

EU の国債とアベノミクス

代 田 純

はじめに

本稿は、ユーロ圏の現状分析を踏まえ、日本でのアベノミクスへの影響を検討するものである。2014年1月現在、ユーロは危機的局面を脱し、小康状態にあると理解されている。本稿は、こうした理解を否定するものではない。しかし、以下で明らかにするように、ユーロ圏の実体経済は決して楽観できるような状態にはない。また米FRBが量的緩和の縮小に踏み込んでおり、その影響から新興国通貨が不安定化している。新興国通貨の不安定化が契機となり、ユーロ圏の長期金利が上昇に転じる可能性もある。こうした場合、円の為替レートは上昇（円高）する可能性が高い。

2014年1月現在、アベノミクスは「成功」している、との評価も多い。インフレ率（消費者物価上昇率）がプラスに転じ、デフレから脱却しつつあること、円安になり株価が上昇したこと、等が根拠と見られる。しかし、インフレ率が上昇に転じた背景は、円安によりエネルギー価格（灯油、ガソリン等）が上昇したことで説明可能である。また日本の株価が上昇したことには、ヘッジファンドが「円ショート・日本株ロング（円売り・日本株買い）」のポジションをとったことが大きく影響している。このため、円安に動き、トヨタ自動車などで企業業績が改善し、株価上昇の背景ともなった。したがって、アベノミクスの「成功」の多くは、円安によって支えられている、と言っても過言ではない。

円安シナリオへの大きなリスクは海外要因であり、米FRB 量的緩和の縮小、新興国通貨の不安定化、そしてユーロ不安等である。本稿で明らかにする、ユーロの懸念材料としては、以下の諸点である。ドイツの経常収支が大幅黒字であり、ユーロ圏で独り勝ち状態にあるが、決済が円滑に進まず、独連銀の貸

越になっていること。これはユーロ圏加盟国間での格差問題でもある。ドイツ国内で格差が拡大していること。メルケル政権下での失業率低下は、労働市場の規制緩和に起因している。ギリシャ国債は2012年2月に実質デフォルトとなり、EU・IMF・ECBのトロイカによる支援が実施された。しかし、ギリシャの財政やマクロ経済は依然として悪化し、2014年以降に追加支援が検討されよう。ギリシャ国債の大口保有者のひとつが、キプロスの銀行であった。ギリシャ国債の実質デフォルトにより、キプロスの銀行は破綻した。2014年1月現在、依然として銀行破綻処理が完了しておらず、ユーロ圏とも資本規制が継続されている。

以上のような懸念材料がユーロにはくすぶっており、リスクが顕在化した場合、円高を促すと思われる。円高はアベノミクスに重大な脅威となろう。2012年後半から株価は上昇したが、海外のヘッジファンドが円売り・株買いといった投資行動をとったことが大きい。円高が進んだ場合、海外投資家は日本株を売り抜けると見られる。海外投資家は、現物の株式と同時に、先物などデリバティブの売買を拡大させており、裁定取引の解消に伴い、急速に現物株を売却する可能性も高い。他方、日本の国債保有構造において海外投資家の保有シェアは低いと理解されている。しかし、国債先物において海外投資家のシェアは高く、先物主導で長期金利のボラティリティが上昇している。この面から長期金利の低位安定性が動揺する可能性もある。

第1章 ドイツ経済と国債

ユーロ危機とドイツ経済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⁾。

筆者は、2011～2012年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、2011～2012年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た。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た。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た。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た。

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。2011～2012年のユーロ危機は、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た、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。

1 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

図表1 ドイツ国際収支(10億ユーロ)

	2009	2010	2011	2012	2013
輸出	803.3	952.0	1060.0	1097.0	640.8
輸入	664.6	797.1	901.9	909.1	526.7
貿易収支	138.7	154.9	158.1	188.0	114.1
欧州	122.1	133.3	129.4	121.5	68.8
EU 27カ国	120.3	126.5	122.3	116.5	63.3
ユーロ17カ国	85.0	88.0	82.2	69.1	34.3
フランス	28.0	29.0	35.3	39.8	20.6
イタリア	13.4	16.6	14.2	7.0	4.0
スペイン	12.3	12.3	12.3	8.3	4.3
アメリカ	15.1	20.3	25.4	36.2	21.6
日本	8.1	9.3	8.4	4.7	1.9
中国	19.4	23.5	14.7	11.1	3.5
サービス収支	7.0	2.1	2.3	2.9	1.9
所得収支	59.0	53.8	59.0	64.4	33.3
移転収支	33.2	38.2	33.5	36.8	26.9
経常収支	140.6	156.0	161.0	186.0	105.2
直接投資	36.9	47.2	2.0	47.0	NA
証券投資	81.1	127.7	37.0	65.0	NA
デリバティブ	11.3	17.9	28.7		NA
その他投資	52.0	47.0	157.4	102.0	NA
金融収支	155.4	147.4	161.9	233.8	118.1

(出所) Deutsche Bundes Bank, *Monthly Report*

(注) 2013年は1-7月。

であったが、2010年9,520億ユーロ、2012年には1兆970億ユーロと増加してきた。2013年に入り、7月までで6,408億ユーロであるから、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。

輸出と輸入の差額である貿易収支を見ると、2009年における1,387億ユーロから2011年には1,581億ユーロへ増加してきた⁷⁾。2013年においても、1-7月の貿易黒字は1,141億ユーロであり、2012年とほとんど変わらぬどころか、

月換算で増加すらしている。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 2013 年においても継続しており、2013 年 8 月の場合、対外債券投資 56 億ユーロに対し、対内債券投資は 65 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。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た、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⁸⁾。図表 1 の 2012 年における「金融収支」が - 2 338 億ユーロとなっているが、ここに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）が含まれている。しかし 2013 年に入り、南欧の銀行が回復したため、「金融収支」は減少した。

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、2012 年に 1 165 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、2012 年には 691 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 億ユーロであったが、2012 年には 666 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、2012 年には 111 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⁹⁾。ドイツの貿易において、2011年に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。

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見てみよう。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。

各社の販売台数を見ると、最大の販売台数は VW であるが、VW の地域別売上高を見ると、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。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¹³⁾。他方、2006年以降欧州市場で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)、PSA(フランス、主要ブランドはシトロエンとプジョー)、ルノー(フランス)等である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見られる。独連銀によると、ユーロの実効為替レート(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、ドイツの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まで低下し、さらに2013年4月には92.6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⁾。本来のドイツ経済の実力(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、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、他方で売上高がユーロ圏外にある多国籍企業とした¹⁶⁾。

ドイツにとっては、ユーロ危機といわれた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。

2 労働市場の規制緩和と格差拡大

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 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。ただし、同指数は2013年11月現在、106.3まで回復している。

しかし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

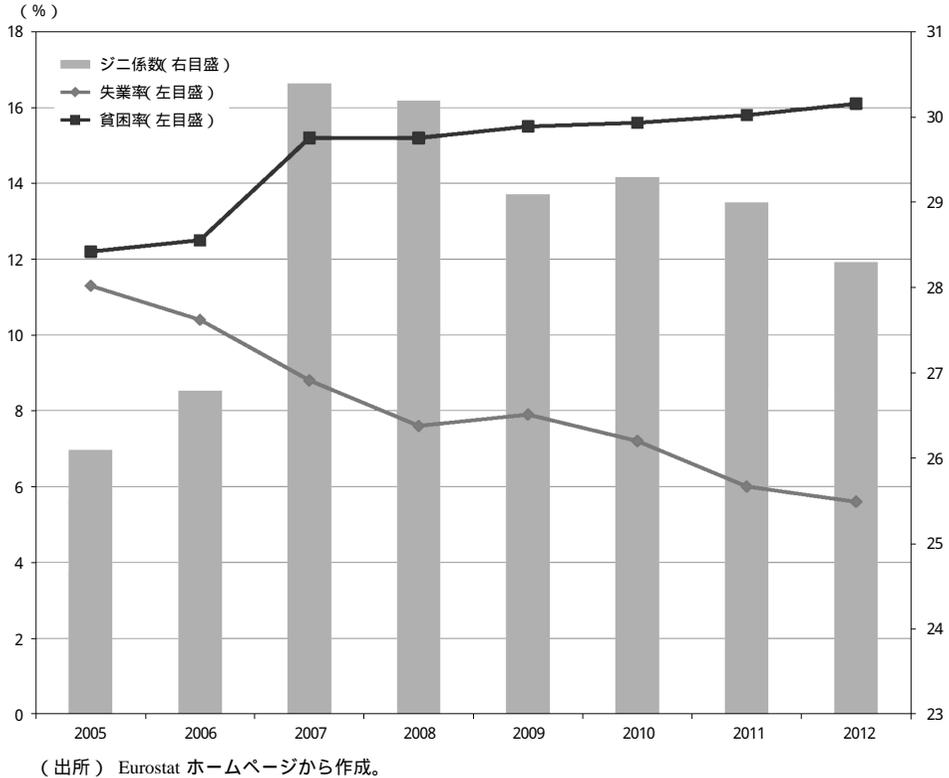
17.5億ユーロであったが、2012年第一四半期には48.1億ユーロまで増加した。20年間で3倍近く金融資産が増加したことになる¹⁸⁾。しかし、資産保有階層を10分位に分けた場合、最高階層が資産の61.1%を保有し、第二階層が19%を保有し、上位階層への資産保有が集中している。輸出主導で景気を維持し、金融自由化を進めてきたが、ドイツでもその副作用として資産格差が拡大していると見られる。

こうした資産格差を増長した要因として、労働市場での規制緩和が指摘できる。ドイツでは2002年からハルツ改革と呼ばれる、労働市場の規制緩和が進められた。ハルツとは、シュレーダー首相(当時、メルケルの前任)顧問を務めた、フォルクス・ワーゲンの労務担当役員ペーター・ハルツである。ハルツにより2002年8月に改革案が示され、この改革案に基づき法改正が実施された。具体的には、派遣労働に関する規制緩和、有期雇用の規制緩和、解雇規制緩和、失業保険受給期間の短縮等である¹⁹⁾。

図表2はドイツにおける失業率と格差関連指標を示している。失業率は2005年に11.3%であったが、傾向的に低下し、2012年には5.6%まで低下している。ただしこの失業率は、ドイツ平均の失業率であり、旧西独地域では5.9%で、旧東独地域では10.7%とやはり地域格差がある。しかし旧東独地域ではメルケル政権誕生時代には20%前後の失業率があったため、今日までに失業率は半減し、旧東独ではメルケルへの支持率上昇の背景となっている。

全国平均の失業率は低下し、ドイツのマクロ指標は好調である。しかし、労働市場の規制緩和によって失業率が低下した面が否めず、格差が拡大している。図表2でも、ジニ係数(所得件数と課税後所得金額の関係から、所得分布の公平性を示す指標。100に近づくほど不公平となる。)は、2005年まで26.1であったが、2007年から2008年にかけて30を超えた。リーマンショックが発生する前であり、金融証券市場も好調であり、他方で低所得の派遣や有期雇用が増え、格差が拡大したと見られる。また図表2は、貧困率も示している。この貧困率(At-risk-poverty rate)とは、ユーロシュタット(Eurostat, EU統計局)が作成している指標で、EU各国の各国平均可処分所得の60%以下で生活する人々のシェアである。この貧困率は2005年に12.2%であったが、傾向的に上昇し、2012年には16.1%まで上昇した。ドイツの貧困率は2001年には11%であったから、11年間で5.1ポイント上昇しており、EU加盟国のなかでも上昇する速度

図表2 ドイツの失業率と格差指標



が速くなっている。こうした指標が示すように、ドイツの失業率低下は、労働規制緩和に起因するところが大きく、格差拡大を伴っている。

2013年12月現在、メルケルのキリスト教民主同盟 (CDU) は選挙で圧勝したものの、過半数に5議席不足し、社会民主党 (SPD) と連立政権を組むこととなった。この政権による政策として、最低賃金制の導入が含まれている。EU 27か国中、21か国で最低賃金制が導入されている。しかしドイツではナチスが労使関係に介入し、労働組合を弾圧したことへの反省から、政府は労使関係に介入せず、最低賃金制も制定されていなかった。しかし SPD と緑の党が、選挙において、時給8.5ユーロの最低賃金制導入を強く主張し、CDU との連立政権でも政策に盛り込まれることとなった。こうした最低賃金制の導入も、ドイツで労働市場の規制緩和が進み、格差が拡大したことの裏返しであろう。

3 ドイツの財政黒字

以上のように、格差拡大を伴っているが、ドイツの輸出は好調であり、企業収益や実質賃金もマクロ的には増加しており、税収増を支えに、財政収支も黒字(2012年)である。ドイツ一般政府の財政赤字対GDP比率は、2007年には0.2%の黒字となったが、金融危機の発生により2009年から2010年にかけては赤字へ悪化した。しかし2011年には-0.8%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。さらに2012年には0.1%の黒字、2013年上半期には0.6%の黒字となった。

2012年に税収は前年比(以下同じ)4.2%増となった。特に所得関連の税収は8.4%増となり、なかでも賃金税は6.7%増となった。2012年に税収合計は5,518億ユーロであったが、賃金税は1,491億ユーロで、税収合計の27%を占め、税収に与える影響が大きい。賃金税の増収は、賃金の伸びに主として起因する。格差は拡大しつつ、マクロ的に賃金合計は増加している。

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、財政赤字の対GDP比は2010年の-3.3%から2012年には-0.5%へ改善した。中央政府のオフバランス財政では、Soffin(Financial Market Stabilization Fund、金融機関への公的資金注入機関)が重要である。Soffinは2011年には70億ユーロの黒字に回復したが、これはコメルツ銀行が資本注入を返済したため、である。2013年上半期も-0.2%の赤字に改善している。

州政府財政については、2009年から2010年にかけて財政赤字の対GDP比率は-0.8%となったが、2012年には-0.3%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(市町村)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、ブレーメン、ザールランド、シュレスヴィッ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⁾。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。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⁾。

以上のように、中央政府の他、州政府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、財政収支対GDP比率は2010年の-4.1%から、

2012年にはプラス0.1%、2013年上半期もプラス0.6%となった。マクロ面で輸出主導により景気が底堅く、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。

4 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1兆8055億ユーロ、対GDP比率は79.8%である（いずれも2013年上半期末）。2010年末には残高1兆7,325億ユーロ、対GDP比率82.5%であったから、残高では微増、対GDP比率では低下している。

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11,340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。2009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⁾。しかし、2009年に憲法改正により債務ブレーキ条項が導入された。ドイツ基本法（憲法）109条と115条で、均衡財政が義務づけられた。均衡財政とは、国債発行対GDP比率で0.35%以内とされている。赤字国債発行による新規債務負担が禁じられて、連邦政府だけでなく、州政府にも適用されている。

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6,790億ユーロ（2013年6月末、以下同じ）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2,346億ユーロ（同）であり、ブンドに次ぐ位置を占めている。その他、中央政府債としては、Tノートが1,118億ユーロ、財務省証券（Bubills）が565億ユーロ、金融機関借入が287億ユーロある。

2012年9月12日に、ドイツの財務相シュライブラは2013年度予算案を発表し、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、シュライブラ構想では2016年度に新国債発行額はゼロとされた。シュライブラは、ドイツは多くの欧州国家の模範となる、と述べた²³⁾。

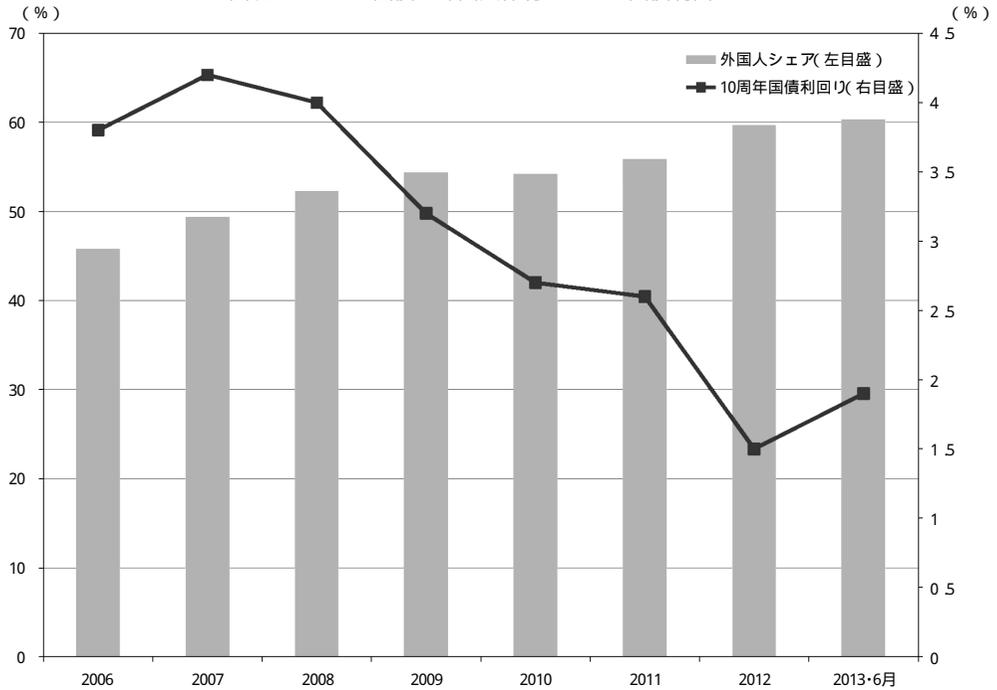
州政府債は2006年末に4,819億ユーロであったが、2013年6月末には5,383億ユーロへ増加してきた。主要な債務形態はTノートであり、3,037億ユーロであった。もともと州政府の債務形態は銀行等金融機関からの借入が中心であり、2006年末現在では、Tノートが2,167億ユーロ、銀行等金融機関からの借入が2,093億ユーロとほぼ半々であった。しかし、銀行等金融機関からの借入は減少し、2013年6月末には1,333億ユーロとなった。州銀行への政府保証が廃止され、州銀行が貸出を担保として発行するカバードボンドの格付けも低下した。こうした関連で、州銀行から州政府への貸出も伸び悩んだ。州政府の債務形態で証券化が進み、証券形態のTノートが増加した。

州政府の資金調達で、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⁾。

公債(貸出形態を含む)の保有構造を見ると、図表3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2013年6月末には60.4%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。

外国人以外の公債保有者は、国内銀行が大きく、2013年6月末で4,244億ユーロ(シェア23.5%)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。シェアで低下しただけではなく、絶対額でも純減し

図表3 ドイツ国債の外国人保有シェアと国債利回り



(出所) Bundesbank, *Monthly Report* から作成。

てきた。銀行による政府向け債権減少は、主として、州銀行が経営危機に瀕したこと、州政府などへの長期貸出の減少が要因と見られる。

図表3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2006年には3.8%であった。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。

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²⁵⁾。

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4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4によると、残存期間2年未満の公債

図表4 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	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	20.0	21.3	23.0	21.0
4~6年	15.6	15.6	14.7	13.2	11.8	12.5
6~8年	10.2	9.6	7.0	7.3	8.0	9.4
8~10年	8.0	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	4.0	3.9	2.4
20年~	7.4	7.1	5.5	5.9	5.7	6.4

(出所) Deutsche Bundesbank, *Monthly Reprt* から作成。

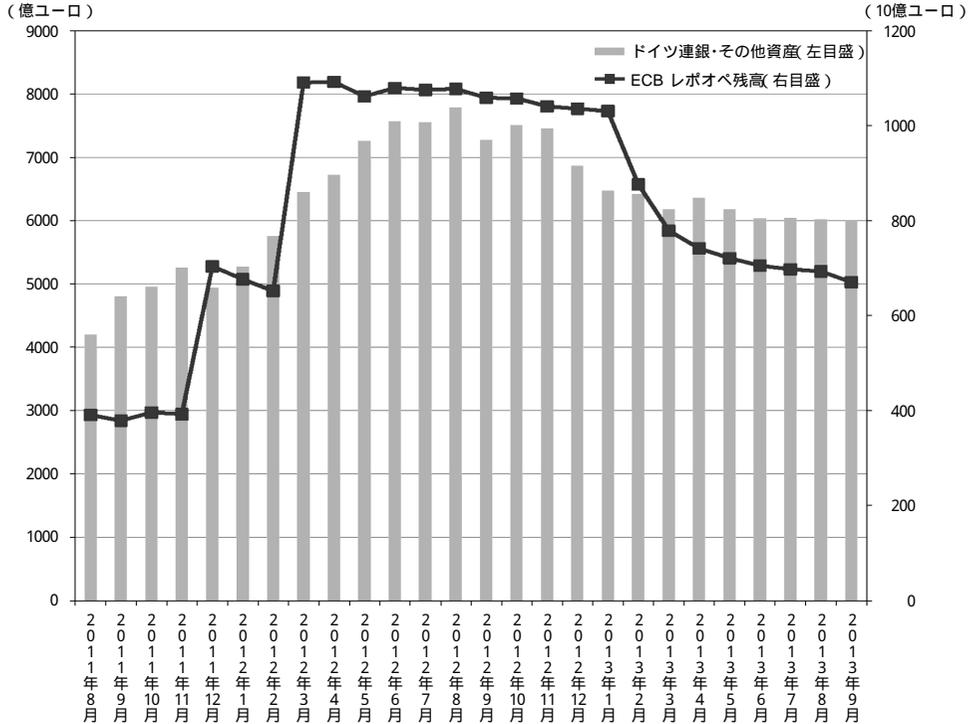
は2010年4月における35.5%から、2013年6月にも35.8%となっている。残存期間4~6年は、2009年4月には15.6%であったが、2013年6月には12.5%まで、3ポイント近く低下した。他方、残存期間8~10年については、2009年4月には8%であったが、2013年6月には9.9%で、2ポイント近く上昇した。ドイツの国債は残存期間構成からも長期化し、安定している。

5 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、格差問題とならぶ不安はユーロシステム(ECB と各国中央銀行の総称)との関係であろう。図表5はユーロシステム(ECB)による長期レポオペ残高とドイツ連銀による「その他資産」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ペを実施した。2011年12月に実施したオペと、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、2012年3月末には1兆909億ユーロまで増加した。長期レポオペは南欧の中央銀行経由で、南欧の民間銀行に貸し付けられた。資金調達難に陥った南欧の銀行救済のためであった。

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

図表5 ECB レポオペ残高とドイツ連銀の「その他資産」



(出所) Bundesbank, Monthly Report から作成。

期かつ固定的な運用となる。しかし調達が短期のため、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。

他方、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5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8月には7,796億ユーロまで積み上がっている。これは南欧の民間銀行が資金調達難に陥り、資金決済できないため、独連銀が南欧中央銀行向けに貸越となっており、不良債権化するリスクがあった。しかし ECB が長期レポオペにより南欧中央銀行経由で資金供与したため、事態は沈静化し、2013年9月現在、独連銀の「その他資産」も減少している。

2013年10月にドイツの経常収支黒字は国際的批判を浴びつつある²⁶⁾。逆に言えば、ドイツの貿易やマクロ指標は好調そのものである。しかし失業率低下は各種の格差拡大をともなっていたし、巨額の経常収支黒字は独連銀のターゲ

ット 残高増加によってファイナンスされていた。格差拡大は最低賃金制の導入により是正される方向にあり、ターゲット 残高問題は ECB のレポオペによって沈静化された。しかし、ドイツ経済には光と影が交錯している。

第2章 ギリシャ国債の危機とキプロスの銀行破綻処理

2012年2月下旬に IMF と EU はギリシャ向け第二次支援策として1,300億ユーロを決定したが、民間の国債投資家が53.5%の元本削減(実質はクーポン低下も含め70%とされる)に応じることが条件づけられていた。CDS(クレジット・デフォルト・スワップ)との関係もあり、民間の国債投資家(銀行、ヘッジファンド等)があくまで「自発的」に債務削減に応じることが、当初求められていた。またCAC(集団行動条項)もギリシャ政府により付され、90%以上(目標)の投資家が自発的に債務削減に応じるならば、残りの10%の投資家も含めて債務が削減されるとされた。新聞報道では、90%には達しず、83%となったが、集団行動条項が発動され、1,000億ユーロを越す債務が削減された。これに伴い、「強制的」な債務削減という側面が発生し、保険としてCDSが適用され、2012年3月19日にCDS入札決済が実施され、清算価格は元本に対し21.5%となった。

本章はギリシャにおける債務削減前後の状況を、2011~2013年の財政と国債を分析することで明らかにするものである。さらにギリシャ国債の削減(PSI、実質的にはデフォルト)により、キプロスの銀行が損失を被り、キプロスで銀行破綻処理と預金課税提案に至った背景を明らかにする。

1 ギリシャ国債の実質的デフォルト

IMF と EU は2010年5月に、第1次のギリシャ支援を決定した。合計1,100億ユーロの融資である。ギリシャ向け第1次支援では、EFSF(欧州金融安定化ファシリティ)などのインフラは成立前であり、基本的に二国間資金貸与による協調融資(800億ユーロ)とIMF支援300億ユーロであった。2国間貸与800億ユーロの各国別内訳は、ECB(欧州中央銀行)への出資比率に準じる、と見られる。この第1次支援融資は2010年5月以降、3~4ヶ月ごとに分割して実施されてきた。2011年の融資実施額は合計で423億ユーロとなる。2011年

末で、第一次支援として、EU から 529 億ユーロが実行（残額 271 億ユーロ）、IMF から 210 億ユーロが実行（同 90 億ユーロ）された。

しかし 2012 年 3 月 20 日には、2009 年 2 月と 5 月に発行された 3 年債 144 億ユーロの償還が控えていた。2009 年に発行されたため、金融危機後の発行であり、表面利率（クーポン）も 4.3% に上昇していた。この 144 億ユーロの 3 年債償還資金を財務省証券発行で対応することは、実質的に不可能であったと見られ、IMF・EU による第二次支援発動の背景となった。

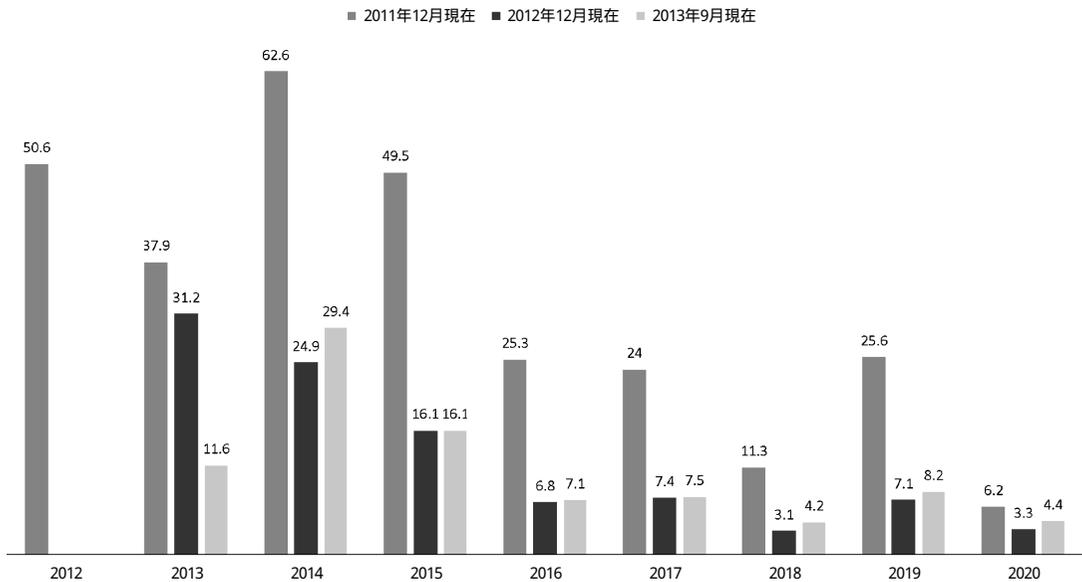
ギリシャ向け第二次支援が 2012 年 3 月に合意された。PSI（民間投資家の関与、実質的にはデフォルト）とセットの支援であった。EFSF（欧州金融安定ファシリティー）による支援が最大 1,446 億ユーロ（うち銀行増資支援は最大 480 億ユーロ、また第一次支援の残額を含む）、IMF 支援は 280 億ユーロ、合計 1,726 億ユーロとなった。

2012 年 3 月に集団行動条項の発動により、債務削減の対象となった部分は、国内発行債券と見られる。ギリシャ財務省は、2012 年 2 月 24 日に額面総額 2,060 億ユーロのギリシャ国債を保有する民間投資家に対し、PSI（民間部門関与、実質は債務削減）を提案した²⁷⁾。

PSI は、対象国債の額面 31.5% 分については、新規発行のギリシャ国債と借換え、対象国債の 15% 分については、EFSF 債券（2 年以内償還）と借換え、残りの 53.5% は債務を棒引き、という内容であった。新規発行のギリシャ国債の条件は、最終満期 2042 年、元本返済は発行後 11 年後から部分的に開始（Amortization）、クーポン（利払い）は 2015 年までは 2%、2021 年までは 3%、その後は 4.3% とされた²⁸⁾。すなわち、元本返済は 2023 年から部分的に開始されるが、最大 30 年債の超長期債もあり、しかもクーポンは 2%（当初 3 年）という条件である。実質 70% の債務削減といわれる所以である。PSI により、1,100 億ユーロ近いギリシャ国債が棒引きされ、約 650 億ユーロの最長 30 年債が借換え発行、約 310 億ユーロの EFSF 債（2 年債）が借換え発行、ということになった。図表 6 は、2011 年 12 月時点、2012 年 12 月時点、2013 年 9 月時点のそれぞれの債務返済予定額を示す。PSI を前後して、2014 年から 2015 年の債務返済額が大幅に削減されている。

EFSF から 2012 年 4~6 月に 702 億ユーロが実行された。しかし、ギリシャが財政緊縮策を立案できず、2012 年 6~11 月の期間、EU や IMF からの支援

図表6 ギリシャ債務返済予定額の推移(10億ユーロ)

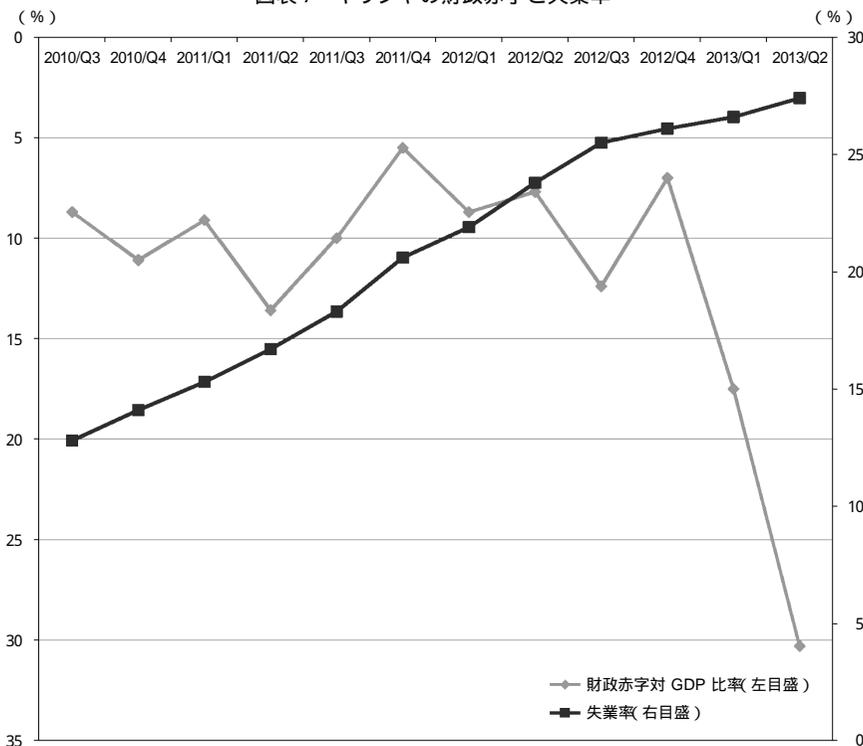


(出所) Greek Ministry of Finance から作成。

払い込みが凍結された。ギリシャでは6月に総選挙が実施され、3党連立政権となったが、財政削減の先延ばしで合意した。しかしEUがこれにすぐに応じなかったため支援が凍結されたが、2012年12月に財政赤字対GDP比率を2年遅らせ2016年とすることで、ギリシャと合意した。このため2012年12月に融資が再開された。

PSI以降、ギリシャ向け支援策として議論されてきた構想には、大きく4つあった。第一には、一層の債務長期化と金利引下げといった債務再編である。PSIで30年債へ借換えられたものの、IMFやEFSFの融資は短期的なものもあり、また第一次支援の金利は市場金利を基準としていた。第二には、ECBがSMP(証券市場プログラム)等で購入した国債の償還益を活用することである。ECBは大幅額面割れでギリシャ国債等を購入したが、額面で償還されれば、利益が発生する。この償還差益をECBがギリシャ中央銀行に戻し、さらにギリシャ中央銀行が政府財政に納付金として繰り入れることである。第三には、パイバック構想で、IMFやEFSFから融資された資金のなかから、ギリシャ政府が額面割れ国債を買い戻し、消却することである。この構想は2012年12月に実施された。第四には、IMFとEUが対立しているが、OSI(公的部

図表7 ギリシャの財政赤字と失業率



(出所) Eurostat ホームページから作成。

(注) Q は四半期。

門関与)である。PSI は民間部門に限って、債務を削減した。そして ECB など公的部門は対象外とした。しかし、OSI では公的部門にも負担を求めることになる。IMF が OSI を要求しているが、ドイツを中心に EU は反対している。

しかし 2013 年現在のギリシャ経済は、厳しい状態にある。図表7はギリシャの財政赤字対 GDP 比率と失業率を四半期ベースで示すが、財政赤字は 2012 年前半の -7~8% から 2013 年第 2 四半期には -30.3% まで悪化している。また失業率は 2010 年には 12.8% であったが、2013 年には 26.6% まで上昇している。財政支出が削減され、景気が悪化し、税収が減少する一方、失業率上昇から失業保険支出等が増加してしまい、かえって財政赤字が膨張するデフレスパイラルに陥っている。

EU 等の危機対応に注目すると、ESM が 2012 年 10 月にスタートした。EFSF は 2013 年 6 月末に新規支援を停止し、実質的に ESM に引き継がれた。ESM は前倒しでスタートし、2012 年 10 月 8 日に発足した。ESM は国際法に基づ

く政府間組織とされている。もともと ESM は EFSF と合計で 5,000 億ユーロが最大支援額と理解されてきたが、ESM のホームページによると、2013 年現在、合計で 7,000 億ユーロが最大支援額とされている。ESM の説明によると、EFSF がすでにアイルランド、ポルトガル、ギリシャに合計で 1,920 億ユーロを融資しており、さらにスペイン向けの銀行再建で最大 1,000 億ユーロの融資を決定している。このスペイン向けの支援分は ESM に移管され、ESM の最大支援可能額 5,000 億ユーロに含まれる。したがって、5,000 億 + 1,920 億ユーロで 7,000 億ユーロとされている²⁹⁾。

2 キプロスの銀行危機と背景

キプロスの銀行と財政が危機に瀕した。直接の契機は、ギリシャ国債の実質デフォルトである。まず、キプロス危機を検討する前提を明らかにしておく。第一に、キプロスの地理的および軍事的側面である。キプロスはトルコの南下の地中海に位置する島国であるが、シリア、イスラエル、イラクといった紛争地域に極めて地理的に近い。イギリスはキプロスに軍事基地を有し(1960年までイギリスは宗主国)、シリアの情報収集をしている。またイラク戦争時には、イラクへ英米機がキプロスから飛び立った³⁰⁾。ギリシャに続き、キプロスに EU 加盟(2004年)とユーロへの参加(2008年)をユーロ圏諸国が認めた背景には、ギリシャやキプロスの地理的・軍事的側面を考慮した可能性がある。なお、キプロスは 2011 年 12 月に、南部の地中海沖に推定 5~8 兆立方フィートの天然ガス埋蔵を発表し、ギリシャ、イスラエルと共同で、欧州向けパイプライン構想を進めている。

第二に、ロシアとの関係である。まず宗教的に、キプロスではギリシャ正教が中心であるが、ギリシャ正教はロシアに伝わりロシア正教となった。西暦 990 年にロシアはロシア正教を国教とし、1917 年まで国教であった³¹⁾。現在でも、ロシア正教の影響は強く、文化面でもロシアとキプロスは近い。また 1997 年には、キプロスは敵対するトルコに対抗するため、ロシアからミサイルを購入しようとした。さらに、1998 年にはロシアのエリツイン大統領(当時)がキプロスと租税条約を結び、ロシア企業はキプロスで申告・納税すれば、ロシアでの納税が免除された。ロシアでの法人税率が 20% に対し、キプロスでは 10% であった。さらに 2011 年 12 月には、ロシアがキプロスに 25 億ユーロを融資

した。

第三に、トルコとの関係であり、1974年にキプロスをめぐって、トルコが軍事介入し、ギリシャと戦争になった。1980年には、トルコが支配する北キプロスは独立を宣言した（トルコ以外の国は認めていない³²⁾。このため、現在でもキプロスには、南北間に国連 PKO が駐留し、緩衝地帯がある。この問題はトルコの EU 加盟にも関わっており、南北の分断によって、トルコは EU 加盟条件のひとつである移動の自由を認めていない、とされている。こうした歴史を背景に、1997年に（南）キプロスはロシアからミサイルを購入し、トルコに対抗しようとした。他方、（南）キプロスがギリシャと密接な政治・経済関係にあり、今回のギリシャ国債問題とも関わってくる³³⁾。

以上のような文化的・地理的要因を背景として、キプロスの対外・対内直接投資は、ロシア、ギリシャ、イギリスが中心となっている。キプロス政府は直接投資に関し、国別の詳細なデータを公表していないが、キプロスへの直接投資の上位3か国は、第1位ギリシャ、第2位イギリス、第3位ロシアである（2011年、フローベース³⁴⁾。すでに述べたように、1999年にロシアはキプロスと租税条約を締結しており、キプロスへの直接投資が急増した。また2008年においては、キプロスからロシアへの直接投資が13億ユーロに達したと推定される。このキプロスからの対ロシア直接投資は、キプロスのロシア企業によるものと言われている。フィナンシャル・タイムズによると、キプロスへのロシアからの直接投資は3億ユーロ（2011年、フロー）に近く、キプロスからロシア向け直接投資も120億ユーロ（同）に達している。ドイツを中心として、EU 主要国は、キプロスがロシアのマネーロンダリングに利用されていると懸念してきた³⁵⁾。この点が、キプロスの銀行救済にあたり、ユーロ圏諸国が強硬であった重要な背景であり、ドイツが税金投入にあたり、ドイツ国民からの批判を恐れた背景であった。

キプロスの銀行は二大銀行体制であった。最大手はバンク・オブ・キプロス (Bank of Cyprus) であり、後述するように、今回の金融支援でも存続することとなった。同行は1899年に、ニコシア貯蓄銀行 (Nicosia Savings Bank) として設立され、1912年にバンク・オブ・キプロスとなり、同時に公募会社となった。現在、世界に556の支店 (branch) を有し、うち190がロシア、181がギリシャ、126がキプロス国内となっており、キプロスの銀行というよりも、ロシアとギ

リシャの銀行と言える³⁶⁾。同行の総資産は2010年12月期における570億ドルから、2011年12月期には485億ドルに減少し、同じくTier 1も39億ドルから26億ドルに減少している。また税前利益は赤字に転落し、自己資本比率は11.9%から8.4%に低下し、不良債権比率は7.3%から10.2%へ上昇している。

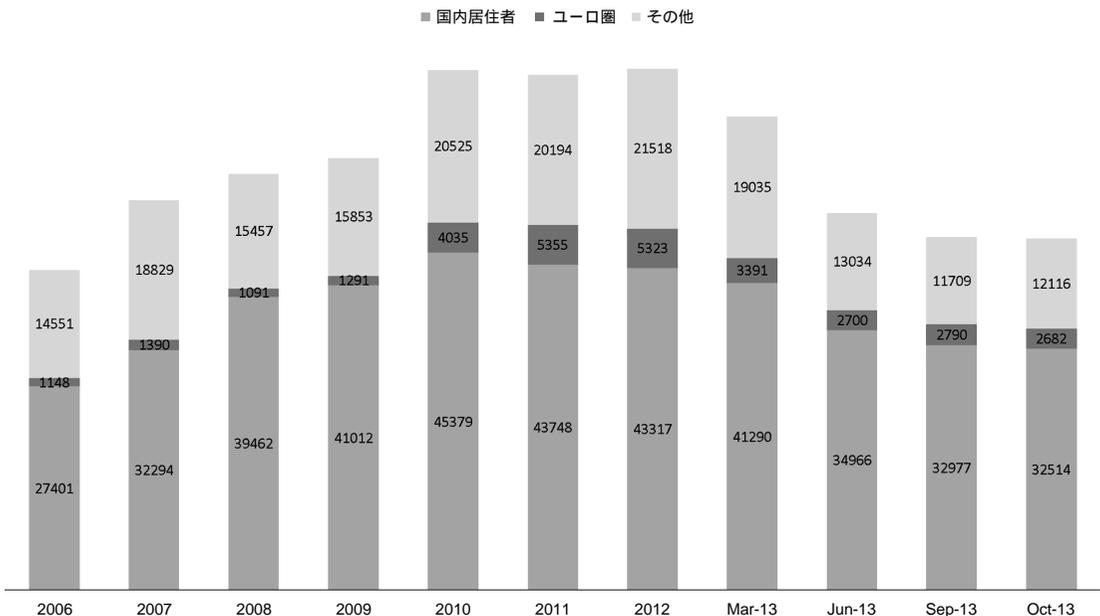
ついでマーフィン・ポピュラー・バンク (Marfin Popular Bank) であるが、今回の金融支援でバッド・バンクと存続銀行に分割され、バッド・バンクは破綻処理され、存続銀行はバンク・オブ・キプロスに引き継がれることとなった。マーフィンは1901年にキプロスのリマソルで4人の個人によって、リマソル・ポピュラー貯蓄銀行として設立された。1924年に公募会社に転換し、同時にリマソル・ライキ・バンク (Laiki Bank of Limassol) として登録された。2011年にマーフィン・ポピュラー・バンクにより、約5億ユーロというキプロスの会社としては過去最大の増資が実施された³⁷⁾。2010年現在、同行の貸出残高の国別内訳を見ると、キプロスが38%に対し、ギリシャが45%となっており、ギリシャ向けの貸出が半分近い³⁸⁾。2012年に、銀行名をキプロス・ポピュラー・バンクに、取引名 (its trading name in Cyprus) をライキ・バンクと変更した。マーフィン (2010年12月期) とキプロス・ポピュラー (2011年12月期) の指標を見ると、総資産は562億ドルから437億ドルに減少し、同じくTier 1も減少、税前利益では大きく赤字に転落し、不良債権比率は7.3%から13.9%へ倍近く上昇した。

キプロス系銀行によるギリシャ国債の保有と損失については後述するので、ここではギリシャ向け貸出に触れておく。キプロス・ポピュラー・バンク (ライキ・グループ) のアニュアル・レポートによると、同行の貸出残高は310億ユーロであるが、キプロス国内が98億ユーロ、ギリシャ向けが126億ユーロとなっており、ギリシャでの貸出が大きい。業種別に貸出残高を見ると、住宅ローンが93億ユーロ、建設・不動産向けが44億ユーロであり、住宅・不動産関係が中心である³⁹⁾。ギリシャにおける住宅価格指数は、1997年を100とした場合、2008年に261まで上昇したが、2012年には199まで低下し、2012年の下落率は11.8%となった⁴⁰⁾。こうした傾向はキプロスでも同様で、住宅価格指数は2010年を100とした場合、2008年には104であったが、2011年第4四半期には90まで低下した⁴¹⁾。ピークから15%程度、住宅価格は低下した。

したがって、キプロス・ポピュラー・バンクの場合、ギリシャとキプロスにおける住宅・不動産中心に貸し出し、住宅価格の低下によって、貸出が毀損したと見られる。

では、キプロスの銀行には、どのような地域や国から預金があつまっていたのか。これを見たものが、図表 8 である。キプロス中央銀行によると、国内居住者による預金が 2006 年には 274 億ユーロであったが、2012 年には 433 億ユーロに増加した。ついでキプロス以外のユーロ圏からの預金が、2006 年には 11.5 億ユーロであったが、2011 年に 53.6 億ユーロへ増加し、2012 年には 53.2 億ユーロへ減少した。これは主として、ギリシャからの預金と言われている。そして、ユーロ圏以外からの預金が 2006 年には 146 億ユーロであったが、2012 年には 215 億ユーロまで増加した。このユーロ圏以外からの預金が、ロシアからの預金と言われている。2009 年から 2010 年にかけて、一挙に 50 億ユーロ近く増加した。フィナンシャル・タイムズは、キプロスにおけるロシアの預金は 80 億～350 億ユーロというドイツの情報機関の見解を紹介している⁴²⁾。国内の居住者による預金にもロシア系企業による預金が含まれているため、ロシ

図表 8 キプロスの銀行預金構成 (100万ユーロ)



(出所) Bank of Cyprus ホームページから作成。

ア系の預金は200億ユーロ(ユーロ圏以外の預金)を超えていたとされる。キプロスの銀行の預金には、ロシア系が多く含まれ、この点が独などユーロ圏による救済策の策定に影響したと見られる。またキプロスの銀行の資金調達において、預金が中心となり、債券発行の比重が低いことにもつながった。

2013年に入り、キプロスに対するユーロ圏の支援問題が議論されるなかで、キプロスへの海外からの預金は急速に流出している。ギリシャが中心と見られる、ユーロ圏からの預金は2013年1~10月で約20億ユーロ減、ロシアが中心と見られる、その他海外からの預金も同じく約90億ユーロ減となっている。ただし2013年12月現在、キプロスでは資本規制が導入され、海外への預金流出は規制されている。したがってロシアに還流せず、主として国内で引き出されていると推定される。

キプロスの銀行はロシア系も含め預金中心で調達してきたが、運用はギリシャ国債やギリシャ向け貸出が中心であった。図表9はEBA(欧州銀行監督機構)による、キプロス系銀行の調査結果である。バンク・オブ・キプロスの場合、コア Tier 1は2011年12月には17億5400万ユーロであったが、ソブリン保有額(対政府、貸出含む)は36億9800万ユーロ、うちギリシャが20億ユーロ、キプロスが6億1800万ユーロであった。しかし2012年3月には、ギリシャのPSIが実施されたため、ギリシャ国債の保有額が大幅に減少した。2012年6月期には同行のギリシャ・ソブリン保有額は1億ユーロまで減少(証券簿価はゼロ)した⁴³⁾。これに先立つ2010年12月時点での、EBAによるストレステ

図表9 キプロス系銀行のギリシャ国債保有額

(100万ユーロ、%)

		コア Tier 1	コア Tier 1 比率	ソブリン	うちギリシャ	うちキプロス
Bank of Cyprus	2011年12月	1,754	7.1	3,698	2,005	618
					2,068	498
	2012年 6月	1,655	6.9	1,933	105	789
					0	665
Marfin Popular Bank	2011年12月	139	0.5	4,112	3,202	357
					2,653	211
Cyprus Popular Bank	2012年 6月	1,034	4.4	2,811	364	2,152
					967	2,003

(出所) EBA ホームページから作成。

(注) 上段は簿価(貸出を含む)、下段は時価で証券形態。

ストでは、貸出残高の国別内訳も公表されたが、バンク・オブ・キプロスの貸出残高合計 376 億ユーロに対し、キプロスは 157 億ユーロ、ギリシャは 112 億ユーロであった。すでにこの時点でデフォルトした貸出の比率は 7.8% に達していた⁴⁴⁾。すでに指摘したが、ギリシャ、キプロスでの住宅・不動産の価格低下が影響したものと見られる。

ついでキプロス(マーフィン)・ポピュラー・バンクであるが、2011 年 12 月時点ですでにコア Tier 1 はマイナス 1 億 3,900 万ユーロであった。ギリシャの PSI 以前に、すでに債務超過であった。ソブリン関係の保有額は 41 億ユーロあり、うちギリシャが 32 億ユーロ、キプロスが 3 億 5,700 万ユーロであった。しかし、2012 年 3 月にギリシャ国債が PSI となり、ギリシャのソブリン保有額は時価で大幅に減少し、3 億 6,400 万ユーロとなった。他方、同行によるキプロス国債の保有額は大きく上昇し、2012 年 6 月には 21 億 5,200 万ユーロとなった。これはキプロス政府による同行への資本注入が実施され、コア Tier 1 が 10 億 3,400 万ユーロへ回復したため、キプロス国債の保有が増えたと見られる。キプロス政府は同行に、17 億 6,000 万ユーロの普通株による資本注入を実施した。同行の普通株が 20 億ユーロ近く毀損したためであり、主因はギリシャ国債、ギリシャ向け貸出での損失であった。

17 億 6,000 万ユーロもの銀行への公的資金注入は、キプロスの政府財政に大きな負担となった。キプロスの政府財政は、2012 年の歳入 66 億ユーロ、歳出が 75 億ユーロ(いずれも決算)といった規模である⁴⁵⁾。したがって 18 億ユーロ近い銀行への公的資金注入は財政にとって、極めて重い負担であった。

3 キプロスの財政破綻と公債

キプロスの公債残高(借入形態を含む)は 2006 年~2008 年にかけて、残高は 150 億ユーロ前後で推移しており、大きな変化はなかった。ユーロに参加し、景気も好調であったから、対 GDP 比での公債残高(借入を除く)は 64.4% (2006 年) から 49% (2008 年) へ低下し、不安視されることはなかった。しかし金融危機を経て、状況は一変した。公債残高は、2009 年には 169 億ユーロ(対 GDP 比 58.5%)、2010 年に 183 億ユーロ(同 61.3%)、そして 2012 年には 235 億ユーロ(同 86%) まで増加(上昇)した。

2013 年における新規発行の内訳構成を見ると、TB(財務省証券、満期 13~52

週物)が32%, ECP(Euro Commercial Paper, 外貨建て短期証券, 満期1~12か月物)が10%, 国内債が23%, そして借入が35%であった⁴⁶⁾。13週物のTBの発行利回りは5%前後, 残存期間2年の国債の流通利回りは15%前後であった。格付け機関からキプロスの格付けは急速に引き下げられたことが影響した。2010年11月にキプロス長期国債(ユーロ建て)の格付け(S&P)はシングルAに引き下げられたが, 2011年10月にはBBBまで下げられた。これはECBの適格担保からはずれ, ECBからの借入が不可能となり, また国際的な起債はほぼ不可能な水準であった⁴⁷⁾。2012年6月25日, キプロスはユーロ圏に救済を求めた。しかし当時のキプロス政権がロシア寄りだったこともあり, ユーロ圏の対応は遅かった。その後, 2013年2月の大統領選で中道右派が勝ち, 2013年3月に急速に救済策が進展した。

2013年3月上旬時点で, キプロスに対するユーロ圏の救済スキームとしては, 3つの選択があった。第一はベースケースで, 必要額が167億ユーロ, うち100億ユーロが銀行救済, 67億ユーロが政府財政の資金繰りに必要というものであった。このケースでは, 14億ユーロになる銀行社債(junior bond=劣後債)の債権放棄も含まれていた。第二は, 民営化で15億ユーロ, 法人税税率10%を20%に引き上げ, 資本所得への源泉課税を28%へ引き上げ,

ロシア借入の返済期限延長等で, 必要額を147億ユーロに圧縮というスキームであった。第三は, すべての銀行社債(senior bond=優先債を含む)の債権放棄, 預金保険の対象とならない預金の没収(bail)で, 必要額を94億ユーロに圧縮(うちキプロス国債の50%ヘアカットで55億ユーロ)するものであった⁴⁸⁾。

2013年3月20日時点で, ユーロ圏はキプロスへの100億ユーロ支援に合意したが, 10万ユーロ以下の預金(預金保険対象)も含む預金課税, 優先債(銀行社債)を除く社債債権放棄, という内容であった。これが預金課税で58億ユーロの捻出(10万ユーロ超では9.9%課税, 10万ユーロ以下では6.75%課税), 別に銀行社債(劣後債)の債権放棄で14億ユーロ, 民営化で14億ユーロをキプロスに義務づけた構想であったが, キプロス議会によって否決された⁴⁹⁾。

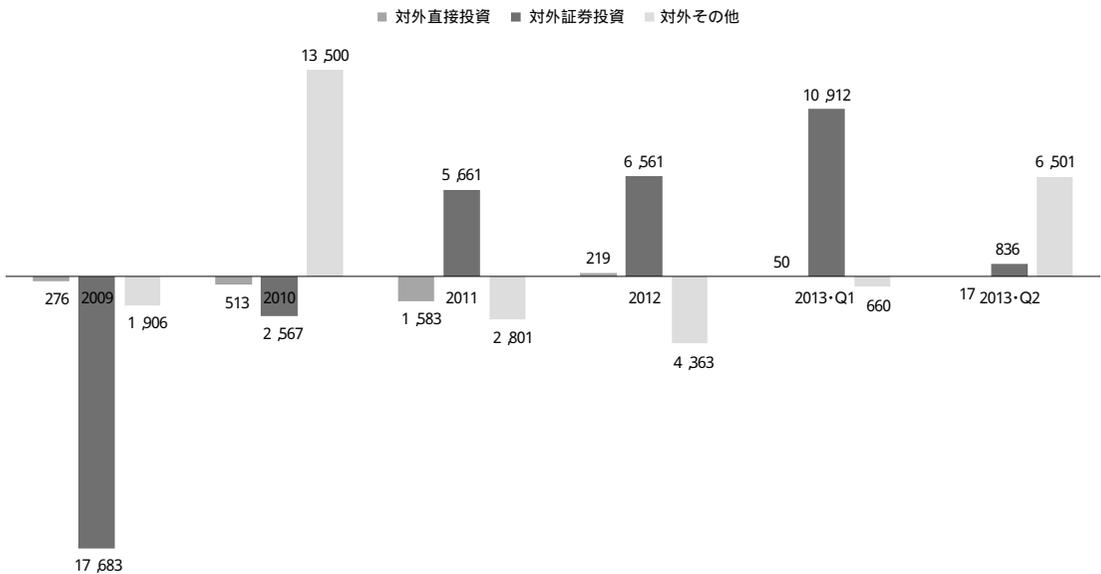
最終的に3月25日に決着したが, キプロス・ポピュラー・バンク(ライキ・バンク)を分割し, そのバッド・バンク(不良債権)を同行の10万ユーロ以上の預金によって償却するものであった。さらに, 10万ユーロ以下の預金はバンク・オブ・キプロスに移管する, ライキ・バンクのユーロシステムから

の借入 90 億ユーロもバンク・オブ・キプロスへ移管， バッド・バンクには，ライキから 10 万ユーロ以上の預金合計 42 億ユーロと，不良債権 70 億ユーロを移し償却する， バンク・オブ・キプロスでの 10 万ユーロ以上の預金は当面凍結，将来はヘアカットされるが額は未定， ライキのすべての銀行社債（優先債を含む）は債権放棄， バンク・オブ・キプロスの自己資本（コア Tier 1）比率が 9% となるよう資本注入，といった内容であった⁵⁰）。ユーロ圏からの支援 100 億ユーロ（うち 10 億ユーロは IMF）は同じで，議会も合意した。納税者の負担を回避し，株主，社債保有者，高額預金者の負担を求めた。

2013 年 3 月 16 日から 27 日まで，キプロスの銀行は営業を停止したが，再開にあたり，資本規制が導入された。その概要は， 預金引き出しは 1 日あたり 300 ユーロまで， 5,000 ユーロ以上の送金にはキプロス中央銀行の許可が必要， 海外でのクレジット・カード使用はひと月あたり 5,000 ユーロまで， キプロス国民は海外旅行に際し，3,000 ユーロまでの持ち出しに限定，といったものであった。この規制に関し，プリューゲル（シンクタンク）のウォルフ（Wolff）は，資本規制は公共の安全のためにのみ正当化されるとした，EU 条約 63・65 条に抵触するとコメントした⁵¹）。資本規制の導入は当初，キプロスが EU および IMF と救済策について最終合意するまでの 2 週間とされた。しかし，2013 年 4 月下旬現在，規制の解除は早くても 2013 年 9 月と言われていたが，2014 年にずれ込んでいる。存続するバンク・オブ・キプロスのリストラが完了（預金保険対象外の預金を 60% ヘアカット，ライキ・バンクからの資産移譲）してから，規制は解除される見通しとされる。2013 年 12 月下旬現在，キプロスでは個人は小切手を現金化できず，新しい銀行口座を開けない状態が続いている⁵²）。

こうした資本規制の影響もあり，キプロスの資本収支は流出が減少している。図表 10 はキプロスの対外投資動向を示している。2009 年には対外証券投資が 177 億ユーロの流出超であったが，2013 年第 1 四半期には 109 億ユーロの流入超に転じている。すなわち対外的に資金が出ていかず，対外証券投資の資金が償還等により還流している。また対外その他収支については，2012 年には 44 億ユーロの流出超であったが，2013 年第 2 四半期には 65 億ユーロの流入超に転じている。その他収支は銀行間貸借等から成るが，対外的な銀行貸出は急減していると見られる。

図表10 キプロスの対外投資(100万ユーロ)



(出所) Bank of Cyprus ホームページから作成。
 (注) Q は四半期。

EU では EU 委員会の諮問機関が 2009 年 2 月に金融監督・規制に関する包括的な見直しに関する提言(通称ドラロジエール・レポート)が公表され、その後同提言に沿った形で金融規制改革が進められてきた。2010 年 7 月には、EU 委員会は預金保険に関する EU 指令改正案を欧州議会に提出し、2012 年年末までに加盟国で多様であった預金保険の範囲等も統一する予定であった⁵³⁾。こうした状況にかかわらず、保険対象預金への課税が提案されたことになる。また 2013 年 12 月現在、預金保険制度の財源問題については、ユーロ圏で議論が進んでいない。

ギリシャ国債の PSI によって、キプロスの銀行は大きな損失を計上し、破綻と再編を余儀なくされた。またキプロスがロシアからの資金を受け入れ、ロシアマネーのマネーロンダリング地とみなされてきたことも問題を複雑にした。ドイツを中心とするユーロ圏各国は、自国民による税金投入を極力避け、キプロス系銀行のステークホルダーに負担をまず求めた。枠組みは正論に見えるが、優先債(senior bond)を含む、すべての社債保有者に債権放棄を要求した、実施は見送られたが、10 万ユーロ以下の預金保険対象の預金への課税を提案したこと、ユーロ導入以来、初めてとなる資本規制を導入し、ユーロ圏と

も資金移動が規制されていること、といった問題を含んでいる。優先債は、本来、返済が優先される債券であり、破綻処理において保険対象の預金と同じ位置にある。預金保険対象の預金が、銀行の破綻処理で没収（臨時課税）されるのであれば、預金保険に対する信頼を揺るがす。ユーロという同じ通貨が使用されているのに、送金規制されるのであれば、実質的に異なる通貨である。これらの問題をキプロス処理は突きつけている。

第3章 アベノミクスと証券市場

日本において、証券市場の構造的な変化が進行しているなかで、アベノミクスによる量的・質的金融緩和が実施され、その結果として証券価格の乱高下が発生した。ここで言う構造的な変化とは、株式市場では売買代金の60%が外国人投資家、しかもそのうち半分以上がヘッジファンドと言われる。ヘッジファンドのなかでも、CTA（商品投資アドバイザー）などトレンド・フォロー（相場動向に追従し、相場が上昇すれば買い、下落すれば売り）型のファンドが増加している。ヘッジファンドを含む、外国人投資家により、アルゴリズム取引（プログラム売買とも呼ばれ、コンピューターによるシステム売買）が株式市場のみならず、債券、外国為替市場でも増加している。株式市場では裁定取引を含み、指数取引が増加している。証券市場のインフラとして、高速売買（HFT, High Frequency Trade）に対応すべく、株式では東証（現在は日本取引所、以下同じ）アローヘッドが稼働している。債券でも先物に関して、同様な市場が整備されている。東証の債券先物市場は Tdex + と呼ばれ、0.005秒で売買されている。株式の高速売買では、1,000分の1秒での売買が増加し、コロケーションエリア（colocation area）からの発注が増加している。国債の保有構造では、銀行等国内金融機関のシェアが高い。しかし、債券先物では海外投資家による売買シェアが極めて高い。4月以降、債券先物の価格変動と（現物）国債利回りが非常に密接となった。

こうした証券市場の構造的な変化（海外ヘッジファンドとプログラム売買、先物・オプションなどデリバティブ取引の影響増加等）が、2013年4~5月における証券価格乱高下の本質的背景であったと考えられる。ここに外的要因として、アベノミクスが加わったため、証券価格のボラティリティが急上昇した、と考え

られる⁵⁴⁾。

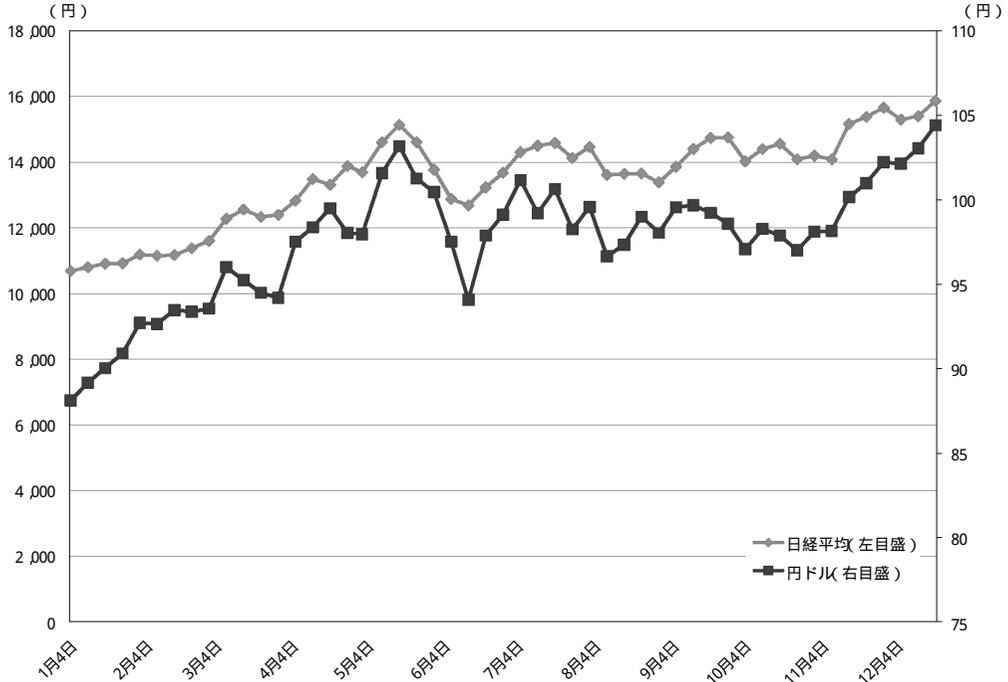
1 アベノミクスと株式市場

アベノミクスと金融政策についてまず確認しておく。アベノミクスは3本の矢と言われる。量的・質的金融緩和 財政支出 成長戦略、である。ここでは、黒田総裁による日本金融学会での講演をもとに検討する。まず、黒田総裁は「強く明確なコミットメント」を強調し、「2%の物価安定目標を、2年程度の期間で実現」するとした。このため、「量・質ともに次元の違う金融緩和」を実施するとされた。具体的には、マネタリーベース：年間60~70兆円の増加(2年間で2倍)、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)、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)、である。また黒田総裁は、「わかりやすい金融政策」を重視し、「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した。また量的な緩和の指標として、マネタリーベースを選択した。こうした金融政策による、「量的・質的金融緩和」の効果は、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、とされた⁵⁵⁾。

黒田総裁はポートフォリオ・リバランス効果を挙げているが、他方で白川前総裁時代からの補完当座預金制度(超過準備への付利)には、変更を加えていない。これは、日銀当座預金が積み上がり、民間銀行貸出が伸びない要因との指摘もある。しかし、他方で日銀は資金供給の一方で、準備預金付利で資金吸収している。日銀は付利により0.1%でファイナンスし、長期国債で運用し、ツイストオペである。量的緩和のために付利で当座預金を積んでいる等の評価がある。

すでに安倍首相の就任と金融緩和を先読みして、2012年後半から株価は上昇していた。株価上昇の開始は、2012年11月14日に、野田前首相の解散表明がなされた時点であり、日経平均株価は8,660円であった。11月30日には、9,446円へ上昇した。12月28日には10,395円となった。同時に急速な円安が進行し、2012年11月14日には、円は対ドルで79円台であったが、12月31日には86円まで円安が進んだ。2013年1月以降、日経平均は図表11が示すように上昇が続く。日経平均は2013年1月4日10,688円であったが、3月

図表 11 2013年の日経平均株価と円ドルレート



(出所) 日本経済新聞社ホームページ等から作成。

29日には12,398円へ上昇し、5月23日には15,942円と、野田解散発言から約半年で84%の上昇となった。さらに11月に入り、米FRBがQE縮小に踏み込み、米株価が上昇したため、日経平均は15,000円台へと上昇した。また株価上昇と同時に円安が進行し、高い相関が見て取れる。海外のヘッジファンドは「日本株ロング・円ショート」であった。リーマンショック後の2008年、日本に投資するヘッジファンドは185億ドルであったが、2013年3月には225億ドルまで増加し、367社のファンドが日本へ投資していたと言われる⁵⁶⁾。

この時期の日経平均株価の上昇が、企業業績の改善に裏打ちされていたか、議論の余地はある。電機業界では家電メーカー中心に業績は厳しかったからである。2013年3月期決算で、電機大手8社のうち、5社が前期比で減収、3社が最終損益で赤字であった。電機業界では海外生産が進み、円安のメリットが小さくなっていると言われた。とりわけパナソニックは7,542億円の赤字、シャープは5,453億円の赤字であった。ソニーは430億円の黒字であったが、資産売却や金融部門等に起因し、電機事業は赤字であった⁵⁷⁾。

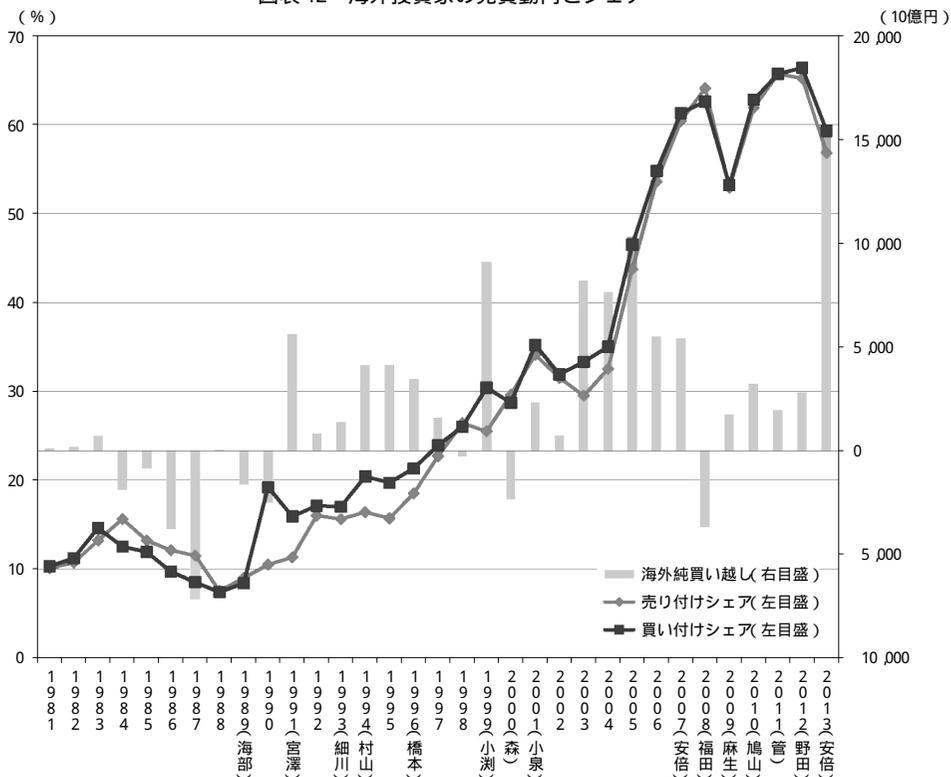
しかし、円安が急速に進行し、自動車など輸出産業の収益が改善したことも事実であろう。トヨタ自動車の2013年4~6月期決算では、連結営業利益が6,633億円と、前年同期に比べ、90%程度増加した。円安が進行し、自動車など輸出産業の業績改善を先取りする形で、株価が上昇した面もあった。株価収益率(PER)も15~16倍程度で推移し、過熱とは言い難い。しかし、新興国の株価が調整し、米QE縮小が懸念された面もあり、ユーロ不安も払拭されず、相対的な比較により、日本株がヘッジファンドにより選好された側面が最も強いと思われる。

2013年3~5月に売買が多かった銘柄に、値がさ株で日経平均株価(225)に採用される銘柄が目立つ。ファーストリテイリング、ファナック、ソフトバンク等である。典型はファーストリテイリングで、3月の売買代金順位では9位で6,547億円、4月も13位で7,976億円、5月も8,139億円であった。ファーストリテイリングは2013年3月には株価は約25,000円であったが、5月には約40,000円まで高騰していた。ファーストリテイリングは日経平均株価の採用銘柄であるが、50円額面とみなされており、25,000~40,000円という株価がそのまま日経平均株価で計算される。このため、日経平均への影響は大きく、5月30日には日経平均は737円下落したが、このうちファーストリテイリング1社で166円日経平均を下げた、と言われる。同社の株価が4,150円低下し、除数24,975で割ると、166円になるからである。後述するように、ヘッジファンド等が先物との裁定取引で、現物の日経平均を「操作」するうえで、ファーストリテイリングはターゲットになった可能性が高い⁵⁸⁾。日経平均株価は225銘柄を売買すればよいが、TOPIXは東証1部全銘柄を売買することになり、裁定取引のためには現物の株価指数として日経平均株価が選好されやすい。

図12は取引所取引(東証,大証)の日本株取引における海外投資家のシェアを示している。現物株取引(売買代金)における海外投資家のシェアであるが、1980年代には10%前後であったが、その後継続的に上昇してきた。特に2003年から2008年にかけて急上昇し、2008年には売り付けで64%、買い付けで62.6%となった。2003~2008年は、世界的にヘッジファンドが急成長した時期であり、このため日本でも海外投資家のシェアが上昇したと推定される⁵⁹⁾。

その後、海外投資家のシェアは一時低下したが、2011年から2012年につ

図表 12 海外投資家の売買動向とシェア



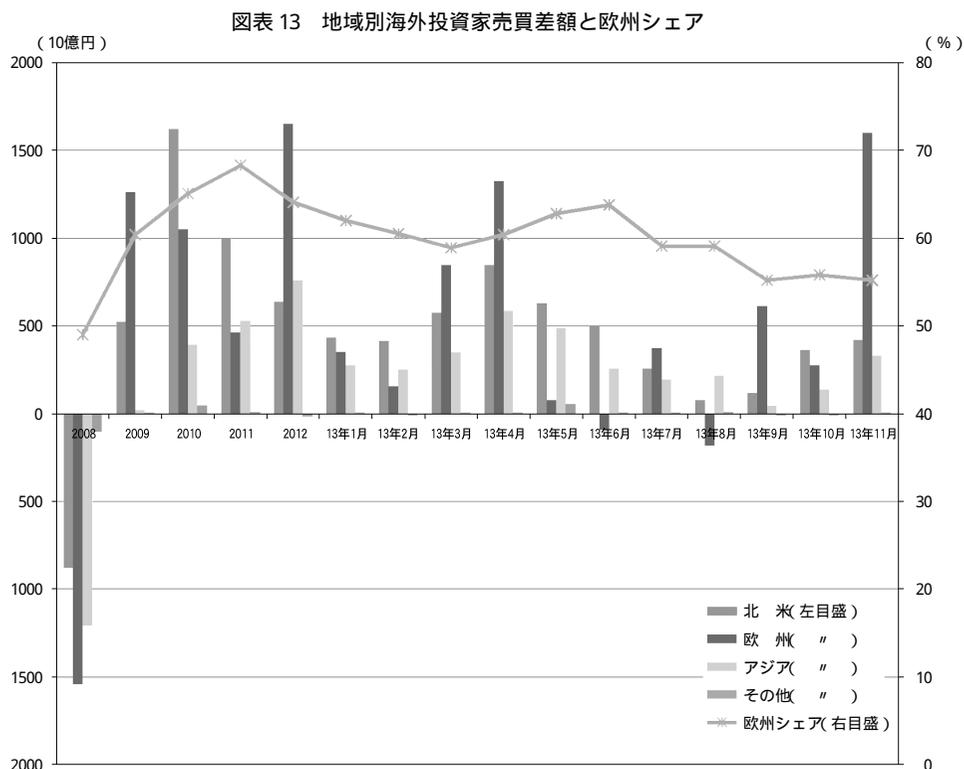
(出所) 東京証券取引所ホームページ等から作成。
 (注) カッコ内は首相。

65% 前後へ上昇した。また 2013 年に入り、月次では 55~59% となっていたが、6 月には 63~64% へ上昇した。海外投資家のシェアが 60% 程度であることは、海外投資家の動向で、日本株の株価動向が規定されることを意味する。2013 年に海外投資家の買い越し額は 15 兆円を超え、過去最高となった。

しかし、海外投資家、特にヘッジファンドが常勝かという点、そうではない。今年の 5 月の相場下落で、世界の多くのクオンツ・ファンドが損失を計上した。特に、CTA (商品投資顧問) と言われる、相場のトレンドに追従するタイプのファンドが、アメリカの量的緩和縮小の懸念による債券価格下落で損失を被った、と言われる。イギリスの大手ヘッジファンドである、マングループの旗艦ファンドである AHL は資産総額 164 億ドルであったが、2013 年 5 月に資産の 11% にあたる損失を計上した⁶⁰⁾。マングループはヘッジファンドながら、ロンドンで上場しており、マングループの損失でロンドンの株価が低下したと言

われる。

日本株の海外投資家に係るデータとして、東証が公表してきたもうひとつのデータが、地域別の海外投資家売買動向である。図表13は地域別海外投資家売買差額と欧州系のシェアを示している。2008年には米系、欧州系とも大きく売り越した。リーマンショックにより、海外投資家による日本株保有は縮小したと見られる。2010～2011年、北米系の投資家により買越額が拡大した。ただし、売買代金における欧州系のシェアは2011年には68%まで上昇した。2012年には、欧州系の投資家による買い越しが増加した。さらに2013年に入り、3月、4月中心に欧州系が買い越している。しかし5月には欧州系の買越額が大きく減少した。6月には欧州系が売り越す一方、北米系は買い越した。こうした欧州系の動向を見ると、欧州系はヘッジファンドのような回転が速く、「逃げ足が速い」資金が中心と見られる。他方、米系はSWFや年金、投資信託のような機関投資家の比重が高く、長期的な資金が中心と見られる。一般に



(出所) 東京証券取引所ホームページから作成。

ヘッジファンドは米系中心と言われるが、東証のデータでは欧州系がヘッジファンドの動向に近いと見られる。資金の源泉は米国であっても、ロンドンが発注拠点であるケース、また欧州地域のタックス・ヘイブンが実際の運用拠点であるケース等が考えられる。

2012年から2013年8月にかけて、欧州系の売買代金でのシェアはおおむね60%台で推移し、中心的存在であった。総体的な評価として、アベノミクスが注目された2013年上半期の株式市場は欧州系の資金が中心、5月の株価低下も欧州系の売りが中心、欧州系の投資家は極めて短期的な行動をしており、ヘッジファンドが中心と見られる。

次に海外投資家を個人投資家との比較で、別の側面から検討しよう。2013年に入り、海外投資家が買い主体であった。2013年に、個人投資家は7月までは売り越しで、買い越したことはない。8月に買い越しに転じたが、9月以降、再び売り越している。個人は新規上場株の取得が多いが、初値で売却すると、統計上は売り越しとなる。

個人投資家に関わって、「株高で高額消費が伸びる」といった論調がしばしば見受けられる。例えば、「5月中旬までの株価上昇が消費者の財布のヒモを緩くしたと言えそうだ」といった報道である⁶¹⁾。しかし、株価上昇で個人消費（高額品が中心）の増加があったとすれば、長年「塩漬け」であった保有株式を処分し、その資金で高額消費に支出した可能性が考えられる。こうしたことから、まだ本格的な資産効果が発生しているとは言い難い。

海外投資家は全体としては、2013年4月から11月にかけて、一貫して買い越ししており、売り越しは6月の欧州系だけである。こうしたことから、欧州系のヘッジファンド（CTA等）は5月から6月に売り越したが、欧州系の機関投資家も含み、北米の投資家も2013年5～6月に買い増したと推定される。例えば欧州系でも、ノルウエー政府年金基金は2012年9月から2013年6月25日までで、日本株を1兆1,291億円増やし、2兆4,114億円の保有残高と言われている⁶²⁾。6月以降、欧州系を含み、政府系SWF等の長期投資家が買い越しと推定される。8月に欧州系は約1,200億円程度の売り越しに転じたが、9月に2020年の東京オリンピックが決定したこともあり、9月以降、欧州系も含み海外投資家は買い越しになった。

2013年を通じ、海外投資家の買い越し額は15兆円を超えて、90年代以降で

は最高水準と言われている。90年代以降、海外投資家の買い越しは、大きな波が3回あった。1回目は1999年であり、小渕政権が強力に内需拡大を進めた年である。2回目は2003~2005年であり、小泉政権が構造改革(郵貯民営化等)を進めた時期である。3回目が2013年であり、安倍政権がアベノミクスを推進した年である。海外投資家の売買動向と株価は、政権のスタンスによって規定されていると言える。

2 海外投資家とデリバティブ

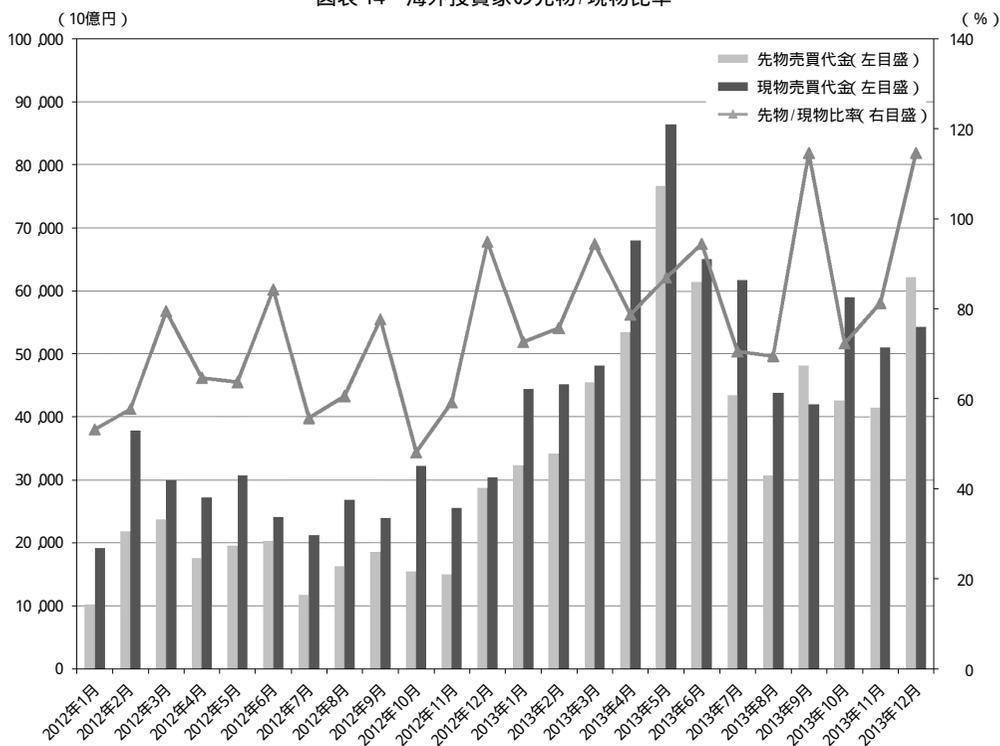
以上のように、2013年に海外投資家の現物株売買におけるシェアは、60%前後まで上昇した。同時に、海外投資家は先物やオプションなどデリバティブ売買を増加させてきた。2012年から2013年にかけて、海外投資家は現物のみならず、先物等の売買を急拡大させており、先物の影響から現物株の株価も動きやすくなっている。

図表14は海外投資家による先物と現物の株式売買代金と比率を示している。海外投資家の日経平均225先物(大証)と現物株式(東証)の売買代金である。比率は現物売買代金に対する先物売買代金の比率を示している。海外投資家の先物売買代金は、3, 6, 9, 12の先物決済月に増加する傾向にある。先物取引では決済月が決められて、取引されている。現物株に対する先物の比率を見ると、2013年3月に94.4%、同年6月に94.4%、同年9月に114.6%、さらに同年12月にも114.6%と上昇した。

海外投資家による現物株の売買増加に対応して、海外投資家による先物売買も増加し、現物と先物の売買はほぼ同規模になっている。また現物では銘柄が分散されるが、先物では実質的に特定銘柄(日経平均225先物、期近物)に取引が集中する。特定銘柄への取引集中は、ヘッジファンドなど海外投資家が同じ投資行動をとった場合、値動きが激しくなるリスクを内包している。海外投資家が先物を売買するのは、リスクヘッジのための買い(もしくは売り)、裁定取引等の増加、アルゴリズム(プログラム)売買の増加等である。海外投資家による先物取引拡大に伴い、現物株の株価への先物の影響も拡大している。

2013年1月から海外投資家による先物売りが増加している。これは裁定取引の増加が一因と見られる。裁定取引では、まず理論価格で割高となった先物を売り、現物(日経平均採用銘柄225)を買う。したがって、当初は先物が売ら

図表 14 海外投資家の先物/現物比率



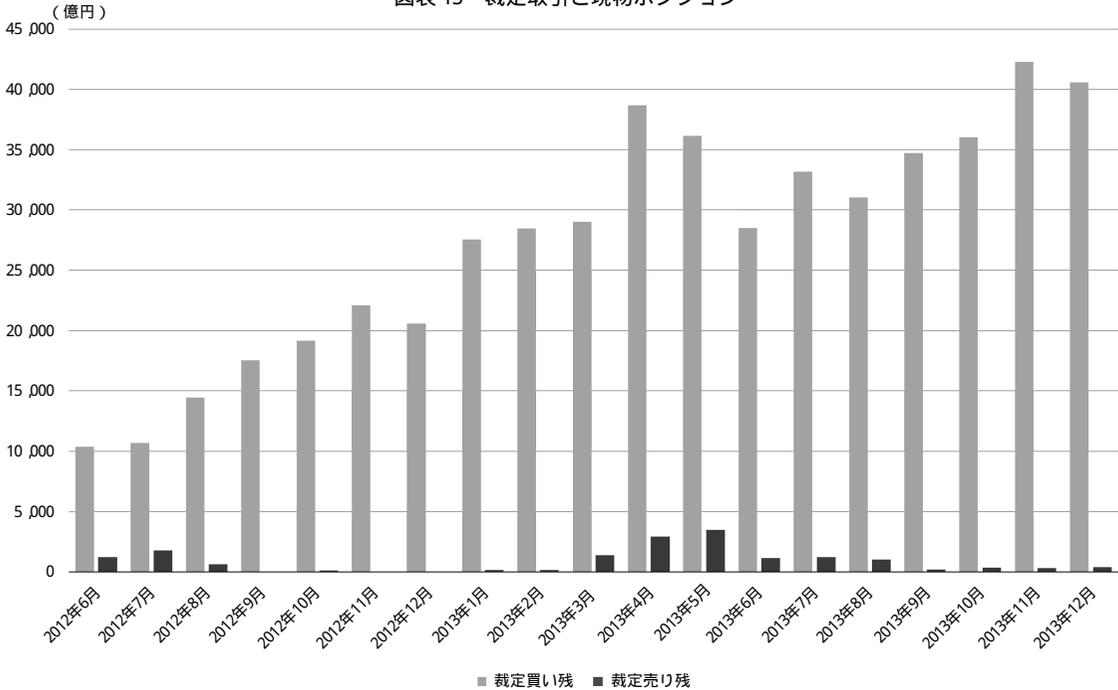
(出所) 日本取引所グループホームページから作成。

れ、現物が買われ、現物の日経平均は上昇する。しかし裁定取引では、ポジション解消時に、先物買い、現物売りで手じまう。このため、現物が売られ、「日経平均大幅安」(指数として下落しているが、実態はさほどではない)となる。日経平均先物での海外投資家のシェアは極めて高く、2013年に入り80%前後で推移しており、裁定取引は海外投資家が中心になって行われている。

図表 15 は、東証によって公表されている、裁定取引に係る現物ポジション(証券会社の自己申告により、裁定取引に関わって、現物株を買っている残高)を示している。裁定取引では、先物が理論価格より割高の時、「先物売り・現物買い」で取引が開始され、後日、先物が理論価格に一致する時、「先物買い・現物売り」で手仕舞い(取引終了)となる。このため、現物の日経平均は下落する。

図表 15 において、5月23日の株価低下に先立ち、4月末に裁定取引のため、現物の買いポジションが4兆円近くまで積み上がったことがわかる。先物が高くなり、そのため現物が買われるという先物主導の株価上昇がまず発生した。

図表 15 裁定取引と現物ポジション



(出所) 東京証券取引所ホームページから作成。

しかし、5月23日以降、逆流が始まった。6月末までに、裁定の解消等から、1兆円程度の現物売りが発生した。また5月23日以降、現物の株価低下から、先物にヘッジ売りが殺到し、先物が理論価格に近づくため、裁定の解消（先物買い、現物売り）で現物売りが加速した。先物主導での株価低下である。

日経平均先物については、証券会社別建玉（日経平均先物の取引残高が、どの証券会社経由で出されたか）が公表されている。5月17日現在、買い残では、ABN アムロが40,120枚、ニューエッジ証券が34,652枚と突出していた。この2社はヘッジファンド系の売買を仲介していると言われているが、裁定取引等の買い残が増加していたと見られる。2013年11月現在、裁定取引による現物買い残は4兆2,296億円と過去最高水準に達しており、いつ裁定解消から売り先行となってもおかしくない状態である。

株式市場が先物主導になった背景については、流動性が現物よりも先物で高いことが指摘されている。具体的には、値幅制限ルールの違い、空売り規制、レバレッジ比率などで、先物が売買しやすいため、である⁶³⁾。先物では、

海外投資家とならび、証券会社のシェアも高い。これは、海外投資家にオプションを販売するのは、証券会社だからである。海外投資家は株価先高感のある時、コール・オプション（買う権利）を証券会社から購入する。一段と株価が上昇して、買う機会を逸するリスクを避けるため、である。他方、証券会社は、リスクヘッジのため、先物で買いを入れる。海外投資家は市場実勢よりも安い価格で、コール・オプションを行使するので、証券会社は安い価格で売る義務が発生し、損失を被る。この損失は先物で買いを入れ、価格上昇時に売ることによってヘッジされる。先物とオプションは相互に影響しつつ取引が拡大する。

海外投資家による、日経平均プット・オプション（売る権利）の売買代金、同コール・オプション（買う権利）の売買代金、プットとコールの委託売買代金における海外投資家のシェア（平均）を見てみる。オプション市場における海外投資家のシェアは極めて高く、2013年に入り、93~95%で推移している。2013年1月以降、コール・オプションの売買が急増している。株価先高感から将来的に実勢より安値で購入できる権利を確保する動きである。他方、2013年2月以降は、プット・オプションの売買も増加した。株価低下時に備え、実勢よりも高値で売却できる権利を確保する動きである。5月23日の株価下落等は、先物・オプションなどデリバティブ取引がヘッジファンドなど海外投資家によって肥大化するなかで発生した。

東証では2010年1月4日からアローヘッドを稼働（1秒で1,000回の売買に対応するシステム、一般に高速売買＝HFT）した。海外で高速売買が主流となり、東証も国際競争に勝ち抜くために導入した。このアローヘッドにおいて、コロケーション（colocation）が設置された。コロケーションとは、発注速度を高めるため、取引所のホストコンピューターが所在する場所内に証券会社が発注サーバーを設置すること、である。換言すれば、場所（location）を共有（co）することである。

HFTの株式市場への影響としては、メリットとして、流動性の供給 注文件数の小口化が進み、注文件数が増加する ボラティリティ 抑制 HFTは相場トレンドに逆行する（逆張り）取引が中心である 取引コスト抑制 マーケットインパクトなどを抑制、といった諸点が指摘されている。他方、デメリットとしては、プログラムエラーによる市場攪乱リスク 類似するプログラムによる、一方向への価格形成リスク 多額のシステム負担、が指摘

されている⁶⁴⁾。

HFTではGPS(自動車ナビで普及)が活用されている。これは衛星によるGPSは、情報の伝達が極めて速いからである⁶⁵⁾。こうしたHFTは同時に、証券市場に大きな影響を与えつつある。高速売買が開始されて以降、証券会社のシェア分布に変化が生じた、という指摘がある。シェア上昇は10社中、3社のみとしている⁶⁶⁾。

東証によると、アローヘッド稼働後の1年間で、注文件数、売買代金において、コロケーションエリアからの比率が約35%まで上昇している。アルゴリズム取引による自動売買を主とする投資家の参入が進んでいる⁶⁷⁾。2013年現在、コロケーションの比率は60%程度まで上昇している。

3 国債と海外投資家

一般政府債務残高の対GDP比率は、粗残高(2013年)で、日本は228%、ユーロ圏平均は106%、米国は109%である。純残高(2013年)で、日本は145%、ユーロ圏平均は69%、米国は89%である。日本の政府債務残高は極めて大きい。

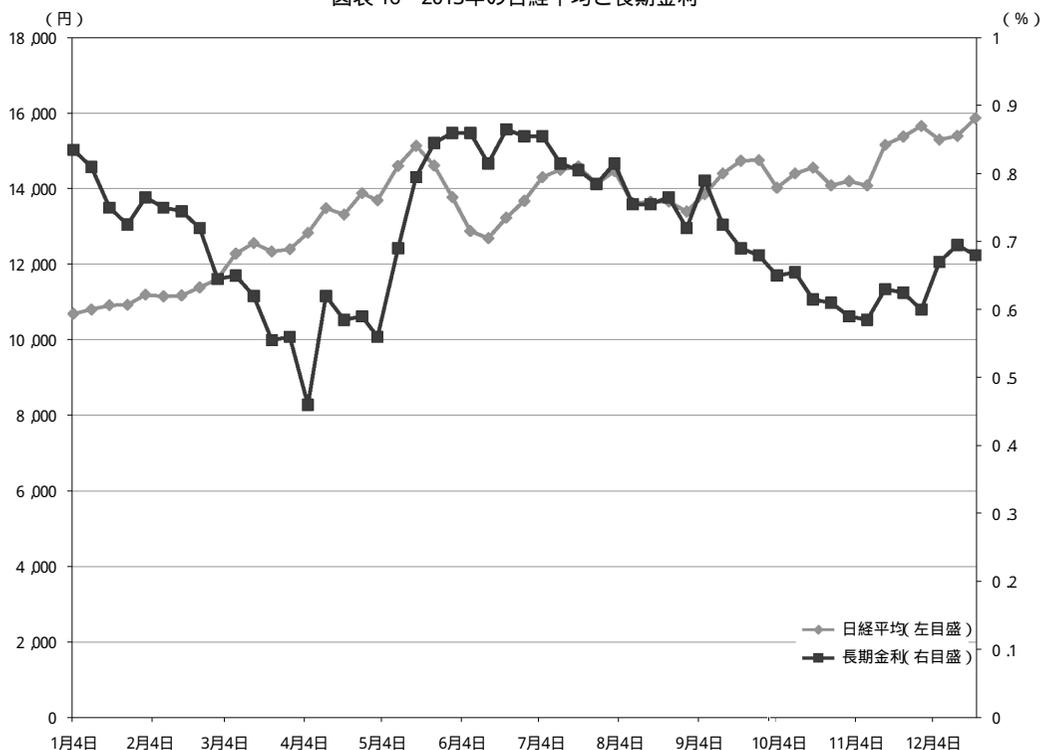
国債(割引国庫証券を含む)の保有構造を見てみよう⁶⁸⁾。2004年3月には、郵貯13.7%、民間銀行等が24%、日本銀行が14.8%、海外が3.6%であった。しかし2012年3月には、民間銀行(ゆうちょ含む)が37.5%、日本銀行が12%、海外が8.7%となった。最近の特徴としては、第一に民間銀行のシェア低下である。銀行等は2011年3月に41.5%とピークをつけ、2012年12月には37.5%と、4ポイント低下した。すでにアベノミクスに先行して、銀行は国債保有を減らしている。特にメガバンク中心に削減されている。第二に、日本銀行の2009年までの保有シェア低下と2009年以降の上昇である。2006年に量的緩和政策が解除され、日銀当座預金の残高が減少し、日銀の買いオペ額も減少した。しかし2009年以降になると、政策金利の誘導目標も0.1%となり、買切りオペも増額された。第三に、海外投資家のシェア上昇である。従来から、海外投資家は政府短期証券(外国為替資金証券が中心)の保有が中心であった。政府短期証券(割引国庫証券)は普通国債に含まれなかったが、2013年の財務省『債務管理レポート』では含まれたデータで公表されている。海外投資家のシェアは2004年3月には3.6%であったが、2012年12月には8.7%まで上

昇した。2010年からのユーロ危機でユーロ圏の国債売り，日本国債買いが進んだ。

図表 16 で長期金利の動向を見ておくと，黒田日銀スタート直後の 2013 年 4 月 5 日，0.46% という最低水準を記録した。しかし 1 週間後の 4 月 12 日，0.62% まで反転した。5 月 2 日に 0.56% まで戻すが，5 月 24 日には再び 0.845% へ上昇した。株価の下落は 5 月 23 日以降に開始されたが，長期金利については，4 月の黒田総裁就任直後から上昇している。長期金利は 7 月半ばまで 0.8% 台で推移し，8 月に 0.7% 台で小康状態となったが，9 月に入り 0.8% 寸前まで上昇した。

長期金利の上昇が，株価下落に先行して 4 月から始まったことには，複数の要因を指摘できる。一因は銀行による国債保有額圧縮であろう。図表 17 は国債投資家別売買差額を示している。4 月に都市銀行は 5 兆 742 億円の売り越し，うち長期国債が 1 兆 5,005 億円，中期国債が 1 兆 517 億円の売り越しであった。

図表 16 2013年の日経平均と長期金利



(出所) 東京証券取引所ホームページから作成。

都市銀行は近年、長めの国債を中心として、国債保有額を圧縮させる傾向にある。新年度入りで、年間目標に沿って売却した可能性も考えられる。三井住友の場合、2013年4~6月連結決算において、国債保有額は20.7兆円(3月末)から11.5兆円(6月末)と9兆円以上減少させ、半減となった⁶⁹⁾。三菱UFJとみずほも2割削減したと言われる。このため3大メガ合計で100兆円(3月末)から76兆円(6月末)に減少した。また平均残存年数も、三井住友で1年強、みずほで2年強、三菱で3年弱と短期化が進んだ、と言われる⁷⁰⁾。したがって、4月の長期金利高騰は、都市銀行の売りに起因する可能性が高い。

2013年5月、都市銀行は8,009億円の売り越し(中期債が中心)であったが、海外投資家も5,016億円(国庫割引証券除く)の売り越し(長期債が中心)であった。5月の長期金利上昇については、都銀の売り越しに加え、海外投資家が

図表17 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
都市銀行	45,315	27,439	9,571	50,742	8,009	22,314
信託銀行	73,596	79,582	64,131	60,186	40,458	56,598
生損保	6,948	9,423	14,826	6,798	12,343	12,322
投資信託	28,727	21,080	26,369	28,077	37,582	19,180
外国人	157,948	114,478	136,884	134,640	128,541	118,389
(除く短期国債)	3,503	2,601	1,189	7,240	5,016	1,594
その他	250,747	191,315	249,105	233,549	259,364	253,269
債券ディーラー	15,141	2,403	7,889	7,182	9,477	15,271
	2013年7月	2013年8月	2013年9月	2013年10月	2013年11月	
都市銀行	37,362	38,584	5,732	49,007	7,263	
信託銀行	66,121	58,033	56,868	56,691	31,332	
生損保	11,381	12,332	11,614	9,337	10,966	
投資信託	22,913	25,163	27,408	32,148	23,985	
外国人	112,313	124,017	139,636	143,507	126,344	
(除く短期国債)	6,448	1,744	1,253	9,940	1,804	
その他	167,658	235,672	236,604	256,676	182,919	
債券ディーラー	5,426	8,145	2,575	7,487	6,893	

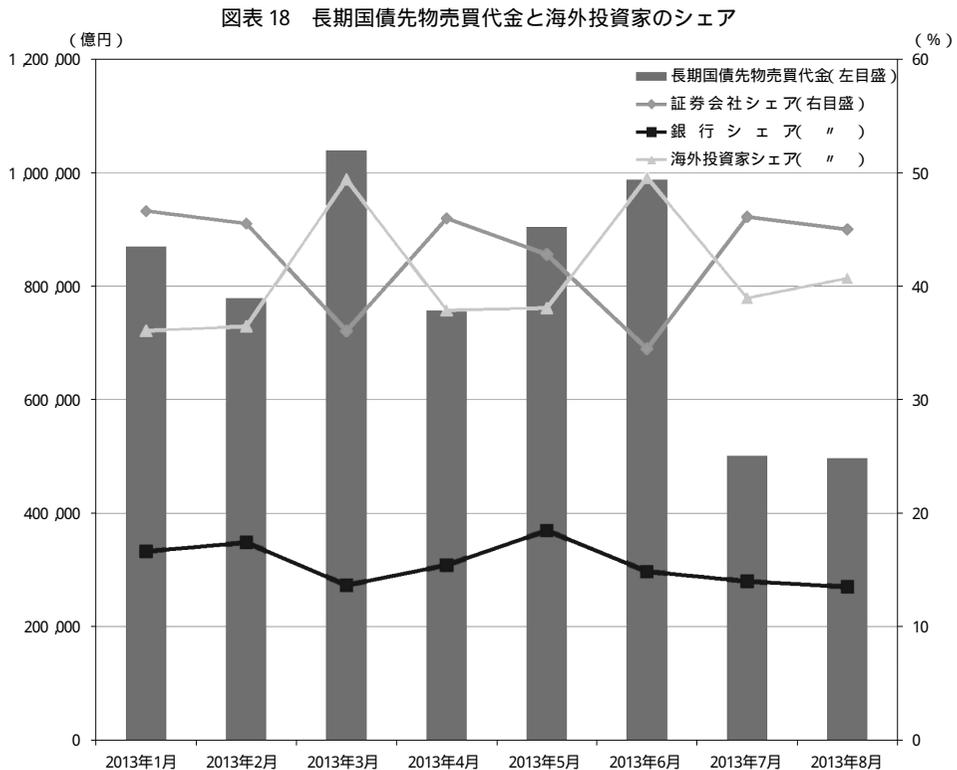
(出所) 証券業協会ホームページから作成。

(注) 「その他」には日本銀行経由での国債入札発行が含まれるため、金額が大きい。

先物との関係で、現物を売り越し、それが利回り上昇の要因と見られる。またアベノミクスで日銀の買いオペ額が予想を超え、市場参加者が相場の方向性を見失い、売買が縮小し、流動性が枯渇した、と言われる。そして、それが長期金利高騰の要因とも言われる。

こうした状況で、日銀はオペの買付額を小さくして、対応した。日銀は2013年5月末に、オペ方式を見直し、弾力的な運用、1~5年債のオペを拡充した⁷¹⁾。日銀と黒田総裁による買切りオペの金額が大きすぎたため、市場参加者が相場の方向感を喪失し、買いが細ったと言われており、日銀はオペ金額の分割によって対応した。

図表 18 は長期国債先物売買代金と海外投資家のシェアを示す。現物国債の売買代金合計は月間 250 兆円前後である。ただし長期国債現物に限定すれば、月間 40 兆円前後である。これに対し、長期国債先物は月間 80~100 兆円という売買代金規模であり、現物の倍以上の取引規模である。長期国債先物で海外



(出所) 証券保管振替機構ホームページ等から作成。

投資家は40~50%のシェアを占め、証券会社も準ずるシェアとなっている。証券会社のシェアが高い背景には、証券会社が海外投資家向けに債券オプションを販売するため、そのリスクヘッジで先物を売買することがあろう。海外投資家が先物主導で債券を売買するため、先物によって現物国債価格と利回りが変動しやすくなっている。

長期国債先物の終値と日中変動額(最高値と最低値の差)、そして現物利回りを見ると、全体として、極めて変動が激しくなっている。2013年4月5日、長期国債先物価格は終値で前日比約2円下落(1円でサーキット・ブレーカー発動)した。取引時間中の価格変動額は、3円34銭に達した。1円の変動で、サーキット・ブレーカー発動で取引が停止されるので、3円以上の値動きは極めて大きい。3円以上という先物の価格変動に引っ張られて、現物利回りも前日比約0.1%の上昇となった。同時に急速な円安が進み、株価は上昇した。債券安(金利上昇)、円安、株高が進んだ。

債券市場でも海外投資家の中心はヘッジファンドと見られる。ヘッジファンドは株式ロング、円先物ショート、債券先物ショート(5月以降)という戦略の可能性があった。ヘッジファンドは現物のポジションを持たず、先物だけの売買をしていた可能性がある。先物では流動性が高いから、である。しかし、先物に影響されて、現物の価格が変動していると見られる。

まとめに代えて

ユーロ圏では最悪期を脱した、と言われる。スペインやポルトガルなどの長期金利は低下しているし、EUからの金融支援もアイルランド、スペイン向けで終焉したとされている。しかし、本稿で明らかにしたように、ユーロ圏では依然としてリスクがくすぶっている。ドイツの大幅な経常収支黒字と独連銀の貸越問題、ギリシャ経済と財政の悪化、キプロスの銀行破綻処理と資本規制等である。これらの問題が、米FRBの量的緩和縮小や新興国通貨の不安定性を契機として、顕在化する可能性は依然として継続している。リスクが顕在化すれば、円高が進むと見られる。

日本の株式市場において海外投資家のシェアは60%程度に上昇し、アベノミクスが開始された時期にも同様であった。この海外投資家の半分程度はヘッ

ジファンドと言われている。海外投資家は現物株の売買と同規模で先物を売買している。海外投資家は2012年に日経平均先物を大幅に買い越し、円を売った。円安とセットでの株高であった。

現物国債の保有において海外投資家のシェアは、8.7%まで上昇している。さらに長期国債先物の売買において、海外投資家は40%前後のシェアを有する。2013年4月に、海外投資家が主導して、長期国債先物が乱高下し、その影響から現物国債の利回りが上昇することとなった。海外投資家の多くは、ヘッジファンドと見られ、株式先物・為替先物・債券先物を三位一体的に売買していると見られる。

アベノミクスにとって、海外要因による円高シナリオは、最大の脅威であろう。

(しろた・じゅん 駒澤大学教授)

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 Unternerhmensteuerreform 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) 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
- 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が買収されている。*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7,000台であった販売台数は、2012年には39,000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) *Financial Times*, September 1, 2012
- 14) *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) 『海外労働情報』, 独立行政法人 労働政策研究・研修機構, 2012年10月
- 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 *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
浅羽隆史, 『建設公債の原則と財政赤字』, 2013年, 丸善プラネット, 第5章「ドイツの建設公債の原則」, pp101~130 参照。
- 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, シュパルカッセ(Sparkasse, ドイツの地域銀行)等を買収している, と言う。
- 25) *Financial Times*, July 19, 2012
- 26) *Financial Times*, November, 2013
- 27) パークレイズ・キャピタル, 「ギリシャ政府, サムライ債を含む債務交換に関する PSI を正式提案」, 2012年2月28日参照。当初は, サムライ債(円建て非居住者発行)のギリシャ国債等5銘柄が対象に含まれていたが, 後に対象外となった。同じく, 「ギリシャのCDS, 入札決済」, 2012年3月21日も参照。
- 28) Hellenic Republic, Ministry of Finance, *PSI Launch Press Release*, February 21, 2012
- 29) <http://esm.europa.eu/pdf>, Frequently Asked Questions on the European Stability Mechanism (ESM) 参照。2012年3月27日, ドイツのメルケル首相が, EFSF と ESM の合計で7,000億ユーロとする発言をした, との新聞報道もあった。
Financial Times, March 27, 2012
- 30) *Frankfurter Allgemeine*, March 23, 2013
- 31) 高橋保行, 『ギリシャ正教』, 講談社学術文庫, 304ページ。
- 32) *The Economist*, February 23, 2013, p45
- 33) 文化的・地理的要因は, 最近の金融論研究でも, 金融機関の対外進出要因として注目されている。中東欧へ進出した主要銀行へのアンケート結果でも, 進出を規定した要因として, 文化的要因(情報コスト)と地理的近接性が挙げられている。
Ilko Naaborg, *Foreign Bank Entry and Performance*, Eburon Delft, 2007, p67
- 34) Central Bank of Cyprus, *Annual Review of External Statistics 2011*, p6
- 35) *Financial Times*, February 7, 2013
キプロスではロシア人社会が形成されている。キプロス第二の都市, リマソル(Limas-

- sol) では、1 万人以上のロシア人が居住し、ロシア人向け学校、ロシア正教の教会、ロシア語の新聞・放送がある。マリーナが建設され、ロシア人所有のヨットが多数係留されている。*Financial Times*, March 15, 2013
- 36) <http://www.bankofcyprus.com/en-GB/Start/About/Structure/>
 - 37) <http://www.laiki.com/EN/TheBank/Pages/GroupHistory.aspx>
 - 38) <http://www.marfinbank.com>, Fact Sheet 2010
 - 39) Laiki Bank Group, *Annual Report 2011*, p134
 - 40) <http://www.bankofgreece.gr/>, *Index of Price of Dwellings*
 - 41) Central Bank of Cyprus, *Residential Property Price Index, 2010-2011*
 - 42) *Financial Times*, February 7, 2013
 - 43) *Final Assessment of the Capital Exercise by the European Banking Authority*, Bank of Cyprus
 - 44) *Report of the 2011 EBA-wide stress test*: Bank of Cyprus
 - 45) Cyprus Ministry of Finance, *Budgets and Fiscal Control Directorate*
 - 46) Cyprus Central Government Debt, *Quarterly Bulletin*, 2013 3rd quarter
 - 47) Republic of Cyprus, Ministry of Finance, *Annual Report, Public Debt Management*, March 2012, p62
 - 48) *Financial Times*, March 8, 2013
 - 49) *Financial Times*, March 20, 2013
 - 50) *Financial Times*, March 26, 2013
 - 51) *Financial Times*, March 28, 2013
 - 52) *Financial Times*, March 27/28, 2013
 - 53) 御船 純, 「欧州における金融規制改革の動向～監督・セーフティネット・破綻処理～」, 『預金保険研究』第 13 号, 2011 年 5 月, pp47~72
 - 54) 先行研究として, 小幡績, 『リフレはヤバい』, 2013 年, ディスカヴァー 携書
高橋伸彰・水野和夫, 『アベノミクスは何をもたらすか』, 2013 年, 岩波書店
 - 55) 黒田東彦, 日本金融学会 2013 年度春季大会 (於いて一橋大学) における特別講演
 - 56) 『日経ヴェリタス』2013 年 7 月 14 日号
 - 57) 朝日新聞, 2013 年 5 月 10 日, 15 日付 日本経済新聞, 同 5 月 15 日付
 - 58) 『日経ヴェリタス』, 2013 年 6 月 2 日号, 65 ページ
 - 59) 代田編著, 『金融危機と証券市場の再生』, 同文館出版, 2010 年, pp1~42
 - 60) *Financial Times*, June 6, 2013
 - 61) 日本経済新聞, 2013 年 6 月 28 日付
 - 62) 『日経ヴェリタス』, 第 277 号, 2013 年 6 月 30 日
 - 63) 「我が国株式市場における先物価格と現物価格の関係：いわゆる「先物主導」の検証」, 『日銀レビュー』, 2013 年 6 月, 宇野洋輔
 - 64) 「株式市場における高速・高頻度取引の影響」, 『日銀レビュー』, 2013 年 1 月
 - 65) 「超高速証券取引を可能にする衛星測位連携システム - 進化するレイテンシー監視システム - 」 『IT ソリューション フロンティア』, 野村総合研究所, 2012 年 1 月号
 - 66) 「証券会社のシェア分布変化の要因と今後に向けた視点」野村総合研究所, 『金融 IT フォーカス』, 2013 年 8 月号
 - 67) 「arrowhead 稼働 1 年の状況について」, 東京証券取引所, 2011 年 2 月 25 日 高速売

買は、外国為替市場や債券市場でも急速に進んでいる。

68) 財務省, 『債務管理レポート 2013 年』による。

69) 日本経済新聞, 2013 年 7 月 30 日付

70) 『日経ヴェリタス』, 2013 年 8 月 4 日付

71) 日本経済新聞, 2013 年 6 月 1 日付