

ユーロ安と国際証券投資

——1999～2000年の展開——

岩 見 昭 三

目 次

はじめに

I. ユーロ圏の国際収支

(1) 概観

(2) 証券投資収支

II. ユーロ圏内資本取引

(1) ドイツブンデスバンクによる分析

(2) 実態

III. ドイツの国際資本取引

(1) 証券投資

① 対内証券投資

② 対外証券投資

(2) 金融取引

IV. 結論

は じ め に

ユーロ発足後すでに2年余り経過したが、この間の成果に関しては評価が定まっていない。成長率の回復、失業率の低下、ユーロ建て債券市場の活況等を根拠に、ECB(欧州中央銀行)をはじめ肯定的評価が数多く下される一方で、構造改革の遅れを指摘する声も根強く存在する。この否定的評価の最大の根拠とされるのが、ユーロ発足の1999年初頭から進展したユーロ安である。

これに対して、ECBをはじめユーロ圏の当局者の大半は、このユーロ安をファンダメンタルズにもとづかないユーロの過小評価としている⁽¹⁾。しかし、なぜこのような過小評価が2年も持

(1) ECBは、月報、ドイセンベルク総裁の定例会見等で再三この点を強調しているが、ユーロ安をユーロの過小評価とみるかぎりでは他の公的機関の大半も認識を共有している。例えば、イングランド銀行も、「ユーロ安の進展は謎であり、現在まで完全に納得できる説明はなされていない」(Bank of England, *Practical issues arising from the euro*, June 2000, p. 24)として、ユーロ安をファンダメンタルズにもとづかないものとし、このユーロ安の原因説明が課題として残されていることを認めている。ユーロ安に関しては、その他、“The nominal and real effective ex-

続しているかについては、管見のかぎり現在まで十分な説明がなされていない。この点では、ユーロ安を構造改革の遅れの反映とする側でも同様であり、構造改革のどのような遅れがどのようにユーロ安をもたらすか、というユーロ安の具体的メカニズムは示されていない。ユーロ安傾向は2000年末に止まり反転傾向に転じたものの、この反転が一時的なものかどうかは速断できない。この判断のためにもユーロ発足から約2年間続いたユーロ安の原因説明が重要な課題として残されている。

本稿は、このユーロ安の原因説明の準備作業としてユーロ圏の国際収支からアプローチする手法を採る。そのさい考察の中心はドイツとなる。ドイツがユーロ圏外とユーロ圏内の資本取引を媒介する中心国としての機能を果たしているというのがその最大の理由である。

I. ユーロ圏の国際収支

(1) 概観

ユーロ圏の国際収支を示す第1表から、まず着目されるのは経常収支の赤字である。すなわち、ユーロ発足前年の1998年に311億ユーロの黒字であったのが、ユーロ発足初年の1999年には58億ユーロの赤字に陥った。この赤字への転化の主要原因は、貿易黒字の259億ユーロの減少とサービス収支の赤字の98億ユーロの増大である。貿易黒字の減少傾向は2000年に入ってさらに加速し、この結果2000年第3四半期現在でもユーロ圏の経常収支赤字が持続している。したがって、この1999年以降の経常赤字への転化が、同じく1999年初頭から進展したユーロ安（第1

第2表 ユーロ圏の証券投資収支（1998-2000年第3四半期）

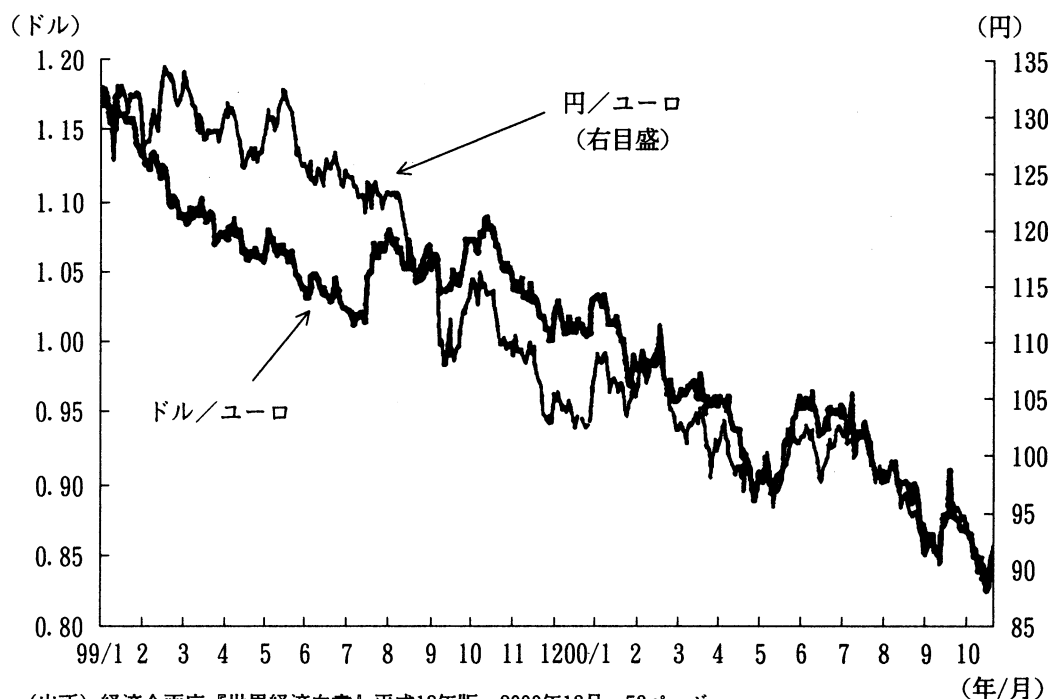
（単位10億ユーロ、1998年までは10億ECU、ネットフロー）

	計									
	資産	負債	株式		債券					
			資産	負債	計	資産		計	負債	
						ボンド、ノート	貨幣市場証券		ボンド、ノート	貨幣市場証券
1998	-327.6	227.9	-105.5	105.9	-222.1	-203.8	-18.2	122.0	108.3	13.7
1999	-309.6	267.8	-155.4	106.0	-154.1	-153.6	-0.5	161.8	109.0	52.8
1999 I	-66.9	5.0	-23.0	-5.7	-43.9	-48.8	4.9	10.5	0.1	10.4
II	-96.2	97.3	-42.4	38.0	-53.8	-63.6	9.7	59.3	49.4	9.9
III	-60.1	81.8	-34.6	29.4	-25.4	-25.8	0.4	52.5	42.1	10.4
IV	-86.4	83.7	-55.4	44.3	-31.0	-15.4	-15.5	39.5	17.4	22.1
2000 I	-153.9	-38.8	-116.9	-105.7	-37.0	-38.6	1.6	67.0	46.8	20.2
II	-85.2	137.0	-54.3	52.4	-30.9	-24.6	-6.3	84.6	50.7	33.9
III	-79.1	92.3	-47.8	28.5	-31.3	-30.2	-1.2	63.8	74.4	-10.5

（出所）ECB, *Monthly Bulletin*, various issues.

change rates of the euro”, ECB, *Monthly Bulletin*, April 2000, Jörg Clostermann, Bernd Schnatz, “The determinants of the euro-dollar exchange rate—Synthetic fundamentals and a non-existing currency—”, *Discussion paper 2/00*, Economic Research Group of the Deutsche Bundesbank, May 2000, が注目されるべき研究である。

第1図 ユーロ相場（1999-2000年10月）



(出所) 経済企画庁『世界経済白書』平成12年版, 2000年12月, 53ページ。

(原資料) Bloomberg.

図)の基礎要因を成しているとみなされる。

他方、投資収支は、1998年の612億ユーロの赤字が1999年には191億ユーロの黒字に転化しており、投資収支の絶対額自体にユーロ安の原因を帰着させることはできない。しかし、投資収支は経常収支と比較して変動が激しく、四半期毎に見ても、1999年第3四半期、2000年第2、3四半期が赤字である一方で、2000年の第1四半期だけで1999年の黒字額の2倍以上の478億ユーロもの黒字を記録している。投資収支の内訳では、1999年通年で、直接投資と証券投資がそれぞれ1,206億ユーロ、417億ユーロの赤字の一方で、金融取引を実体とする「その他投資」が1,631億ユーロの黒字を記録し、直接投資と証券投資の赤字を相殺し投資収支全体の黒字をもたらしている。

投資収支の2大赤字項目の直接投資と証券投資のうち、1998年と比較して1999年に赤字額を増やしているのは直接投資であり(832億ユーロ→1,206億ユーロ)、証券投資は赤字額を997億ユーロから417億ユーロへ減少させている。したがって、投資収支のなかでは直接投資の赤字増大が1999年のユーロ安の基礎要因を成していた。証券投資は「その他投資」(金融取引)と並んで、増大する直接投資の赤字をカバーし、この意味で「その他投資」(金融取引)とともにユーロ安の進展を抑制する機能を果たしていたことになる。逆に言えば、証券投資の赤字の増大ないし黒字の減少は、このユーロ安抑制の機能を鈍らせ、ユーロ安の顕在化の可能性を高める。実際、証券投資の黒字が217億ユーロを記録した1999年第3四半期にはユーロ安が止まり反転傾向が見られ、赤字に転化した1999年第4四半期と2000年第1四半期にはユーロ安傾向が復活す

る一方で、519億ユーロの黒字を記録した2000年第2四半期にユーロ相場が再び反転し、黒字額が減少した第3四半期に再びユーロが下落するという証券投資とユーロ相場の密接な相関関係を示している(第1図)。これは、外国為替市場においても証券投資動向と平行してユーロの売買取引が最も活発に行なわれていることを意味する。

したがって、経常収支、直接投資と証券投資の動向の分析がユーロ相場下落の解明に対して重要となるが、本稿では主として証券投資を分析対象とする。第1に、ユーロ発足以降ほとんどの期間、証券投資の変動分が経常収支、直接投資のそれを上回り、この意味でユーロ相場に与える影響が最も大きく、第2に、証券投資の赤字減少によるユーロ安抑制機能の内実の分析が、ユーロ相場反転の可能性を展望するさいに不可欠となるからである。

(2) 証券投資収支

第2表に示されるように、証券投資は株式投資と債券投資に大別されるが、ユーロ発足初年の1999年に前年比で赤字を増大させたのは株式投資である。すなわち、1998年に株式投資はネットで4億ユーロの黒字であったのが、1999年には一挙に494億ユーロの赤字に陥った。他方、債券投資は1998年に1,001億ユーロの赤字であったのが、1999年には逆に77億ユーロの黒字に転化した。

ネットで赤字を増大させた株式投資であるが、ユーロ圏外からの株式投資額は1999年には前年の1,059億ユーロとほぼ同額の1,060億ユーロであり、ユーロ圏外への投資額が前年の1,055億ユーロから1,554億ユーロへ急増し、このユーロ圏外への株式投資の急増が1999年の株式投資のネットでの赤字転化の主因であることが分かる。ユーロ圏外への株式投資は2000年に入るとさらに加速し、2000年第1四半期だけで1999年の通年の額の2/3を越える1,169億ユーロもの流出額を記録した。第1四半期には、ユーロ圏外からの株式投資においても1,057億ユーロが売り越

第1表 ユーロ圏の国際収支(1997-2000年第Ⅲ四半期)

(単位10億ユーロ、1998年までは10億E C U、ネットフロー)

	経常収支					投資収支						その他資本収支	誤差脱漏
	計	貿易収支	サービス収支	所得収支	経常移転収支	計	直接投資	証券投資	ディリバティブ	その他投資	外貨準備		
1997	61.5	115.7	3.1	-15.2	-42.2	-	-44.5	-24.3	-	-	-	13.0	-
1998	31.1	109.3	-2.0	-28.8	-47.4	-61.2	-83.2	-99.7	-7.5	120.9	8.2	12.4	17.8
1999	-5.8	83.4	-11.8	-32.4	-45.0	19.1	-120.6	-41.7	8.1	163.1	10.2	13.5	-26.8
1999 I	-1.2	16.7	-5.1	-6.6	-6.2	0.6	-18.0	-61.8	0.3	75.3	5.3	2.8	-2.1
II	4.7	22.6	0.4	-8.3	-10.0	17.3	-43.8	1.1	2.3	52.4	5.4	3.4	-25.4
III	-2.8	23.2	-2.9	-8.1	-15.0	-1.4	-12.2	21.7	6.5	-17.4	0.0	1.6	2.6
IV	-6.5	20.9	-4.2	-9.4	-13.8	2.6	-46.6	-2.7	-0.4	52.8	-0.5	5.7	-1.9
2000 I	-7.9	9.3	-5.3	-6.3	-5.5	47.8	148.0	-192.6	2.5	91.3	-1.4	2.8	-42.7
II	-6.6	14.7	-1.4	-6.3	-13.5	-2.9	-18.2	51.9	4.8	-45.3	3.8	2.4	7.2
III	-5.9	17.6	-0.6	-8.5	-14.4	-0.4	-91.3	13.2	-1.8	74.6	4.9	1.2	5.0

(出所) ECB, *Monthly Bulletin*, various issues.

し超になり、その結果ネットでは2,226億ユーロもの赤字になり、この株式投資の赤字急増がユーロ安の最大要因となった。第2, 3 四半期にはユーロ圏外からの株式投資は買い越し超に戻るものの、ユーロ圏外への株式投資はそれぞれ543億ユーロ、478億ユーロと旺盛であり、2000年第1～3 四半期の株式投資はネットで2,438億ユーロの赤字に達し、株式投資は依然としてユーロ安の有力要因を形成している。

これに対して債券投資は、ユーロ圏外からの債券投資額が1999年には前年の1,220億ユーロから1,618億ユーロへ増大する一方で、ユーロ圏外への債券投資額が2,221億ユーロから1,541億ユーロへ減少し、この結果前述のように1999年には債券投資自体では黒字に転化した。2000年に入ってからユーロ圏への債券投資はさらに増大し、第3 四半期までに2,154億ユーロに達し、1999年の通年の額をすでに上回っている。他方、ユーロ圏外への債券投資は2000年第1～3 四半期で992億ユーロにすぎず、この結果2000年第1～3 四半期の債券投資はネットで1,162億ユーロの黒字となり、債券投資は株式投資とは逆にユーロ安を抑える機能を果たしている。

このように、ユーロ発足後株式投資と債券投資は正反対の動向を示し、株式投資での赤字を債券投資での黒字が相殺する構造を形成し、この相殺の結果、証券投資全体では1999年では前年の半分以下の417億ユーロの赤字になり、2000年第2, 3 四半期にはそれぞれ519億ユーロ、132億ユーロの黒字を出すに至り、証券投資全体としてはユーロ安を抑制する機能を果たしている。問題は、株式投資と債券投資のこのような展開の原因は何か、さらに、このような展開がユーロ相場にどのような影響を及ぼしたか、である。

以下、ドイツを中心とした証券投資の動向を検証することによってこの問題に接近する。ドイツを中心とするのは、証券投資の投資国、受入国、種類別統計が比較的整備されていることもあるが、次章で検討するように、ドイツがユーロ圏外諸国とユーロ圏内諸国の証券投資を媒介する「回転台 (Drehscheibe)⁽²⁾」としての機能を果たしているというのが最大の理由である。

II. ユーロ圏証券取引とドイツ

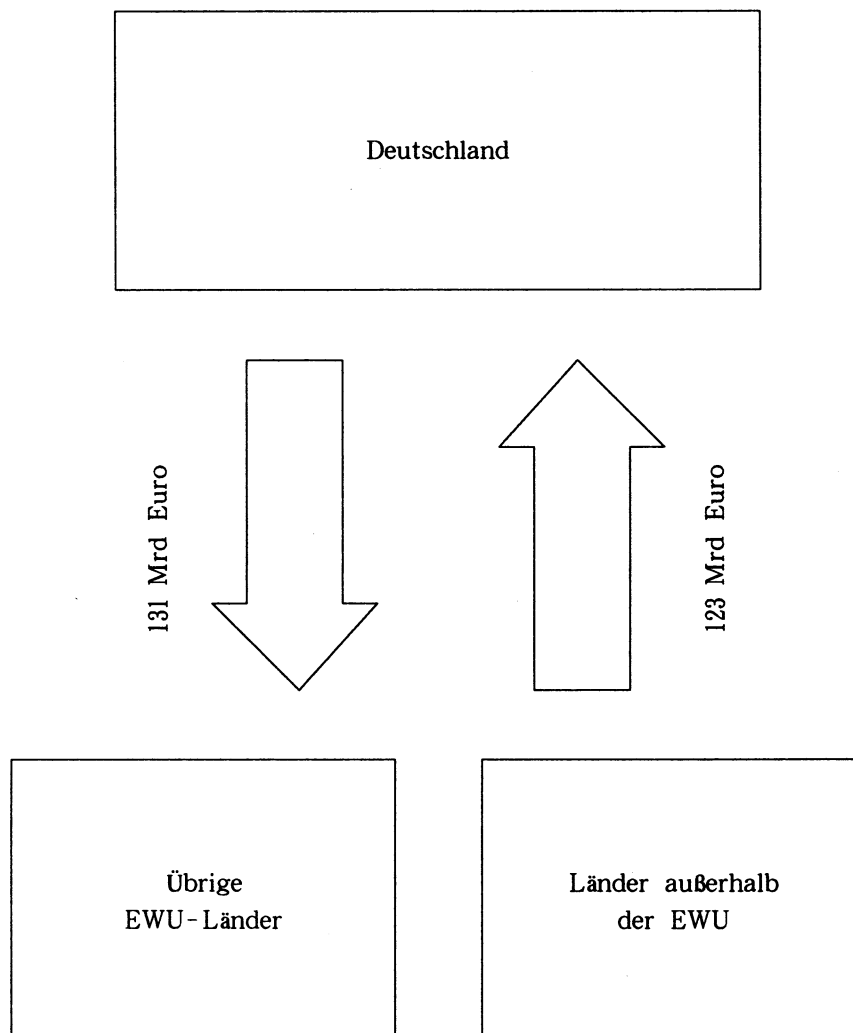
(1) ドイツブンデスバンクによる分析

ドイツブンデスバンクは、ユーロ発足から1年余り経過した2000年3月号の月報で1999年のドイツの国際資本取引を分析し、ドイツがユーロ圏外諸国とユーロ圏諸国の資本取引を媒介する「回転台」としての機能を果たしていた、と総括する。「ドイツから見ると、他のユーロ圏諸国へのポートフォリオ投資がとくに重要であったが、他方、逆にユーロ圏外諸国から大量の資本がドイツに流入した。ドイツは、ユーロ圏外諸国から資本を吸収し、その資本を他のユーロ圏諸国の資本需要者に再輸出することによって、ユーロ圏内の金融センターとして一種の回転台⁽³⁾としての機能を十分に果たした」。この根拠として示されるのが「金融回転台としてのドイツ

(2) “Die deutsche Zahlungsbilanz im Jahr 1999”, *Monatsbericht*, Deutsche Bundesbank, März 2000, S. 63.

第2図 金融回転台としてのドイツ

Netto-Kapitalströme
von und nach Deutschland



(出所) “Die deutsche Zahlungsbilanz im Jahr 1999”, *Monatsbericht*, Deutsche Bundesbank, März 2000, S. 61.

(Finanzdrehscheibe Deutschland)」と題する第2図である。すなわち、ドイツは1999年にネットでユーロ圏外諸国から1,230億ユーロの資本を受入れ、ユーロ圏諸国へ1,310億ユーロの資本を輸出しており、これが「金融回転台としてのドイツ」の根拠とされる。さらに、1999年にはユーロ圏外諸国からユーロ圏の金融機関への資金流入のうちドイツが60%以上を占めていたという事実から、「ドイツの銀行システムが資本をユーロ圏内へ再配分する中心的機能を果たしていた」⁽⁴⁾ことが強調される。

次にブンデスバンクは証券投資に関して、証券種類別に原因と特徴を分析する。まずドイツ

(3) *Ibid.*, S. 61-63.

(4) *Ibid.*, S. 62.

居住者による対外債券、ノート投資は1998年の560億ユーロから1999年には930億ユーロと急増するが、この94%がユーロ建て債券に集中した。ユーロ建て債への集中の原因は、第1に、「為替リスクを負うのを嫌った」⁽⁵⁾ことであり、第2に、ユーロ圏諸国の債券の利回りがドイツのそれより高く、例えば政府債ではユーロ圏諸国の利回りは平均してドイツ連邦債のそれを「約20ペーシスポイント上回った」⁽⁵⁾ことである。ブンデスバンクによれば、この2つの原因のうち第1の為替リスク回避のほうが決定的であり、その証拠にドル建て債、ポンド建て債が高利回りを提供したにもかかわらずドイツの投資家はこれらの購入を控え、逆にユーロ圏外諸国の発行債券でもユーロ建て債の投資には積極的であった。ドイツ居住者による対外株式投資も1998年の580億ユーロから1999年には665億ユーロに増加するが、この株式投資の大半は投資信託を通じて行なわれた。この対外株式投資が増大した原因は、ブンデスバンクによれば、「アメリカの金利上昇の結果、債券価格が低下傾向にあるため、国際株式市場が全般的な活況を呈し、外貨建て債よりも株式のほうが魅力的になった」⁽⁵⁾ことに求められる。

他方、非居住者によるドイツへの証券投資は1999年には前年比26%増の1,645億ユーロに達し、その約半分の845億ユーロが長期債市場に流入した。ブンデスバンクによれば、長期債市場のなかでは、従来非居住者に最も人気のあった連邦債への投資が減少し、公債投資は260億ユーロにとどまった。ユーロ圏内部で為替リスクが消滅したため投資メリットが低下したことがその原因である。これに対して、金融債を主体とする民間債への投資が585億ユーロに達し、前年を大きく上回った。というのは、連邦債よりも利回りが高いだけでなく、金融商品特性が個々に異なり大投資家のニーズに合致したからである。長期債市場よりもさらに大きな変化が見られたのが短期の貨幣市場証券であり、前年の65億ユーロから1999年は一挙に465億ユーロへ投資額が急増した。ブンデスバンクによれば、金利の不確実性と「2000年問題」がこの急増の原因である。株式投資は、長期債市場、貨幣市場証券市場と対照的に1999年は前年の515億ユーロから275億ユーロへ半減する。これは、前年に国際的企業合併関連の非居住者によるドイツ株式取得が巨額に達したことが割り引かれねばならないが、1999年のとくに前半においてドイツ株式市場が他の株式市場よりも低迷していたことがこの減少の原因として挙げられる。

(2) 実 態

以上のブンデスバンクによる「金融回転台としてのドイツ」を統計データから検証してみよう。

まずドイツ居住者による対外投資は、第3表に見られるように、1999年において3,324億2,700万ユーロに達し、前年の5,698億7,400万マルク（2,913億7,195万ユーロ）から14.1%増大した。このうち、ユーロ圏諸国への投資は1,905億8,100万ユーロで57.3%を占め、1996年における27.6

(5) *Ibid.*, S. 64.

第3表 ドイツの対外資本投資（1995-2000年第3四半期）

（単位100万マルク、1999年以降は100万ユーロ）

	計	直接投資		証券投資		金融取引	
		計	ユーロ圏	計	ユーロ圏	計	ユーロ圏
1995	-169,523	-55,962	-17,621(31.9)	-26,517	-11,407(43.0)	-82,759	-13,250(16.0)
1996	-192,785	-76,449	-16,672(21.8)	-55,065	-14,516(26.4)	-57,256	-21,383(37.3)
1997	-385,626	-70,634	-19,911(28.2)	-171,481	-85,857(50.1)	-139,156	-20,949(15.1)
1998	-569,874	-160,409	-40,782(25.4)	-259,988	-162,605(62.5)	-149,477	-88,423(59.2)
1999	-332,427	-92,882	-11,225(12.1)	-174,416	-122,025(70.0)	-65,129	-57,331(88.0)
1999 I	-120,512	-21,287	-5,535(26.0)	-59,754	-41,523(69.5)	-39,470	-25,764(65.3)
II	-63,734	-35,688	-8,189(22.9)	-37,948	-20,037(52.8)	+9,901	+4,660
III	-60,630	+3,718	-926	-34,047	-30,428(89.4)	-30,300	-26,683(88.1)
IV	-87,552	-39,625	+3,425	-42,667	-30,037(70.4)	-5,260	-9,544
2000 I	-150,242	-33,344	+2,817	-101,542	-43,642(43.0)	-15,356	+7,459
II	-98,782	-33,701	-1,756(5.2)	-33,841	-22,238(65.7)	-31,241	-25,449(81.5)
III	-78,741	+11,076	+7,671	-58,827	-40,698(69.2)	-30,991	-17,473(56.4)

（注）1ユーロ=1.95583マルク。（ ）内の数値はユーロ圏のシェアで、単位は%。

（出所）Deutsche Bundesbank, Zahlungsbilanzstatistik, various issues.

%から2倍以上に上昇し、近年におけるユーロ圏への投資集中傾向がうかがえる。しかし、投資項目別では異なった展開が見られる。1999年における対外直接投資に占めるユーロ諸国のシェアは12.1%にすぎず、しかも1995~98年平均の26.8%から半減している。これに対して証券投資におけるユーロ圏諸国のシェアは70.0%に達し、1996年の26.4%から3倍近くに上昇している。さらに金融取引においてはユーロ圏諸国のシェアは1999年に88.0%に達し、ユーロ圏への投資集中傾向が最も顕著に進展している。したがって、対外投資のユーロ圏への集中傾向は金融取引と証券投資において認められる現象である。

非居住者による対ドイツ投資は、第4表に見られるように、1999年において3,032億3,700万ユーロであり、前年の5,871億2,800万マルク（3,001億9,400万ユーロ）とほぼ同水準の額に達した。このうち、ユーロ圏内諸国からの投資は476億2,900万ユーロで15.7%にすぎず、しかも1995~98年平均の19.4%から低下している。逆に言えば、ユーロ圏外からの投資が84.3%を占め、近年このシェアを上昇させている。この対ドイツ投資でも投資項目別では異なった展開が見られる。1999年において対ドイツ直接投資に占めるユーロ圏諸国からのシェアは65.6%であり、しかも近年シェアを上昇させており、ユーロ圏諸国からの直接投資が増大しているのに対して、ユーロ圏諸国からの対ドイツ証券投資は1995年以降2000年第1四半期まで売り越し超が続いている。にもかかわらず、対ドイツ証券投資全体は1999年に1,557億9,200万ユーロの買い越し超に達しているため、これを越える額がユーロ圏外諸国から投資されたことを表している。金融取引もユーロ圏諸国からの資本流入シェアを1999年には1995~98年平均の46.2%から20.7%に低下させており、資本流入のユーロ圏外諸国への集中傾向を示している。

したがって、ユーロ圏外からの資本流入とユーロ圏内への資本流出の増大にもとづく、ブン

ユーロ圏と国際証券投資

第4表 ドイツへの対内資本投資（1995-2000年第3四半期）

（単位100万マルク、1999年以降は100万ユーロ）

	計	直接投資		証券投資		金融取引	
		計	ユーロ圏	計	ユーロ圏	計	ユーロ圏
1995	+233,015	+17,233	+5,402(31.3)	+75,145	-20,003	+141,516	+64,934(45.9)
1996	+216,398	+9,890	+3,107(31.4)	+141,342	-737	+65,145	+41,422(63.6)
1997	+384,461	+19,242	+8,143(42.3)	+157,723	-16,973	+208,264	+59,957(28.8)
1998	+587,128	+37,420	+13,686(36.6)	+254,783	-20,170	+294,926	+136,990(46.4)
1999	+303,237	+49,238	+32,299(65.6)	+155,792	-5,008	+98,206	+20,338(20.7)
1999 I	+75,474	+11,039	+1,743(15.6)	+18,823	+966(5.1)	+46,556	+26,592(57.1)
II	+76,130	+13,342	+2,250(16.9)	+46,834	+7,657(16.3)	+15,953	+4,092(25.7)
III	+58,249	-6,474	+706	+49,289	-9,548	+15,435	+8,557(55.4)
IV	+93,384	+31,277	+27,609(88.3)	+40,846	-4,083	+21,262	-18,903
2000 I	+179,025	+170,965	-17,486	-86,476	-37,826	+94,536	+29,824(31.5)
II	+106,749	+33,097	+8,375(25.3)	+77,590	+133(0.2)	-3,937	-4,359
III	+39,850	+13,451	+14,952(111.2)	+28,701	-26,744	-2,302	-11,297

（注）、（出所）とも第3表と同じ。

デスバンクによる「金融回転台としてのドイツ」という意義付けは、証券投資と金融取引に関して妥当する現象であるといえる。

このようなドイツの証券投資と金融取引のユーロ圏全体に占めるシェアを示したのが第5表である。1999年においてユーロ圏外からユーロ圏内への証券投資が2,678億ユーロに対して、ドイツへの証券投資は1,608億ユーロであり、ユーロ圏内への証券投資の60.0%がドイツに集中している。金融取引においてユーロ圏外からユーロ圏内へ流入したのは1,880億ユーロであるのに対して、このうちドイツに流入したのは779億1,400万ユーロであり、41.4%のシェアを占める。他方、1999年においてユーロ圏内からユーロ圏外への証券投資が3,096億ユーロに対して、ドイツからユーロ圏外への証券投資は523億9,100万ユーロであり、圏外証券投資の16.9%を占めるにすぎない。金融取引においてユーロ圏内からユーロ圏外へ流出したのは250億ユーロに対して、ドイツからユーロ圏外へ流出したのは77億9,800万ユーロであり、31.2%のシェアを占める。つまり、証券投資と金融取引におけるユーロ圏外からの資金流入においてドイツが圧倒的シェ

第5表 ユーロ圏外資本取引におけるドイツのシェア（1998-2000年第3四半期）

（単位10億ユーロ、%）

	ユーロ圏外からの対ユーロ圏投資				ユーロ圏からの対ユーロ圏外投資			
	証券投資		金融取引		証券投資		金融取引	
	計	ドイツ	計	ドイツ	計	ドイツ	計	ドイツ
1998	227.9	140.6(61.9)	203.2	80.8(39.7)	-327.6	-49.8(15.2)	-82.3	-31.2(37.9)
1999	267.8	160.8(60.0)	188.0	77.9(41.4)	-309.6	-52.4(16.9)	-25.0	-7.8(31.2)
2000 I~III	190.5	84.3(44.3)	263.6	74.1(28.1)	-318.2	-87.6(27.5)	-143.0	-42.1(29.4)

（注）（ ）内の数値は、ユーロ圏全体に占めるドイツのシェアで%。

（出所）ECB, *Monthly Bulletin* と、Deutsche Bundesbank, *Zahlungsbilanzstatistik* の各号より算出。

アを占め、他方、同じ経路でのユーロ圏外への資金流出ではドイツは流入におけるよりもシェアは小さい。したがって、ドイツが証券投資と金融取引におけるユーロ圏への資金流入において流出よりも直接的に大きく寄与したというかぎりでは、「金融回転台としてのドイツ」はユーロ圏の進展に対して抑制的機能を果たしたといえる。しかし、「金融回転台としてのドイツ」のユーロ相場への影響は、ドイツによる直接的寄与にとどまらず、ユーロ圏全体を視野に入れて総合的に検討する必要がある。以下、ドイツを中心とした証券投資構造をさらに詳細に分析することによってこの課題に接近してみよう。

III. ドイツの対外資本取引

(1) 証券投資

① 対内証券投資

第6表にみられるように1990年代にドイツに対する証券投資は急速に増大する。しかし、各年における変動も激しい。まず1992年に前年の約2倍の1,225億100万マルクが流入し、翌1993年にはさらにこの2倍近くの2,357億3,200万マルクが流入し、これが90年代前半のピークとなる。この1992, 93年は2度のEMSの危機に見られるように、マルク相場が上昇（1992年は対ドル、対EMS通貨、1993年は対EMS通貨）した年でもあり、対内証券投資の増大と為替相場の上昇が平行して進展した。その後1994年に前年の1/5以下の449億8,500万マルクに激減するが、1995, 1996年にそれぞれ前年の2倍近くに回復し、1998年には1993年を上回る2,547億8,300万マルクが流入し、ユーロ発足初年の1999年には過去最大の1,577億9,200万ユーロ（3,470

第6表 ドイツの対内証券投資（1990-2000年第3四半期）

（単位100万マルク、1999年以降は100万ユーロ）

	EU								
	計	計	ユーロ圏					イギリス	アメリカ
			計	フランス	イタリア	ベルギー	ルクセンブルク		
1990	+16,785	+2,965	+1,509	-1,611	+1,146	-972	-198	+2,378	+1,386
1991	+62,970	+40,386	+11,044	+2,977	+1,965	-2,382	+5,091	+28,404	+4,228
1992	+122,501	+89,993	+44,764	+9,525	-1,167	-1,786	+46,994	+45,153	+1,203
1993	+235,732	+187,694	+51,027	+13,023	+2,061	-7,769	+31,602	+136,483	+13,361
1994	+44,985	+21,307	+18,778	+5,084	+3,083	-8,676	+5,794	+4,013	+4,869
1995	+75,145	+48,300	-20,003	+13,918	+2,205	-26,006	-25,911	+65,126	+2,314
1996	+141,342	+105,476	-737	+13,042	+5,475	-18,110	-21,943	+103,618	+12,607
1997	+157,723	+115,744	-16,973	+47,787	+11,351	-70,766	-33,865	+119,219	+4,869
1998	+254,783	+131,933	-20,170	+59,740	+8,454	-89,381	-29,087	+146,637	+48,172
1999	+155,792	+132,228	-5,008	+35,168	+7,608	-58,047	-14,587	+131,193	+2,842
2000 I	-86,476	-60,325	-37,826	-1,196	-375	-29,463	-16,274	-22,643	-22,619
II	+77,590	+69,565	+133	+8,217	+2,221	-24,625	-2,084	+68,571	+1,129
III	+28,701	+23,264	-26,744	+5,904	+1,473	-29,856	-10,296	+49,961	+307

(注) 1ユーロ=1.95583マルク。(出所) Deutsche Bundesbank, Zahlungsbilanzstatistik, various issues.

ユーロ圏と国際証券投資

億2,667万マルク) に達する。

投資国別に見ると、1990年と1994年を除き半分以上がEU諸国からの投資で占められている。ところが、1995年以降2000年第1四半期までユーロ圏諸国からの証券投資は売り越し超となっている。この乖離の原因は、ユーロ圏に属さないEU諸国からの多額の証券投資にある。とくに、イギリスからの投資が大半を占め、この大量の額が、ユーロ圏からの売り越し超分を相殺したうえ、なおかつEU諸国からの投資額を大幅に押し上げている。対ドイツ証券投資に占めるイギリスのシェアは、95、96、97、98年にそれぞれ86.7%、73.3%、75.6%、57.6%にのぼり、1999年には84.2%に達する。したがって、ブンデスバンクが「金融回転台としてのドイツ」の根拠とする、ドイツへの証券投資におけるユーロ圏外の圧倒的シェアという事実は、第一に、この事実はユーロ発足初年の1999年に始まったわけではなく、遅くとも1995年以降（さらに、1993年も含む）から継続している現象であること、第二に、この「ユーロ圏外」からの投資はイギリスからのそれが大半であり、「ユーロ圏外」とは事実上イギリスであること、が補足されねばならない。

次に、対ドイツ証券投資の大半を占めるイギリスからの投資の証券種類別構成を第7表から見ると、まず、株式投資、投資信託投資が少なく債券投資が圧倒的であることが分かる。95、96、97、98、99年のイギリスからの証券投資における債券投資のシェアは、それぞれ100%、87.7%、95.8%、87.9%、87.1%である。債券のうち、1996年までは長期債投資が大半で、このなかでも公債投資が多く民間債投資を一貫して上回っている。しかし、1997年以降短期債投資が急速に増大傾向を強めており、債券投資に占める短期債投資のシェアは、1996年、97年、98年にそれぞれ9.6%、23.4%、25.2%と上昇し、ユーロが発足した1999年にはさらに48.5%に急騰している。この短期債のうち大半（92.3%）は、民間債とくに金融債である。民間債のシ

第7表 イギリスの対ドイツ証券投資（1990-1999年）

（単位100万マルク、1999年は100万ユーロ）

	計	株式		長期債			短期債		
				投資信託	計	公債	民間債	計	公債
		株式	投資信託						
1990	+2,378	-4,873	-19	+7,270	+4,712	+2,558			
1991	+28,404	+2,689	-23	+25,738	+19,401	+6,337			
1992	+45,153	-5,275	+27	+42,286	+32,733	+9,554	+6,628	-518	+7,146
1993	+136,483	+4,608	+67	+122,919	+101,702	+21,217	+4,805	+394	+4,411
1994	+4,013	-4,370	-124	-5,826	-25,902	+20,075	+5,315	-11	+5,326
1995	+65,126	-153	+133	+62,974	+32,767	+30,207	+2,172	-2,669	+4,841
1996	+103,618	+12,697	+8	+82,179	+43,260	+38,918	+8,734	+3,484	+5,250
1997	+119,219	+5,085	-109	+87,113	+57,053	+30,060	+27,130	+15,979	+11,151
1998	+146,637	+17,965	-215	+96,349	+66,740	+29,609	+32,539	+13,612	+18,927
1999	+131,193	+16,795	+100	+58,830	+30,779	+28,050	+55,468	+4,249	+51,219

（注）1ユーロ=1.95583マルク。1990、1991年の「長期債」は、短期債を含む債券の合計値。

（出所）Deutsche Bundesbank, *Zahlungsbilanz nach Regionen, various issues.*

エアは長期債においても上昇し、97年、98年はそれぞれ34.5%、30.7%に達し、1999年には47.7%に急騰している。したがって、ドイツへの証券投資の大半をしめるイギリスからの投資は、債券投資中心構造をベースとしながら、近年短期債と民間債（金融債）への投資を拡大し、ユーロ発足初年の1999年にこの傾向をさらに強めていることが確認できる。

② 対外証券投資

ドイツの対外証券投資は第8表に見られるように、1994年に892億9,400万マルクに達した後、95、96年の停滞を経て1997年以降急増する。1999年には1,744億1,600万ユーロ（3,411億2,805万マルク）と通年での最高額に達し、さらに2000年第1四半期だけで1,015億4,200万ユーロ（1,985億9,889万マルク）を記録し、ユーロ発足後増大傾向が加速している。

投資相手国は、ユーロ圏諸国が大半を占め、ユーロ圏諸国の投資シェアは、95、96、97、98年にそれぞれ68.8%、53.2%、66.8%、80.9%と上昇した後、ユーロ発足後の1999年にさらに上昇し82.8%に達している。さらに、90年代前半でも、90、94年を除き過半数を上回っている。したがって、ブンデスバンクが「金融回転台としてのドイツ」の根拠としていた、ドイツの対外証券投資のユーロ圏への集中という事実は、ユーロ発足後突然発生したのではなく、90年代に進展していた傾向がユーロ発足後もさらに継続している、と理解されねばならない。ユーロ圏内では97年以降フランス、イタリア向けが1、2位を争い、それに次ぐのがオランダ向けである（第9表）。1990年代前半で最大であったベルギー、ルクセンブルク向け投資は95年以降伸び悩んでおり、1999年のシェアはスペインに次ぐ5位である。ユーロ圏諸国に次いで多いの

第8表 ドイツの対外証券投資（1990-2000年第3四半期）

（単位は100万マルク、1999年以降は100万ユーロ）

	EU								
	計	計	計	ユーロ圏				イギリス	アメリカ
				フランス	イタリア	ベルギー	ルクセンブルク		
1990	-22,857	-11,074	-7,351	-2,024	-752	-1,141	+361	+39	+2,863
1991	-27,283	-18,618	-22,711	1,325	-634	-1,009	-12,430	-456	-1,908
1992	-75,564	-74,245	-66,756	-6,089	+63	-351	-62,774	-3,522	-3,783
1993	-53,153	-40,075	-29,601	+2,978	-9,145	-136	-16,040	-11,317	-5,290
1994	-89,294	-63,778	-41,499	-9,134	-5,913	+889	-20,336	-16,561	-6,117
1995	-31,044	-21,351	-18,994	-8,381	-3,242	+511	+1,573	+1,446	-6,401
1996	-54,035	-28,731	-12,871	+878	-3,747	-665	-844	-9,336	-17,200
1997	-169,143	-113,018	-93,236	-30,418	-31,843	-1,374	-10,290	-16,112	-27,201
1998	-259,988	-210,392	-162,605	-44,693	-39,234	-4,013	-13,551	-35,959	-23,106
1999	-174,416	-144,486	-122,025	-29,463	-22,283	-4,584	-11,554	-14,476	-18,251
2000 I	-101,542	-79,061	-43,642	-5,045	-8,866	-2,403	-16,414	-37,493	-13,231
II	-33,841	-25,021	-22,238	-549	+2,071	-621	-9,238	+352	-8,542
III	-58,827	-50,567	-40,698	-7,490	-3,742	-1,469	-6,716	-6,729	-6,301

（注）1ユーロ=1.95583マルク。（出所）Deutsche Bundesbank, Zahlungsbilanzstatistik, various issues.

ユーロ安と国際証券投資

第9表 ドイツの対ユーロ圏諸国証券投資（1990-1999年）

（単位100万マルク、1999年は100万ユーロ）

	ベルギー&ルクセンブルク			フランス			イタリア			オランダ		
	株式	投資信託	債券	株式	投資信託	債券	株式	投資信託	債券	株式	投資信託	債券
1990	-201	+1,041	-1,620	-1,161	+4	-858	-122	-0	-630	+885	+98	-2,559
1991	-163	-12,306	-970	-537	-295	+2,157	-86	0	-548	+680	-39	-4,490
1992	-249	-62,030	-1,421	+51	+491	-6,631	-118	+8	+173	-215	+470	+1,814
1993	-109	-17,141	+1,090	-1,635	+50	+4,327	-18	+17	-9,084	-237	-63	+902
1994	-31	-19,390	+284	-2,644	-154	-5,698	-540	-12	-5,362	-319	+157	+147
1995	+147	+2,753	-1,383	-1,107	-168	-855	-851	+1	-1,669	+565	-56	+474
1996	-383	-890	-1,231	-3,120	-1,170	+5,040	-1,902	+15	-2,589	-606	+61	+472
1997	-859	-4,108	+1,185	-22,572	-217	-7,129	-7,243	-6	-24,981	-1,461	+81	-5,168
1998	-219	-11,511	-5,834	-37,794	-1,012	-5,887	-7,912	+3	-31,325	-12,495	+58	-7,445
1999	+392	-11,838	-4,662	-23,683	+789	-6,569	-2,543	+1	-19,740	-7,804	-17	-12,858

（注）1ユーロ=1.95583マルク。債券は、ディリバティブを含む。

（出所）Deutsche Bundesbank, *Zahlungsbilanz nach Regionen, various issues.*

がアメリカとイギリスであるが、イギリスは対内証券投資における圧倒的シェアと対照的に、投資先としてのシェアは1999年では8.3%にとどまっている。

ユーロ圏諸国向けの証券投資を第9表によって証券種類別に見ると、主要投資対象証券は国によって異なる。最大投資相手国であるフランスに対しては、1997年以降株式投資が急拡大し、証券投資に占める株式投資のシェアが1999年で80.4%に達している一方で、第2位の投資相手国であるイタリアに対しては、1997年以降債券投資が急増し、証券投資に占める債券投資のシェアは1999年で88.6%にのぼる。オランダに対しては1998年以降証券投資が拡大し、1999年では債券投資が最大シェアを占めるが、98年では株式投資が多く、必ずしも明確な傾向を確立していない。これら諸国に対して、ベルギー&ルクセンブルク向け証券投資は、投資額が最大であった1990年代前半から一貫して投資信託証券の購入が最も多い。これらの主要投資対象証券の相違は、基本的には相手国の株式市場の規模、株価動向、債券価格、債券利回り、非居住者に対する投資課税制度に帰着できる。

いずれにせよ、イギリスを中心とするユーロ圏外からの証券投資とユーロ圏内への証券投資を主軸とする「金融回転台としてのドイツ」は、ユーロ発足後も構造を強化している。ドイツがユーロ圏外から証券投資資金を流入させ、他方ドイツからの証券投資の大部分をユーロ圏内にとどめているという意味では、この構造の強化は本来ユーロ安の進行に対する重要な歯止めとなるはずである。にもかかわらず、ユーロ発足以降基本的なユーロ安傾向が約2年間続き、2000年末段階でも1ユーロ=1ドルを回復せず、1999年初頭の水準に達しなかった。この基本的な原因は、ユーロ圏の経常収支の赤字への転化、直接投資収支の赤字増大にあるが、実は、証券投資収支もユーロ安の進展に対する歯止めが十分に機能しなかったという意味でユーロ安の一原因となった。すなわち、証券投資における「金融回転台としてのドイツ」は、ドイツが証券投資の大部分をユーロ圏内にとどめている点まで見るかぎりにおいて、ユーロ安の歯止めと

なりうるが、問題はドイツから証券投資資金を流入させたユーロ圏諸国にある。本稿 I. (2) で見たように、ユーロ圏諸国からユーロ圏外への株式投資が、ユーロが発足した1999年以降急増し、これがユーロ圏の証券投資収支赤字の有力要因となった。1999年のドイツからのユーロ圏外への株式投資は前年とほぼ同水準であることから、このユーロ圏内から圏外への株式投資増加の大部分は、ドイツ以外のユーロ圏諸国によって担われたことが明らかである。つまり、「金融回転台としてのドイツ」は、ドイツから証券投資資金を流入させたユーロ圏諸国がユーロ圏外への投資を拡大しないかぎりにおいて、ユーロ安の進行に対する歯止めになり、ユーロ圏外への投資が拡大するほど、ユーロ安に対する抑制機能を低下させるが、1999年以降ドイツ以外のユーロ圏諸国からユーロ圏外への株式投資が急増し、この抑制機能の低下要因を拡大させることになった。

もっとも、1999年のユーロ圏の証券投資収支全体では、赤字が減少している。ユーロ圏内への債券投資の増加とユーロ圏外への債券投資の減少による債券投資収支の黒字が、株式投資収支の赤字の一部を相殺したからである。このユーロ圏内への債券投資資金の大部分(48.8%)がドイツに流入しているため、この点では「金融回転台としてのドイツ」は、ユーロ圏の証券投資の赤字を減少させることによってユーロ安を抑制する機能を果たした。この結果、ユーロ圏の証券投資収支全体としては、赤字を減少させることによって、経常収支赤字、直接投資赤字増大によるユーロ安の進展に対する抑制機能を果たすことになった。とはいえ、ドイツ以外のユーロ圏諸国によるユーロ圏外への株式投資の一層の増大は、ユーロ安抑制機能低下の現実化の可能性を拡大させることは銘記しておかねばならない。

このユーロ圏外への株式投資増加の基本的原因は、アメリカ株式市場の株価上昇にあるが、これは逆に言えば、ドイツ株式市場がユーロ圏諸国からの投資を引き付ける魅力に乏しいということである。実際、第10表で見られるように、ドイツ以外のユーロ圏諸国からドイツへの株式投資額は1999年において109億5,700万ユーロであり、ユーロ圏全体のユーロ圏外への株式投資額1,554億ユーロ(第2表)の7.1%にすぎない。債券市場においても同様であり、同年におけるドイツ以外のユーロ圏諸国からドイツへの長期債投資額は56億2,500万ユーロであり、ユー

第10表 ユーロ圏諸国の対ドイツ証券投資(1995-1999年)

(単位100万マルク、1999年は100万ユーロ)

	計				長期債		計	短期債		
		株式	投資信託	計	公債	民間債		計	公債	民間債
1995	-20,003	-350	-922	-15,415	-17,737	+2,321	-3,316	+5,166	-8,482	
1996	-737	+1,825	-2,711	-2,878	-9,879	+7,001	+3,024	+3,837	-810	
1997	-16,973	+12,665	-4,658	+4,897	+3,399	+1,497	-29,867	-23,217	-6,650	
1998	-20,170	+21,803	-5,368	-2,724	-27,479	+24,755	-33,881	-28,251	-5,631	
1999	+3,591	+10,957	+3,583	+5,625	-16,046	+21,671	-16,573	-8,948	-7,626	

(注) 1ユーロ=1.95583マルク。集計時点の相異のため、1999年の数値は第6表と異なる。

(出所) Deutsche Bundesbank, *Zahlungsbilanz nach Regionen*, various issues.

ユーロ圏と国際証券投資

圏全体のユーロ圏外への債券投資額1,541億ユーロ（第2表）の3.6%にすぎず、とくに短期債においては1997～99年はユーロ圏からドイツに対して売り越し超が続いている。

(2) 金融取引

さらに注目されるのは金融取引である。ドイツ以外のユーロ圏諸国からドイツに対して、1994年以降98年まで流入超が続いていたのが、1999年に流出超に転化し（第11表）、2000年第3四半期においても依然として流出超が続いており、金融市場においてもユーロ発足後ドイツがユーロ圏からの資金吸収力を低下させている。

金融取引の主体を、金融機関、企業・個人、国家別に見ると、1998年までは流出入とも金融機関が圧倒的に多い。1998年においては、ドイツからユーロ圏への金融取引での流出の94.1%、ユーロ圏からドイツへの金融取引での流入の92.4%を金融機関が占めていた。ところが、ユーロ発足初年の1999年にユーロ圏からドイツの金融機関への金融取引での流入額は、前年の1,266億6,900万マルクから108億8,300万ユーロ（212億8,530万マルク）へ激減する。一方、企業・個人に対する金融取引での流入額は117億4,400万ユーロと前年よりも増加しているため、金融機関への流入額はこれをも下回ることになった。

国別では1999年はユーロ圏のすべての国から前年より金融取引での流入額を減少させており、第12表によればとくに減少額が大きいのが、イタリア、ルクセンブルク、オランダである。これらのユーロ圏諸国が、ドイツへの金融取引での以前までの流入資金をどのような金融資産運用に転用したのかは明らかでないが、1999年のユーロ圏からドイツへ証券投資額が売り越し超である（第4表）ことから、ドイツ以外のユーロ圏諸国かあるいはユーロ圏外の株式を含む金融資産へ運用したと判断できる。他のユーロ圏諸国に投資された場合でも、この受入れ国からユーロ圏外への金融資産運用が増加すれば、ドイツに向けられていた資金が間接的にユーロ圏外投資に転用されたことになる。いずれにせよ、1999年はドイツは金融取引において、証券取引より以上にユーロ圏からの資金吸収力を低下させており、この意味においてユーロ圏からユ

第11表 ドイツとユーロ圏諸国との金融取引（取引主体別構成、1992-1999年）

（単位100万マルク、1999年は100万ユーロ）

	ネット	ドイツの対ユーロ圏純資金供与				ユーロ圏の対ドイツ純資金供与			
		計	金融機関	企業・個人	国家	計	金融機関	企業・個人	国家
1992	+59,166	+17,159	+24,804	-6,263	-1,382	+42,007	+29,657	+12,837	-487
1993	-49,750	-86,345	-44,824	-41,106	-415	+36,595	+31,685	+1,337	+3,530
1994	+63,694	+1,982	+6,982	-5,361	+365	+61,712	+64,224	-1,670	+160
1995	+51,684	-13,250	-17,708	+6,749	-2,291	+64,934	+48,780	+14,041	+2,116
1996	+20,039	-22,285	-22,102	-43	-140	+41,422	+37,305	+2,647	+192
1997	+39,008	-18,138	-31,332	+12,936	+257	+59,957	+53,290	+5,220	-1,141
1998	+51,859	-87,450	-80,210	-4,484	-2,755	+137,094	+126,669	+8,687	+1,806
1999	-36,836	-55,562	-31,097	+10,819	+3,237	+20,355	+10,883	+11,744	-2,239

(注) 1ユーロ=1.95583マルク。

(出所) Deutsche Bundesbank, Zahlungsbilanz nach Regionen, various issues.より算出。

第12表 金融取引におけるユーロ圏諸国の対ドイツ資金供与（1992-2000年第3四半期）

（単位100万マルク，1999年以降は100万ユーロ）

	計						
		フランス	イタリア	ベルギー	ルクセンブルク	オランダ	スペイン
1992	+42,007	+1,131	+911		+10,432	+11,749	+773
1993	+36,595	+3,602	+2,714	+130	+5,074	+21,131	-458
1994	+61,712	+3,843	-378	+558	+52,380	+3,646	+1,394
1995	+64,934	-687	+1,590	+2,820	+8,248	+36,346	+2,643
1996	+41,422	+695	+5,004	+737	-1,425	+31,593	+1,406
1997	+59,957	+10,275	+1,331	-982	+7,018	+24,649	+161
1998	+136,990	+22,009	+20,793	+14,406	+26,962	+21,014	+12,625
1999	+20,338	+10,955	-5,806	+2,509	+1,666	+5,046	+2,395
2000 I	+29,824	+3,856	+2,426	+2,342	+9,074	+10,089	-338
II	-4,359	+6,823	-320	+3,383	-12,269	-4,832	-1,669
III	-11,297	-2,127	-3,155	-252	-4,963	-1,184	+3,257

（注）1ユーロ=1.95583マルク。集計時点の相異のため、1998年以降の数値は第11表と異なる。1992年のルクセンブルクはベルギーを含む。

（出所）Deutsche Bundesbank, *Zahlungsbilanzstatistik*, various issues.

ユーロ圏外への資金流出の可能性を拡大させたといえる。

IV. 結 論

ユーロ発足の1999年から2000年末まで少なくとも2年間続いたユーロ安傾向は、2000年第3四半期までのユーロ圏の国際収支データをみるかぎり、経常収支の赤字への転化と直接投資の赤字増大を基本的原因としていた。証券投資と金融取引は赤字減少と黒字増大により、むしろユーロ安を抑制する機能を果たしていた。この機能は、ドイツが主としてユーロ圏外から資本を流入させユーロ圏内へ投資するという「金融回転台」としての役割を演じることによって果たされた。

しかし、ドイツからの証券投資と金融取引によって資本を流入させたユーロ圏諸国は、ユーロ発足後もドイツに対する証券投資は売り越しを続け、金融取引もドイツに対する資本流出を大幅に減少させドイツからのネットでの資本流入国に転化した。つまり、ユーロ発足後も、ユーロ圏内において、ドイツを中心とする証券投資と金融取引の資本の相互投資はほとんど進展せず、ドイツからの一方的な資本流出が続いている。ドイツから資本を流入させたユーロ圏諸国は、ユーロ発足後とくに株式投資においてユーロ圏外への資本流出を増大させ、債券投資収支の黒字分を相殺しユーロ圏の証券投資収支赤字の基本的原因となった。この意味において、ユーロ圏諸国によるユーロ圏外への株式投資の増大は、「金融回転台」としてのドイツのユーロ安抑制機能を弱め、経常収支、直接投資と並んでユーロ安の一原因となった。したがって、ドイツがユーロ圏内諸国からの証券投資と金融取引での資本受入国として十分に機能していない状態は、株式投資のみならず他の形態でのユーロ圏外への資本流出の潜在的可能性も醸成させるという意味で、ユーロ相場が上昇した後もユーロ安要因として作用することが展望できる。

ユーロ安と国際証券投資

ドイツの証券市場，金融市場の投資魅力の拡大がファンダメンタルズに対応したユーロ相場の形成にとって不可欠である。

(2001年1月10日提出)