

## 西ドイツ企業，家計の「過剰資本」

—80年代の対外証券投資と関連して—

岩 見 昭 三

### 目 次

- 問題の所在
- I. 佐々木昇氏の見解
    - 1) 概 要
    - 2) 問 題 点
  - II. 対外証券投資の動向
  - III. 企業，家計による対外債券投資
    - 1) 企業の金融資産，負債と対外債券投資
    - 2) 家計の金融資産，負債と対外債券投資
  - IV. 結論と残された課題

### 問 題 の 所 在

奥村茂次教授も指摘されるように，1980年代においては，「『直接投資』形態での資本輸出がもはやその（世界の資本輸出の……岩見）中心ではなく，少なくともその量的規模においては完全に『間接投資』形態での資本輸出（証券投資や貸付投資……原著者）にその座を譲ること<sup>(1)</sup>とな」り，間接投資の拡大が，直接投資における先進国間相互投資の「対称性」の拡大とともに，1980年代の資本輸出の特徴として挙げられる。

教授は，この間接投資拡大の具体的要因を<sup>(2)</sup>列挙したのち，間接投資も「直接投資と比べて，ともに十分な価値増殖の場をもたない『過剰資本』の輸出である点では共通しており，『資本輸出』として本質的な差異は存在しない<sup>(3)</sup>」として，間接投資の拡大要因を「過剰資本」に要約されている。しかし，この引用文において直接投資と間接投資の共通の根拠とされていることからもうかがえるように，「過剰資本」はきわめて抽象度の高い概念である。このため，「過剰

---

(1) 奥村茂次「先進諸国間相互投資—その構造的変動」，同編『現代世界経済と資本輸出』ミネルヴァ書房，1988年，107ページ。

(2) 同上，108ページ。1. オイルショック後の二けたインフレで供給された膨大な国際流動性の，国際金融市場での「過剰流動性」としての滞留，2. 為替変動による投機的利潤を求める大量の資金の為替市場への流入，3. 「金融自由化」による金融・証券市場における競争激化の結果としての貯蓄の流動性の上昇。

(3) 同上，108ページ。

資本」と直接投資の関連について論争が蓄積されてきたのであるが、間接投資に限定した場合でも、この「過剰」の内実、直接投資を導く「過剰資本」との異同、「過剰」の発生メカニズムは十分に明らかにされていない。さらに、間接投資の根拠を「過剰資本」と規定しうるかどうかという基本的問題も存在する。

本稿は、これらの問題の解明の準備作業として、1980年代の西ドイツの対外証券投資を佐々木昇氏の論稿を手がかりに考察する。その理由は、第一に、西ドイツは80年代に対外証券投資とりわけ債券投資を増大させていること、第二に、氏がこの間接投資、証券投資を直接投資とともに「余剰資金の形成」と関連づけて考察しているため、「過剰資本」の論点整理に適していること、以上二点である。

## I. 佐々木昇氏の見解

### 1) 概要

佐々木氏は、西ドイツが資本輸出（直接投資、間接投資）を急速に拡大させた要因を「資本蓄積条件とその過程」に求める立場から、製造業における資本集約度の上昇による産出係数の低下と、その結果としての70年代の投資停滞、企業集中の進展を資本輸出の起点におく。以下、とくに証券投資に焦点を合わせて氏の論理を要約してみよう。

まず、氏は第1表から、拡張投資比率（＜粗固定資本投資－設備廃棄＞／粗固定資本投資）の低下と純投資比率（＜粗固定資本投資－減価償却＞／粗固定資本投資）の低下を読みとり、その結果として現れる資本ストック成長率の低下において70年代の投資停滞を確認する。

第1表 西ドイツ製造業の拡張投資比率と純投資比率

(単位 10億マルク)

|         | 粗固定資本投資<br>(1) | 設備廃棄<br>(2) | 減価償却<br>(3) | 拡張投資<br>(1)-(2)<br>(4) | 純投資<br>(1)-(3)<br>(5) | 拡張投資比率(%)<br>(4)/(1) | 純投資比率(%)<br>(5)/(1) |
|---------|----------------|-------------|-------------|------------------------|-----------------------|----------------------|---------------------|
| 1960—64 | 41.6           | 9.0         | 19.3        | 32.6                   | 22.3                  | 78.4                 | 53.6                |
| 1965—69 | 46.2           | 13.7        | 29.5        | 32.5                   | 16.7                  | 70.3                 | 36.1                |
| 1970—74 | 57.5           | 21.9        | 40.9        | 35.6                   | 16.6                  | 61.9                 | 28.9                |
| 1975—79 | 48.4           | 32.7        | 47.4        | 15.7                   | 1.0                   | 32.4                 | 2.1                 |
| 1980—83 | 53.6           | 41.1        | 49.8        | 12.5                   | 3.8                   | 23.3                 | 7.1                 |

(注) 1980年価格、1980—83年は4年平均、それ以外は5年平均。

(出所) 奥村茂次編、前掲書、114ページ。

(原資料) Statistisches Bundesamt *Fachserie 18: Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen, Reihe S. 8., Revidierte Ergebnisse 1960 bis 1984, Tabelle 3-51.*

(4) この論争は、藤原貞雄「資本輸出の必然性をめぐる論争」、木下悦二・村岡俊三編『資本論体系 8 国家・国際商業・世界市場』有斐閣、1985年、荻田誠一「資本輸出の諸理論とその意義」、奥村茂次編前掲書、によって概観が得られる。

(5) 佐々木昇「資本蓄積と資本輸出—西ドイツにみる資本輸出の国内的要因—」、奥村茂次編同上書所収。

(6) 同上、111ページ。

第2表 西ドイツ製造業企業の資金運用・調達構成（5カ年平均額）

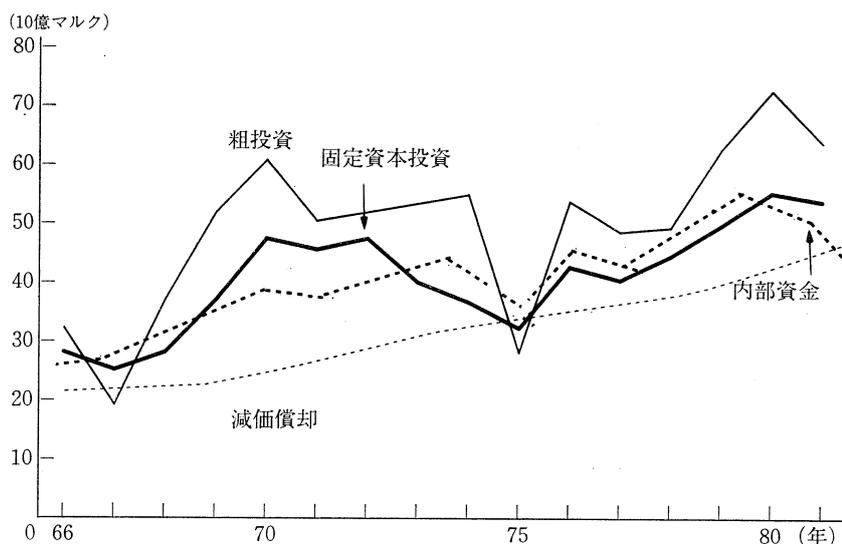
|        | 単位：10億マルク |       |       | 構 成 比(%) |       |       |
|--------|-----------|-------|-------|----------|-------|-------|
|        | 1966—70   | 71—75 | 76—80 | 1966—70  | 71—75 | 76—80 |
| 必要資金総額 | 55.77     | 64.09 | 79.91 | 100.0    | 100.0 | 100.0 |
| 粗投資    | 40.00     | 49.35 | 60.42 | 71.7     | 77.0  | 75.6  |
| 金融資産   | 15.77     | 14.74 | 19.49 | 28.3     | 23.0  | 24.4  |
| 内部資金   | 32.08     | 39.16 | 47.88 | 57.5     | 61.1  | 59.9  |
| 留保利潤   | 7.57      | 5.21  | 7.23  | 13.6     | 8.1   | 9.0   |
| 原価償却   | 24.51     | 33.94 | 40.76 | 43.9     | 53.0  | 51.0  |
| 外部資金   | 23.69     | 24.93 | 32.04 | 42.5     | 38.9  | 40.1  |

(注) 留保利潤には、株式発行など増資による調達もふくまれる。

(出所) 同上、124ページ。

(原資料) *Jahresabschlüsse der Unternehmen in der Bundesrepublik Deutschland 1965 bis 1981, Sonderdrucke der Deutschen Bundesbank, Nr.5*

第1図 西ドイツ製造業粗投資と内部資金の推移



(出所) 同上、125ページ。

(原資料) *Sonderdrucke der Deutschen Bundesbank, Nr.5*

次に、この「1970年代の投資停滞ともなって企業資金調達と、その運用構成にどのような変化が生じたのか」<sup>(7)</sup>を考察し、企業資金調達における自己金融の進展を以下のように検証する。すなわち、第2表によれば内部資金／粗投資は1966—70年間で80%、71—75年間で79%、76—80年間で79%とほぼ一定であるが、第1図で粗投資から在庫を除いた粗固定資本投資と内部資金の比率をみると、それは「1960年代後半の97%から、70年代前半期には若干低下し95%となったが、後半期には103%へ上昇し、粗固定資本投資は、完全に内部資金でまかなわれうる状況になっている」<sup>(8)</sup>。氏によれば、このような自己金融を可能にしている要因は、「大企業の高い

(7) 同上、124ページ。

(8) 同上、124—125ページ。

収益にもとづく大量の利潤の内部留保<sup>(9)</sup>、減価償却資金と、老齢年金引当金を主体とする引当金である。

こうして自己金融が進展し、「内部資金や引当金として企業内に蓄積された資金が、固定資本投資を上まわると、当然、他の資産形態の増加となってあらわれ<sup>(10)</sup>」、この資金は、固定資本投下予定資金のうちの一時的な流動部分とともに、「きわめて投機的性格をもって運用される<sup>(10)</sup>」。自己金融の進展が以上のように金融資産の増大を導くとしたうえで、氏はさらに、長期的には「金融資産のなかで証券投資と資本参加のための投資の比重が増加する傾向<sup>(10)</sup>」があることを第3表にもとづいて確認する。

第3表 西ドイツ製造企業の負債・金融資産構成の推移 (%)

|          | 1965 | 1968 | 1971 | 1974 | 1977 | 1980 | 1983 |
|----------|------|------|------|------|------|------|------|
| 〈負債構成〉   |      |      |      |      |      |      |      |
| 債務       | 81.0 | 81.6 | 83.1 | 81.0 | 77.3 | 75.5 | 72.4 |
| 短期       | 50.9 | 49.8 | 53.0 | 53.5 | 50.7 | 52.6 | 50.8 |
| 長期       | 30.1 | 31.7 | 30.0 | 27.7 | 26.6 | 22.8 | 21.4 |
| 引当金      | 19.0 | 18.4 | 16.9 | 19.0 | 27.7 | 24.5 | 27.6 |
| 〈金融資産構成〉 |      |      |      |      |      |      |      |
| 現金・預金    | 13.8 | 16.6 | 12.7 | 9.9  | 13.3 | 11.5 | 9.8  |
| 債権       | 81.5 | 80.9 | 84.8 | 87.2 | 81.5 | 83.1 | 68.3 |
| 短期       | 72.1 | 72.8 | 78.9 | 82.1 | 76.5 | 78.9 | 64.9 |
| 長期       | 9.4  | 7.8  | 5.9  | 5.1  | 5.0  | 4.2  | 3.5  |
| 証券       | 4.7  | 2.8  | 2.5  | 3.0  | 5.2  | 5.3  | 6.3  |
| 資本参加     | 18.8 | 20.6 | 20.4 | 20.0 | 19.1 | 20.5 | 15.6 |

(出所) 同上, 127ページ。

(原資料) *Sonderdrucke der Deutschen Bundesbank, Nr. 5, Nr. 6*

この大企業における経過と平行して、家計においても資本輸出の条件が成熟する。すなわち、産出係数の低下を資本は企業集中によって克服しようとし、さらに「信用と国家の助成によつて大企業へ資金が集中されることをつうじて<sup>(11)</sup>」も企業集中が進行する。企業集中過程は、他方で中小資本家の没落の過程でもあり、最低必要資本規模を増大させる。この結果、「機能資本化しえない小規模資本は貸付資本となって大量に金融・資本市場へ流入する<sup>(11)</sup>」。これを反映するのが、60年代から80年代初頭にかけての、家計可処分所得における分配利潤および資産所得の割合の増加、家計貯蓄率の増加、家計純貯蓄の増加である。さらに資産運用においても70年代以降保険会社への運用と確定利付証券への投資の増大がみられる、と第4表にもとづいて氏は指摘する。

大企業と家計のそれぞれにおいてこうして形成された「余剰資金の一部は、金融機関などを

(9) 同上, 125ページ。

(10) 同上, 128ページ。

(11) 同上, 129ページ。

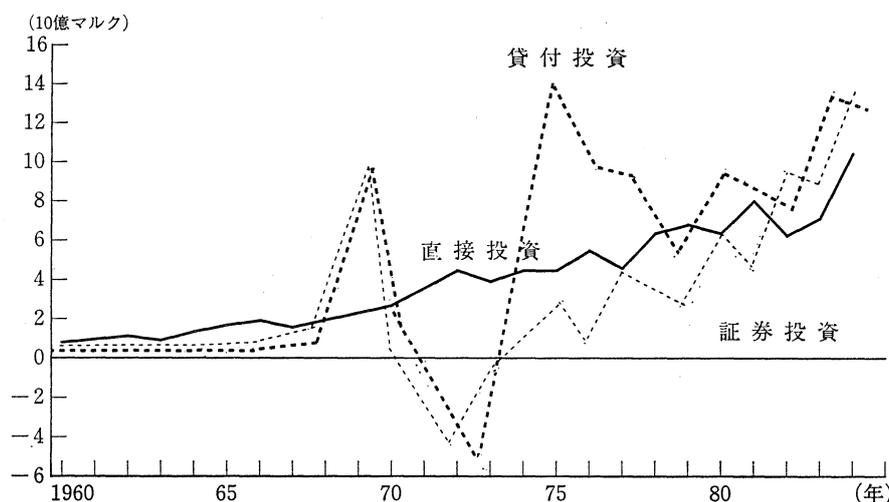
第4表 西ドイツ家計資産形成の構成（5カ年平均） (%)

|        | 1960—64 | 1965—69 | 1970—74 | 1975—79 | 1980—84 |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 長期     | 88.2    | 90.6    | 84.2    | 90.7    | 87.3    |
| 銀行預金   | 42.1    | 48.5    | 39.7    | 43.2    | 26.1    |
| 建築貯蓄金庫 | 8.5     | 8.7     | 8.7     | 6.6     | 3.5     |
| 保険     | 16.3    | 15.7    | 15.4    | 18.0    | 25.5    |
| 確定利付証券 | 11.6    | 8.4     | 13.0    | 14.3    | 21.8    |
| 株式     | 3.5     | 4.5     | 1.0     | 0.7     | 0.4     |
| 企業年金基金 | 6.3     | 4.7     | 6.4     | 7.8     | 10.0    |
| 短期     | 11.8    | 9.4     | 15.8    | 9.3     | 12.7    |
| 計      | 100.0   | 100.0   | 100.0   | 100.0   | 100.0   |

(出所) 同上, 130ページ。

(原資料) *Sonderdrucke der Deutschen Bundesbank Nr.4; Monthly Report of the Deutsche Bundesbank, May 1985*

第2図 西ドイツ民間対外投資とその推移



(出所) 同上, 131ページ。

(原資料) *Statistische Beihefte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank, Reihe 3, 各号.*

通じて間接的に外国へ投資される<sup>(12)</sup>。このなかでとくに80年代の証券投資の急増に着目し(第2図), この急増と企業、家計における証券投資の増加との対応から、氏は対外証券投資急増の根拠を企業、家計における余剰資金の形成に求める。すなわち、「証券投資が80年代に急増していることは、家計資産における確定利付証券投資の比重増大ならびに企業資産における証券投資の増加とほぼ一致する。また、直接投資もほぼ同時期(60年代後半……岩見)に本格化しはじめたといえるのであり、いずれも、1960年代後半以降の西ドイツ国内の資本蓄積条件の変化と、余剰資金の形成に対応している<sup>(13)</sup>」と。

(12) 同上, 130ページ。

(13) 同上, 130—131ページ。

## 2) 問題点

以上のように、氏は、資本蓄積条件の変化——産出係数の低下→投資停滞、企業集中——から、大企業、家計における「余剰資金の形成」を導出し、ここに資本輸出（直接投資だけでなく間接投資も含む）の根拠を求める。この意味で、佐々木氏の論稿は、奥村教授が指摘した直接投資、間接投資の共通の根拠である「過剰資本」の内実を明らかにした試みとしての意義を有する。

しかし、間接投資とりわけ証券投資に限定した場合でも、さしあたり以下の問題点が指摘できる。第1は、金融資産構成における証券投資の割合の上昇が必然的なものとみなされうるか、という問題である。たしかに、第3、4表によって、企業、家計における証券投資の割合の上昇を実証的には確認できる。しかし、企業、家計がどのような資産運用を選択するかは一義的ではなく、理論的には必ずしもこの割合の上昇を結論づけることはできない。したがって、80年代においてなおこの上昇が続いたのかどうか、又そのときの証券の内訳はどのようなものであったか、をまず確認し、この上昇（あるいは低下）の原因解明の糸口を見出さねばならない。第2は、自己金融の進展は必ずしも金融資産形成の増大をもたらさない、という問題である。たとえば、第2表によれば、76—80年において粗投資 60.42（単位 10億マルク、以下同様）、内部資金 47.88で、不足資金は、 $60.42 - 47.88 = 12.54$ となる。ネットでこの額を企業は外部調達しなければならず、これは、金融収支赤字の、外部資金  $32.04 - 金融資産 19.49 = 12.55$ と一致する（誤差0.01は四捨五入による）。しかし、このとき実際の外部資金あるいは負債は、この12.54（12.55）ではなく、32.04である。というのは、企業は同時に金融資産19.49を形成しており、この金融資産と粗投資の合計79.91に対して内部資金は47.88であり、不足資金は  $79.91 - 47.88 = 32.03$ となり、これを外部資金から調達しなければならないからである。つまり、金融資産、負債のそれぞれの額は粗投資と内部資金の差額とは独立に変動可能であることを上例は意味する。このため、自己金融の進展により金融収支の赤字が減少しても、これは必ずしも金融資産の増大をもたらさないことになる。金融資産が減少しても、金融負債が同時に減少すれば金融収支赤字は縮小しうるからである。したがって、80年代における金融資産形成を自己金融の動向と関連させて詳細に検証する必要がある。第3は、投資の停滞と自己金融との相関性の問題である。たしかに、第1図からは、70年代における固定資本投資の成長の鈍化（あるいは減少）と自己金融率<sup>(14)</sup>の上昇が読みとれる。しかし、自己金融率の上昇は、理論的には、内部資金／粗資本、内部資金／粗固定資本投資のいずれにおいても、必ずしも分母の減少、つまり投資停滞を前提する必要はない。分母の拡大期、つまり投資の拡大期におい

(14) 本稿では、佐々木氏にしたがって、自己金融率に、内部資金／粗投資、ないし内部資金／粗固定資本投資を用いる。しかし、この二つの比率とも、資本蓄積の進展につれて、実際の純投資に対する留保利潤の割合よりも高く表示されるという問題点がある。本稿ではこの点に立ち入らないが、詳しくは、拙稿「第一次大戦前における Phoenix の企業金融—W. Feldenkirchen 批判再論—」、『産業と経済』第3巻第2号、1988年9月、注16)を参照されたい。

ても、分子の内部資金が増大すれば自己金融率は上昇しうる。しかも、この可能性は小さくない。投資が拡大する好況期には、留保利潤をはじめ内部資金増大の可能性が高まるからである<sup>(15)</sup>。したがって、まず80年代の自己金融率の動向を確認し、さらにそれがどのような投資状況下で生じたかを検証しなければならない。最後に、投資停滞による自己金融の進展を起点とする大企業における余剰資金の形成が、対外証券投資増大の原因としてどの程度の意義を有するのか、という、より根本的な問題がある。前述のように、氏においては企業と家計においてそれぞれ別の論理で余剰資金の形成が説かれていた。この2つの論理のそれぞれの起点たる投資停滞と企業集中は、産出係数の低下という共通の原因を有しており、この意味で2つの論理は矛盾しない。しかし、企業、家計の金融資産における証券投資の割合の上昇が一括して対外証券投資の増大に対応させられており、対外証券投資に関してはこの2つの論理の関連が十分に明らかにされていない。このため、この2つの論理の論理的比重の問題が生じる。別言すれば、企業において自己金融が十分進展せずに対外証券投資が伸びなくても、家計における余剰資金の形成から対外証券投資の増大を説明できるかどうか、つまり、企業の自己金融論は対外証券投資増大の説明論理として副軸にとどまるのかどうか、という問題である。たしかに、第3表では70年代後半以降企業の金融資産構成において証券投資の割合が上昇し、これが第2図で見られる民間対外証券投資の増大と対応しているが、この事実はただちに前者と後者の因果関係を意味するものではない。企業の証券投資における対外証券投資の割合如何によっては、対外証券投資での企業部門の意義が小さく評価される可能性が十分存在する。したがって、対外証券投資における企業と家計の割合の確認が重要課題となる。

以上のように、80年代の対外証券投資増大に限定しても、さまざまな次元で多くの問題点が残されている。次章では、これら諸問題の解明に先立ち、80年代の対外証券投資の動向を必要なかぎりで見よう。

## II. 対外証券投資の動向

80年代のネットでの対外長期投資の投資形態別分類と投資主体別分類は第5表によって得られる。これによれば、80、81年には貸付投資が証券投資、直接投資をしのぎ最大項目をなしており、他方、証券投資は81年には直接投資をさえ下回っている。しかし、82年には、証券投資が倍増した結果、同期に減少した貸付投資、直接投資を抑え最大項目となる。その後、83年に貸付投資に首位を譲るが、84、85年に再び激増し、84年以降87年まで貸付投資、直接投資を凌駕している。したがって、80年代の対外長期投資の特色としてまず証券投資の優位が挙げられる。

この証券投資は、どのような投資主体によって担われたのであろうか。第5表によれば、80

(15) 前掲拙稿で考察したように、すでに第一次大戦前の鉄鋼大企業においても、好況期における自己金融の進展がみられる。

第5表 西ドイツの対外長期投資（ネット）の形態別、投資主体別分類

（単位 100万マルク）

| 投資形態<br>投資主体<br>年 | 直接投資   |         | 証券投資   |         | 貸付投資    |        |        |
|-------------------|--------|---------|--------|---------|---------|--------|--------|
|                   | 金融機関   | 企業・個人   | 金融機関   | 企業・個人   | 金融機関    | 企業・個人  | 公共部門   |
| 1978              | -445   | -6,955  | -1,187 | -3,017  | -8,532  | -236   | -2,365 |
| 79                | -736   | -7,499  | -2,413 | -544    | -5,432  | -1,033 | -1,868 |
| 80                | -822   | -6,458  | -3,266 | -4,446  | -9,413  | -592   | -1,055 |
| 81                | -1,376 | -7,351  | -758   | -5,276  | -5,262  | -824   | -3,552 |
| 82                | -327   | -5,693  | +1,221 | -12,604 | -3,697  | -1,103 | -3,865 |
| 83                | -740   | -7,355  | +644   | -11,005 | -8,366  | -762   | -5,585 |
| 84                | -531   | -11,961 | +53    | -15,794 | -6,797  | -1,688 | -5,763 |
| 85                | -1,020 | -13,122 | -4,290 | -27,234 | -8,417  | +317   | -4,977 |
| 86                | -2,030 | -18,269 | -5,801 | -15,823 | -6,337  | +156   | -4,078 |
| 87                | -1,390 | -15,090 | -1,886 | -22,901 | -13,811 | -692   | -3,926 |

注) -は、増加、つまり資本輸出、+は減少、つまり償還超過を表わす。

(資料) *Statistische Beihefte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank, Reihe 3, Jan. 1986, Jan. 1989.*

年に前年と異なり「企業・個人」の証券投資が金融機関のそれを上回り、しかも以降「企業・個人」が圧倒的割合を占めていることが分かる。さらに、81、82、87年と「企業・個人」が証券投資を増大させたのに対して金融機関はそれを減少させており、逆に、86年に「企業・個人」が証券投資を減少させたときには金融機関は増大させており、「企業・個人」と金融機関とはほぼ逆相関の証券投資行動が認められる。

証券投資は、外国債券投資と、支配権を伴わない株式・持分投資に分類できる。第6表から84年までこの両者の割合をみれば、83年を除いて債券投資が圧倒的割合を占めていることが読みとれる。85年以降も、金融機関に対して比重の増大している「企業・個人」の証券投資において、債券投資が優位に立っている。というのは、第5表の「企業・個人」による証券投資

第6表 西ドイツ対外証券投資の形態別、通貨別分類

（単位 100万マルク）

| 種類<br>年 | 外貨建債券  | マルク建債券 | 株式 <sup>2)</sup> (吸収<br>と参加は除く) | 合計     |
|---------|--------|--------|---------------------------------|--------|
| 1978    | 1,556  | 1,996  | 651                             | 4,204  |
| 79      | 1,251  | 2,475  | -768                            | 2,957  |
| 80      | 1,388  | 5,950  | 375                             | 7,712  |
| 81      | 4,122  | 2,082  | -169                            | 6,034  |
| 82      | 10,310 | 673    | 400                             | 11,383 |
| 83      | 5,280  | 463    | 4,618                           | 10,361 |
| 84      | 13,994 | 1,716  | 29                              | 15,739 |

注1) +は、居住者によるネット購入、-は、居住者によるネット売却

2) 投資信託を含む

(資料) Deutsche Bundesbank, "Recent trend in securities transactions with foreign countries" Monthly Report. Nov. 1985.

第7表 西ドイツ国内 non-bank<sup>1)</sup> による債券購入

(単位 10億マルク)

| 年    | 種類<br>合計 | 国内債券 | 外国債券 |      |      |
|------|----------|------|------|------|------|
|      |          |      | 合計   | マルク建 | 外貨建  |
| 1978 | 18.3     | 16.0 | 2.3  | .    | .    |
| 79   | 39.3     | 38.2 | 1.1  | .    | .    |
| 80   | 33.2     | 29.1 | 4.1  | .    | .    |
| 81   | 57.1     | 51.5 | 5.7  | .    | .    |
| 82   | 36.7     | 24.5 | 12.2 | .    | .    |
| 83   | 42.9     | 36.4 | 6.5  | 2.2  | 4.3  |
| 84   | 50.0     | 34.2 | 15.8 | 2.1  | 13.7 |
| 85   | 39.5     | 15.9 | 23.7 | 4.3  | 19.4 |
| 86   | 12.4     | -0.3 | 12.7 | 4.2  | 8.5  |
| 87   | 34.4     | 11.3 | 23.1 | 4.1  | 19.0 |

注1) non-bank については、本文注16)を参照。

(資料) Deutsche Bundesbank, "Recent trends in resident's investment behaviour in the bond market", Monthly Report, July, 1988.

と第7表の国内 non-bank<sup>(16)</sup> による外国債券購入との差がほぼ支配権を伴わない株式・持分投資とみなされるが、両者の数値が接近しており、わずかな差しか認められないからである。

第6表と第7表は、外国債券投資の通貨別分類も示している。<sup>(17)</sup> 第6表からドイツの居住者による外国債券投資をみると、80年にマルク建が5,950百万M、外貨建が1,388百万Mと前者が後者の4倍以上に達していたのに対して、81年には外貨建がマルク建の約2倍に逆転していることが判明する。その後も82—84年に外貨建が飛躍的に増大し、84年にはマルク建の8倍以上にも達した。前述のように外国債券投資の主たる投資主体は「企業・個人」だから、non-bankによる外国債券投資の通貨別分類を第7表からみると、ここでも83年以降における外貨建の優位が認められる。ただし、外貨建債券は変動も激しく、この変動が国内 non-bank による外国債券購入総額の変動に反映されている。

以上、80年代には資本輸出における証券投資の意義が増大し、「企業・個人」による外国債券投資とりわけ外貨建外国債券投資がその証券投資の中核をなしていることが確認できた。し

(16) non-bank は、文字通り、銀行以外のすべての個人、機関を含む。具体的には、狭義の個人、民間非営利機関、投資信託基金（以上3者が、「企業・個人」として並記されるときは広義の個人をなし、家計と同義である。本稿では、とくに断わらないかぎり、個人は、この広義の個人を意味する）、非金融企業、保険会社（これは第5表では金融機関に含まれている）、社会保険基金、公共機関（この2者は、第5表での政府にあたる）、である。したがって、政府、保険会社が含まれている点で、non-bank のほうが、「企業・個人」よりも広い範囲をカバーする。しかし、第5表からもみられるように、政府は対外証券投資において度外視でき、又、金融機関自体のシェアが「企業・個人」と比較してわずかなため、金融機関の一部としての保険会社の数値を無視してもここでは誤差は小さいと思われる。

(17) 通常、国際的な起債シンジケートによって引き受けられる外貨建外国債券はユーロ債、自国通貨建外国債券は（伝統的）外債、と呼ばれるが、本稿では、Bundesbank の用語法にしたがって、外貨建外国債券、マルク建外国債券を用いる。

かし、このなかでの企業と個人（家計）のそれぞれのシェアを正確に示す資料は、管見のかぎり存在しない。このため、企業、家計のそれぞれの如何なる状況がこのような外国債券投資を促したのか、という前章で残された問題にもただちに答えることはできない。したがって、次章では、企業、家計の金融資産形成、負債形成の過程を辿り、それと対外証券投資の動向とを対比するという間接的な方法をさしあたりとらざるをえない。

### III. 企業、家計による対外債券投資

#### 1) 企業の金融資産、負債と対外債券投資

第8表は、製造業企業（住宅建設を除く非金融企業）の粗資本形成（固定資産額と在庫形成）、内部資金と、フローでの各年の金融資産、負債形成を表わしている。この表によって粗資本形成、固定資産額、自己金融率（内部資金／粗資本形成、内部資金／固定資産）と、フローでの金融資産形成、債券取得が前年と比較して増大したか否かを各年毎にまとめると以下のようになる。

80年……粗資本形成増大、固定資産9.1%増大、自己金融率低下、金融資産形成微減、債券取得減少、81年……粗資本形成減少、固定資産3.6%減少、自己金融率低下、金融資産形成増大、債券取得減少、82年……粗資本形成増大、固定資産1.7%減少、自己金融率上昇、金融資産形成減少、債券取得増大（うち、＜期間一年以内の＞短期銀行債減少、その他債券増大）、83年……粗資本形成増大、固定資産6.7%増大、自己金融率上昇、金融資産形成増大、債券取得増大（うち、短期銀行債、その他債券とも増大）、84年……粗資本形成増大、固定資産1.5%増大、自己金融率低下、金融資産形成減少、債券取得減少（うち、短期銀行債減少、その他債券増大）、85年……粗資本形成増大、固定資産8.2%増大、自己金融率低下、金融資産形成減少、債券取得減少（うち、短期銀行債は純減額が減少、その他債券減少）、86年……粗資本形成増大、固定資産6.3%増大、自己金融率上昇、金融資産形成減少、債券取得減少（うち、短期銀行債減少、その他債券増大）、87年……粗資本形成増大、固定資産4.6%増大、自己金融率上昇、金融資産形成増大、債券取得増大（うち、短期銀行債は純減額が減少、その他債券減少）。

これら各指標の経過を、第1章であげた問題点を念頭において要約すれば、次の3点が指摘できる。第1に、佐々木氏においては、金融資産形成と企業の証券投資との長期的な連動関係が主張されていたが、各年別考察では、債券取得は必ずしも金融資産形成と歩調を合わせていないことが判明する。たしかに、債券取得総額とフローでの金融資産形成は、81、82年を除けば連動している。しかし、短期銀行債を除いた「その他債券」と金融資産形成は、82年以降87年までの6年間で実に4年（82、84、86、87年）も逆相関関係にある。これは、企業の債券取得動向が債券の種類によって大きく異なることを意味する。したがって、金融資産形成の動向からただちに特定の債券、たとえば外国債券の取得動向は推論できない。第2に、金融資産

## 西ドイツ企業、家計の「過剰資本」

第8表 西ドイツ製造業企業の投資動向、自己金融率とフローの金融資産、負債

(単位 10億マルク, %)

|              | 1979   | 1980   | 1981   | 1982   | 1983   | 1984   | 1985   | 1986   | 1987   |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 粗資本形成        | 198.54 | 203.71 | 177.31 | 182.30 | 193.09 | 201.55 | 213.52 | 216.80 | 239.35 |
| { 固定資産       | 169.8  | 185.3  | 178.7  | 175.7  | 187.5  | 190.4  | 206.0  | 218.9  | 228.9  |
| { 在庫         | 28.7   | 18.4   | -1.4   | 6.6    | 5.6    | 11.2   | 7.5    | -2.1   | 10.5   |
| 内部資金         | 168.73 | 157.27 | 133.42 | 147.73 | 181.57 | 173.62 | 179.78 | 207.57 | 231.25 |
| { 留保利潤       | 37.59  | 14.61  | -16.12 | -11.06 | 14.40  | -2.19  | -3.04  | 19.93  | 36.84  |
| { 減価償却       | 114.15 | 125.49 | 133.23 | 142.13 | 149.04 | 154.25 | 161.42 | 167.74 | 174.15 |
| { 純資産移転      | 16.99  | 17.17  | 16.31  | 16.66  | 18.13  | 21.56  | 21.40  | 19.90  | 20.26  |
| 内部資金/粗資本形成   | 85.0   | 77.2   | 75.2   | 81.0   | 94.0   | 86.1   | 84.2   | 95.7   | 96.6   |
| 内部資金/固定資産    | 99.4   | 84.9   | 74.7   | 84.1   | 94.0   | 91.2   | 87.3   | 94.8   | 101.3  |
| 金融資産形成 合計    | 41.02  | 40.34  | 56.12  | 43.58  | 62.75  | 58.59  | 53.49  | 52.38  | 64.55  |
| 銀行預金         | 11.52  | 12.69  | 28.17  | 19.33  | 25.87  | 17.25  | 19.00  | 12.82  | 26.47  |
| { 現金, 要求払預金  | -3.09  | 9.71   | 17.66  | 14.84  | 17.39  | 5.82   | 11.48  | 10.96  | 11.53  |
| { 定期預金       | 14.90  | 2.97   | 11.11  | 4.61   | 8.09   | 11.55  | 7.16   | 1.51   | 14.66  |
| { 貯蓄預金       | -0.29  | 0.02   | -0.60  | -0.12  | 0.39   | -0.13  | 0.37   | 0.34   | 0.28   |
| 建築貸付組合への預金   | 0.10   | 0.14   | 0.08   | 0.08   | 0.08   | 0.04   | 0.13   | -0.13  | -0.08  |
| 保険会社への預託     | 1.82   | 1.35   | 0.07   | 1.67   | 2.66   | 1.90   | 1.93   | 4.03   | 4.87   |
| 貨幣市場証券の取得    | -0.09  | -0.40  | 0.09   | 0.07   | 0.49   | 0.17   | 1.06   | -0.45  | 0.15   |
| 債券の取得        | 5.06   | 0.50   | -1.19  | 2.90   | 13.28  | 10.57  | 8.95   | -5.12  | 3.21   |
| { 短期銀行債      | .      | .      | 11.0   | -2.2   | 7.6    | -7.4   | -6.5   | -19.7  | -1.95  |
| { その他債券      | .      | .      | -12.1  | 5.0    | 6.8    | 17.5   | 15.5   | 15.8   | 5.1    |
| 株式の取得        | 5.89   | 7.60   | 7.21   | 5.86   | 4.93   | 1.46   | -2.25  | -0.23  | 6.07   |
| その他債権        | 17.07  | 18.80  | 22.00  | 13.97  | 15.71  | 26.39  | 21.97  | 45.31  | 21.56  |
| { 対国内        | 0.10   | 0.14   | 0.12   | 0.12   | 0.32   | 0.18   | 0.02   | 0.19   | 0.24   |
| { 対海外        | 16.97  | 18.66  | 21.87  | 13.84  | 15.40  | 26.21  | 21.95  | 45.12  | 21.33  |
| { 内貿易信用      | 9.51   | 9.40   | 12.99  | 4.08   | 8.30   | 12.66  | 4.12   | 0.5    | .      |
| 住宅建設企業への債権   | -0.35  | -0.34  | -0.31  | -0.30  | -0.26  | 0.82   | 2.69   | -3.86  | 2.30   |
| 負債形成と株式発行 合計 | 70.83  | 86.78  | 100.00 | 78.16  | 74.28  | 86.52  | 87.22  | 61.61  | 72.66  |
| 貨幣市場証券の売却    | 0.70   | 0.88   | 0.08   | 0.68   | 0.50   | -0.63  | —      | —      | -0.50  |
| 債券の売却        | -2.66  | 0.82   | 0.64   | 3.07   | 0.06   | 1.57   | 5.39   | 6.79   | 10.82  |
| 株式の発行        | 3.83   | 5.26   | 3.56   | 4.43   | 5.78   | 4.48   | 6.68   | 12.33  | 8.88   |
| 短期銀行借入       | 27.05  | 25.69  | 19.86  | 10.95  | 8.43   | 16.92  | 7.83   | -2.26  | -9.33  |
| 長期銀行借入       | 25.65  | 21.30  | 20.05  | 21.22  | 38.09  | 24.46  | 31.95  | 36.57  | 33.80  |
| 建築貸付組合からの借入  | -0.05  | -0.11  | -0.15  | -0.25  | 0.87   | -0.33  | 1.13   | -0.14  | -0.05  |
| 保険会社への負債     | 3.60   | 3.87   | 3.86   | 4.45   | 3.65   | 4.25   | 3.70   | -0.40  | 2.76   |
| その他負債        | 12.70  | 29.08  | 52.11  | 33.61  | 16.91  | 35.81  | 30.55  | 8.72   | 26.28  |
| { 対国内        | 8.26   | 9.42   | 13.95  | 17.84  | 7.36   | 14.82  | 15.50  | 18.11  | 15.63  |
| { 対海外        | 4.44   | 19.66  | 38.16  | 15.77  | 9.54   | 20.99  | 15.05  | -9.39  | 10.65  |
| { 内貿易信用      | 7.85   | 3.73   | 8.15   | 3.21   | 2.03   | 3.55   | 0.42   | .      | .      |
| 金融収支         | -29.81 | -46.44 | -43.89 | -34.58 | -11.53 | -27.93 | -33.73 | -9.23  | -8.11  |

(注) 集計時点の相異のため、「債券の取得」の小項目とそれらの合計値は、必ずしも一致しない。

(資料) Deutsche Bundesbank, *Monthly Report*, May 1981~ Oct. 1988 の各号。

形成の増減は、必ずしも自己金融率の増減に対応していない。すなわち、81年には自己金融率の低下にもかかわらず金融資産形成は増大し、他方、82、86年には自己金融率の上昇にもかかわらず金融資産形成の減少がみられる。第3に、80年代における自己金融の進展は、必ずしも投資停滞を原因としていない。83、86、87年は、前年比固定資産成長率がそれぞれ6.7%、

6.3%、4.6%と大幅であったにもかかわらず自己金融率が上昇し、逆に、前年比で固定資産が3.6%減少するという極端な投資停滞下にあった81年には自己金融率は低下している。

この結果、自己金融率上昇期と債券取得減少が対応する例（86年は債券取得総額、87年はその他債券）、自己金融率低下期と債券取得増加が対応する例（84年のその他債券）、さらに、投資停滞と債券取得増加が連動しない例（81年）が存在することになる。以上の事実は、投資停滞→自己金融の進展→金融資産形成の増加、の論理では企業の債券投資動向の解明は不十分であることを物語っている。

さらに、最も重要な点は、この第8表の「債券の取得」には、外貨建外国債券の取得が含まれておらず、これは、「その他債権」の「対海外」の中に種々の債権と共に含まれていることである。<sup>(18)</sup>このため、マルク建外国債券投資に比して外貨建外国債券投資が増大している80年代においては、企業の外国債券投資額を「債券の取得」の項から推測することは困難である。したがって、前述の3つの問題点を仮りに度外視して、投資停滞→自己金融の進展→金融資産形成の増大→債券取得の増大の関連が確認される場合に限定しても、これらの事実関連からは企業の外国債券投資の増大を推定できない。試みに、第7表の non-bank による外国債券投資動向と第8表の製造業企業の「その他債券」への投資動向を対比すると、<sup>(19)</sup>両者が連動するのは、82、84年のわずか2年だけである。さらに、「その他債権」の「対海外」から「貿易信用」を引いた額と、non-bank の外国債券投資動向も連動しない年が多い（82、86、87年）。したがって、2つの可能性が考えられる。第1は、企業が国内債投資と外国債券投資（とくに外貨建外国債券投資）に対して、相反する投資行動をとった、第2は、non-bank の外国債券投資における企業部門のシェアがわずかである、の二つである。企業部門の分析にとどまるかぎり、このいずれが妥当であるかは確認できない。以下、次節で、non-bank のもう一方の主体である家計の金融資産、負債形成と対外債券投資を分析してみよう。

## 2) 家計の金融資産、負債と対外債券投資

第9表は、家計のフローでの各年の金融資産、負債形成を表わしている。この表にもとづいて各年の金融資産形成、金融収支（金融資産－負債＝純貯蓄）、債券取得が前年と比較して増大したか否かをまとめると次のようになる。

80年……金融資産形成増大、金融収支増大、債券取得減少、81年……金融資産形成増大、金融収支増大、債券取得増大、82年……金融資産形成減少、金融収支減少、債券取得減少、83年……金融資産形成減少、金融収支減少、債券取得減少、84年……金融資産形成増大、金融収支増大、債券取得増大、85年……金融資産形成増大、金融収支増大、債券取得減少、86年……金

(18) Deutsche Bundesbank, "Foreign currency deposits of German non-banks", *Monthly Report*, January, 1989. p.23.

(19) 第8表の「製造業企業」は、非金融企業から住宅建設企業を引いたものであるが、住宅建設企業には債券取得がみられないため、本稿では「製造業企業」と企業（非金融企業）を同一視して用いる。

第9表 西ドイツ家計のフローの金融資産、負債

(単位 10億マルク)

|            | 1979   | 1980   | 1981   | 1982   | 1983   | 1984   | 1985   | 1986   | 1987   |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 金融資産形成 合計  | 120.55 | 122.52 | 129.12 | 126.66 | 116.52 | 121.19 | 126.12 | 136.31 | 141.51 |
| 銀行預金       | 51.19  | 52.94  | 36.26  | 60.86  | 44.79  | 45.29  | 51.30  | 73.29  | 59.80  |
| 現金・要求払預金   | 5.60   | 4.53   | -1.96  | 7.82   | 9.39   | 6.04   | 5.14   | 13.29  | 13.75  |
| 定期預金       | 31.83  | 39.55  | 40.86  | 16.85  | 4.89   | 18.49  | 12.09  | 13.92  | 9.67   |
| 貯蓄預金       | 13.76  | 8.86   | -2.64  | 36.19  | 30.51  | 20.75  | 34.07  | 46.08  | 36.37  |
| 建築貸付組合への預金 | 7.77   | 6.32   | 5.69   | 4.82   | 4.78   | 0.16   | -1.12  | -1.68  | -3.31  |
| 保険会社への預託   | 22.83  | 25.45  | 27.66  | 31.76  | 36.23  | 35.30  | 39.26  | 41.92  | 41.91  |
| 貨幣市場証券の取得  | 0.77   | 0.39   | 0.66   | 1.88   | -1.37  | -0.63  | -0.41  | -0.29  | -1.05  |
| 債券の取得      | 27.83  | 25.15  | 48.19  | 17.18  | 16.47  | 27.02  | 22.34  | 10.02  | 27.75  |
| 株式の取得      | -0.70  | -0.90  | -2.03  | 0.52   | 4.06   | 0.70   | 3.47   | 1.64   | 4.92   |
| その他債権(対国内) | 10.86  | 13.17  | 12.69  | 9.65   | 11.56  | 13.36  | 11.28  | 11.60  | 11.49  |
| 負債形成 合計    | 19.56  | 11.82  | 7.30   | 9.24   | 12.29  | 10.26  | 12.26  | 9.98   | 11.57  |
| 短期銀行借入     | 4.49   | 4.47   | 2.65   | 3.01   | 2.95   | 3.28   | 3.52   | -0.11  | -1.01  |
| 長期銀行借入     | 14.33  | 6.22   | 2.97   | 4.86   | 8.34   | 5.68   | 7.54   | 8.90   | 11.39  |
| 保険会社への負債   | 0.60   | 0.97   | 1.50   | 1.22   | 1.14   | 1.09   | 1.14   | 0.96   | 0.92   |
| その他負債(対国内) | 0.13   | 0.17   | 0.17   | 0.15   | -0.14  | 0.21   | 0.06   | 0.23   | 0.27   |
| 金融収支       | 100.99 | 110.70 | 121.82 | 117.42 | 104.23 | 110.93 | 113.86 | 126.53 | 129.94 |

(資料) 第8表と同じ。

融資産形成増大、金融収支増大、債券取得減少、87年……金融資産形成増大、金融収支増大、債券取得増大。

ここから、さしあたり、80、85、86年には金融収支(純貯蓄)が前年より増大したにもかかわらず債券取得の減少がみられること、つまり、家計の債券取得は純貯蓄の動向からはただちに確定できないことが分かる。さらに、この債券のなかには国内債券と外国債券(マルク建と外貨建)が含まれているため、債券取得の数値は、必ずしも外国債券取得の動向を反映しない。事実、この家計の債券取得と第7表の non-bank による外国債券購入は、80、82、85年においては逆相関関係にある。したがって、家計による外国債券投資は、金融収支、債券取得の動向からは正確には推計不可能である。

しかし、ブンデスバンクの月報の論説は断片的にこの数値を公表しており、これと証券所有統計を用いて可能なかぎり接近してみよう。

第6表によれば、80年は、ドイツの居住者による外国債券投資はマルク建59.50億M、外貨建13.88億Mで、マルク建が全体の77%を占めている。マルク建外債については、証券所有統計が所有者別保有残高を記している。これを示した第10表によれば、80年には、マルク建外国債券はドイツで総計9.1(10億マルク、以下同様)購入されており、そのなかから外人の2.0、分類不能の1.4を差し引けば、残りの5.7がドイツの金融機関、個人、企業等によって購入されたことになり、第6表の59.50億Mとほぼ一致する。このうち、銀行が3.1で第一位を占め、(狭義の)個人の1.3がそれに続き、非金融企業は0.2にすぎず、保険会社の0.5、投資信託の0.4よりも少ない。つまり、80年においては、外国債券の77%を占めるマルク建外国債券の居

第10表 マルク建外国債券の所有者別保有残高（銀行預託分）

（単位 10億マルク，額面価格）

| 年    | 残高計            | 国内銀行          | 合計             | 国内 non-bank.  |               |               |               |               | 外人             | 分類不能分          |
|------|----------------|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
|      |                |               |                | 個人            | 非営利機関         | 投資信託          | 保険会社          | 非金融企業         |                |                |
| 1979 | 70.1<br>(+7.0) | 6.4<br>(+2.5) | 57.0<br>(+4.0) | 2.6<br>(-0.1) | 0.2<br>(+0.0) | 0.3<br>(+0.0) | 0.4<br>(-0.0) | 0.5<br>(+0.1) | 53.0<br>(+4.0) | 6.7<br>(+0.4)  |
| 80   | 79.2<br>(+9.1) | 9.5<br>(+3.1) | 61.6<br>(+4.6) | 3.9<br>(+1.3) | 0.4<br>(+0.2) | 0.7<br>(+0.4) | 0.9<br>(+0.5) | 0.8<br>(+0.2) | 55.0<br>(+2.0) | 8.1<br>(+1.4)  |
| 81   | 80.3<br>(+1.1) | 9.9<br>(+0.4) | 60.8<br>(-0.8) | 4.2<br>(+0.3) | 0.5<br>(+0.1) | 0.8<br>(+0.1) | 1.1<br>(+0.2) | 0.8<br>(+0.0) | 53.4<br>(-1.6) | 9.6<br>(+1.6)  |
| 82   | 83.6<br>(+3.3) | 8.2<br>(-1.7) | 65.6<br>(+4.8) | 5.1<br>(+0.9) | 0.6<br>(+0.1) | 0.6<br>(-0.2) | 1.5<br>(+0.5) | 0.7<br>(-0.1) | 57.0<br>(+3.6) | 9.8<br>(+0.2)  |
| 83   | 87.6<br>(+4.0) | 6.4<br>(-1.8) | 69.7<br>(+4.1) | 6.2<br>(+1.1) | 0.6<br>(-0.0) | 0.5<br>(-0.1) | 1.6<br>(+0.1) | 0.7<br>(-0.0) | 60.1<br>(+3.1) | 11.4<br>(+1.7) |

注) ( ) は、年前比変動額，残高の差と変動額の不一致は、四捨五入による。

(資料) Deutsche Bundesbank, *Monthly Report*, May 1982, May 1983, May 1984.

住者購入シェアは、銀行54%、（狭義の）個人23%、非金融企業4%であり、銀行の優位が確認できる。外国債券の残りの23%を占める外貨建外国債券の購入シェアを示す資料は存在しないが、ただ、金融機関については、第5表の外国証券投資額32.66億Mから第10表のマルク建外国債券投資額36億M（銀行の31億M+保険会社の5億M）を引けばマイナスとなり、株式を度外視すれば、金融機関は外貨建外国債券を売り越したこと、つまり、これは「企業・個人」によって購入されたことが判明する。したがって、外貨建も含めると、第5表にみられるように、「企業・個人」が金融機関を上回っている。しかし、この外貨建外国債券購入における企業と個人のそれぞれのシェアは明らかでない。

81年は、マルク建が20.82億M、外貨建が41.22億M（第6表）と、後者が前者の2倍に逆転し、外国債券購入シェアの推定はますます困難となる。外国債券の34%にすぎないマルク建債券の購入シェアにおいて銀行と個人が接近したこと、金融機関の外貨建債券の購入は1.58億Mにすぎなく（第5表の7.58億M—第10表の銀行と保険会社の合計6億M）、外貨建債券41.22億Mは主として相変わらず「企業・個人」によって購入されていたこと、が分かるだけである。

82年は、ブンデスバンク月報の論説が概数を与えている。「昨年（82年—引用者）確定利子付証券に対しても、個人投資家の関心は大きく低下した。彼らの債券購入は、190億Mで、前年の数値の1/3強である。投資家は、主として、公共債とりわけ特別連邦債や外貨建債券（大部分はUSドル建）を求めた。というのは、それらの利子率がかかなり魅力的だったからである。以前の数年には外貨建債券購入は全債券購入の10%以下であったのに対して、1982年には、これだけで個人投資家の全債券取得の約半分に達した<sup>(20)</sup>」。1982年の個人投資家の全債券取得は、この論説によれば190億Mだから、その半分の95億M（第9表でみられる、後の修正値171.8億

(20) Deutsche Bundesbank, "Overall financial flows and total financial assets and liabilities in 1982", *Monthly Report*, May, 1983, pp.20—21.

Mの半分の85.9億M)の外貨建債券が個人投資家によって購入されたことになる。82年の西ドイツの外国債券投資は、外貨建103.10億M、マルク建6.73億Mと、前者が全体の94%を占め(第6表)、この外貨建債券103.10億Mのうち個人投資家による購入は92%(あるいは修正値で83%)に達する。この個人投資家の外貨建債券購入の95億M(あるいは85.9億M)にマルク建外国債券購入の9億M(第10表)を加えると、個人投資家の外国債券投資額は104億M(あるいは94.9億M)となり、「企業・個人」による外国債券投資122.04億Mのうち個人のシェアは85%(あるいは78%)を占める。金融機関が売り越しのため(第5表)、西ドイツの外国債券投資が「企業・個人」によるそれを下回り109.83億M(第6表の103.10億M+6.73億M)となる結果、西ドイツの外国債券投資における個人のシェアは、さらに95%(あるいは86%)に上昇する。したがって、外国債券投資における、個人部門の、企業部門、金融機関に対する圧倒的優位が確認できる。

83年は、外貨建52.80億M、マルク建4.63億Mと、前者が全体の92%を占める。この外貨建債券の購入シェアを示す資料は存在しないが、金融機関は、マルク建債券を17億M売り越しており(第10表の、銀行と保険会社の合計)、他方、外国証券の売り越し総額は6.44億M(第5表)だから、外貨建債券購入は、株式購入を考慮すると多くて約10.5億にすぎない。(これは、第6表の西ドイツの外貨建債券購入52.80億Mと第7表の non-bank による外貨建債券購入43億Mの差額にほぼ一致する。)したがって、金融機関は、マルク建外国債券では売り越し、外貨建外国債券購入シェアも、前年より増加したといえ、せいぜい20%(10.50/52.80)を占めるにすぎず、相変わらず「企業・個人」の優位が継続している。

84年は、外貨建139.94億M、マルク建17.16億Mと前者が全体の89%を占める。第7表の non-bank による外貨建債券購入137億M、マルク建債券購入21億Mと、第6表の西ドイツの外貨建債券投資139.94億M、マルク建債券投資17.16億Mを対比すれば、ここでも金融機関(銀行)の外国債券購入は前年よりさらに減少したことが推測できる。しかし、企業、個人のそれぞれの外国債券購入シェアは明らかでなく、ただ、「国内 non-bank は、約160億Mを外国証券に投下した。とくに、家計の外貨建証券への投資は飛躍的に増大した<sup>(22)</sup>」という叙述が手掛かりとなるだけである。

85年は、第5表にみられるように、「企業・個人」、金融機関ともに対外証券投資を増大させた。そのなかでも、non-bank による外貨建外国債券投資の増大は著しく194億Mにのぼり、non-bank による外国債券投資総額は237億Mに達した(第7表)。金融機関による対外証券投資42.90億Mをすべて外国債券投資とみなしても、外国債券投資における non-bank のシェアは85%と相変わらず高い。このなかでの企業、個人(家計)それぞれのシェアについては、ブ

(21) 第8表における82年の支配権を伴わない対外株式投資4億Mをすべて「企業・個人」による投資とみなして、第5表の「企業・個人」の対外証券投資126.04億Mからそれを引いた値である。したがって、金融機関による対外株式投資を考慮すると誤差が生じるが、それは大きくない。

(22) Deutsche Bundesbank, *Monthly Report for the year 1984*, p. 51.

ンデスバンク月報が有益な示唆を与えている。「全体として、家計は国内債券のストックをいくらか減らした。1985年の個人の債券購入で最も重要なものは——実際、一年前より重要なことは——、外貨建債券であった。相対的な高利子によって、この債券は、この債券購入に付随する為替レートリスクに対する一種の補償を与えられたのである。ドイツの投資家は、主としてドル債券を購入し、ヨーロッパ諸国の債券は非常にわずかししか購入しなかった。外国債務者によるマルク建債の発行に対しても、需要が増大した。全体として、家計は、1985年に、外国債券取得に推定 220 億M投資した。これは、一年前と比較して約 1.5 倍になる<sup>(23)</sup>。85年の non-bank による外国債券投資総額は237億Mだから、家計の220億Mは、その93%を占める。又、金融機関による対外証券投資 42.90 億Mをすべて外国債券投資とみなしても、外国債券投資総額279.90 (=237+42.90) 億Mにおける家計のシェアは、79%に達する。これに対して、non-bank による外国債券投資総額237億Mから家計の220億Mを引いた額すべて (17億M) を企業による外国債券投資とみなしても、企業部門の外国債券投資のシェアは、non-bank のそれに対しては 7%、金融機関も含めての外国債券投資総額に対しては 6%にすぎない。又、この引用文から、85年の家計による外国債券投資額220億Mを1.5で割り、84年の値約 147 億Mが算出できる。これは、84年の non-bank による外国債券投資額 158 億M (第7表) の 93%にあたり、さらに、金融機関が若干の売り越しのため、西ドイツの外国債券投資総額157.10億M (第6表) の94%に達する。したがって、84、85の両年では、外国債券購入における家計のシェアの圧倒的優位と、他方での企業のシェアの低位が確認できる。

86年は、「企業・家計」の対外証券投資は158.23億Mと前年より減少し、他方、金融機関のそれは逆に58.01億Mに増大する (第5表)。この結果、対外証券投資における金融機関のシェアは、27%に上昇した。non-bank による外国債券投資も 127億M と半減するが、その原因は、外貨建債券取得の減少である (第7表)。ブンデスバンク月報によれば、これを減少させた主体は家計である。「1986年の家計の証券取得の抑制は、貯蓄の全般的増勢に対する特殊的例外であった。1986年には、国内債券と外国債券の購入に、1年前の約半分、すなわち推定 100 億Mしか支出しなかった。……家計の投資家は、——以前に——非常に好まれた外国債券の購入をかなり減少させた<sup>(24)</sup>」。しかし、外国債券取得の企業と家計のシェアは、具体的には明らかにされていない。

87年は、再び non-bank による外貨建債券購入が増大し、外貨建債券購入総額は231億Mに達する (第7表)。この結果、対外証券投資における金融機関のシェアは7.6%に低下する (第5表)。ブンデスバンク月報によれば、この non-bank による外国債券購入の増大は、家計によって担われた。「長期投資に対する個人投資家の関心は、1987年には、かなり選択的であっ

(23) "Financial flows, total financial assets and liabilities in the Federal Republic of Germany in 1985", *Monthly Report*, May, 1986, p. 20.

(24) "The results of the capital finance account for 1986", *Monthly Report*, May, 1987, p. 21.

た。国内債券と投資信託は比較的わずか（約50億M）しか購入されなかった。これに対して、非居住者によって発行された債券に個人投資家はかなり魅力を感じた。彼らは、とりわけ外貨建債券を中心として、これらの証券を推定 230億M 購入した。これらの決定は、外貨建債券の高利子と、国内の利子所得の源泉課税の声明によって影響を受けた<sup>(25)</sup>。87年の non-bank による外国債券投資総額は 231 億Mだから、この家計の 230 億Mはそれの99%以上にあたり、non-bank の他の主体、企業、保険会社いずれかの売り越しさえ推定できる。又、金融機関による対外証券投資 18.86 億M（第5表）をすべて外国債券投資とみなしても、外国債券投資総額 249.86（=231+18.86）億Mにおける家計のシェアは92%に達する。したがって、87年においても、外国債券購入における家計のシェアの圧倒的優位が確認できる。

以上の推定により、西ドイツの外国債券投資に占める家計のシェア、82年…95%、84年…94%、85年…79%、87年…92%、が得られた。金融機関は、80年に、外国債券の77%を占めるマルク建債券において購入シェア54%を有し、この時点での優位は認められうる。しかし、第5表でみられるように、81年以降84年までは対外証券投資を激減させ、82—84年にいたっては売り越しに転じ、シェアを大幅に低下させた。その後、85、86年に対外証券投資を回復させるが、この証券投資のすべてを債券投資とみなしても、家計の優位はゆるがない。他方、企業は、82、84、85、87年のいずれにおいても一桁台のシェアにとどまっている。

つまり、確認されるかぎり<sup>(26)</sup>、80年代に急増した対外債券投資において主役を演じたのは家計であり、企業による対外債券投資は副次的であった。この事実は、第1章で検討した、企業自身による対外証券投資増大の論理——投資停滞→自己金融の進展→金融資産形成の増大→証券取得増大→対外証券投資増大——に再検討を迫るものである。

#### IV. 結論と残された課題

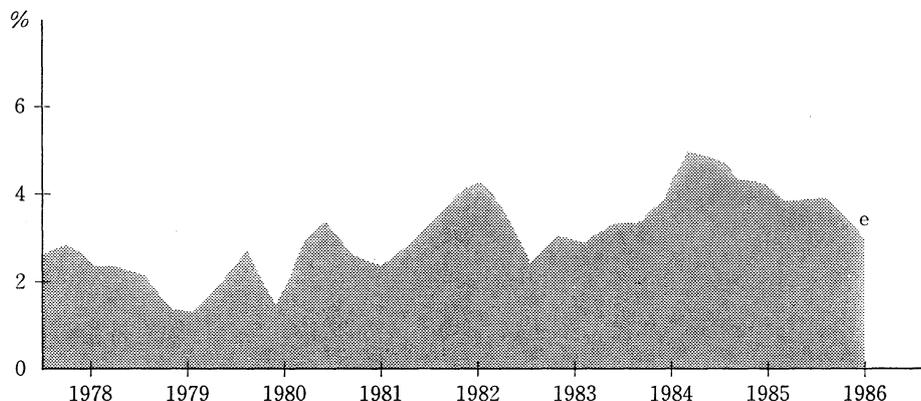
本稿では、次のことが確認された。第1に、80年代の西ドイツの長期対外投資においては、証券投資とりわけその中でも債券投資が最も著しく増大したこと、第2に、この対外債券投資の中では、外貨建（とくにドル建）債券投資の比重が大きく、又、その変動も大きいのに対して、マルク建外債投資は停滞したこと、第3に、82年以降の、この対外証（債）券投資が急増したいずれの年においても、家計の投資が圧倒的なシェアを占めたこと、第4に、したがって、企業における「余剰資金の形成」と証券取得の増大からはただちには80年代の西ドイツの対外証券投資の増大は説明できず、この意味で佐々木昇氏の所説は再検討を要すること、以上4点である。

(25) "The results of the capital finance account for 1987", *Monthly Report*, May, 1988. p. 29

(26) 80年代のすべての年はカバーしていないが、この確認された82、84、85、87年は、いずれも、対外証券投資、あるいは、non-bank による外国債券投資が急増した年である（第5、7表）。したがって、そこでの家計のシェアの優位は、家計がこれらの増加の中核をなしていたことを意味する。

たしかに、佐々木氏の所説においても、家計による対外証券投資増大を説く論理が存在する。産出係数の低下→企業集中の進展→無機能貨幣資本の増大→家計の純貯蓄の増大→証券投資の増大、がそれである。しかし、家計の純貯蓄と対外証(債)券投資動向とは必ずしも対応関係になく(第7, 9表)、後者は、前者を基礎にしながらも、さらに媒介論理を駆使して解明される必要がある。 Bundesbank月報は、アメリカとドイツの利子率格差によって家計による対外債券投資増大を説明しており、利子率格差拡大期とこの投資の増大が対応関係にある(第3図)という意味では、これは有力な説明の一つである。だが、直接的には家計が利子率格差を根拠として外貨建外国債券投資を増大させたとしても、この利子率格差をもたらした要因がさらに解明されるべきであり、これが残された課題の第1である。そのさい、アメリカの財政赤字によるドル高・高金利を指摘するだけでなく、相対的低金利の根拠を西ドイツ内部の状況にもとづいて明らかにする必要がある。ここでこそ、企業の資本蓄積条件の変化への着目が重要となる。この変化が金融市場・債券市場にいかなる影響を及ぼし、それが家計の対外債券投資にどのように作用したのか、を考察すること、つまり、家計、企業それぞれを個別的に考察してそれぞれの直接的な対外債券投資の根拠を指摘するのではなく、企業の蓄積条件の変化を、金融市場・債券市場の考察を媒介にして、直接的な投資主体である家計による対外債券投資と関連させる視点が重要である。

第3図 米、独債券の収益率格差



(注) 四半期平均のアメリカ公債の収益率マイナスドイツ公債の収益率。

e…推定

(資料) Deutsche Bundesbank, Monthly Report. for 1985, p47.

とすれば、対外証券投資の根拠を「過剰資本」に求める場合、企業、家計の個別的次元における「過剰」の指標——自己金融の進展、金融資産の形成、純貯蓄の増大等——の指摘にとどまりえないことは明らかである。したがって、金融市場・債券市場におけるどのような状況を過剰と規定すべきか、対外市場との関連でしか過剰は規定できないのか、あるいは、「過剰資本」概念の使用を再検討すべきなのか、を上記の視点に立って考察することが第2の課題として残される。