

西ドイツ公債市場と外資流入

——1980年代後半の展開——

岩 見 昭 三

目 次

はじめに

I 対内証券投資

II 西ドイツ債券市場

III 公債市場の需要構造

1 債券市場と非居住者

2 非居住者の公債投資行動

(1) 概観

(2) 85年第I四半期—87年第II四半期

(3) 87年第III四半期—89年第I四半期

(4) 89年第II四半期—89年第III四半期

3 金融機関の公債投資行動

4 nonbanks の公債投資行動

IV 今後の展望と問題点

はじめに

先進国間証券投資の増大は1980年代（以下80年代と略記する）の世界経済の重要な特徴の一つである。西ドイツもこの例外ではなく80年代における対外証券投資の増大は著しく、アメリカの財政赤字の国際的ファイナンスをはじめとして、その世界経済での役割を無視することはできない。⁽¹⁾

だが、実は1983—87年では西ドイツへの対内証券投資はこの対外証券投資を上回っており流入超を記録している。さらに、この対内証券投資の大半が公債投資であるため、西ドイツ公債市場において非居住者の比重が増大し、非居住者の公債投資が同市場の不可欠な構成要因となるに至っている。

ところが、80年代後半この非居住者の公債投資は激しく変動し、その結果これに依存した公債市場は大きな影響をこうむることになり、現在でもなお問題を完全には解決しえていない。

(1) さしあたり、拙稿「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——」（奈良産業大学『産業と経済』第4巻第1・2号，1989年6月）、「80年代における西ドイツの対外証券投資」（『証券経済学会年報』第25号，1990年5月）を参照されたい。

したがって、80年代後半における非居住者の西ドイツ公債投資の変動が西ドイツ公債市場に如何なる影響を及ぼし、その結果現在西ドイツ公債市場が如何なる問題を抱えているかを確認することが本稿の課題となる。

I. 対内証券投資

まず対外長期資本取引、対内証券投資それぞれの80年代の推移と特徴を第1, 2表から読みとっておこう。

第1に注目されるのは、80年代は80, 81, 86年を除いて対外長期資本取引が流出超だという事実である。直接投資, 証券投資, 貸付投資に分けると、直接投資が80—88年に計92,081百万DMの流出超を出しているのに対して、証券投資は83—87年に流入超に転じたため80—88年の流出超は12,826百万DMにすぎず、又貸付投資は80—88年に逆に16,057百万DMの流入超を出し、直接投資における大幅な流出超が対外長期資本取引の流出超の主因であることが分かる(第1表)。第2に、しかし、対外投資, 対内投資のそれぞれのネットの絶対額でみると、対外投資では82年以降83年だけを除いて証券投資が首位にあり、対内投資では83年以降証券投資が他の二者を大きく引き離しており、その結果資本輸出入総額では証券投資が圧倒的地位を占めている(第1表)。第3に、対内証券投資を確定利付債券投資と配当証券(株式, 投資受託証券)投資に分けると、82年以降前者が後者を上回っていたが、88年にはこの順位が逆転し、絶対額でも前者の88年の減少が目立つ(第2表)。第4に、確定利付債券投資をさらに公債投資とその他債券(金融債, 事業債)投資に分けると、82年以降前者が後者を上回り、公債投資だけで対内証券投資の大半(82年—99.3%, 83年—46.2%, 84年—41.3%, 85年—62.3%, 86年—65.4%, 87年—100.3%, 88年—196.3%)を占めるに至っている(第2表)。

第1表 西ドイツの対外長期資本取引 1980—89Ⅲ (ネット, 取引価格, 100万DM)

	純流出入	対 外 投 資					対 内 投 資				
		計	直接投資	有価証券 投 資	貸付投資	その他	計	直接投資	有価証券 投 資	貸付投資	その他
1980	5,807	-28,101	-7,281	-7,712	-11,060	-2,048	33,908	771	864	32,502	-228
81	8,386	-26,874	-8,727	-6,034	-9,638	-2,475	35,260	770	1,013	33,484	-6
82	-14,156	-28,328	-6,020	-11,383	-8,665	-2,260	14,172	1,988	2,775	9,518	-107
83	-6,979	-36,492	-8,095	-10,361	-14,713	-3,324	29,513	4,533	13,581	11,567	-168
84	-19,828	-45,044	-12,492	-15,741	-14,247	-2,583	25,216	1,573	17,446	6,218	-21
85	-12,865	-61,704	-14,142	-31,524	-13,007	-2,961	48,839	1,727	38,321	8,902	-112
86	33,802	-55,427	-20,874	-21,341	-10,259	-2,953	89,229	2,357	74,102	12,887	-117
87	-23,258	-62,473	-16,242	-24,958	-18,533	-2,741	39,215	3,472	33,215	2,586	-58
88	-84,908	-96,345	-18,250	-72,835	-2,481	-2,779	11,437	2,851	7,746	998	-156
89 I	-33,084	-30,516	-3,626	-23,119	-2,936	-835	-2,568	1,297	-5,152	1,316	-15
II	446	-15,914	-5,733	-7,052	-2,338	-791	16,360	1,147	9,924	5,311	-22
III	-6,056	-25,229	-5,903	-15,928	-2,565	-833	19,173	1,220	15,577	2,405	-28

[出所] Statistische Beihefte zu den Monatsbericht der Deutschen Bundesbank (以下, SBMDBと略記) Reihe 3各号。

西ドイツ公債市場と外資流入

第2表 西ドイツへの対内証券投資 1980—89Ⅲ

(ネット, 取引価格, 100万DM)

	計	配当証券	確定利付債券 ¹⁾		
			計	公債 ²⁾	その他
1980	864	569	294	679	-384
81	1,013	2,465	-1,453	-1,150	-303
82	2,775	503	2,272	2,755	-483
83	13,581	2,781	10,801	6,277	4,524
84	17,446	3,628	13,818	7,200	6,618
85	38,321	6,861	31,460	23,869	7,591
86	74,102	15,024	59,079	48,490	10,589
87	33,215	-1,778	34,993	33,301	1,692
88	7,746	5,690	2,057	15,206	-13,149
89 I	-5,152	2,394	-7,546	-5,372	-2,174
II	9,924	1,620	8,304	9,124	-819
III	15,577	5,989	9,588	7,671	1,917

[注] 1) 変動利付債を含む。 2) 連邦鉄道債, 連邦郵便債を含む。

[出所] 第1表と同じ。

このように、80年代中葉以降の対内証券投資増大の主因は公債投資の飛躍的増大にあることが確認できるが、これはただちに西ドイツ公債市場における非居住者の意義増大を意味しない。非居住者の公債投資が西ドイツ公債市場全体の規模と対置されてはじめてこの意義が明らかとなるからである。したがって、次に西ドイツの債券市場を概観しておこう。

II. 西ドイツ債券市場

西ドイツの国内債券は発行主体によって公債、金融債、事業債に分かれ、これらの特徴は以下の⁽²⁾のようにまとめられる。

1 公債 (Anleihen der öffentlichen Hand)

(1) 連邦政府発行……連邦債 (Bund)

- ① 長期債 (Anleihen)……期間——6～10年, 対象投資家——不特定。
- ② 中期債 (Kassenobligationen) ……期間——3～5年, 対象投資家——主として金融機関。
- ③ 中期貯蓄国債 (Bondesobligationen) ……期間——5年, 対象投資家——第一次取

(2) この特徴の要約は以下の文献に依拠した。Uta Kempf, German Bond Markets, Euromoney Publications Ltd, London, 1985, 日本証券経済研究所訳『西ドイツの公社債市場』日本証券経済研究所, 1988年6月, 山本征二『ドイツ債券市場——流通・引受市場の仕組と実際——』外為新書21, 外国為替貿易研究会, 1987年5月, 岩本俊昭「西ドイツの債券市場」(『東京銀行月報』第40巻9号, 1988年9月), 相沢幸悦『西ドイツの金融市場と構造』東洋経済新報社, 1988年11月。

得者は個人，非営利団体，上場後は居住者。

④連邦貯蓄債券 (Bundesschatzbriefe) ……期間——Aタイプ6年，Bタイプ7年，
対象投資家——個人，非営利団体。

⑤割引大蔵省証券 (Unverzinsliche Schatzanweisungen) ……期間——1～2年，
対象投資家——大口は金融機関，小口は地域居住者。

(2)連邦鉄道発行……連邦鉄道債

(3)連邦郵政省発行……連邦郵便債

(4)州政府発行……州債

①長期債，②中期債，③割引債，④個人向中期州債

(5)市町村発行……市町村債

2 金融債 (Bankschuldverschreibungen)

(1)公営抵当銀行，貯蓄銀行中央振替銀行 (Girozentrale) 等発行

①抵当証券 (Pfandbriefe) ……期間——4～15年，対象投資家——不特定，長期不動
産担保金融により取得した請求権を担保として発行。

②自治体債券 (Kommunalobligationen) ……期間——4～15年，対象投資家——不
特定，州政府，地方自治体に対する貸出債権を担保として発行。

(2)専門金融機関発行……専門金融機関債 (Schuldverschreibungen von Spezialkre-
ditinstituten) ……期間——4～15年，対象投資家——不特定。

(3)大銀行等発行……その他金融債 (Sonstige Bankschuldverschreibungen) ……期間
——2～15年，対象投資家——不特定。

3 事業債 (Industrieobligationen) ……事業会社発行，期間——10年まで，対象投資家——
不特定。

第3表 西ドイツ国内債券の発行残高 1980—89.10 (額面価格，100万DM)

	計	公債	金融債			事業債
			計	無記名式	記名式	
1980	622,412	130,737	487,113	413,346	73,767	4,562
81	691,687	127,807	560,290	484,390	75,900	3,590
82	769,769	156,596	610,216	530,749	79,467	2,957
83	864,172	191,050	670,756	584,458	86,298	2,366
84	947,872	228,061	717,647	619,760	97,887	2,164
85	1,048,727	272,337	774,002	654,628	119,374	2,388
86	1,160,038	329,625	827,837	685,523	142,314	2,576
87	1,282,396	392,292	887,584	715,870	171,714	2,520
88	1,352,873	441,383	909,070	707,837	201,233	2,420
89.10	1,430,936	460,853	967,399	750,317	217,092	2,684

[注] 各年末残高。

[出所] SBMDB, Reihe 2, 1989. Dezember 等各号。

西ドイツ公債市場と外資流入

これら各債券の市場規模を発行残高で示したのが第3表である。89年10月末の国内債券発行残高が1,430,936百万DMであるのに対して、金融債が967,399百万DMで67.6%を占め、公債の460,853百万DM、32.2%がこれに続き事業債は2,684百万DMと0.2%にとどまっている。⁽³⁾発行残高でみるかぎりではドイツ国内債券市場は金融債中心市場である。

しかし、各年毎のネットの発行高を第4表でみると様相は異なってくる。80年では公債は

第4表 西ドイツ国内債券のネット発行高 1980—89.Ⅲ (額面価格, 100万DM)

	計	公債	金融債			事業債
			計	無記名式	記名式	
1980	50,880	4,938	47,205	41,323	5,882	-1,263
81	69,274	-2,931	73,177	71,044	2,133	-972
82	78,042	28,791	49,885	46,318	3,567	-634
83	94,400	34,456	60,538	53,707	6,831	-594
84	83,699	37,011	46,889	35,300	11,589	-201
85	100,854	44,276	56,355	34,868	21,487	223
86	111,312	57,289	53,835	30,895	22,940	188
87	122,357	62,667	59,746	30,346	29,400	-56
88	70,479	49,092	21,487	-8,032	29,519	-100
89.Ⅰ	21,812	8,370	13,346	6,351	6,995	96
Ⅱ	20,297	5,896	14,314	11,930	2,384	87
Ⅲ	20,579	2,610	17,887	12,981	4,906	82

[出所] 第3表と同じ。

第5表 西ドイツ公債のネット発行高 1980—89.Ⅲ (額面価格, 100万DM)

	計	連邦債				州債	市町村債	連邦鉄道債	連邦郵便債
		計	中期貯蓄債	連邦貯蓄債	その他				
1980	4,938	3,395	8,263	-2,563	-2,305	-421	-106	809	1,289
81	-2,931	-2,934	11,771	-10,233	-4,472	-1,530	-94	378	1,252
82	28,791	23,059	14,777	-342	8,624	2,096	-79	1,668	2,044
83	34,456	29,697	12,977	2,493	14,227	4,000	89	-109	778
84	37,011	30,434	13,924	5,124	11,386	4,850	-33	-21	1,780
85	44,276	33,308	11,312	4,796	17,200	5,899	-26	1,331	3,763
86	57,289	43,995	7,577	2,210	34,208	6,725	-22	3,352	3,239
87	62,667	49,090	4,476	3,022	41,592	2,707	-12	3,661	7,221
88	49,092	46,389	6,059	3,770	36,560	-638	0	47	3,293
89.Ⅰ	8,370	9,205	-2,768	-74	12,047	-48	0	16	-604
Ⅱ	5,896	5,336	3,802	-117	1,651	360	0	-685	886
Ⅲ	2,610	2,977	-506	-911	4,394	165	0	-700	169
89.10	460,853	367,417	92,492	33,711	241,214	35,546	150	24,166	32,573

[注] 89.10の値は、発行残高。

[出所] 第3表と同じ資料より算出。

(3) ここでは債務証書 (Schuldschein) は除外されている。

4,938百万DMと全体の9.7%にすぎなかったのに対し、84年には無記名金融債を上回り、さらに86—88年には金融債全体を凌駕し88年には全体の69.7%を占めるに至る。したがって、ネット発行高での公債の割合の増大が80年代（88年まで）におけるドイツ国内債券市場の重要な特徴として指摘できる。もっとも、88年は国内債券のネット発行高総計が前年を大きく下回り、公債も例外ではなかった。このとき金融債の減少幅のほうが大きかったため、公債も減少したにもかかわらず前述の69.7%を記録したわけである。しかし、89年に入ると金融債が再び大きく増大する一方で公債の減少が目立っている点に着目しておかねばならない。

この公債を発行主体別に分けた第5表から、82年以降毎年連邦債がネット発行高で全体の3/4を越え、その結果発行残高でも89年10月末で367,417百万DM、79.7%に達し公債の大半を連邦債が占めていることが分かる。

III. 公債市場の需要構造

1. 債券市場と非居住者

このような国内債券市場に対して非居住者はどのような役割を果たしているのだろうか。これを概観したのが第6表である。まず、国内債の市場価格でのネット発行総額に対する非居住者のネット国内債投資額の割合をみると、それは86年にかけて上昇し86年に53.5%に達したのち、87—89年第Ⅰ四半期（以下四半期を略し第Ⅰ期とする）に下落し、89年第Ⅱ、Ⅲ期に再び

第6表 西ドイツ国内債市場と非居住者 1980—89.Ⅲ

(ネット, 市場価格, 100万DM, %)

	国内債								
				公債			その他債券		
	発行高(A)	非居住者投資(B)	(B)/(A)	発行高(C)	非居住者投資(D)	(D)/(C)	発行高(E)	非居住者投資(F)	F/E
1980	51,100	294	0.6	4,934	679	13.8	46,166	-384	—
81	69,005	-1,453	—	-2,608	-1,150	—	71,613	-303	—
82	76,293	2,272	3.0	28,563	2,755	9.6	47,830	-483	—
83	92,358	10,801	11.7	34,393	6,277	18.3	57,965	4,524	7.8
84	82,690	13,818	16.7	36,664	7,200	19.6	46,026	6,618	14.4
85	97,537	31,460	32.3	42,738	23,869	55.8	54,799	7,591	13.9
86	110,425	59,079	53.5	57,774	48,490	83.9	52,651	10,589	20.1
87	117,590	34,993	29.8	59,768	33,301	55.7	57,822	1,692	2.9
88	64,619	2,057	3.2	46,228	15,206	32.9	18,391	-13,149	—
89.Ⅰ	19,284	-7,546	—	8,092	-5,372	-66.4	11,192	-2,174	—
Ⅱ	20,534	8,304	40.4	6,500	9,124	140.4	14,034	-819	—
Ⅲ	19,102	9,588	50.2	1,014	7,671	756.5	18,088	1,917	—

[注] 非居住者投資額が取引価格で表示されているため、債券発行高も市場価格に発行者の自己所有分の増減を加えた数値に修正されており、第4、5表の数値と若干異なる。

[出所] SBMDB, Reihe 2, 3 の各号より算出。

上昇するという経過が読みとれる。年間では非居住者による投資が50%を越えているのは86年だけであり、非居住者の役割はそれほど大きくないようにみえる。

しかし、非居住者による投資を公債投資とその他債券（金融債、事業債）への投資に分け、それぞれのネット発行総額に対する割合をみると、それらの数値には大きな開きが認められる。最大比率に達するのは両者とも86年であるが、公債が83.9%であるのに対してその他債券は20.1%にすぎず、プラスの投資額をそれぞれ記録している83—87年平均しても公債が46.7%であるのに対してその他債券は11.8%にとどまり、その差は歴然としている。つまり、非居住者の購入シェアの増大は公債において集中的に現れているのである。

これは本稿Ⅰ、Ⅱにおける考察からも十分予想できる事態であった。Ⅰでみたように非居住者の国内債投資は公債投資に集中していたが、国内投資家の公債投資の増大が非居住者のそれに及ばないなら非居住者の購入シェアが増大するからである。さらに、Ⅱでみたように公債のネット発行高が金融債、事業債のそれを上回っているのだから、金融債、事業債における非居住者の購入シェアが低くても、公債における非居住者の購入シェアの上昇が国内債ネット発行総額における非居住者の購入シェアも間接的に上昇させることになる。したがって、次にこの公債市場に焦点を合わせて非居住者の投資行動を詳しく検討してみよう。

2. 非居住者の公債投資行動

(1) 概観

公債の各年のネット発行高⁽⁴⁾における購入シェアを非居住者ばかりでなくその他の投資家である金融機関、nonbanks（個人、非営利団体、投資信託、保険会社、非金融企業、政府機関）、ブンデスバンクまで加えて作成したのが第7表である。まず、これによって各投資主体の購入シェアを概観しておこう。

80年は、公債発行高が4,934百万DMと少なく、nonbanksによる3,978百万DMの購入でも全体の80.6%に達し最大シェアを占める。次に81年は、公債発行高自体が償還超過でマイナスになり金融機関以外がすべて売り越しに転じ、金融機関のみがわずかに992百万DMの買い越しを記録した。これに対して82年は発行高が28,791百万DMと大きく回復し、金融機関、nonbanksがそれぞれ44.0%、40.4%を占め二大買い手として登場してくるが、ここでは非居住者はまだ9.6%にすぎない。83年は、第Ⅱ期を除いてnonbanksが最大シェアを占め、これは84年第Ⅲ期まで続く。他方、金融機関は29.4%に低下し逆に非居住者は18.3%と前年の約2倍に躍進している。84年は、年間ではnonbanksが相変わらず最大シェアを占め57.0%に達し金融機関、非居住者がそれに続くが、第Ⅳ期以降大きく減少し87年第Ⅳ期まで首位を譲ることになる。とはいえ、80—84年はnonbanksと金融機関主導の公債市場が形成されていた、と

(4) この額は、第6表で注記したように、市場価格でのネット発行高に発行者の自己所有分の増減を加えたものであり、したがって第4、5表の数値と若干異なる。

岩見昭三

いっても過言ではない。

ところが、85年に入ると非居住者が80年代ではじめて最大シェアを占め、投資のネット絶対額も85年—23,869百万DM、86年—48,490百万DMと飛躍的に増大させたため、87年第Ⅱ期ま

第7表 公債の投資主体的購入シェア 1980—89Ⅲ.

(ネット, 市場価格, 100万DM)

	公債発行高	非居住者	金融機関	nonbanks	ブundesバンク
1980	4,934	679 (13.8)	-1,480 (-30.0)	3,978 (80.6)	1,757 (35.6)
81	-2,608	-1,150 (-)	992 (-)	-2,264 (-)	-186 (-)
82	28,563	2,755 (9.6)	12,580 (44.0)	11,553 (40.4)	1,675 (5.9)
83	34,393	6,277 (18.3)	10,124 (29.4)	15,604 (45.4)	2,388 (6.9)
84	36,664	7,200 (19.6)	12,029 (32.8)	20,892 (57.0)	-3,457 (-9.4)
85	42,738	23,869 (55.8)	12,321 (28.8)	6,754 (15.1)	-206 (-0.5)
86	57,774	48,490 (83.9)	3,529 (6.1)	4,689 (8.1)	1,066 (1.8)
87	59,768	33,301 (55.7)	15,476 (25.9)	11,702 (19.6)	-711 (-1.2)
88	46,228	15,206 (32.9)	19,475 (42.1)	11,131 (24.1)	416 (0.9)
1983 I	8,908	562 (6.3)	3,776 (42.3)	3,913 (43.9)	657 (7.4)
II	4,834	1,209 (25.0)	1,649 (34.1)	615 (12.7)	1,361 (28.2)
III	8,998	2,148 (23.9)	1,111 (12.3)	5,377 (59.8)	362 (4.0)
IV	11,653	2,358 (20.2)	3,588 (30.8)	5,699 (48.9)	8 (0.1)
1984 I	13,705	3,115 (22.7)	1,098 (8.0)	9,947 (72.6)	-455 (-3.3)
II	4,942	1,112 (22.5)	1,261 (25.5)	3,559 (72.2)	-990 (-20.0)
III	9,293	-816 (-8.8)	4,921 (53.0)	6,467 (69.6)	-1,107 (-11.9)
IV	8,724	3,789 (43.4)	4,749 (54.4)	1,091 (12.5)	-905 (-10.4)
1985 I	12,203	6,024 (49.4)	2,459 (20.2)	3,843 (31.5)	-123 (-1.0)
II	10,611	5,978 (56.3)	3,526 (33.2)	1,597 (15.1)	-490 (-4.6)
III	9,471	7,080 (74.8)	3,278 (34.6)	-508 (-5.4)	-379 (-4.0)
IV	10,453	4,786 (45.8)	3,058 (29.3)	1,823 (17.4)	786 (7.5)
1986 I	18,096	16,072 (88.8)	-1,740 (-9.6)	3,385 (18.7)	379 (2.1)
II	8,255	7,469 (90.5)	2,778 (33.7)	-2,482 (-30.1)	490 (5.9)
III	13,129	10,196 (77.7)	2,052 (15.6)	223 (1.7)	658 (5.0)
IV	18,294	14,752 (80.6)	439 (2.4)	3,553 (19.4)	-450 (-2.5)
1987 I	27,208	18,798 (69.1)	4,770 (17.5)	3,875 (14.2)	-235 (-0.9)
II	8,701	9,506 (109.3)	-842 (-9.7)	223 (2.6)	-186 (-2.1)
III	13,268	2,793 (21.1)	6,832 (51.5)	3,790 (28.6)	-147 (-1.1)
IV	10,591	2,204 (20.8)	4,716 (44.5)	3,812 (36.0)	-141 (-1.3)
1988 I	18,195	6,281 (34.5)	4,630 (25.4)	7,317 (40.2)	-33 (-0.2)
II	6,513	1,102 (16.9)	6,327 (97.1)	-1,005 (-15.4)	89 (1.4)
III	12,616	111 (0.9)	8,254 (65.4)	3,821 (30.2)	430 (3.4)
IV	8,904	7,712 (86.6)	264 (3.0)	998 (11.2)	-70 (-0.8)
1989 I	8,092	-5,372 (-66.4)	6,651 (50.3)	6,799 (84.0)	14 (0.2)
II	6,500	9,124 (140.4)	-1,243 (-6.1)	-2,222 (-34.2)	-341 (-5.2)
III	1,014	7,671 (756.5)	-326 (-33.5)	-6,118(-603.4)	-213 (-21.0)

[注] ()内は%

[出所] SBMDB, Reihe 1, 2, 3, 及び Monthly Report of the Deutsche Bundesbank, 各号より算出。

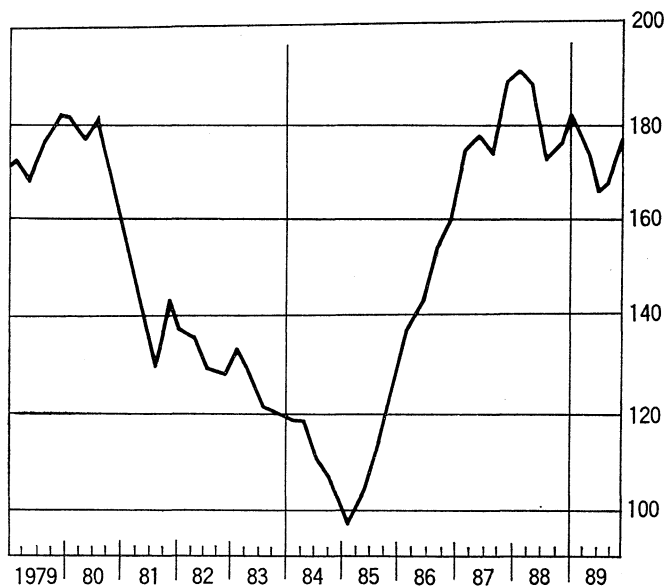
で公債市場の非居住者依存が続く。その後87年第Ⅲ期に非居住者は2,793百万DMと大きく投資額を減らし、これ以降89年第Ⅰ期までめまぐるしく首位が入れ替わるが、総じて金融機関の主導が認められる。しかし、89年第Ⅱ期には非居住者が9,124百万DMと投資額を増大させ、第Ⅲ期まで再び非居住者主導の公債市場を形成し現在に至っている。

(2) 85年第Ⅰ四半期—87年第Ⅱ四半期

この概観にもとづき、非居住者が最大シェアを占めた最初の時期である85年第Ⅰ期—87年第Ⅱ期における非居住者の投資行動を、ブンデスバンクの見解を手がかりに分析してみよう。

すでに84年第Ⅳ期から非居住者の公債投資は増大しはじめているが、ブンデスバンクがこの原因として第一に挙げるのはクーポン税の廃止である。「1984年第Ⅳ四半期には、とくに海外からの債券に対する持続的な需要によって刺激的な影響が及ぼされた。10月のクーポン税廃止の決定に続いてこの需要は予想もしない水準に達し、12月に至っては市場の中心部分になった⁽⁵⁾」。クーポン税は、非居住者の西ドイツ確定利付債券投資からの利子収益に対する25%の源泉課税の通称であり、元来国外からの過剰流動性にもとづく「輸入インフレ」を資本流入の規制によって防ぐ目的を有していたが、80年代に入るとその意義は低下しはじめる。というのは、ドル高マルク安が進行し(第1図)、この為替レートの影響によるインフレ懸念が台頭したからである。さらに、アメリカが非居住者債券利子源泉課税廃止を決定した84年7月以降、対米

第1図 マルクの対ドル相場



[注] 1972年末の値を指数100とする四半期平均値。

[出所] SBMDB, Reihe 3 各号より作成。

(5) "The economic scene in the Federal Republic of Germany around the turn of 1984-85", *Monthly Report of the Deutsche Bundesbank*, Vol. 37, No. 2, February 1985, p. 14.

(6) このクーポン税と次に(3)で述べる利子源泉課税の詳しい内容については、石光真「クーポン税と源泉税——西ドイツにおける債券利子源泉課税の推移——」(日本証券経済研究所『証券研究』[ヨーロッパ資本市場の諸問題]第88巻, 1989年9月)を参照されたい。

第8表 非居住者の公債投資と、公債流通利回り、マルク相場
1984.10—1987.12

(ネット、100万DM、%)

	流通利回り	マルク相場 ¹⁾	非居住者の 公債投資		流通利回り	マルク相場 ¹⁾	非居住者公 の債投資
1984. 10	7.4	105.0	1,652	1986. 6	5.9	144.1	2,324
11	7.2	107.8	1,226	7	5.9	149.7	4,298
12	7.0	103.9	911	8	5.7	156.2	4,046
1985. 1	7.1	101.7	2,320	9	5.8	158.0	1,852
2	7.4	97.9	1,197	10	6.0	160.7	4,129
3	7.6	97.4	2,508	11	6.1	159.0	8,191
4	7.3	104.5	1,626	12	5.9	161.8	2,432
5	7.1	103.5	1,954	1987. 1	5.8	173.4	10,089
6	6.9	105.2	2,398	2	5.7	176.4	3,324
7	6.7	110.5	2,444	3	5.6	175.7	5,372
8	6.4	115.5	2,834	4	5.5	177.9	3,062
9	6.3	113.5	1,802	5	5.4	180.4	5,051
10	6.5	121.9	1,528	6	5.6	177.2	1,423
11	6.6	124.3	1,328	7	5.8	174.5	2,883
12	6.5	128.2	1,930	8	6.0	173.4	1,442
1986. 1	6.3	131.9	6,140	9	6.2	177.8	-1,538
2	6.2	138.1	6,228	10	6.5	178.8	-3,572
3	5.9	142.3	3,705	11	6.0	191.7	5,060
4	5.5	141.7	3,116	12	6.0	197.3	693
5	5.8	144.6	2,029				

[注] 1) 1972年末の値を指数100とした対ドル相場。

[出所] SBMDB, Reihe 2, 3 各号。

証券投資の激増によるマルク安の進行が予想され、ついに10月クーポン税廃止が閣議決定され12月に正式に廃止されるに至った。84年12月から85年3月にかけての公債利回りの上昇（公債価格の下落）（第8表）、85年2月まで続くマルク安ドル高（第8表）という対内証券投資のマイナス要因にもかかわらず85年第Ⅰ期に公債投資が逆に増大し80年代ではじめて公債購入シェア一位を占めたという事実は、対内証券投資、とりわけ公債投資増大に対するクーポン税廃止の影響を裏づけるものである。したがって、クーポン税廃止は、84年第Ⅳ期以降の対内証券（公債）投資増大に対して制度的保障を与えた、と評価できる。

しかし、84年第Ⅳ期以降87年第Ⅰ期まで公債投資が基本的に増加傾向にあるとはいえ、このなかでも増減があり数値にバラツキがみられる。さらに、87年第Ⅲ期には投資額が大幅に減少し、停滞が89年第Ⅰ期まで続く。これらの事実は、次のこと、すなわちクーポン税廃止は公債投資の制度的保障を与えるにとどまり、投資額の増減を規定する積極的誘因は別に求めなければいけないこと、を意味する。

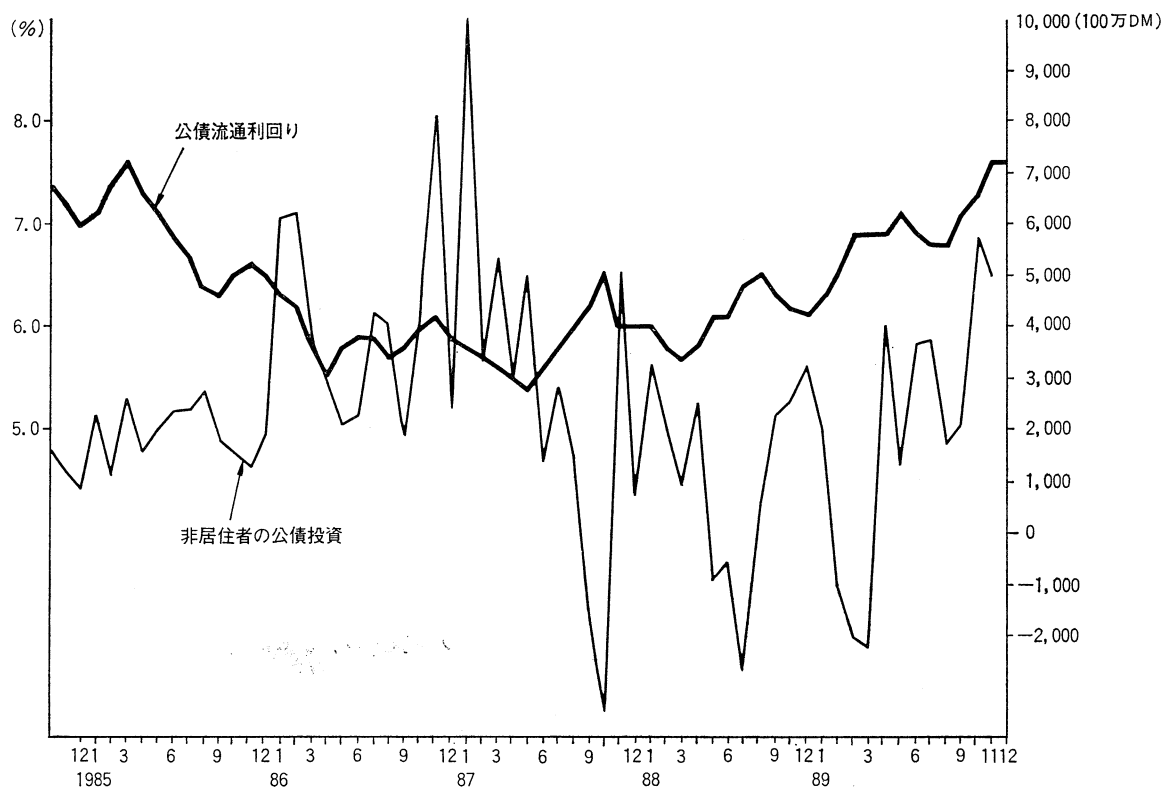
この誘因として Bundesbank が挙げるのは、マルク上昇予想と公債の利回り低下である。たとえば最大の公債投資額を記録した87年第Ⅰ期に関して Bundesbank はいう。「ドイツではかなりの低利子率だったにもかかわらず、1987年第Ⅰ四半期には長期資本取引領域で資本市

場への外資流入が増大した。この主な原因は、ドイツマルク上昇予想により非居住者にとってドイツマルク資産が魅力的な投資形態になったことと、利回り低下（債券の場合これに伴う売却益——原文⁽⁷⁾）である。このマルク上昇予想と公債の利回り低下は、87年第Ⅰ期だけでなく、85、86年の各時期の非居住者の公債投資増大の原因としても Bundesbank が共通して挙げる要因である。

マルクは、85年3月以降ほぼ一本調子で87年末まで上昇し（第1図、第8表）、これと同時に公債投資の増大傾向がみられることから、マルク高予想による為替益追求の作用はたしかに認められる。もちろん、マルク高予想と対内証券投資増とは相互因果関係にもあるのだが、いずれにせよマルク高予想が一原因であることは間違いない。しかし、このマルク高予想は、さきのクーポン税廃止と同じく、公債投資増大の基本的傾向を説明するにとどまり、87年第Ⅱ期までの各時期のそれぞれの変動に対してばかりでなく、まだマルクが上昇している87年第Ⅲ、Ⅳ期の投資額の減少に対しては十分な説明を与えることはできない。

次に第8表によって公債投資額の増減と公債流通利回りの変化とを対比してみよう。85年第Ⅰ期にクーポン税廃止の影響で投資額が急増したのち、利回りは9月まで低下し6.3%に達する。この利回り低下と平行して85年第Ⅱ、Ⅲ期には月平均約2,176百万DMの投資がみられる

第2図 非居住者の公債投資と公債流通利回り 1984.10—1989.11



〔出所〕 SBMDB, Reihe 2, 3 各号より作成。

(7) “The economic scene in the Federal Republic of Germany in spring 1987”, *Monthly Report of the Deutsche Bundesbank*, Vol. 39, No. 6, June 1987, p. 38.

(84年第Ⅳ期は、月平均約1,263百万DM)。ところが、同第Ⅳ期に利回りが6.5—6.6%に上昇すると、投資額は月平均約1,595百万DMに下落する。又、86年1月から再び利回りが低下をはじめ4月に5.5%に達する間に投資額は月平均約4,797百万DMに増加するが、7月にかけて利回りが5.9%に上昇すると5—7月の投資額は月平均約2,884百万DMに減少する。その後、利回りは小さな変動をくりかえしながら87年5月の5.4%まで低下を続け、この86年8月—87年5月に月平均約4,755百万DMと投資額が増大するが、6—10月に利回りが6.5%まで上昇すると投資額は月平均約128百万DMに減少する。このように、利回り低下と非居住者の公債投資増は密接な相関関係が存在している(第2図)

したがって、85年第Ⅰ—87年第Ⅱ期は、クーポン税廃止を制度的保障として前提しマルク高を背景に、直接的には公債利回りの低下に促がされて非居住者の公債投資が飛躍的に増大したことが確認できる。

(3) 87年第Ⅲ四半期—89年第Ⅰ四半期

(1)で概観したように非居住者の公債投資は87年第Ⅲ期に激減し、一時的な回復がみられるものの、この減少傾向は89年第Ⅰ期まで続く。

87年8—10月に対内債券投資が減少した原因として、ブンデスバンクは、利子源泉課税の導入発表、⁽⁸⁾ 利子率の反転上昇、マルク高予想の消滅を挙げる。これらは89年第Ⅰ期までの非居住者の公債投資減少を説明できるだろうか。

この利子源泉課税は、前述のクーポン税とは異なり、居住者の利子所得、国内債券利子、ディスカウント、還元プレミアムへ10%の税を源泉で課するものである。したがって、非居住者の国内債投資は本来これによって影響を受けないはずであるが、実際は、居住者と同じように利子所得が天引されるため、非居住者はその部分を還付請求しなければならない。しかも、この請求には母国による証明書の発行が必要とされる。この結果、この複雑な手続きを嫌って非居住者の公債投資が減少する可能性が生じる。

利子源泉課税導入の政府発表が87年10月(法案成立は88年3月)、廃止発表が89年4月(発効は7月)であり、これにほぼ対応する期間(87年第Ⅲ期—89年第Ⅰ期)に非居住者の公債投資が減少していることから、利子源泉課税導入発表が非居住者の公債投資減少の原因として認められそうである。実際、この影響は否定できない。しかし、この導入の発表以前の87年第Ⅱ期にすでに公債投資が大幅に減少し、さらにそれ以降も急増(88年第Ⅰ、Ⅳ期)と急減(88年第Ⅱ、Ⅲ期、89年第Ⅰ期)をくりかえしている。これらの事実に対しては十分な説得力をもたず、これとは別な説明が必要である。

だが、この87年第Ⅲ期—87年第Ⅰ期においては、公債投資はマルク相場とかなり独立した増減を示している。第1図、第8表にみられるように87年末までマルクは上昇基調にあるが、こ

(8) "The economic scene in the Federal Republic of Germany in autumn 1987", *Ibid*, Vol. 39, No. 12, December 1987, p. 44.

西ドイツ公債市場と外資流入

第9表 非居住者、金融機関の公債投資と公債流通利回り、マルク相場
1988.1—1989.11

(ネット, 100万DM, %)

	流通利回り	マルク相場 ¹⁾	非居住者	金融機関
1988. 1	6.0	195.1	3,286	2,504
2	5.8	189.8	2,018	132
3	5.7	192.0	977	1,994
4	5.8	192.6	2,568	82
5	6.1	190.3	-890	2,772
6	6.1	183.5	-576	3,473
7	6.4	174.8	-2,748	1,719
8	6.5	170.7	544	4,087
9	6.3	172.6	2,315	2,448
10	6.2	176.9	2,623	-92
11	6.1	184.2	3,249	884
12	6.3	183.6	1,840	-528
1989. 1	6.5	176.1	-1,123	2,361
2	6.9	174.0	-2,013	2,268
3	6.9	172.8	-2,237	2,022
4	6.9	172.3	4,084	-848
5	7.1	165.2	1,350	1,223
6	6.9	162.7	3,690	-1,618
7	6.8	170.1	3,728	-666
8	6.8	167.3	1,783	-1,029
9	7.1	165.0	2,160	1,369
10	7.3	172.6	5,753	-3,997
11	7.6	176.0	5,009	1,265

[注] 1) 1972年末の値を指数100とした対ドル相場。

[出所] SBMDB Reihe1 1, 2, 3 各号。

の87年第Ⅲ,Ⅳ期には公債投資はかなり低調であり,逆にマルクが下落に転じた88年1,2月に公債投資は増大する(第9表)。すなわち,89年第Ⅰ期までの7四半期のうち3四半期においてマルク相場と公債投資には逆相関関係が存在することになる。

これに対して,公債利回りの上下運動と公債投資の増減との関係はこの期間においても密接である。すなわち,87年7—10月に利回りが上昇すると公債投資は月平均約-196百万DMに減少するが,11月から88年3月にかけて利回りが反転低下すれば月平均約2,407百万DMまで増大し,4—8月に再び利回りが上昇するとそれは月平均約-220百万DMに減少する。その後9—11月に利回りが低下すると投資額は月平均2,729百万DMまで回復するが,12月から89年3月にかけて再び利回りが上昇するとともに月平均約-883百万DMに激減するに至っている。

このように,この87年第Ⅲ期—89年第Ⅰ期においても,公債投資の増減は公債利回りの上下運動に最も強く規定されてきたことが確認できる。前回の85年第Ⅰ期—87年第Ⅱ期と比較して利回りの上昇期間が長かったため,今回は公債投資の減少のほうが目立つ結果となった。利子源泉課税導入発表もたしかに非居住者の公債投資に抑制的影響を及ぼしたことは否定できない

が、それにもかかわらず88年第Ⅰ期，同第Ⅳ期には公債投資は大きく増大し，又，マルク相場と公債投資額の連動運動も今回はかなり弱まっている。したがって，この87年第Ⅲ期—89年第Ⅰ期は，総じて，利回りの上昇を基本的原因とする非居住者の公債投資の減少期，と特徴づけることができる（第2図）。

(4) 89年第Ⅱ四半期—89年第Ⅲ四半期

89年第Ⅱ期以降非居住者の公債投資が再び激増するが，ブンデスバンクによればその原因は，投資通貨としてのマルクの魅力の増大である。「長期資本取引における最近の展開は，ドイツマルクが投資通貨として魅力を増してきたことを示している。この大きな原因は，10月はじめ以来のドイツの公定歩合の上昇，ドル投資での利子率の優位性の漸次的減少とドイツマルクの安定性への信頼の増大である」⁽⁹⁾。

これに加えて利子源泉課税の廃止も指摘されるが⁽¹⁰⁾，ここで注目すべきは，前回の外資増大期（85年第Ⅰ期—87年第Ⅱ期）に挙げられていた利回りの低下が触れられず，逆に，西ドイツの金利上昇によるアメリカとの金利差縮少とこれに伴うドル投資の魅力の減退がそれにとって代わっている点である。たしかに，公債利回りは89年2月以降急上昇しており（第9表），高利回り指向の投資行動を念頭におけばこれは公債投資増大の原因として一見説得力をもつようにみえる。しかし，これまでブンデスバンクは，利回り低下期に公債価格が上昇することで売却益が発生し，それを求めて非居住者の公債投資が増大するという論理，つまり，短期的な売却益追求を非居住者の公債投資の基本的原理として説明してきた。実際，実証的にも，利回り低下—非居住者の公債投資増大，利回り上昇—非居住者の公債投資減少，という相関関係がマルク相場，税制の変化にも増して高く存在していた。非居住者は公債の高い利回りそれ自体を求める投資行動をとらない，と前提されてきたのである。ところが，ここではアメリカと比較した西ドイツの相対的金利上昇を根拠としてマルクの投資通貨としての魅力増大を説いており，今までと正反対の論理が用いられている。

では，実際に，89年第Ⅱ，Ⅲ期には，非居住者は高い利回りそれ自体を求めるといった長期的な投資行動をとりはじめたのだろうか。購買，売却の和のグロスに対するネットの非居住者の公債投資額の比率で回転頻度をみると，89年第Ⅱ期には，164,011/9,124（それぞれ百万DM，以下省略）で約18.0倍，同第Ⅲ期には，157,852/7,671で約20.6倍であるのに対して，前回の外資増大期で最大のネット投資額を記録した87年第Ⅰ期は112,580/18,798で約6.0倍にすぎない。むしろ，89年第Ⅱ，Ⅲ期には売買高の増大による公債投資の短期化が認められる。したがって，公債利回りの高位が原因となって非居住者の公債投資が増大したのではなく，公債利回りの上昇—公債価格の下落にもかかわらず非居住者の公債投資が増大したことになる。

(9) "The economic scene in the Federal Republic of Germany in autumn 1989", *Ibid*, Vol. 41, No. 12, December 1989, p. 41.

(10) "The economic scene in the Federal Republic of Germany in summer 1989", *Ibid*, Vol. 41, No. 9, September 1989, p. 41.

第10表 西ドイツ公債の発行利回りと流通利回り 1988.1—1989.11 (%)

	1988.1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
発行利回り A	6.1	5.9	5.8	6.1	6.5	5.8	6.3	6.6	6.4	6.1	6.3	6.4
流通利回り B	6.0	5.8	5.7	5.8	6.1	6.1	6.4	6.7	6.3	6.2	6.1	6.3
A - B	0.1	0.1	0.1	0.3	0.4	-0.3	-0.1	0.1	0.1	-0.1	0.2	0.1
	1989.1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
発行利回り A	6.4	6.7	6.9	6.9	6.9	6.9	6.7	6.7	6.9	7.1	7.4	
流通利回り B	6.5	6.9	6.9	6.9	7.1	6.9	6.8	6.8	7.1	7.3	7.6	
A - B	-0.1	-0.2	0.0	0.0	-0.2	0.0	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	

〔出所〕 SBMDB Reihe 2, 1990. Januar.

残るのは利子源泉課税廃止とマルク高予想であるが、このうち前者の影響はそれほど大きくない。廃止以前の88年第Ⅳ期にすでに公債投資額は7,712百万DMを記録しており、これは廃止後の89年第Ⅲ期の7,671百万DMを若干上回るからである。とすれば、89年第Ⅱ、Ⅲ期の非居住者の公債投資増大の基本的原因は、マルク高予想にもとづく為替益追求の投資行動だということになる。実際、88年初頭以来大きく低下していたマルク相場は89年4月には低下速度が減少し6月に底を打ってからは反転して11月にかけて上昇を続けている。このマルク相場の上昇にはほぼ対応して非居住者の公債投資も増大しており、マルク高との相関関係が認められる(第9表)。

したがって、同じく非居住者の公債投資が増大したとはいえ、この89年第Ⅱ、Ⅲ期は、前回の85年第Ⅰ—87年第Ⅱ期の外資増大期と比較してその投資行動に大きな変化が生じたことが明らかである。85年第Ⅰ—87年第Ⅱ期では、クーポン税廃止を制度的保障として、マルク高予想にもとづく為替益と、最も直接的には利回り低下—公債価格上昇による売却益を求める投資行動によって非居住者の公債投資増大が支えられていたのに対して、この89年第Ⅱ、Ⅲ期では、利子源泉税廃止を背景としながらもそれはマルク高予想にもとづく為替益を求める投資行動に依拠するにすぎない。利子源泉課税廃止は、公債投資の制約条件の解除を意味するにとどまり、それ自体は投資増をもたらす積極的誘因ではない。しかも、89年第Ⅱ、Ⅲ期には、利回りの上昇ばかりでなく、発行利回りが流通利回りを下回るという88年6月以来の新たな阻害要因が続いており(第10表)、これら利回り面の阻害要因を克服して公債投資増大を支えているのは唯一マルク高予想だけである。この意味で、89年第Ⅱ、Ⅲ期の非居住者の公債投資はその量的拡大にもかかわらずきわめて脆弱な構造を有しているといえる。

しかし、87年第Ⅲ—89年第Ⅰ期のように金融機関が、あるいは nonbanks が公債投資を増大せうるならば、非居住者の公債投資が減少しても公債発行高の減少は抑えられる。この可能性を検証するために、次に金融機関の公債投資行動を分析してみよう。

3. 金融機関の公債投資行動

金融機関は、第7表にみられたように、87年第Ⅲ、Ⅳ期に公債投資を急増させるが、この原因をブンデスバンクは以下のように説明する。「国内銀行は、長期資本市場の利回りと短期の資金調達コストとの魅力的なギャップをますます利用して、債券市場での購入を増した。このような方法で彼らは全体的な満期転換 (overall maturity transformation) という『伝統的な』機能を果たした⁽¹¹⁾。すなわち、短期市場で低利で調達した資金を長期市場での高利回り債券へ投資し、その利回りを得るといふ論理であり、前提条件は長短金利格差の拡大である。そこで短期金利と長期金利をそれぞれ残存期間1年と10年の連邦債に代表させて長短金利差の推移をみたのが第11表である。これによれば、84年末から86年末にかけて1%台にとどまっていた長短金利差は、87年に入ると長期利回りが上昇する一方で短期利回りが低位にある結果、6月末から88年3月末にかけて2%台後半から3%台にまで拡大していき、88年6月末でもまだ2.2%の開きが存在する。この格差の開きに対応して、87年第Ⅲ期—88年第Ⅱ期に金融機関の公債投資額は増大しており、この期間に関しては、金融機関の公債投資の増大を長期金利差の拡大によって説明することが可能である。

しかし、88年第Ⅲ期、89年第Ⅰ期は、長短金利差の縮小にもかかわらず金融機関の公債投資額が増大しているため別の説明が求められる。

88年第Ⅲ期を第9表によって月毎に分析してみよう。すると、8月から利回りが低下をはじめ11月までこの傾向が続くが、この利回りが低下しはじめる8、9月に第Ⅲ期の金融機関の公債投資額の約8割が集中していることが、つまり、金融機関の公債投資の増大と利回り低下の相関関係が認められる。

これに対して、89年第Ⅰ期の増大は、長短金利差からも利回りの低下からも説明できない。

第11表 連邦債の長短流通利回り 1984.12—1989.12 (%)

	84.12	85.12	86.6	9	12	87.3	6	9	12
10年物(A)	7.25	6.64	6.17	6.22	6.25	5.93	6.31	6.88	6.54
1年物(B)	5.52	4.78	4.59	4.26	4.46	3.65	3.26	4.05	3.47
A—B	1.73	1.86	1.58	1.96	1.79	2.28	3.05	2.83	3.07
	88.3	6	9	12	89.3	5	6	9	12
10年物(A)	6.30	6.70	6.63	6.62	7.04	7.16	6.93	7.18	7.55
1年物(B)	3.29	4.48	5.16	5.53	6.79	7.20	7.01	7.42	7.67
A—B	3.01	2.22	1.47	1.09	0.25	-0.04	-0.08	-0.24	-0.12

[注] 10年物、1年物は、それぞれ残存期間10年、1年を表わす。

[出所] SBMDB, Reihe 2 各号より算出。

(11) "The capital market faced with unexpected challenges", *Monthly Report of the Deutsche Bundesbank for the year 1987, 1988*, p. 49.

西ドイツ公債市場と外資流入

第12表 金融債と公債の流通利回り 1987.12—1989.12

(%)

	87.12	88.3	6	10	11	12	89.1	2	3
金融債(A)	5.8	5.5	5.9	6.1	6.0	6.2	6.4	6.9	7.1
公債(B)	5.8	5.7	6.1	6.2	6.1	6.3	6.5	6.9	6.9
A—B	0	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.2
	4	5	6	7	8	9	10	11	12
金融債(A)	7.0	7.2	7.2	7.1	7.0	7.2	7.5	7.9	7.9
公債(B)	6.9	7.1	6.9	6.8	6.8	7.1	7.3	7.6	7.6
A—B	0.1	0.1	0.3	0.3	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3

〔出所〕 第11表と同じ。

まず、88年第Ⅳ期の公債投資額が264百万DMにすぎないのに対して89年第Ⅰ期のそれが6,651百万DMと激増しているのが目立つが、国内債投資総額では、88年第Ⅳ期—5,185百万DM、89年第Ⅰ期—6,923百万DMと、その差はかなり小さくなる⁽¹²⁾。この差の縮小は、公債以外の債券（とくに金融債）への投資と公債投資が正反対の動きをしたことを意味する。実際、88年第Ⅳ期には金融債投資が3,386百万DMであったのに対して、89年第Ⅰ期は-1,264百万DMと売り越しを記録している。とすれば、89年第Ⅰ期は金融債投資の代替として公債投資が選好されたことが明らかである。金融債と公債の流通利回りの推移を示す第12表によれば、88年10月から0.1ポイント上回っていた公債利回りは89年2月に金融債利回りと同一になり、3月以降逆に金融債利回りを下回るようになっている。ここから、金融債と比較しての公債利回りの相対的低位が、この89年第Ⅰ期における公債への代替投資の一つの原因として推測できる。もっとも、金融機関の公債投資の基本的前提たる長短金利差が逆転するとともに公債投資も減少し（第9表、第11表）、この代替投資の作用も一時的なものに終わる。

したがって、金融機関の公債投資増大は、基本的に長短金利差によって規定されるが、一時的には、利回り低下、ないし、金融債と比較しての利回りの相対的低位によって影響をうけていたことが確認できる。

4. nonbanks の公債投資行動

nonbanks は、個人、非営利団体、投資信託、保険会社、非金融企業、政府機関によって構成されるが、これら各投資主体の公債投資額を、公債の銀行預託額の増減を示す第13表でみてみよう。

第7表で認められたように、82—84年に nonbanks の公債投資額は大幅に増大し、83、84年には購入シェアトップを占めていた。nonbanks 内における個人の購入シェアが82、83、84

(12) SBMDB, Reihe 1, Dezember 1989, S. 56.

第13表 nonbanks の公債銀行預託額の対前年増減 1982—88

(額面価格, 100万DM, %)

	計	個人	投資信託	保険	非金融企業	その他 ¹⁾
1982	14,184 (100.0)	7,905 (55.7)	312 (22.0)	4,447 (31.4)	536 (3.8)	984 (6.9)
83	14,860 (100.0)	8,237 (55.4)	792 (5.3)	1,766 (12.0)	2,665 (17.9)	1,390 (9.4)
84	22,380 (100.0)	10,510 (47.0)	1,591 (7.1)	5,141 (23.0)	2,613 (11.7)	2,525 (11.3)
85	8,024 (100.0)	5,321 (66.3)	-464 (-5.8)	940 (11.7)	1,316 (16.4)	911 (11.4)
86	4,485 (100.0)	-3,242 (-72.3)	1,443 (32.2)	1,311 (29.2)	4,850 (108.1)	123 (2.7)
87	12,792 (100.0)	-1,939 (-15.2)	5,465 (42.7)	2,902 (22.7)	3,770 (29.5)	2,594 (20.3)
88	11,616 (100.0)	-3,983 (-34.3)	504 (4.3)	7,545 (65.0)	2,873 (24.7)	4,677 (40.3)
88未残高	164,081 (100.0)	73,153 (44.6)	14,415 (8.8)	33,992 (20.7)	22,433 (13.7)	20,088 (12.2)

〔注〕 1) 「その他」は、非営利団体と政府機関。 2) ()は、購入シェア。

3) 額面価格で示されているため、nonbanks の合計値は第7表の数値と若干異なる。

〔出所〕 SBMDB, Reihe 1, 各年 Nr. 7 より算出。

年にそれぞれ55.7%, 55.4%, 47.0%であることに示されるように、このときの増大の主役は個人である。ところが、86年以降一転して個人は公債を売り越しに転じる。このため、この間に非金融企業、投資信託、保険会社が公債投資を増大させているにもかかわらず、個人における売り越しがこれら増大の一部を相殺し、86—88年の nonbanks 全体の公債投資は伸び悩むことになる。この意味で、86—88年においても個人が nonbanks の公債投資変動の主役であり、個人の投資が回復しないかぎり nonbanks の投資の本格的回復は望めない。

ブンデスバンクは、86年の nonbanks の国内債投資停滞の原因を、彼らの投資目的が「むしろ中・長期的な性格のものであり、それゆえ、長期利子率とインフレ予測がおそらく重要な役割を果たす⁽¹³⁾」という点にあることに求める。86年には第13表でみられるように、投資信託、保険会社、非金融企業は公債投資を増大させているから、ここでの nonbanks の投資目的は個人のそれと読みかえられる。85年以降高利回りの外国債券に対する個人の投資が激増している⁽¹⁴⁾ 事実はこの論述を裏づけており、高利回り志向が個人の債券投資行動の一つの特徴として認められる。

さらにもう一つの特徴としてブンデスバンクが挙げるのは、価格リスクの回避である。「家計は、価格リスクのない金融投資形態を選好してきた。なぜなら、彼らは、無利子ないし伝統

(13) "Capital market under the impact of external constraints", *Monthly Report of the Deutsche Bundesbank for the year 1986, 1987*, p. 46.

(14) 前掲拙稿「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——」, 75～79ページ。

的に低利子の投資形態保有の機会費用を、利子率上昇期の債券価格での損失の危険よりも低いとみなすからである⁽¹⁵⁾。これは、たとえば83年第Ⅱ期の観察からも、nonbanksの投資主体共通の特色として確認される。この期間公債の流通利回りは7%台後半という高水準にありながら、4月から6月にかけて7.4%から8.0%に上昇し⁽¹⁶⁾公債価格が下落するとともに、nonbanksの公債投資が激減しているからである(第7表)。

したがって、利回りが高位にあり、しかもそれが低下傾向にある、という二大要因の並存がnonbanksの公債投資増大の必須条件である。

IV. 今後の展望と問題点

本稿Ⅲ. 2でみたように、89年第Ⅱ, Ⅲ期は、利回り面での阻害要因(利回り上昇, 発行利回り<流通利回り)を抱えながら、唯一マルク高予想に支えられて非居住者の公債投資が増大し、非居住者主導の公債市場が形成された。したがって、何らかの原因でマルク高予想が後退し非居住者の公債投資が減少すれば、それが再びマルク安を招き公債投資が減少する、という悪循環の危険を胚胎している。この意味で、89年第Ⅱ, Ⅲ期の公債市場はきわめて脆弱な構造を含む。

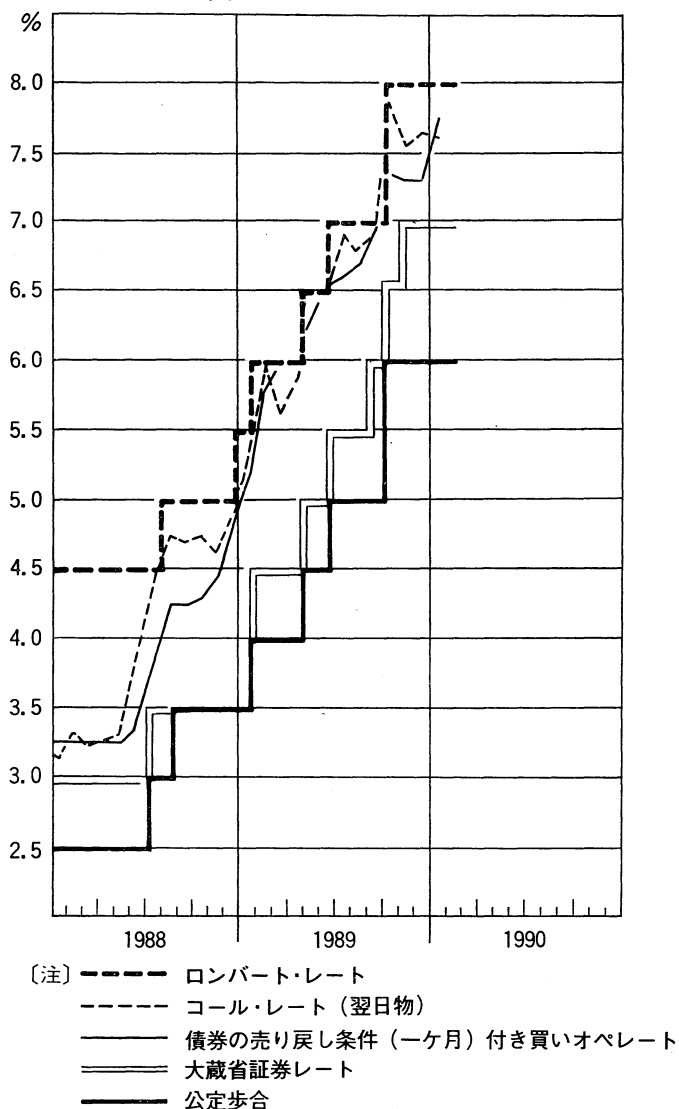
では、金融機関、nonbanksは、非居住者の公債投資が減少した場合、それを補うほど公債投資を増大させうるだろうか。まず、金融機関の公債投資を促す前述の3つの契機の作用は現在(90年3月)困難である。第1に、長短金利差の拡大に関しては、逆に長短金利の逆転現象が続いている(第11表, (17))ため、まず短期金利の低下がはじまらないかぎりこの契機の作用は不可能である。第2に、利回りの低下に関しても制約条件が多い。現在、長、短金利とも高位にあり⁽¹⁷⁾、この傾向に反してあえて発行利回りを引き下げれば、発行利回りがますます流通利回りを下回り、発行難が増すだけである。さらに、現在 Bundesbank 自身が短期市場金利上昇政策を採用している結果(第3図)、これと連動して短期債利回りも上昇しているが(第11表)、長短金利の逆転現象の拡大、継続に限界がある以上、このような短期金利の上昇は長期債利回りの低下に下限を画すことになる。したがって、少なくとも Bundesbank の金利政策に変化がみられないかぎり、債券利回りの低下は望めない。第3に、このように利回りの低下傾向が鮮明にならないならば、金融債と比較しての公債利回りの相対的低位だけでは公債投資増大の積極的誘因となりえない。

(15) "Recent trends in residents' investment behaviour in the bond market", *Monthly Report of the Deutsche Bundesbank*, Vol. 40, No. 7, July 1988, p. 16.

(16) *SBMDB*, Reihe 2, Dezember 1985, S. 31.

(17) 1990年3月30日現在、残存期間1年の公債の流通利回りは8.80%、それに対して同10年のそれは8.36%であり、長短金利の逆転現象は今なお解消されていない(*Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 1990. 4. 3)。

第3図 金利動向 1988—89



〔出所〕 *Monthly Report of the Deutsche Bundesbank*, Vol. 42, No. 2, February 1990, p. 9.

他方、高利回り指向を投資原理とする nonbanks は、この高利回り下で公債投資を増大させる可能性が一見高いようにみえる。しかし、nonbanks は同時に価格リスクの回避という投資原理を有しており、利回りの低下傾向が明らかにならないかぎり容易に公債投資を再開できない。前述のように、ブンデスバンクの短期金利上昇政策が債券利回り低下の大きな制約となっている現状では、nonbanks による公債投資の大幅な継続的増大の可能性は小さい。

金融機関、nonbanks にこのように公債投資増大の契機が少ないことは、実際に89年第Ⅱ、Ⅲ期に両主体の公債売り越しとなって現れており、89年第Ⅲ期の公債のネット発行額は、非居住者による7,671百万DMの購入にもかかわらず1,014百万DMと激減し(第7表)、公債発行難はすでに現実化しつつある。このうえもしマルク高予想に変化がみられるならば非居住者の公債投資自体も減少し、公債発行が全くストップする事態も予想されうる。

岩 見 昭 三

このような公債発行難の危険の基本的原因は、つきつめれば債券利回りの低下が当面期待できないことにあるが、ブンデスバンクは、前述のように、短期市場ではむしろこの期待に対抗するような金利政策をとっている。なぜブンデスバンクは公債の発行難という代償を払うような金利政策をとらざるをえないのか、この原因を解明することが本稿に残された課題である。

〔追記 本稿作成にあたり、日本証券経済研究所東京研究所の柴田武男氏、ならびに同大阪研究所から資料貸与の御便宜をいただいた。記して感謝を申し上げたい。〕

