ドイツの債券市場 ～流動性改善と資金フローをめぐる動きを中心に～

要　　約

ドイツの債券市場は、高い信用力を備えた連邦債やファンド･ブリーフ債などが中心であり、近年流動性の改善が図られたことで欧州債のベンチマークとしての地位を得ている。一方で、ユーロ導入によって域内諸国は為替リスクがなくなったことから、より積極的に信用リスクを取っていこうとする姿勢が強まっており、こうした資金の受け皿としても遅れている社債市場の発達が今後期待される。

ユーロ導入による建値変更によって、欧州通貨別の各国内債は「ユーロ域内債」へ、また国際債も「ユーロ」建ユーロ債となり、欧州の債券市場は形式的には一体化が進んだ。今後は、各国市場間での投資環境等の整備・収斂化が一層進み、また市場参加者が増加し流動性と効率性の高い債券市場へと発展していくことが期待されている。国際通貨「ユーロ」への評価も、欧州証券市場の統合化が実質的なものとなっていくかどうかに大きく影響されてこよう。以下では、欧州証券市場の中核となるドイツの債券市場の現状を、流動性の向上を図る試みと証券資金フローの動きを中心にみたうえで、欧州市場の統合化という観点から今後の課題について検討してみたい。

内外市場ともに金融機関の発行シェアが大

まず、ドイツの債券市場規模を国内発行分についてみると、98年9月末で1兆9,830億ドルで、ユーロ圏では最大でほぼその1/3を占めている（表1）。欧州各国は経済活動における政府部門が占めるウエイトが大きいこと等を反映し、国内債市場は公共部門の発行に牽引されてきたが、ドイツはデンマークとともに、民間部門の発行が政府のそれを上回る例外となっている。しかし、民間発行の中心が自治体向け融資のリファインスを目的に、金融機関が発行する金融債（ファンド・ブリーフ債）であり、最終的な資金調達における公共部門の比率が非常に高い点で、やはり欧州各国と共通している。

表1　国内債券市場の国際規模比較（98年9月末）

（単位、10億ドル）

	民間部門	公共部門	合計
ルクセンブルグ	0	1	1
アイルランド	7	26	33
ポルトガル	24	39	64
フィンランド	33	54	87
ギリシャ	1	97	98
オーストリア	72	83	155
オランダ	46	202	248
スウェーデン	124	128	252
デンマーク	195	105	300
スペイン	45	315	360
ベルギー	120	263	383
イギリス	372	479	851
フランス	483	743	1,226
イタリア	362	1,231	1,593
ドイツ	1,127	856	1,983
ユーロ11ヶ国＊	2,383	3,480	5,863
日本	1,212	3,118	4,330
アメリカ	5,795	7,550	13,345
その他共世界計	10,782	16,479	27,261

資料　BIS “ International Banking and Financial Market Developments March 1999 ” より作成

（注）ユーロ参加11ヶ国は、上記EU加盟国からイギリス、ギリシャ、デンマーク、スウェーデンを除く諸国を指す。

ユーロ市場等の国際市場での債券発行（含むノート）においては、ドイツの債券発行残高5,090億ドルと米国の7,970億ドルに次ぐ規模であり（英3,610億ドル、日本3,150億ドル）、国内債に比してそのシェアはずっと高い（98年末、国籍ベース）。各国とも国際市場での発行体は圧倒的に民間部門が占める比率が高いが、ドイツはその過半4,580億ドルが金融機関発行の金融債ないし社債で占められている。

抑制基調が続く公共債の新規発行

次いで、近年の発行市場の状況についてみて

みよう。ドイツの公共債発行は、90年の東西ドイツ統一以後、統合に伴う時限的な「基金」による調達が増加したが、ここ数年は復興資金需要が一巡し、またEMU「安定・成長協定」によって新規の国債発行が当面は抑制基調に推移するとみられること、さらには公企業の民営化に伴って資金調達が従来の国債から株式にシフトする方向にあること等から、ドイツの公共債のネット発行は伸びが大きく低下する傾向にある（図１）。

図1　ドイツの国内債のネット発行額の推移

資料　ドイツ連銀

こうした状況に加えて、欧州内での金融センターをめぐる思惑もからんだ独仏間での国債ベンチマーク競争もあって、将来的にどのように公共債の流動性を維持するかが、重要な問題となってきている。ユーロ導入後、EMU参加各国の金利形成において為替リスク、インフレリスク要因が除外されたが、信用リスク、流動性格差を反映する形で国債のイールドカーブは個別に存在している。各国の国債利回りスプレッドのうち、EMU参加条件に規定されて信用リスクの格差はマージナルなものになっており、流動性が投資家の投資選択基準の最大のものとなっていると受取られている。ベンチマーク債の要件としては、高い信用力を前提に、流動性、多様な投資家層、市場の成熟度（レポ、先物、ディリバティブ、ストリップ化等）の要因が重要である。フランスが市場の洗練度の点でドイツを上回り、ドイツ国債利回りを下回る逆転時期もあった。これに対して、ドイツ側でも短中期債の発行拡大、30年債の発行再開、ストリップ債市場創設、シ団方式の廃止など、一連の資本市場の改革を進めてきたことで、制度的にはフランス市場に近づきつつある。

また、ドイツ国債の外国人保有比率が４割近く多様な投資家ベースを有するのに対し、フランス国債の海外保有比率は10%程度に過ぎず（国内投資家に対する海外投資規制の要因が大きいことから国債選好度が高いとされる）、生保、年金ファンドによる長期保有が多く売買量もドイツ国債に比して小さいこと等から、ドイツ国債が欧州長期金利のベンチマークとなったする見方が市場に浸透している。こうした優位性以外にも、流動性を維持するために、公共債の償還構成の再構築も予想されよう。

流動性の向上と共に大きく拡大する金融債市場

公共債発行の伸びが落込む一方で、公共ファンド・ブリーフの発行が、ドイツ統一以降急速にネットで増大しており（図1）、98年末で国内債残高全体の30％程度を占めている。個別債券マーケット規模別では、連邦債を抜いてドイツ最大であり、欧州ではイタリア国債に次ぐ規模にあり、欧州債券市場の中核的な商品となってきている。

ファンド・ブリーフ債は、民間抵当銀行もしくは中央振替銀行（ほとんどが自治体が最終的な保証人となっている公法上の金融機関、Nord LB、West LB、Bayerische LBなど大手が有名）が発行する金融債である。ファンド・ブリーフ債には、政府・自治体に対する貸付けのリファイナンスのために発行される公共ファンド・ブ

リーフと、不動産貸付債権を担保とする抵当ファンド･ブリーフの二種類がある。

このうち近年、急速に拡大している公共ファンド･ブリーフ債は、信用力において公供債に近いものとなっている。ドイツには、連邦政府と地方自治体間での財政関係を規制するドイツ独特の「財政調整」制度があり、自治体相互の支援が義務付けられており、実態的に保証に近いものになっている。

こうした制度的裏付けもあって、公共ファンドブリーフ債は信用力が高く、ドイツ連銀、欧州中央銀行（ECB）が市中銀行に短期資金を貸し出すレポ取引の際の担保適格債になっている。また、前例がないものの、発行体が経営破綻した場合、法律によって投資家の優先弁済権が保証されている。一方で、公共ファンド・ブリーフ債は、格付けはAAAでドイツ国債と同格であるが、連邦債とのスプレッド差は金利局面や残存年数にもよるが、流動性のリスクプレミアムを反映し通常＋10～60bpの格差がある。

従来ファンド・ブリーフ債の最大の課題としては、流動性と市場の透明性にあった。こうした課題に対処する形で、95年にジャンボ・ファンド・ブリーフ債（10億DM～50億DM、5～10年債が中心）が誕生した。ジャンボ・ファンド・ブリーフ債、通称「ジャンボ債」は、競売方式をとらない継続発行の従来方式とは異なり、３つ以上の金融機関によるシ団を通じ、マーケットメークが公表された上で発行される。また、買い値・売り値スプレッドが小さくなるように、積極的にマーケットメークされる。

現在では、ジャンボ債が事実上ファンド・ブリーフ債を代表するようになっおり（ マーケットでは “ Baby Bunds ” の愛称が与えられている）、またユーロ市場等で他通貨建て発行されるグローバル・ファンド・ブリーフ債の大半は、公共ファンド・ブリーフのジャンボ債である。こうした改革もあって、昨年の国際金融市場の混乱時においても、ファンド・ブリーフ債の流動性はDMユーロ債より高いとの評価を得るようになっている。

ジャンボ債の誕生によってその流動性が向上したことで、外国人投資家の保有比率が大きく伸びてきている。連邦債の欧州市場でのベンチマーク債化とならんで、ファンド・ブリーフ債の流動性向上は、閉鎖的で非効率との見方が強かったドイツ債券市場の評価を変えつつある。

遅れている社債市場

ドイツの国内社債市場は著しく遅れており、その規模は無視できるほどである。高い発行コスト、煩雑な手続き、税制等の制度な面での不利なため起債はユーロ市場中心となっている面があるものの、基本的にドイツの企業金融が間接金融中心であることを反映して、社債による資金調達そのものが限定的である。

ドイツの企業は、相対的に有利な条件で迅速に銀行から借入ができたこと（発行手続きが簡便な債務証書が好まれた）、また資本市場からの調達に際して必要な情報開示に対して、特に家族経営を主体とする企業形態がそれを忌避してきた事情がある。また、ドイツの銀行の方でも、証券業務兼営であるものの、収益性の高い銀行借入を勧める傾向が強いとされる。

ユーロ市場での起債の場合、大蔵省の許可も不要で手続きが簡単で発行コストも有利であるが、発行体の過半は金融機関が占め、ドイツ銀行をはじめとする大手商業銀行のユーロ債や、ジャンボ・ファンド・ブリーフ債などが中心で一般事業会社の発行は多くはない。

ドイツに限らずユーロ圏の社債市場は小さく、金融機関の発行を除いた事業債市場規模は98年6月末時点で1,360億ドルで、そのうち公営事業体が多いフランスが800億ドルと6割弱を占め、ドイツの社債発行額は190億ドル弱に過ぎない（表2）。

表2　ユーロ圏内の発行体によるユーロ圏通貨建て社債発行残高（百万ドル）

	一般産業		公益事業		合計
	民間	公共	民間	公共	
フランス	28,129	13,011	6,033	32,868	80,041
ドイツ	15,191	308	0	3,291	18,790
オランダ	12,535	225	84	1,049	13,893
イタリア	7,247	2,142	0	9,614	19,003
スペイン	413	112	1,870	1,016	3,411
オーストリア	381	57	0	496	934
合　計	63,896	15,855	7,987	48,334	136,072

資料　ドイツ銀行リサーチ

だが、ドイツでもここ数年の間に、資金調達における銀行借入の依存は下がってきており企業金融も変化の兆しを示している。資金循環勘定から企業部門（金融、建設除く）の金融負債の動向をみると、銀行借入のウエイトが徐々に低下し、代って株式市場からの調達が着実に増加している（表3 ）。こうした傾向は、主に知名度の高い大企業においてあてはまり、近年の株高もあって「銀行離れ」現象に近い状況を一部もたらしている。

表3　ドイツの企業部門の資金調達状況（10億マルク）

	1993	（%）	1996	（%）	1997	（%）
銀行借入	1,542.8	47.2	1,858.0	45.2	1,969.7	43.4
短期	492.5	15.1	584.5	14.2	617.9	13.6
長期	1,050.3	32.1	1,273.5	31.0	1,351.9	29.8
保険会社借入	77.2	2.4	110.1	2.7	119.6	2.6
債券発行	221.0	6.8	101.5	2.5	94.6	2.1
株式	756.2	23.1	1,207.9	29.4	1,468.7	32.4
その他	672.7	20.6	832.1	20.2	884.2	19.5
合計	3,269.9	100.0	4,109.6	100.0	4,536.9	100.0

資料　ドイツ連銀

企業の資金調達においては、株高や欧州内での一連の証券取引所の改革や市場提携の強化もあって、今後も株式市場からの調達が先行して増加する方向にあるとみられる。だが一方、ユーロの登場で、域内投資家はより積極的に信用リスクを取った高利回り債券への投資意欲が強いだけに、今後中小企業を含め社債発行が増加することが期待され、かつ起債を促進する制度的な支援が望まれている。

外国人、投信の保有比率が上昇

ドイツ債券の保有構成は、ドイツ統一以降、90年代に大きな変化を示している。その最も大きなものとしては、外国人によるドイツ債券投資の大幅な上昇と投信の成長であろう。連邦債を中心としたドイツの公共債に対する保有比率で、外国人の保有比率はほぼ4割近くにまで達している。ドイツ統合に伴って発生した公的部門の巨額の資金需要と高金利、マルク高、一連の自由化措置の下で、外国人のドイツ債券投資は増大した。

また、その投資対象は、連邦債、DMユーロ債中心から、ジャンボ・ファンド・ブリーフ債の登場によって金融債へと広がってきている。金融債は、個人の他、投信、生保など機関投資家の保有比率が、その商品性の改善と合わせて着実に増加している。流通市場においても、外国人全体の債券取得は図2のように大きく上昇しており、ユーロ導入によって域内諸国からのドイツ向け投資リスクが減少したことで、そのウエイトは今後も高まっていくと予想される。

図2　ドイツにおける投資家別債券取得状況

資料　ドイツ連銀

投信については、個人向けのパブリック・ファンド投信販売のなかでは、97年以降、株式ファンドが大きく伸び債券ファンドは相対的に

後退している。株式ファンドのなかで、残高ではドイツを投資対象にしたものが一番大きいが、欧州域内を対象にしたファンドがユーロ導入を契機に大きく伸びている。機関投資家向けのスペシャル・ファンドも株式運用が増大しているが、残高では債券投資額の方が大きい。

企業年金に確定拠出型年金の解禁があるかどうか、また投信への課税強化案がどうなるかが、今後投信への資金流入に大きな影響を与えていこう。機関投資家間での運用競争が強まるため、投資対象は長期的な期待収益の高い株式投資が選好されるとみられるが、債券市場に対する投信経由の資金流入が持つ影響は高まることが予想される。

ドイツの個人部門の金融資産残高の構成をみてみると、有価証券の比率が22.5％と高く、また投資信託のシェアも8.8％と、これも米国の9.5％に並ぶ水準となっている。一般にドイツの家計金融資産の選択は「安全指向」が強いといわれており、定期性預金、債券保有比率の高さからこのことは肯首できるものの、長期金利の低下、高齢化の進行と公的年金に対する将来的懸念など、先進国共通の経済環境もあって、有価証券や投信のシェアが相当高いものとなっている（図3）。

図3　個人部門の金融資産残高の構成比（97年末）

資料　日銀「国際比較統計」より作成

一般に、金融資産の蓄積によって高利回り金融商品への選好が高まり、一方で税金、企業負担は今後も抑制基調にあることから、社会保障に対する「自助」要求度が上昇するため、民間年金基金を通じ、株式等を中心としたハイリターン資産への選好は引き続き強まっていくとみられる。

ユーロ圏内で高まる証券投資の相互依存

ドイツをめぐる証券投資フローの動きをみると、非居住者のドイツ向け証券投資はドイツ統一に伴う債券発行の急増と高金利によって92～93年にかけて大きく伸びた後で、94年にいったん急速に縮小した（図4）。

図4　非居住者のドイツ証券投資の推移（ネット）

資料　ドイツ連銀

図5　居住者の対外証券投資の推移（ネット）

資料　ドイツ連銀

しかしその後、債券投資が回復するともに、98年には米国からの株式投資が急増が加わり証券投資の流入は大きく伸びた。非居住者の債券投資をユーロ圏と非ユーロ圏で分けてみると、ユーロ圏外に位置し金融機関が集中するイギリスからの投資が圧倒的に大きくかつ買越し基調にあり、一方で税制面で有利なルクセンブルグでの大幅な売越しがみられる。

かたや、ドイツからの対外証券投資は、97～98年にかけ債券、株式とも大きく増加したが、相方ともその過半はユーロ圏向けで占められていた（図5）。98年のドイツからの債券投資をネットベースでみると、ユーロ圏に集中しており、とりわけスペイン、ポルトガルが抜き出ている。外国株式への投資では、ドイツ国内での欧州を対象とした株式投信の販売の好調さにみられるように、投資対象国としてはフランス、スペインへの割合が高く、ユーロ圏外ではイギリスが大きなシェアを占めている。

まとめと若干の展望

ユーロ導入によって、域内投資家サイドのニーズからいえば、高い信用力と流動性を兼ね備えた債券へのニーズと共に、為替リスクがなくなったことで、より積極的に信用リスクをとっていこうとする姿勢が同時に強まっている。ドイツの債券市場の現状は、連邦債やファンド・ブリーフ債など、高い信用力に加え流動性を高めることで、投資家の前者のニーズに対応したものといえるが、後者のニーズに関しては、ドイツに限らず欧州の現状は十分なものとなっていないといえよう。

高利回り債券としては、イタリア、ベルギー国債などEMU周辺国の公共債以外に、社債に対する潜在的なニーズが強く、市場の活性化にむけた取組みも求められよう。年金、投信など機関投資家の資産運用の増加が見込まれるのに対し、公共債はEMUの制約等からも新規発行の抑制が続くとみらるため、運用先としての観点からも社債市場の拡大が期待されている。

企業金融については、各国ごとの経済社会システムとの関係が深く、ドイツにおいて社債市場が短期的に拡大する状況は難しいようにみえるが、中長期的にはユーロ導入でいちだんと高まるとみられる企業間競争への対応からも、直接金融による資金コストの低減は重要視されてこよう。家族経営の中小企業や民営化された公企業は潜在的な社債発行体であり、また企業買収のための社債発行のニーズも大きいとみられる。

現状、欧州企業の社債はシングルA以上が中心で、米国にみられるようなハイ・イールド債など債券の多様性の点でも欠けている。そのため、こうした多様な発行体が社債市場に参入することで、ハイ・イールド債の発行が増加していくことが予想される。

また、最近の欧州債券市場では、BIS対策、ROA向上等の観点から、金融機関が保有する様々な貸出債権を資産担保証券（ABS）として流動化する市場が急拡大しており、今後も高い伸びが予想される。ABSの増大は債券市場の拡大をもたらすだけでなく、直接金融を促進させる効果も期待されている。

こうした欧州債券市場の発展は、イギリスのユーロ参加が実現すれば、その高度な金融ノウハウや市場インフラ等を通じて、欧州市場の厚みを質的にも大きく拡充させよう。だが現実には、金融センターを自国に取り込みたいとする各国の利害もあり、欧州市場の統合化は対立と競争を内在させた局面も考えられる。例えば、EU内での「税制調整」が各国の税制主権ともからんで、「総論賛成、各論反対」状態から抜け出せず、特に利子源泉課税をめぐっては深い対立がEU内に残っており、効率的な市場形成に対する障害となる懸念がある。

（室屋 有宏）