引受け市場のコンテスタビリティは上昇する。参入障壁の低下や民間債市場のブームによってアメリカの大手投資銀行がプレゼンスを増し、海外からの競争は激化した。

ユーロ導入後、ユーロ通貨建て債券の発行者は同一国籍の引受け業者を選ぶ割合が上昇し（97年～98年、30.3%→99年～00年、37.5%）、反対に同一通貨圏＝ユーロ圏の引受け業者を選ぶ割合が減少している（97年～98年、58.5%→99年～00年、50.6%）。特にこの傾向はアメリカの借り手に関して最も顕著であって、次第にユーロ債の引受けをアメリカの投資銀行に依存する比率を上昇させている。ユーロ導入以来、ヨーロッパの銀行によるユーロ債の引受・主幹事シェアは33%から22.6%に下落したのに対して、米銀の同シェアは41.8%から54.7%に上昇している⁽⁶⁾。

引受け手数料も、大幅に低下して米ドル債部門並みの水準にまで低下した。ユーロ国際債の平均引受け手数料は1997年から2000年の間に150ベース・ポイントから25ベース・ポイントに下落した（図5参照）。

図5 国際債の平均引受手数料



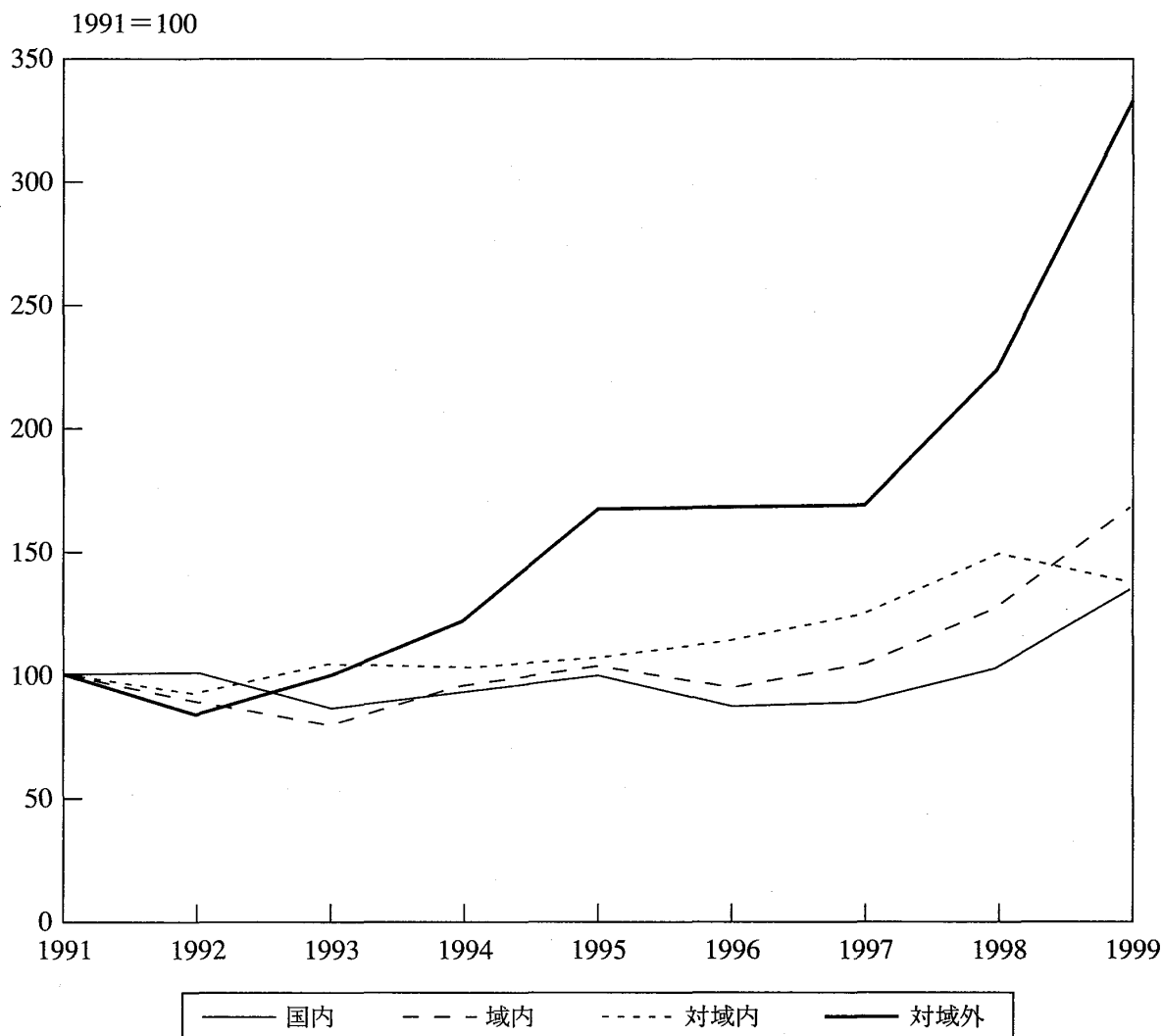
(注) 額面額に対する割合
 (原出所) Capital DATA: BIS
 (出所) Galati, G., et al. (2001) p.14

Ⅲ. 民間債市場

(1) 事業債

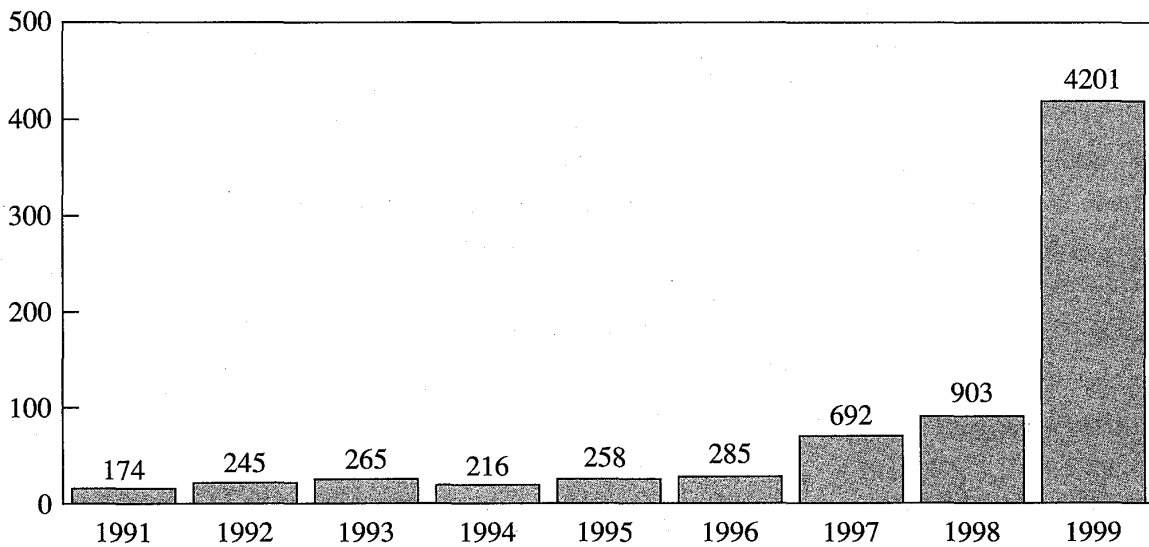
民間債、特に事業債の発行増大の背景には、ユーロ圏ないしEU域内企業の産業再編成・再構築＝リストラクチャリングが指摘されている。産業再編の指標とされる合併・買収（M&A）の件数、金額はともに97年以降、再拡大の様相を見せ、それ自体、ユーロ導入との因果関係が示唆されるが、ここでは、90年代以降のEU企業のM&Aの動きを少しみてみよう。図6はM&Aを国内、域内、対域外、対域内の4タイプに区分してその推移をみたものだが、97年以降、対域外M&Aの増大が最も顕著で、次に域内M&Aが続いている。しかもM&Aが大型化し、買収金額は、98年以降急拡大している（図7）⁽⁷⁾。

図6 EU域内企業の関係するM&A（合併・買収）の推移



(出所) *European Economy*, No.5/6-2000, p.8

図7 域内のM & Aの平均取引額（億ユーロ）



（出所）図6に同じ、p.11。

90年代後半の産業再編の主流は広義のサービス部門が中心である。80年代半からの単一市場計画を背景として、製造業の産業再編成が90年までにほぼ完了しているのに対して、銀行、保険、金融、運輸などのサービス部門の単一市場計画に関連する再編は90年代後半まで実行を持ち越されていた。さらに独占的な国営企業によって営まれていた電気通信業、エネルギー、電力、ネットワーク産業は民営化されたこと、およびその他のサービス部門のリストラクチャリングが90年代後半に集中したことが、M & A活動拡大の背景である。表2はEU企業が関係した大型のM & Aである。例えば、99年夏、オリベティがテレコム・イタリアを買収した際には、買収資金として50億ユーロがユーロ債によって調達され、予約していたシンジケート・ローンに解約できたといわれる⁽⁸⁾。通常はシンジケート・ローンはブリッジローンとして調達され、債券発行の手取金は返済資金として使用される。またレバレッジ・バイアウトの場合にはハイ・イールド・ボンド（高利回り債）が利用される⁽⁹⁾。

このようにユーロ圏ないしEU域内企業の買収資金調達としてユーロ債市場が利用されるわけだが、それは相乗的に作用したのであって、ユーロ債市場の発展が域内の産業再編成を可能にした側面も見逃すことはできない。

このようなユーロ事業債の増大に対しては、これまでは銀行借入に依存していたヨーロッパ企業が、今後、債券による資金調達に依存することになるのか、つまり銀行依存型から市場型金融、言い換えれば、アメリカ型金融システムへの移行が焦点となっている⁽¹⁰⁾。

しかしこれに関する集計的な資料はようやく整理され始めたばかりである。表3は1997年から99年にかけてのユーロ圏非金融企業の外部資金調達をフロー・（ネット）ベースでみたものである。まずこの3年間の外部資金調達の増加は顕著であり、企業の投資活動の活発さを反映してい

表2 EU域内企業が関係した大型M & A (10億ユーロ)

被買収企業	買収企業	分野	買収金額
1 Mannesmann AG (ドイツ)	Vodafone AirTouch PLC (イギリス)	電信	204.79
2 AirTouch Communications (アメリカ)	Vodafone Group PLC (イギリス)	電信	53.11
3 EIF Aquitaine (フランス)	Total Fina SA (フランス)	石油	51.68
4 National Westminster Bank PLC(イギリス)	Royal Bank of Scotland Group(イギリス)	銀行	39.46
5 Telecom Italia SpA (イタリア)	Ing C Olivetti & Co SpA (イタリア)	電信	31.52
6 Orange PLC (イギリス)	Mannesmann AG (ドイツ)	電信	30.24
7 ARCO (アメリカ)	BP Amoco PLC (イギリス)	石油	25.34
8 Hoechst AG (ドイツ)	Rhone-Poulenc SA (フランス)	化学	20.55
9 Ente Nazionale per l'Energia(イタリア)	投資家	電機	17.80
10 Promodes (フランス)	Carrefour SA (フランス)	小売	15.12
11 One 2 One (イギリス)	Deutsche Telekom AG (ドイツ)	電信	12.60
12 VIAG AG (ドイツ)	VEBA AG (ドイツ)	電機	12.59
13 YPF SA (アルゼンチン)	Repsol SA (スペイン)	石油	12.40
14 Banca Commerciale Italiana SpA(イタリア)	Banca Intesa SpA (イタリア)	銀行	12.36
15 CWC Communications (イギリス)	NTL Inc (アメリカ)	電信	12.19

(出所) European Commission (2000) p.22

表3 ユーロ圏およびアメリカ、日本企業の外部資金調達

単位：10億ユーロ

	ユーロ圏			アメリカ	日本
	1997	1998	1999	1999	1999
負債	339.3	489.2	625.0	767.0	-117.8
借入れ	145.0	230.2	329.3	149.7	-113.1
企業間信用および前受け金	58.8	63.6	68.6	165.7	-48.3
債券(株式以外の証券)	12.1	18.1	37.3	255.3	-11.1
株式等	95.5	173.9	147.2	96.5	61.7
内訳：上場株式	62.2	85.8	89.3	—	—
その他負債	27.9	3.4	42.7	99.8	-6.9

(注) 非連結ベース。ネットベース。マイナスは返済超。

(出所) ECB *Monthly Bulletin*, Feb. 2001, p.44

る。外部資金の内訳では、増資よりも負債の増加率が高い。ストック統計では株価の上昇を反映して、負債比率は低く現れているが、全体としてはユーロ圏企業のレバレッジは上昇していると考えてよい⁽¹¹⁾。次に負債の内訳であるが、表4と表5はそれぞれ銀行借入と債券発行をやや詳しくみたものである。銀行借入の増加率は98年、99年にそれぞれ7%、8%と高水準だったのに対

表4 ユーロ圏非金融企業への銀行貸出

	貸出残高				年増加率			
	合計	1年未満	1年から 5年	5年以上	合計	1年未満	1年から 5年	5年以上
	10億ユーロ	%	%	%				
1997年12月	2135.1	35.8	14.5	57.4	—	—	—	—
1998年12月	2286.8	35.6	13.8	57.6	7.6	6.6	2.4	9.9
1999年12月	2419.1	35.4	15.4	57.4	7.8	7.0	11.2	7.4
2000年9月	2628.6	35.9	16.1	56.5	12.3	14.3	16.3	9.6

(注) 増加率はフローベースによって計算。貸出期間は当初の償還期限。
 (出所) ECB *Monthly Bulletin*, Feb. 2001, p.44

表5 ユーロ圏非金融企業発行債券の内訳

	発行残高			年増加率		
	合計	1年以下	1年超	合計	1年以下	1年超
	10億ユーロ	%	%			
1994年	275.4	19.4	80.6	3.6	-11.2	7.9
1995年	284.6	17.2	82.8	3.4	-8.4	6.3
1996年	285.9	18.6	81.4	0.5	8.7	-1.2
1997年	289.7	19.7	80.3	1.3	7.5	-0.1
1998年	297.1	20.5	79.5	2.6	6.6	1.6
1999年	331.8	22.1	77.9	11.6	20.5	9.4
2000年9月	401.9	24.0	73.4	16.9	25.7	14.3

(注) 増加データはストック・データに基づいて計算。期間は当初の償還期間。
 (出所) ECB *Monthly Bulletin*, Feb. 2001, p.45

して、2000年（9月まで）にはさらに加速し12.3%にまで上昇している。銀行借入の増加要因としては、ユーロ導入に至るユーロ圏内金利の低位収斂化、M&Aに伴う合併金融、さらに特殊な事情としては電信電話会社による第3世代移動電話ライセンスの買取りのための資金調達である。一方、ユーロ圏非金融企業による債券発行は銀行借入にやや遅れて、99年から増加率を上昇させ（11.6%）、さらに2000年にはそれを16.9%に加速させている。すなわち、99年から2000年にかけては企業金融において銀行借入も債券発行もどちらも増加率が高いのである。しかも債券発行の増加要因とされる企業再編成や第3世代移動電話ライセンスの買取り資金のための資金調達は銀行借入れ拡大の増加要因とも重なるのである。しかし、一般的にいて両者は完全に排他的なものではなく、たとえば、M&Aに関連した資金調達では、当初、シンジケート・ローンなどの銀行借入が先行し、後に債券発行による手取金はローンの返済資金として使用される場合など、両者は

相互補完的な機能を果たすと考えることができる。その際には銀行借入は「ブリッジ・ローン」＝つなぎ金融として利用されるわけだが、当初のシンジケート・ローンの供与自体も「企業の債券が高い信用格付けを与えられことを銀行が確信できる場合にのみ、実行可能」⁽¹²⁾ という関係にある。もちろんこれら集計された資料からいわゆる市場型企業金融への移行は結論できないが、少なくとも債券発行が銀行借入と併存する形でいわゆる市場型金融への移行は進むのではないかと考えられる。

表6でも示されているように、ユーロ圏企業の株式発行は、負債、特に債券発行とは異なり、97年以降、急増したわけではない。ネットの増資額は99年には減少しているが、上場企業に限れば、99年も微増である。しかし、企業の債券発行との関わりでいえば、市場型金融への移行は増資額そのものよりも、公開的な株式会社自体の増加にかかっていると思われる。なぜならば、公開的な株式会社において初めて、企業の財務構造や最適な負債構成などがいわゆる「株主価値」を媒介に問題視されるからである⁽¹³⁾ この点では、新規上場企業による増資額やNM市場への上場企業数の増加が債券発行とともに市場型金融への移行の指標となろう（図8）。

表6 ユーロ圏非金融企業の株式発行による資金調達

	新規株式（ネット）			上場株式発行額（グロス）		
	株式等	内訳： 上場株式	未上場 その他株式	新規資本 調達額	既上場企業 新規資本調達額	新規上場企業 資本調達額
1995	—	—	—	84.1	61.7	22.4
1996	—	—	—	72.0	42.6	29.4
1997	95.5	62.2	33.3	76.2	47.3	28.9
1998	173.9	85.8	88.1	146.8	96.3	50.5
1999	147.2	89.3	57.9	240.8	150.7	90.1

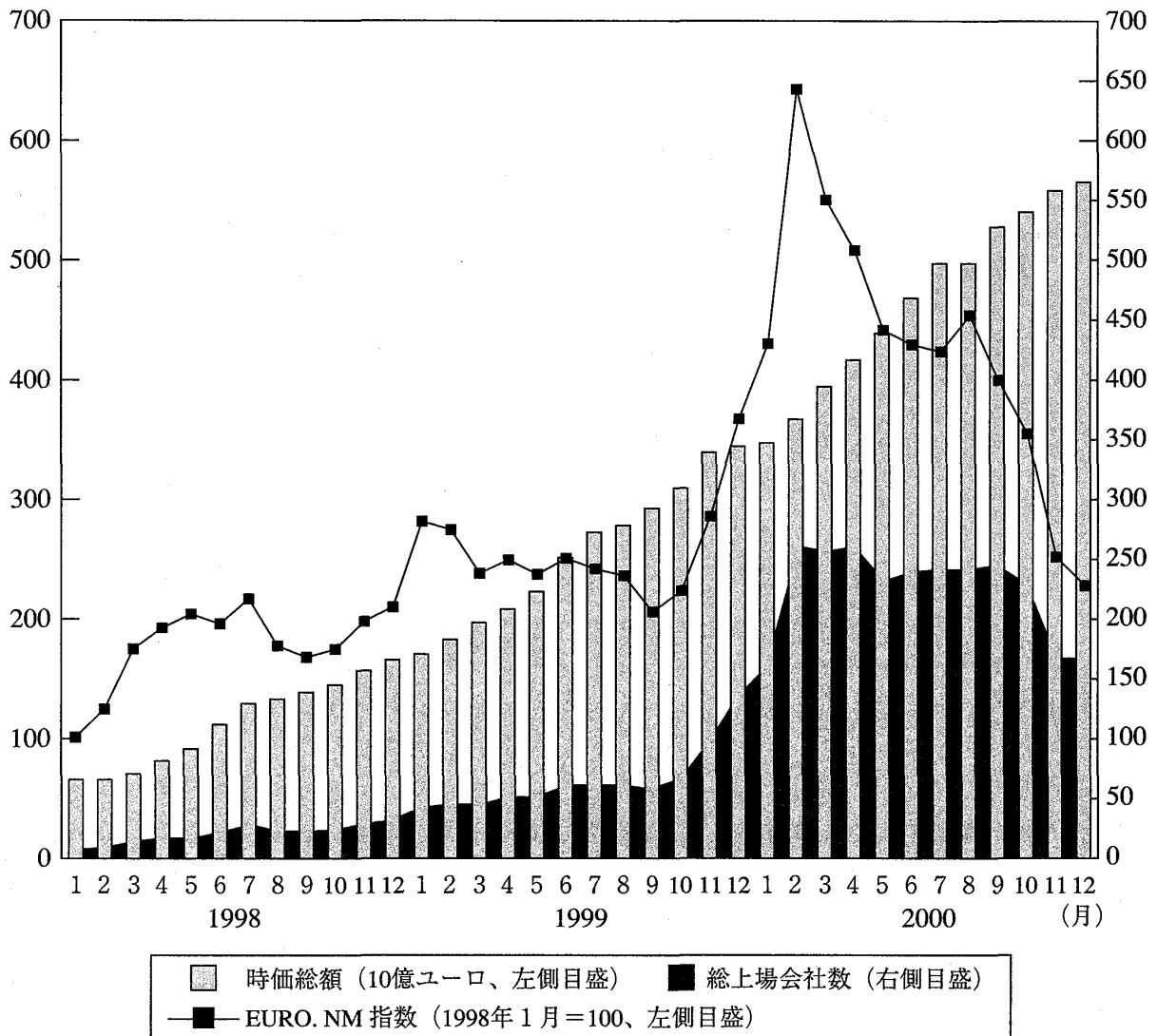
(出所) ECB Monthly Bulletin, Feb. 2001, p.46

(2) 金融債 — ハンドブリーフ

先に見たようにユーロ導入によって不連続的にその発行額を増加させたのは民間債であり、その中でも、事業債とともに銀行および金融機関による債券、すなわち金融債である（図9）。債券発行において銀行および金融機関による比率が高いという点は、すでにヨーロッパ債券市場の特徴として指摘されているところであるが⁽¹⁴⁾、単にその点が通貨統合とともに反映されてきたということにとどまらずに、企業レベル、加盟国レベル、EUレベルの対応によってその拡大を推進している点が重要である。

当初、ヨーロッパ資本市場、特に債券市場の統合は、中央政府債（国債）を中心とした政府債

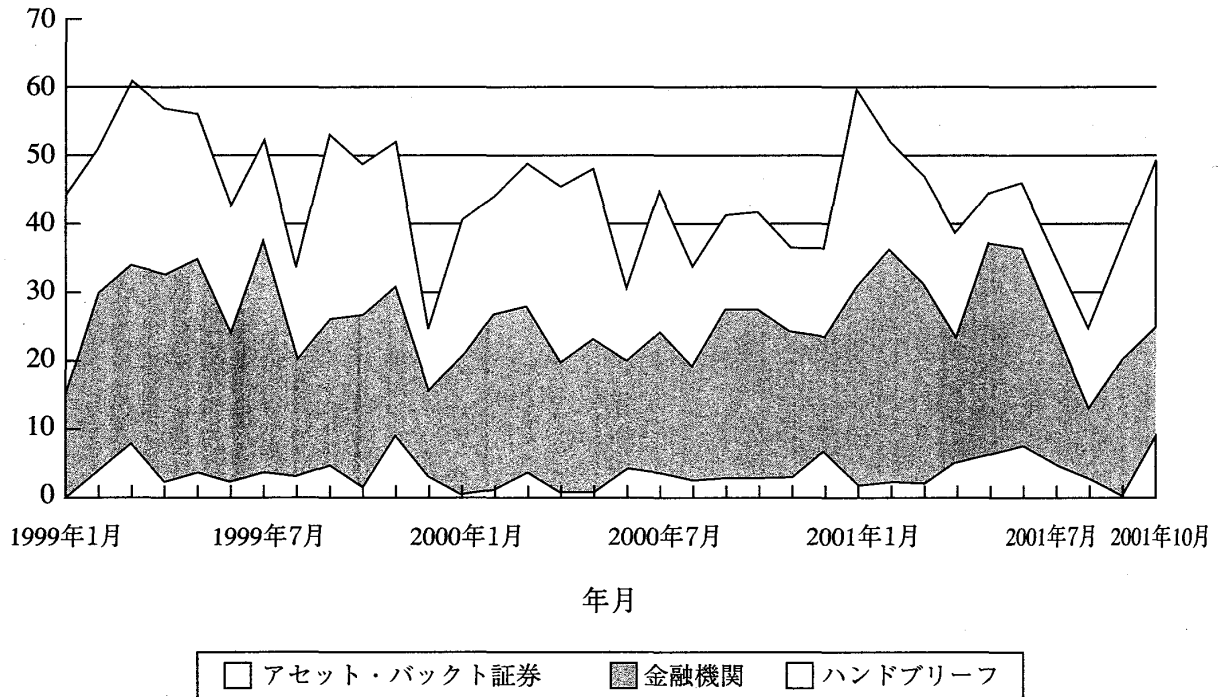
図8 ユーロNM市場の上場会社数と株式時価総額



(出所) ECB Monthly Bulletin, Feb. 2001, p.47

市場によって推進されると考えられていた。そして事実、ユーロ導入に前後して、顕現した長期債利回りの収斂化は政府債市場において具体化されたのであり、この点では当初の予想は間違いではなかった。しかしヨーロッパ政府の財政バランスの改善によって（これは「安定と成長のための協定」(Stability and Growth Pact) によって保証された面があるが）、政府債の発行に純減傾向がみられるようになってきた。投資対象としての政府債は、信用力、流動性の点でもっとも優越し、またその利回りはその他債券利回りや証券派生商品の基準金利として機能し、いわゆるベンチマーク債的な性格を有していたのである。いまこのような政府債市場の収縮が現実化しようとしているなかで、これまで政府債の果たしてきた役割や機能をその他の民間債によって担うことが要請されているとあってよい⁽¹⁵⁾。

図9 広義の金融債の内訳 (10億ユーロ)



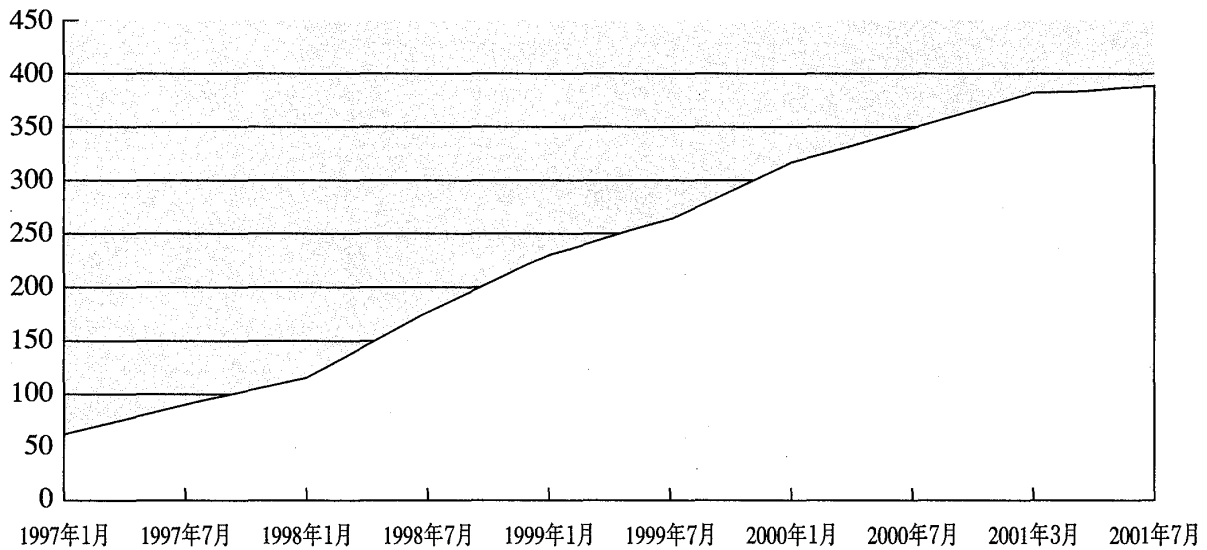
(出所) 欧州委員会 *Quarterly note on the euro-denominated bond market* 各号より作成。

信用リスクや流動性リスクの点から政府債と同水準のレベルまで引き上げるためには民間債には特定の方法が講じられなければならない。民間債が政府債と同水準の信用リスクを獲得するためには担保や保証によって信用力を補強する方法がある。たとえば既に市場に存在するものとしては、私的抵当権や公的部門貸付債権を間接的に担保とした債券（ハンドブリーフ、アセット・バックト・証券）や米国のファニーメイ債やフレディーマック債のように事実上の政府保証が信用力を補強している例である。一方、民間債の流動性を補強するものとしては、債券の発行を特定の償還期間に限定し、発行規模を拡大することによって証券の代替性を増大させる方法がある。

金融債の中でも最大のシェアを占め、ヨーロッパ的伝統を引き、ユーロ導入前後に急速に構造を変えつつあるハンドブリーフに焦点を当ててみよう⁽¹⁶⁾。

ドイツのハンドブリーフ市場はヨーロッパで最大規模の債券市場である。その発行残高は2000年6月現在で、1兆1,000億ユーロであり、ヨーロッパの民間債の最大部門である。またイタリア、フランス、ドイツの各国債市場のいずれよりも大きな市場である。ハンドブリーフ市場残高の増大に寄与したのは、その中のジャンボ・ハンドブリーフ（以下ジャンボ債と記す）であって、その発行残高はユーロの導入された99年初めの1,900億ユーロから2000年6月末には3,930億ユーロに増加した（図10）。一方の「伝統的」ハンドブリーフの残高は同期間に約300億ユーロしか増加していない。伝統的ハンドブリーフとジャンボ債の最大の違いは発行規模であり、前者の一件当り

図10 ジャンボ・ハンドブリーフの発行残高（10億ユーロ）



（原典）AGMB; DG-Bank.

（出所）BIS *Economic Papers* No.5, p.54

平均発行額が1億5,000万ユーロであるのに対して後者のそれは13億ユーロであり、ユーロ導入後その規模は2倍になった。その目的が政府債なみの流動性を獲得することであることが公言されている。

ジャンボ債はドイツの抵当銀行によって1995年にはじめて発行され、当初は国内投資家向けであったが、標準化や流動化のレベルをあげて国際的な投資家の関心を惹くことになった。ジャンボ債は発行者たる抵当銀行のリファイナンスの基盤を拡充し、流動的で安全な債券の国際化を促進しようとするものである。

流動性の向上という点では、発行規模の他に、マーケット・メイク制の導入、すなわちジャンボ債の流動性を確保するために、シンジケートに参加した最低3行が各銘柄のマーケット・メーカーとなって通常の営業時間内には、継続的に、売り・買い、ツーウェイの価格提示が義務づけられている。

さらにジャンボ債は2000年5月から（フランスの *Obligations foncières* とともに）EuroCredit MTS、すなわち信用リスクのある民間債のための電子取引システムで取り引きされはじめ、日次平均で5億ユーロが取り引きされている。またジャンボ債の流通市場の発展はそれにもとづくレポ市場の発展を促し、後者は後者でジャンボ債の現物市場の流動性を保証する必要条件になってきている。政府債市場との比較でジャンボ債市場の流動性に関する指標が表7に与えられている。売買回転率でははっきりと差異が認められるが、売買スプレッドに関してはドイツ国債にほぼ匹敵しつつある。

表7 政府債とジャンボ・ハンドブリーフの流動性のパターン (2001年7月現在)

ブント (中央政府債)		ハンドブリーフ		
売買スプレッド	セント	売買スプレッド	マーケット・メーカー方式 ¹	ユーロ・クレジット MTS: 5年物および10年物 ¹
残存期間: 1年	1	残存期間: 1年	5	...
1-3年	2-3	4-6年	6	4
4-6年	5	6-8年	8	...
7-10年	5-6	8-15年	10	10
>10年	7-10	15-20年	15	...
		>20年	20	...
発行残高 ² (a)	7,900億ユーロ		ジャンボ債 3,930億ユーロ	ジャンボ債 940億ユーロ
年間取引高 (b)	5兆9,250億ユーロ		1兆2,500億ユーロ	1,125億ユーロ
取引回転率 (b/a)	7.50		3.18	1.19

1. セント=1/100ユーロ。 2. ドイツ政府債については2001年5月現在。

(原典) Deutsche Bundesbank; EuroMTS; Clearstream.

(出所) BIS *Economic Papers* No.5, p.56

ハンドブリーフは抵当ハンドブリーフと公的ハンドブリーフから構成されており、前者は住宅用不動産、商業用不動産および土地によって担保された貸付をファンドするために発行された証券であり、後者は公的部門（連邦政府、地方政府、後者は公的機関など）に対する貸付をファンドするための証券である。公的ハンドブリーフが全体の80%を占め、その他20%が抵当ハンドブリーフである。さらにこの構成比の較差はジャンボ債ではいっそう拡大し、90対10になる。そしてその理由として、抵当貸付けの場合には、担保としてプールされる信用債権の最低必要額（5億ユーロ）を集めることが困難で、コストがかかる点があげられている。

ハンドブリーフを担保という点からみれば、明らかに異質なものが含まれているといつてよい。一方は公的信用であり、他方は私的信用によって支えられている。

公的貸付の安全性は抵当銀行に対する借手としての公的部門の信用力の高さに依存しているのである。ドイツでは州政府とその他の公的部門との徴税能力を税の移転支払いによって一定の範囲内で均衡化する「財政均衡化」制度によってその安全性は強化されている。これは債務の返済不能が生じた場合には地方自治体の債務を州政府が保証し、州政府の債務を連邦政府が保証することを意味している。信用リスクという点では国債に準ずる公信用による保証である。一方抵当貸し付けの場合には、その安全性は期限前償還の制限、不動産担保評価、掛け目、対象担保不動産の限定など細かな規定を特徴としている⁽¹⁷⁾。私的信用による保証である。

ハンドブリーフの安全性＝担保の基礎にある抵当銀行による貸付等の細目についてはドイツ国内の特別法によって規定されているが、一方EUレベルではEU指令などによる諸規定によって、ハンドブリーフは他の民間債に対していわば特権的地位が与えられている。まず第1にハンドブリーフを投資対象にした場合の銀行資本リスク・ウエイトはその他銀行債の場合20%を要求されるのに対して10%に限定されている。第2にEUのUCITS（投資信託）指令を遵守して発行されたハンドブリーフに対しては通常、機関投資家に課される投資限度に従う必要がなく、たとえば、投資会社や保険会社はハンドブリーフをその他の証券の投資限度の2倍まで購入できるなどである。第3にUCITS指令を充たしたハンドブリーフ等はユーロシステムのリファイナンス・ファシリティの適格債券に指定されている。

IV. 債券市場の需要 — 二つの投資シフト

ユーロ債券発行市場の拡大に対応した投資家の投資行動の変化が以下での問題である。発行市場の統計に比べて債券の消化や投資サイドの統計はきわめて少ないが、ユーロ導入によって予想されていた債券投資行動に関する仮説を数少ない資料によって検証しよう。

従来からヨーロッパの投資家の債券投資に関しては、ホーム・カンントリー・バイアスが言われ、国際的な分散投資が理論的に想定されるよりも少ないことが指摘されてきた。一方、90年代初頭からEU域内の金利差を狙い、域内通貨の固定化を想定したいわゆるコンヴァージョン・プレイの債券投資は、盛んに行われたことが指摘されている⁽¹⁸⁾。ユーロの導入はこれらにどのような影響を与え、ユーロ債券市場の拡大に寄与したのか？投資の分散化という点からみてみよう。

ヨーロッパの債券市場が各国別に分断されていた一因が、各国の投資家の投資行動、すなわち母国市場へ変奇した投資行動にあり、さらにその原因がクロス・ボーダー投資の際に発生する為替リスクの存在であることは予想されることである。そしてこのことを機関投資家レベルで制度化したもののこそ、機関投資家の資金源泉と運用通貨を一致させようとする通貨マッチング・ルールである（表8）。ヨーロッパの機関投資家、特に保険会社における同ルールは日本の機関投資家などに較べて厳しいとされてきた。ユーロ導入後もこのルールが存在するとしても、クロス・ボーダーの圏内投資は「国内通貨」に計上されることはいうまでもない。圏内のユーロ債発行主体からすると消化・投資ベースが拡充され、一種の「規模の経済」が働くことを意味する。

ドイツの投資家は新通貨の導入に先立つ1998年に既に非居住者の発行するユーロ債に対する投資を増大させていたが、その後もユーロ債投資を加速させ、対外債券投資総額1兆7500億ユーロの70%以上を圏内ユーロ債投資に振り向け、この比率は2000年には60%にも達している（表9）。ポートフォリオの内訳がやや詳細にわかるイタリアの機関投資家（＝投資信託）についてみよう（図11）。2000年末現在で債券投資は総資産額4,170億ユーロの約60%を占めている。債券投資シエ

表8 ヨーロッパの年金基金と生命保険会社における対外投資と規制

(1) 年金基金

国	資産額10億ECU (1993)	資産額対GDP (1993)	対外資産比率 (1994)	通貨マッチング ・ルール
オーストリア	不明	不明	12	50%
ベルギー	7	3.4	37	—
フィンランド	不明	不明	不明	80%
フランス	41	3.4	4	—
ドイツ	106	5.8	6	80%
アイルランド	18	40.1	39	不明
イタリア	12	1.2	5	33.3%
ルクセンブルク	不明	不明	不明	不明
オランダ	261	88.5	23	—
ポルトガル	不明	不明	6	—
スペイン	10	2.2	3	—
イギリス	717	79.4	27	—

(2) 生命保険

国	資産額10億ECU (1995)	資産額対GDP (1995)	対外資産比率 (1994)	通貨マッチング ・ルール
オーストリア	5	1.7	不明	80%
ベルギー	6	2.9	不明	80%
フィンランド	6	6.3	不明	80%
フランス	317	30.0	0	—
ドイツ	379	20.5	不明	80%
アイルランド	不明	不明	不明	不明
イタリア	31	3.7	10	80%
ルクセンブルク	5	37.6	不明	不明
オランダ	138	45.6	6	80%
ポルトガル	3	3.9	不明	80%
スペイン	18	4.2	不明	80%
イギリス	565	67.1	15	—

(原典) European Commission (1997), IMF (1997), OECD Insurance Statistics Yearbook, Davis (1998).

(出所) Giavazzi, F., et al. "European Financial Markets After EMU: A First Assessment." *CEPR Discussion Paper*, No.2413, p.48

表9 ドイツを中心とした国際証券投資（100万ユーロ）

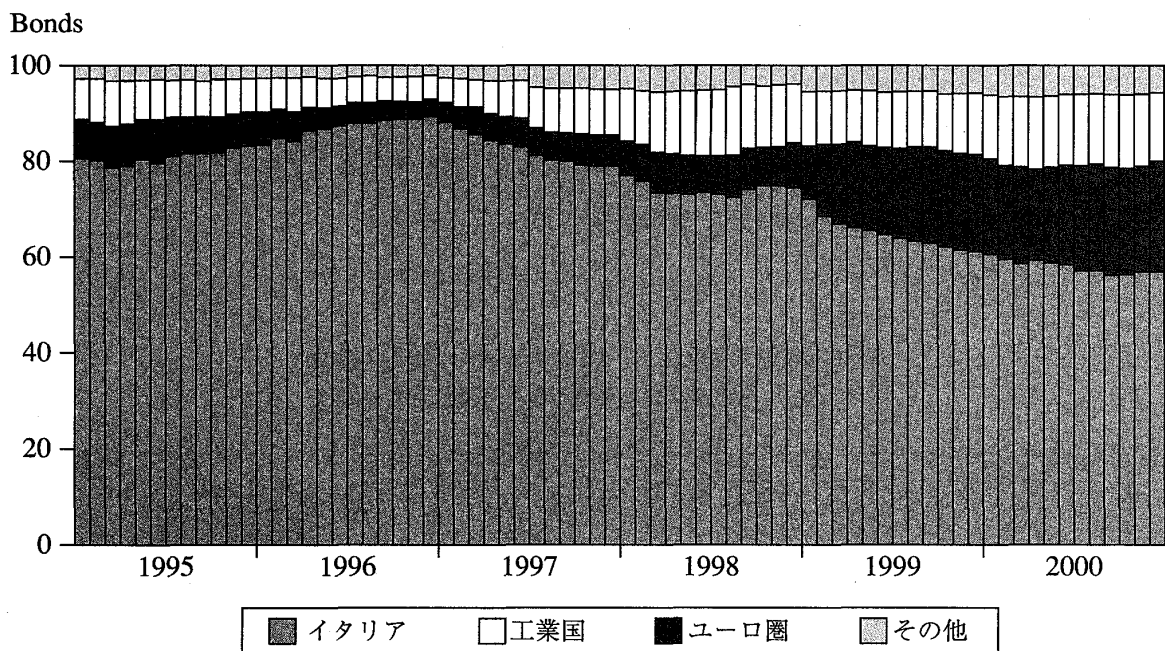
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
対外投資							
工業国全体	44,753	18,785	26,271	77,672	122,961	174,575	204,785
ユーロ圏	24,044	9,328	7,390	38,269	86,091	123,702	116,875
対内投資							
工業国全体	18,180	43,637	66,263	73,823	114,552	151,018	36,325
ユーロ圏	9,152	-9,037	-877	-10,680	-10,539	1,306	-96,580

(注) 1994-98年のデータは対ドイツマルク固定平価を使ってユーロへ換算した。

(原典) Deutsche Bundesbank.

(出所) BIS Working Papers No.100, p.21

図11 イタリアの投資信託（ミューチュアル・ファンド）の債券投資の内訳



(出所) BIS Working Papers No.100, p.22

アは1996年末の80%から減少しているが、これはヨーロッパの個人投資家による株式投資がこれまできわめて限定的であったことを反映しているといわれる。事実、ユーロ導入の影響が最も顕著なのは債券投資に関してである。1996年に始まる国内債券投資の減少は99年以降、加速しその減少をユーロ債投資が埋めている。債券投資総額に占めるユーロ債投資のシェアは95年の8%から2000年末の23%に上昇している⁽¹⁹⁾。

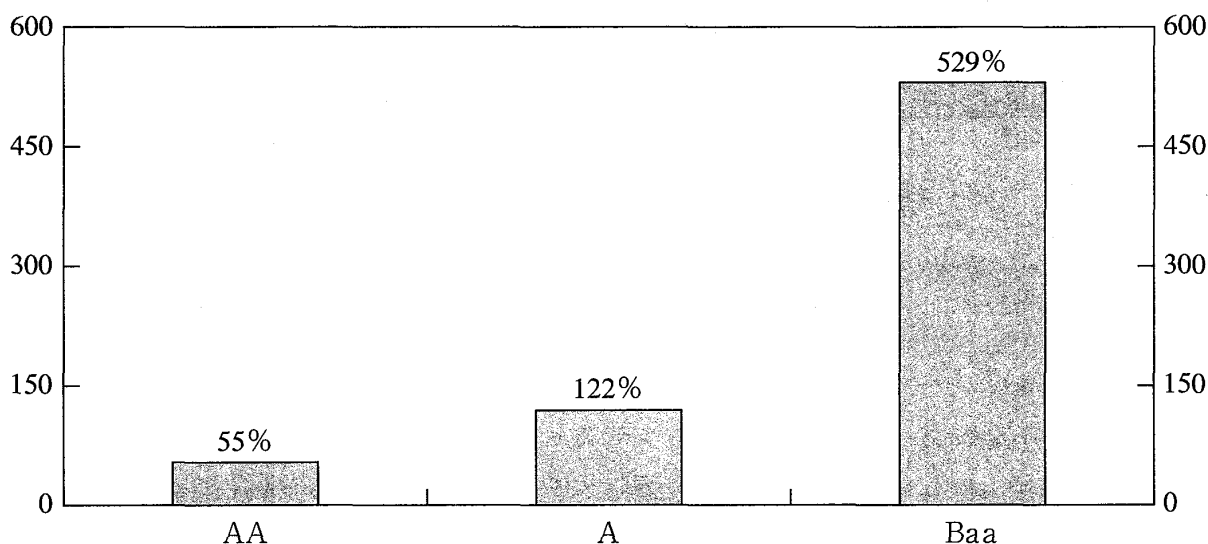
以上要するにユーロの導入はユーロ圏内の資金フローを増大させ、特にそのインパクトは域内債券投資シフトとして現れている。

1980年代末からEMU（経済通貨同盟）の第3段階つまり結果的にはユーロ導入まで、債券投資に関わる機関投資家（ファンド・マネージャー）は域内の金利差や為替変動の対する思惑取引＝投機を頻りに繰り返していた。個々のEU加盟国のEUMへの参加に関する思惑・期待によってEU各国金利と為替投機を組み合わせたいわゆるコンバージョン・プレイが典型的である。しかしこのような分散的なポートフォリオ投資は限定的で主に政府債市場に限定されていたといわれる⁽²⁰⁾。

ユーロへの統一が期待される通貨間の取引に対してユーロ域内通貨リスクが影響を与えることをやめるのは、ようやく単一通貨への導入は最終的に決定された1998年5月以降である⁽²¹⁾。その時から機関投資家によるポートフォリオのユーロ圏内の分散投資が観察され、その結果利回りの収斂化が出現した。長期債利回りの収斂化が最も顕著なのはユーロ圏政府債である。参加国国債はいわば代替的な同一金融商品になったのである。この過程で機関投資家はユーロ圏国債からより信用リスクの高いその他の民間債へシフトしたと思われる。後者には、高利回りのいわゆるジャンク・ボンドも含まれている。99年にはAAおよびA格の債券がそれぞれ前年比55%、122%の増大であったのに対して、低格付けのBaaの増加率は529%にも達した（図12）。

一方、市場の厚みを増すことによって圏外の投資家を引きつけることが予想されたユーロ債を含めたユーロ圏の金融市場であったが、その結果はまちまちであった。

図12 格付け別のユーロ建て債券・発行増加率
（1996～98年平均と99年の発行額の増加率）



（注）1998年まではユーロ参加国通貨建およびECU建て、1999年はユーロ建発行、全ての発行額は時系列的比較のため米ドルに換算された。

（原典）Capital Data Bondware, 2000. Includes all international and domestic issues, apart from auctioned domestic government debt.

（出所）ECB Occasional Paper Series No.1, July. 2000, p.39

98年から2000年にかけてECBの集計した資金循環統計によると、外国投資家によるネットのユーロ資産購入額をユーロ圏投資家の対外投資額が上回ることによって、証券投資は月平均65億ユーロ（00年9月までで約2,000億ユーロ）の流出超になっている。外国投資家によるユーロ圏債券に対する需要は1998年以降はしばしば方向をかえて浮動的である。この浮動性はユーロ圏の投資家が一貫してネットで購入超であるのと対照的である。対ユーロ圏に対する証券投資は債券と株式とで違った動きを示すが、投資家の行動は地域別に異なっている。アメリカを拠点とする機関投資家は株式に対しても債券に対しても関心が低く且つ浮動的である。イギリスの投資家による大陸向け証券投資は98年第2四半期以降、一貫して回収超になっている。1999年前半期の回収額は1998年全体の投資額を上回った。先進国の中で例外的にユーロ建て投資を続けたのは日本の機関投資家である。

おわりに

本稿では、行論の都合上、発行市場から考察を開始した。しかし資本市場の統合化という点では流通市場での統合化が時間的に先行したと思われる。すなわち、99年年初のユーロの導入に先立って、ユーロ参加国が決まり、参加国通貨をユーロ圏の不可逆的な交換比率が確定した98年5月頃を一つの画期にして、参加国域内での資金の地域的シフトが生じた。これは為替リスクを依然として前提にした浮動的でいわば臆病な資金移動ではなく、不可逆的な通貨統合を想定した大胆で安定的な資金移動＝投資であったと思われる。投資の尺度基準が通貨統合の確定によって安定化したからである。政府債の流通市場での利回りの収斂化はその反映である。この過程は機関投資家による資産の再調整過程（reallocation）でもあり、信用リスクの高い投資対象＝民間債への需要シフトを促したと思われる。発行市場では、ユーロ圏内の参加国の財政バランスの改善によって、政府債発行は減少傾向をはじめなかで、民間債の発行は劇的に増加した。金利の低位収斂化にとどまらず、ヨーロッパ域内のサービス産業を中心とした産業再編がユーロ導入と並行して進行していたことなどが発行増大の要因である。この過程は銀行借入から市場型の企業金融を予兆させるものだが、しかし、銀行借入と事業債発行が並行して増加しているところからすると一方的なシフトがみられるとは結論できない。むしろユーロ圏内におけるの公開的株式会社の増大に依存しているといえよう。ヨーロッパ的金融システムの特徴は債券市場の高い比重を占める金融債、特にハンドブリーフ市場にみることができるが、同市場は、参加国レベル、EUレベルでの諸規定＝政策を背景に国際債券市場として再編成されようとしている。

注

- (1) 本稿ではユーロ債(券)(euro bond)とは、基本的にはユーロ建て債(券)(euro denominated bond)を指す。これまでユーロ債とは、発行表示通貨国の証券発行制度・規制の「外部」で発行され、売り捌かれる国際債を指すものとされてきており、したがって文脈によって両者を区別する必要性が生じている。本稿でもユーロ債を一部、後者の意味で使うことがある。
- (2) 最近のB I Sの定義では、外貨建て債券発行および起債者の国内市場外で(一部でも)売り捌かれる債券を国際債と規定している。伝統的な外債、ユーロ債、国際債の定義および分類についてはBIS(1997)を参照せよ。国際通貨という視点からのこのBISの定義に関する問題点についてはHartmann, P., et al. (2000)を参照せよ。また新通貨ユーロの導入による国際債の概念と統計上の混乱についてはBIS(1999)を参照せよ。
- (3) 入江(1991)。また岩田建治(1996)第5章および田中素香編(1996)第11章を参照。
- (4) 岩田(1996)第1章参照。
- (5) McCauley, R. N. (1997)(1999)
- (6) Galati G., et al. (2001) pp.15-16
- (7) European Commission (2000)
- (8) Galati G., et al. (2001) p.15
- (9) OECD (2000)
- (10) *Financial Times*, Jan. 18, 2000, *Financial Times*, Sep. 15, 2000, 岩田建治 他(2001)第7章を参照。
- (11) ヨーロッパの電信・電話会社の負債比率の上昇、高レバレッジによる信用格付けの下落については、Domanski, D. (2000) *The Economist*, Jan. 25, 2001を参照。
- (12) *Financial Times*, July 20, 2000
- (13) Thegesen, C., et al. (2000) p.47
- (14) Galanti G., et al. (2001) p.13, 中川辰洋(1993)を参照。
- (15) BIS (2001)
- (16) 本節の以下の叙述は、主にMastroeni, O. (2001) およびAGMB (2000) に拠る。
- (17) この場合には、ABS(アセット・バックト証券)との共通性と違いが問題になる。*op. cit.* Mastroeni, O. (2001) p.46を参照。
- (18) 田中素香編(1996)第6章、9章、11章を参照。
- (19) Galanti G., et al. (2001)
- (20) Thegesen, C. et al. (2000) p.37
- (21) ECB (2001) p.23

参考文献

- AGMB-Association of German Mortgage Banks (2000): The Pfandbrief: facts and figures, Cologne
- BIS (1999) International Banking and Financial Developments, June
- BIS (2000) 70th Annual Report
- BIS (2001a) 71th Annual Report
- BIS (2001b) “The changing shape of fixed income markets” Working Papers No.104
- Brookes, M., (1999) “The impact of EMU on portfolio management” European Investment Bank Papers Vol.4 No.1
- ECB (2001) The Euro Bond Market, July
- European Commission (2000) “Mergers and Acquisition” European Economy Supplement A No.5/6
- Domanski, D. (2000), “Bond issues by European telecommunications companies” BIS Quarterly Review, Nov.
- Galati G., et al. (2001) “The Impact of the euro on Europe’s financial markets” BIS Working Paper No.100
- Giavazzi, F. et al. “European Financial Markets After EMU: A First Assessment” CEPR Discussion Paper Series No.2413
- Hartmann, P. et al. (2000) “The Euro and International Capital Markets” ECB Working Paper No.19
- Mastroeni, O. (2001) Pfandbrief-style product in Europe, BIS Papers No.5
- Mayer, C., (1999) “European capital markets: Competition between systems” European Investment Bank Papers Vol.4 No.1
- McCauley, R. N. (1999) “The euro and the liquidity of European fixed income Markets, BIS
- OECD (2000) “Main Changes in the Financial Structure of the Euro-Zone since the Introduction of the Euro” Financial Market Trends No.76
- Thegesen, C., et al. (2000) “The Impact of the Euro on Money and Bond Markets” ECB paper No.1
- 入江恭平 (1991) 「ユーロ債市場とEC資本市場統合」『中京経営研究』創立記念号
- 岩田建治 (1996) 『欧州金融統合』日本経済評論社
- 岩田建治他著 (2001) 『現代ヨーロッパ経済』有斐閣
- 田中素香 (1996) 『EMS：欧州通貨制度』有斐閣
- 中川辰洋 (1993) 『EC通貨・金融統合と資本市場』東洋経済新報社
- 山本栄治 (1997) 『国際通貨システム』岩波書店

* (本稿執筆にあたり平成10年度 中京大学特定研究助成を受けた。記して感謝したい。)