

ユーロ地域の国際収支とドイツの
国際収支についての覚書
——欧州におけるドイツの比重の高まり、
および対米ファイナンス——

奥 田 宏 司

目次

はじめに

I、ユーロ地域全体の域外・国際収支とユーロ各国の国際収支

- ①ユーロ地域の国際収支、ユーロ各国の国際収支の概括
- ②域内各国の経常収支と TARGET Balances について

II、ユーロ地域全体の国際収支の国・地域区分

- ①ユーロ地域全体の経常収支の国・地域区分
- ②ユーロ地域全体の「投資収支」の国・地域区分

III、ドイツの国際収支

- ①概括と国・地域別経常収支
- ②国・地域別投資収支
- ③ベルギー・ルクセンブルグの対独証券投資の引揚げと英の対独証券投資の増大
- ④在独銀行およびドイツ所在企業の非居住者取引
- ⑤ドイツ・ブンデスバンクの対外資産残高の変化と TARGET Balances

まとめ

はじめに

拙稿はユーロ地域の域外・国際収支の概要を論じながらドイツの国際収支を分析することにより、EU、ユーロ地域におけるドイツの比重、位置を確かめようとするものである。それとともに、それ以外にいくつかの論点、課題を明らかにするための覚書でもある。

まず、ユーロ地域全体の域外・国際収支の分析視点とユーロ各国の国際収支の分析視点は異なる。後者の国際収支は当然のことながらユーロ地域内相互の諸国際取引を含んでおり、単純に2つの国際収支を同列におくことはできない。とくに、ユーロ地域全体が経常収支黒字をもっているということは、域内相互間の黒字・赤字は埋め合わされたうえで、ユーロ地域全体で域外に対して黒字があるということである。

このことは、他のユーロ地域内諸国に対して経常黒字を保有しているユーロ地域の諸国は、その黒字に相当する額を自国に対して赤字をもっている域内諸国に対して何らかの資金（民間資金だけでなく公的資金、TARGET Balances）でもってファイナンスを行ない、域外に対して経常黒字を有している場合にしかネットでの域外投資ができないということである。ドイツの経常収支黒字とユーロ地域の経常収支黒字を論じる際にこの点は重要である。このことを確認するためには、ユーロ地域内の各国間の取引だけでなく、域内各国の域外諸国との諸国際取引を考慮に入れなければならないし、TARGET Balances はそれらのすべての取引によって変化していく。以上のことは、ユーロ体制の現状、ユーロ体制の維持、ユーロ地域の他の世界との経済関係を論じる際に見逃せない事からである。

以上のことを確認したうえで、ユーロ地域の経常収支、投資収支（金融収支から外貨準備を除いた収支、以下でも同じ）の国・地域別区分、及びドイツのそれらの収支の国・地域別区分を明らかにすることにより、ユーロ地域がどの国・地域に対して経常黒字をもち、どの国・地域に対して投資収支黒字をもっているのか、その中でのドイツの地位、位置が捉えられよう。とくにイギリスの EU 離脱前の状況として把握しておく必要がある。しかし、ドイツの国際収支にはユーロ域内との収支を含んでおり、ドイツの域内諸国に対する収支、それぞれの国に対する位置を考慮しながらの分析となろう。

その際、小論ではまったく論じられていないが、ヨーロッパ各国の多国籍企業だけでなくアメリカ、日本等の各国の多国籍企業のヨーロッパ展開に伴う貿易、投資を思い浮かべなければならぬだろうし、ヨーロッパにおける各国の多国籍企業の展開に関連して域内のベルギー、オランダ、ルクセンブルグ、域外のイギリスの諸金融業務（多国籍企業の「インハウスバンク」業務も含む）の展開の解明を次の課題にしなければならないことがわかるであろう。

また、15年3月からのユーロシステム（ECB）の公的部門資産購入政策（以下では PSPP と略す。量的緩和とも言われる）は、域外の銀行も含めてどこの銀行からユーロ諸国の中央銀行が自国の国債等を購入するかによって TARGET Balances の状況が大きく変わっていく経緯を明らかにしなければならない。さらに、ユーロ地域の対米ファイナンスの比重、とくに原油価格の低落、中国の国際収支の変調をきたした2014年後半期からユーロ地域による対米ファイナンスが大きくなっていること、ドル体制とユーロ体制との補完関係を確認することが必要である¹⁾。小論は、以上の事からについての問題意識をもって書かれた覚書である。

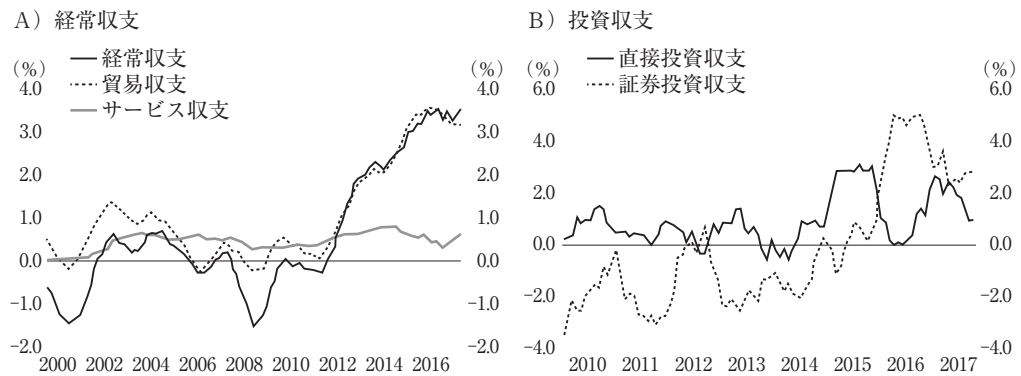
I、ユーロ地域全体の域外・国際収支とユーロ各国の国際収支

①ユーロ地域の国際収支、ユーロ各国の国際収支の概括

第1図にユーロ地域の域外・国際収支が示されている²⁾。この図から経常収支が2012年に赤字から黒字に転換し、以後黒字が急増していることがわかる。しかも、経常収支黒字のほとんどが貿易収支である。他方、14年以後、直接投資（ネット）が伸び、証券投資（ネット）は15年下半年から急増していることがわかる。

第1表もみておこう。14年以後、貿易黒字が増大し、経常収支黒字は高い水準で増加している。証券投資（ネット）は17年には少し減少しているが、16年には4000億ユーロを超えている。直接投資（ネット）は15、16年に2000億ユーロを超えているが、17年（17年10月までの1年間）には黒字であるがネットで減少している。また、「その他投資」が15、16年にはかなりの赤字になっているが、17年（同期間）にはその赤字は小さくなっている。17年（同）

第1図 ユーロ地域の国際収支(12カ月の累積取引額の対GDP比)



出所：ECB, *Statistics Bulletin* 7.1.2 and 7.1.3 (11-01-2018) より。

第1表 ユーロ地域の国際収支

(億ユーロ)

	経常収支					金融収支					
	合計	貿易収支	サービス収支	第1次所得収支	第2次所得収支	合計	直接投資収支	証券投資収支	デリバティブ	その他投資収支	外貨準備
2014	2,458	2,411	783	686	-1,422	2,648	719	264	493	1,129	44
15	3,350	3,588	618	519	-1,374	2,838	2,417	964	872	-1,521	106
16	3,689	3,757	379	942	-1,389	3,102	2,228	4,166	185	-3,633	157
17.10 ¹⁾	3,887	3,499	706	1,124	-1,442	4,137	1,078	3,154	191	-312	26

注1) 2017年10月以前の12カ月の取引額

出所：Ibid., 7.1.1 より。

の外貨準備を除く金融収支黒字のほとんど（75%強）は証券投資収支の黒字である。また、外貨準備は15年に106億ユーロ、16年に157億ユーロ、17年（同）は26億ユーロとわずかの額になっている。これは為替市場介入によるものではなく、外貨準備の保有に伴う利子の受取で、それを証券に再投資しているものと考えられる³⁾。誤差脱漏は15、16、17年に500億ユーロ前後になっている⁴⁾。

他方、ユーロ地域各国の国際収支は第2表である。ユーロ地域の各国で経常赤字になっているのは、フランス、ギリシャなどであり、ほとんどの諸国が黒字になっている。ユーロ不安の時期から域内各国の国際収支が改善しているのである。スペインは07、08年に1500億ドル前後の赤字であったのが黒字に転換し、ギリシャも07、08年に500億ドル前後の赤字であったのが、14年に37億ドル、16年に20億ドルの赤字と大きく改善している。ESMなどのコンディショナリティを伴う金融支援によって緊縮政策が進展していった結果であろう。しかし、フランスはそれほど大きくない額であるが赤字が続いている（08年には500億ドルほどの赤字であった⁵⁾）。

さて、第2表をみる際に注意を要するのは、第1表のユーロ地域の経常収支、投資収支にはユーロ諸国間の取引はもちろん含まれていないが（第2表の「ユーロ地域」も同様）、第2表のユーロ各国の国際収支表には、域内の諸国相互の諸取引を含んでいるということである。そして、ユーロ諸国間の諸取引にはTARGETによる決済が伴う。ユーロ域内のA国、B国の間で諸取引があり、A国がB国へ支払を行う場合、A国の銀行からB国の銀行への口座振替が

第2表 ユーロ主要国の国際収支 (億ドル)

	2013		2014		2015		2016		2017 前半期	
	経常 収支	投資 収支	経常 収支	投資 収支	経常 収支	投資 収支	経常 収支	投資 収支	経常 収支	投資 収支
ユーロ地域	3,052	3,369	3,210	3,275	3,707	2,710	3,980	3,125	1,373	1,214
ドイツ	2,740	3,321	2,882	3,196	2,882	2,620	2,903	2,672	1,314	1,504
フランス	-402	-172	-374	-134	-108	-221	-211	-350	-262	-600
イタリア	213	306	403	681	281	389	505	752	179	163
オランダ	831	754	759	791	658	374	699	653	396	375
ベルギー	-79	-79	-47	-30	-7	30	5	8	-10	-47
ルクセンブルグ	32	29	34	30	29	31	29	32	10	9
オーストリア	112	68	106	8	74	52	83	105	40	85
スペイン	107	329	141	101	134	204	237	202	52	13
ポルトガル	12	99	2	41	2	-85	13	-65	-16	-32
ギリシャ	18	112	-37	-33	-5	-76	-20	-52	-34	-38
アイルランド	144	177	89	-25	290	134	143	48	82	-232

出所：International Monetary Fund, *International Statistics, Yearbook*, 2014 (2013), Dec. 2017 (2014~17).

生じ、A 国中央銀行の債務の TARGET Balances が生まれ、B 国中央銀行の債権の TARGET Balances が生まれる⁶⁾。口座振替を生じさせる取引は、経常取引のうちの民間取引だけでなく第 2 次所得収支、資本移転等収支に含まれる政府部門の支払、受取（公的支援等の公的資金移動等）も含まれ、金融収支の外貨準備を除く「投資収支」が含まれる。これらの諸取引・資金移動の結果、B 国の他のユーロ諸国からの「受取」が「支払」よりも多ければ、債権の TARGET Balances が形成され、逆の場合は、債務の TARGET Balances が形成される。

したがって、ユーロ域内一国の他のユーロ諸国に対する国際収支は、経常収支 + 資本移転等収支 - 投資収支 - TARGET Balances = 0 という式が成立する（プラス、マイナスは IMF のマニュアル第 6 版に準拠⁷⁾）。ということは、ユーロ域内に対して「受取」をもつ国は何らかの資金（民間資金、財政資金、さらに TARGET Balances）で自国に対して「支払」をもつ域内国に対してファイナンスしたうえで域外へのネットでの投資ができないということ、自国に対して「支払」をもつ域内諸国に対してファイナンスしたうえで経常収支黒字の残額（ユーロ域外に対する黒字）がある場合にのみユーロ域外にネットでの対外投資が行なえるということである。例えば、ドイツなどはユーロ域内諸国の自国に対する赤字をファイナンスしたうえで、さらに、域外に対する経常収支の黒字があり、その黒字でもって域外への対外投資を行なっているのである。ユーロ地域全体の対外投資、域内の経常黒字国の対外投資の分析を行う際にこのことは重要である。

最近の TARGET Balances の状況が第 3 表に示されている。2017 年 11 月時点で、ドイツが飛びぬけて大きな債権、イタリア、スペイン、ECB、ポルトガルなどが大きい債務をもっている。それはイタリア、スペイン、ポルトガル等が 2010 年から 12 年にかけての「南欧危機」の際に増加させた Balances が、経常収支の改善によって減少しつつも解消しきれていないから、ドイツなどがそれらの赤字国へのファイナンスを行なっているからであり、それとともに、

第 3 表 ユーロ主要各国中央銀行の TARGET Balances (億ユーロ)

	ECB	ベルギー	ドイツ	アイルランド	ギリシャ	スペイン	フランス	イタリア	ルクセンブルグ	オランダ	オーストリア	ポルトガル
2008	2,349	-1,042	1,153	-444	-353	-350	-1,177	229	421	-188	-357	-190
09	40	-425	1,777	-535	-490	-411	-620	548	525	154	-196	-234
10	-224	-139	3,256	-1,452	-871	-509	-283	34	679	405	-275	-599
11	422	-529	4,631	-1,204	-1,048	-1,750	-774	-1,914	1,094	1,528	-346	-609
12	-22	-382	6,557	-793	-984	-3,373	-548	-2,551	1,062	1,208	-399	-660
13	-67	-155	5,102	-551	-511	-2,137	-162	-2,291	1,037	461	-392	-596
14	-236	-124	4,608	-227	-493	-1,899	-170	-2,089	1,051	194	-301	-546
15	-838	-77	5,842	-30	-944	-2,541	-292	-2,489	1,476	547	-292	-617
16	-1,597	-188	7,543	-10	-723	-3,281	-138	-3,566	1,874	870	-312	-716
17.11	-2,299	-34	8,555	49	-606	-3,673	-270	-4,359	1,977	1,041	-378	-839

出所：ECB, TARGET Balances (02-01-2018) より。

2015年3月に導入されたユーロシステムのPSPP (Public Sector Purchase Programme = ECB、およびユーロ諸国の中銀による国債等の購入政策) によるところが大きい。ユーロ各国の中央銀行が自国の国債等を、ECBがユーロ各国の国債等を購入しているからである。PSPPによりイタリア、スペイン、ECBの債務のTARGET Balancesが、またドイツの債権のTARGET Balancesが15年から増加している⁸⁾。そのことは後述することにして、また、ユーロ地域の国際収支を検討する前に、域内各国間の経常収支の赤字・黒字の決済及び域外諸国に対する経常赤字、黒字の決済に伴うTARGET Balancesの一般的变化についてみておこう。

②域内各国の経常収支とTARGET Balancesについて

ユーロ域内諸国の経常収支の状況は一般的には以下の部類に区分できよう。a) 域内赤字で域外黒字の場合、b) 域内黒字で域外赤字の場合、c) 両者とも赤字の場合、d) 両者とも黒字の場合、である。なお、以下ではユーロ域内諸国の相互の経常取引はすべてユーロ建とする。しかし、域外との赤字、黒字はユーロ建である場合と外貨建である場合とではTARGET Balancesの状況が異なってくる。とはいえ、第4表に示されているように、ユーロ地域全体の経常収支黒字はユーロ建であり、外貨建黒字はほとんどないと思われる⁹⁾。また、この表に示されている諸国の大半においてもそうであろう(ベルギーの域外貿易ではユーロ建赤字がある)。それぞれの場合について順次みていこう。

a) の場合で域外黒字はユーロ建の場合、i) ユーロ導入国でユーロ域内に経常収支赤字をもっているX国の中央銀行は、債務のTARGET Balancesをもっている。ii) X国が域外の諸国(Z国など)に対してユーロ建黒字をもっているので、X国の銀行にある域外の銀行のユー

第4表 ユーロ主要各国の域外貿易取引におけるユーロ建の比率(%)

	2011		2013		2014		2015		2016	
	輸出	輸入	輸出	輸入	輸出	輸入	輸出	輸入	輸出	輸入
ユーロ地域	69.9	52.2	60.0	47.1	58.9	47.5	57.4	47.5	56.1	47.3
ベルギー	55.3	55.7	—	—	57.4	75.3	56.0	71.4	55.9	68.0
フランス	52.4	40.6	48.9	40.0	48.3	42.0	46.0	42.4	46.4	43.5
ドイツ ¹⁾	68.7	48.7	—	—	—	—	—	—	—	—
イタリア ²⁾	67.4	46.9	—	—	—	—	—	—	—	—
ギリシャ	35.5	32.9	31.1	23.4	48.3	32.3	53.3	41.7	57.8	47.4
スペイン	52.5	51.7	59.3	47.9	—	—	—	—	—	—
ルクセンブルグ	55.3	48.8	—	—	—	—	—	—	—	—
ポルトガル	63.4	45.9	55.9	37.5	58.1	42.7	59.6	47.1	64.5	52.9

注1) ドイツについてはEU以外に対する貿易の比率。

2) イタリアについては2010年。

出所: ECB, *The international role of the euro*, July 2017のTable A10、ドイツについてはJuly 2012のTable A14より。

口残高が減少する。域外諸国（Z国）がユーロ借入で残高を補充するとすれば、X国から借入れられる場合は、X国は域外に対してユーロ建対外資産をもつことになる。X国は域内赤字で域外黒字であるから、債務の TARGET Balances とユーロ建域外資産を保有することになる。iii）域外諸国（Z国）がユーロ借入をX国ではなくて域内のY国（例えば、ドイツなど）から行なえば、Y国の銀行にいったん借入れの残高が増加してのち、その残高が引き落とされ、X国の銀行に振り込まれる。この場合、Y国の銀行からX国の銀行への資金移動が伴うから、X国の中銀の債権の TARGET Balances が増加し、Y國中銀の債務の TARGET Balances が増加する。ただし、Y国はユーロ建域外対外資産をもつ。

iv）Z国の銀行が外貨をユーロに転換してユーロ資金を補充する場合、Y国が大きな経常黒字をもっており、その資金で外貨建（ドル等）対外投資を行なうためにユーロをドル等に転換しようとしているとすると、Z国の銀行とY国の銀行の間で為替取引が行なわれる。Z国の銀行はそのユーロ資金をY国の銀行に保有することになるが、そのY国にある残高を引き落とし、X国の銀行に振り込めば、Y国の債権の TARGET Balances が減少し、X国の債権の TARGET Balances が増加していく¹⁰⁾。このことによって、X国の域内経常赤字によって増加した債務の TARGET Balances が減少して TARGET Balances が均衡していく。他方、Y国は外貨建対外資産をもつことになる。a）の場合で域外黒字が外貨建である場合も一般論としてはありうるが、前述のようにユーロ地域の外貨建黒字はほとんど存在しない¹¹⁾。

次にb）の場合で域外赤字がユーロ建で考えてみよう。i）X国は域内取引では債権の TARGET Balances をもつ。ii）X国は域外にユーロ建赤字があるから、域外の銀行のX国の銀行への預金残高が増加する。域外の銀行はその残高でもってユーロ域内投資のためのユーロ資金を供給するが、X国への投資であればX国は域外債務をもつことになる。域外国の投資がX国以外の他のユーロ導入国への投資（例えば、Y国）になれば、X国からY国へ資金移動が起こるから、X国の債務の TARGET Balances が生まれ（Y国の債券の TARGET Balances が発生）、X国の域内黒字で形成された債権の TARGET Balances が減少していく。

さらに、次にb）の場合で域外赤字が外貨建である場合を考えよう。i）X国は域内取引では債権の TARGET Balances がある。ii）X国の銀行が域外銀行に置いている外貨建残高が減少する。iii）その残高が少なくなって、ユーロを為替取引で外貨に転換するとしよう。その取引相手がユーロ域外の国である場合は、域外諸国がX国の銀行にユーロ残高をもつことになる（X国は域内に対して債権の TARGET Balances と域外に対してユーロ建債務をもつが、この場合は債権の TARGET Balances は減少していかない）。域外の国がそのユーロ残高をX国以外のユーロ国に運用すれば、X国から運用国へのユーロ資金の移動があるから、X国が域内に対してもっていた債権の TARGET Balances が減少していく。iv）為替取引の相手が域内の他国の銀行等である場合は、為替取引のうちのユーロ決済によって債務の TARGET

Balances が発生して、域内に対して保有していた債権の TARGET Balances が減少していく。

c) の場合で域外赤字がユーロ建の場合、i) 域内では債務の TARGET Balances をもっている。ii) 域外の銀行の X 国の銀行へのユーロ残高が増大している。それを X 国に運用した場合は、X 国には域内に対する債務の TARGET Balances と域外に対するユーロ建債務 (TARGET Balances には現われない) の両者の債務が形成される。iii) ところが、域外の債権者がユーロ資金を X 国以外のユーロ国に運用した場合には、X 国から他の域内諸国への資金移動が生じるから、X 国の債務の TARGET Balances がさらに増加していく。

c) の場合で域外赤字が外貨建の場合、i) 域内では債務の TARGET Balances をもっている。ii) X 国の銀行の外貨建残高がなくなっているから、それを補充しなければならないが、それは何らかの外貨建債務を作るほかない。X 国は債務の TARGET Balances とともに外貨建・域外債務をもつことになる。

最後に、d) の場合で域外黒字がユーロ建であるとき、i) X 国は域内では債権の TARGET Balances をもっている。ii) 世界の域外諸国全体はユーロ建黒字をもっていないから、域外諸国はユーロ諸国からユーロ資金を借入れるか、為替取引によってドル等の外貨をユーロに転換するであろう。前者の場合、その借入れは当該のユーロ地域の黒字国からなされる部分が大いから、X 国は域内に対しては債権の TARGET Balances とユーロ建・域外債権をもつ。iii) 後者の場合は、結局、X 国のユーロを外貨に換えての対外投資 (ドイツの対米投資など) になるだろう。新興諸国などがドル等の外貨建・経常黒字とユーロ建・経常赤字をもっているから、ユーロをドル等の外貨への転換が可能である¹²⁾。d) の場合で域外黒字が外貨建になることはないだろう。ユーロ地域全体の域外経常黒字はユーロ建であるから。

以上の論述により、ユーロ各国の国際収支にはユーロ各国間の諸取引を含んでおり、ユーロ各国の国際収支とユーロ地域全体の域外・国際収支とを単純に比較することはできないし、TARGET Balances もユーロ諸国間の諸取引だけでなくユーロ各国の域外との諸取引、為替取引によっても変化することがわかった。これらを踏まえて、次にユーロ地域全体の域外・国際収支の国・地域別区分の分析に移ろう。

II、ユーロ地域全体の国際収支の国・地域区分

①ユーロ地域全体の経常収支の国・地域区分

ECB のユーロ地域の国・地域別国際収支表は暦年よりも、年の後半期から翌年の前半期にかけての時期を示すことが多い。そこで、最初に、2012 年後半期から 13 年前半期 (2012 年 Q3~2013 年 Q2) にかけての 1 年間の様相をみることにしよう (第 5 表、IMF マニュアル第 5 版による)。

第5表 ユーロ地域の経常収支の国・地域区分(2012Q3~2013Q2) (10億ユーロ)

	総計	ユーロ域外の EU				ブラジル	カナダ	中国	日本	スイス	アメリカ
		合計	英	その他諸国	EU 機関						
経常収支	183	54	67	37	-50	23	17	na	-24	40	31
受取	3,189	1,003	476	462	63	65	46	153	69	251	426
支払	3,004	949	409	427	113	42	29	na	93	211	395
貿易収支	148	89	58	31	0	6	10	-81	-1	27	77
輸出	1,931	596	268	339	0	34	24	117	44	134	226
輸入	1,783	507	200	309	0	28	14	198	45	107	149
サービス収支	94	37	27	3	6	5	34	7	5	12	-14
所得収支	58	-7	-18	5	6	13	5	na	-28	1	-32
受取	521	149	87	53	10	20	11	12	9	47	98
支払	462	156	105	47	5	7	6	na	-38	46	130
経常移転収支	-117	-66	-1	-2	-63	-1	-1	-3	0	0	0
受取	96	63	11	6	46	0	1	1	1	10	6
支払	215	129	12	8	106	1	2	4	1	10	6
その他資本収支	17	23	-1	0	25	0	0	0	0	0	-1

出所：ECB, *Euro area international investment position and its geographical breakdown at the end of 2012 and geographical breakdown of the current account up to the second quarter of 2013*, 29 Oct. 2013 の Annexes Table 3 より。

この時期の経常収支黒字（1830億ユーロ）のほとんどが貿易収支黒字（1480億ユーロ）であり、サービス収支、所得収支も黒字であるが、目立つのは経常移転収支赤字（1170億ユーロ）で、EU機関向けと「その他」諸国（国別には示されていないが中東欧、トルコ、中東などであろう）向けが大きな赤字である。経常収支黒字の国・地域区分では、ユーロ域外のEU諸国に対して（540億ユーロ）、とくに対英黒字（670億ユーロ、イギリス以外の「その他EU諸国」に対しても黒字、EU機関に対して赤字）、次いで対スイス（400億ユーロ）、対米（310億ユーロ）、対ブラジル、対カナダで黒字となっており、対日では240億ユーロの赤字である。貿易収支黒字の国・地域区分では対米（770億ユーロ）がトップで次いで対英（580億ユーロ）、対スイス（270億ユーロ）などとなっているが、対中赤字が810億ユーロと大きく、対日では10億ユーロの赤字にすぎない。英以外のEU諸国とは貿易収支黒字は大きくないが、輸出、輸入において大きな額になっている。

次に、2016年の後半期から17年前半期（2016年Q3~17年Q2）についてみよう（第6表）。この統計はIMFのマニュアル第6版に基づくものである。そして、第1次所得収支の「支払」の国・地域区分については示されていない。それは、のちにみるように対内証券投資（負債）の国・地域区分が示されていないのに対応している。それ故、経常収支の「支払」も国・地域区分が示されていない。

第6表 ユーロ地域の経常収支の国・地域区分(2016Q3~2017Q2) (10億ユーロ)

	総計	ユーロ域外の EU				ブラジル	カナダ	中国	日本	スイス	アメリカ	オフショア
		合計	英	その他諸国	EU 機関							
経常収支	331											
受取	3,793	1,202	551	588	63	59	53	221	89	294	587	196
支払	3,462											
貿易収支	348	171	121	50	0	2	14	-76	3	14	126	48
輸出	2,207	717	286	430	0	26	30	173	54	121	289	79
輸入	1,869	545	166	380	0	24	16	249	51	107	172	31
サービス収支	47	39	32	0	7	5	4	7	10	7	-21	-45
第1次所得収支	79											
受取	664	185	81	57	47	21	10	17	12	71	134	69
支払	585											
第2次所得収支	-145	-84	2	-2	-84	-1	-1	-1	1	-2	-10	-1
受取	110	46	31	7	8	1	1	1	2	14	18	6
支払	255	133	29	13	91	2	2	2	2	16	27	7
資本移転等収支	-20	11	1	-1	11	0	0	1	0	0	-3	0

出所：ECB, *Euro area quarterly balance of payments and international investment position (second quarter of 2017)*, 4 Oct. 2017, Annexes, Table 2 より。

さて、12年Q3~13年Q2の時期と比べて経常黒字は大きく増加し、国・地域区分のない対全世界での経常黒字(3310億ユーロ)のうち貿易黒字が3480億ユーロで、サービス収支の黒字(470億ユーロ)と第1次所得収支の黒字(790億ユーロ)で第2次所得収支の赤字(1450億ユーロ)の大部分を埋め合わせている。貿易収支黒字(3480億ユーロ)のうち、域外EUが1710億ユーロ(英1210億ユーロ)、アメリカ1260億ユーロ、2つの地域で全体の85%を占めている。しかし、収支額を示すだけでは不十分で、輸出額、輸入額の大きい「イギリスを除くその他EU」、スイスなどにも注目する必要がある。「イギリスを除くその他EU諸国」、スイスとの貿易では収支額はそれほど大きくなっていないが、多額の貿易取引額がみられ、経済的な結びつきの強さがある。また、対中貿易では、12年Q3~13年Q2の時期と同様に大きな赤字(760億ユーロ)が示されている。

サービス収支は470億ユーロの黒字であるが、うち、ユーロ域外のEU向けが390億ユーロ(英が320億ユーロ)、米には210億ユーロの赤字、オフショアセンターにも450億ユーロの赤字となっている。金融業務関連のサービス収支の支払が大きくなっているのであろう。第1次所得収支の国・地域別では前述のように受取(6640億ユーロ)しか示されていない(地域を問わない対全世界への「支払」は5850億ユーロで収支は790億ユーロ)。うち、「受取」ではユーロ域外のEUが1850億ユーロ(うち英が810億ユーロ)、米1340億ユーロ、スイス710億ユーロ、オフショアセンター690億ユーロとなっており、以上で全体の69%になっている。

第1次所得収支の「支払」の国・地域区分については、統計値は示されていないので、経常収支全体の国、地域別統計値も示されていない。これについては、対外証券投資収支の「負債」の統計値が示されていないことと合わせて後述する。第2次所得収支は赤字で1450億ユーロ、うちEU機関向け赤字が840億ユーロである。その他に、EU以外の欧州（中東欧）、トルコ、その他などへの送金があるのであろう。

以上のユーロ地域の経常収支の国・地域区分で、アメリカ、イギリス、その他のEU諸国、スイス、中国がユーロ地域の貿易取引において大きな比重を占めていることがわかる。2016年Q3～17年Q2の期間において経常収支黒字のうち、ユーロ域外のEUに対する貿易黒字が1710億ユーロ（うち英が1210億ユーロ）、対米貿易黒字が1260億ユーロで、計2970億ユーロとなり、2つの地域に対する貿易黒字で経常黒字（3310億ユーロ）の90%となっている（対米貿易黒字と対英貿易黒字の計は2470億ユーロで経常黒字の75%）。ユーロ地域にとってのアメリカとイギリスの重要な位置が改めて確認できよう。しかし、それぞれの国、地域のユーロ地域に対する具体的な経済的な結びつきは国際収支の国・地域区分だけでは明らかにならない。また、国、地域によって結びつきのあり様は異なっていよう。小論では、それらの結びつきの具体的な様相については論じられない。おそらく、ユーロ諸国のみならず世界各国の多国籍企業のそれら諸国、地域における（とくにイギリス、アメリカなど）展開と、とくに中国との貿易関係に見られるような結びつきについて、今後、詳細に論じられなければならないだろう。

②ユーロ地域全体の「投資収支」の国・地域区分

2012年第3四半期から13年第2四半期までの1年間の投資収支の国・地域別区分が第7表に示されている。表示形式はIMF第5版のマニュアルにしたがったのものであり、プラス、マイナスについての注意が必要である。また、証券投資の「負債」が示されていないことにも注意が必要である。証券投資の「負債」についてはのちに論じることにして、この期間の経常収支表と合わせてみると、経常収支黒字が1830億ユーロに伸び、投資収支赤字（ネットでの資金流出）も2210億ユーロにのぼっている。この期の最大の特徴は、投資収支赤字のほとんどが「その他投資」となっていることである。しかも、負債が大きな赤字になっている。これは、ユーロ地域に流入していた資金の流出であり、南欧を中心とするユーロ危機時にユーロ各国が取り入れた資金が、危機の緩和に伴って経常収支黒字が進展したこともあって返済が進んでいるのであろう。その大半がイギリスへの返済であり、スイス、オフショアセンター、中国への返済（資金流出）もみられる。また、それらの返済にはユーロ地域による対外投資の引揚げも使われている。対内投資、対外投資の両方の引き揚げが進んでおり、前者の額が大きいのである。ユーロ地域の投資引揚げは1580億ユーロで、うちイギリスへの投資の引揚げは1100億

第7表 ユーロ地域の2012Q3～2013Q2における「投資収支」¹⁾ (10億ユーロ)

	全世界	ユーロ域外のEU				ブラジル	カナダ	中国	日本	スイス	アメリカ	オフショア (香港) センター
		合計	英	その他 諸国	EU 機関							
投資収支	-217											
直接投資	-69	-61	-97	36	0	-8	13	-8	-1	-11	22	29(-4)
資産	-285	-95	-79	-16	0	-32	-1	-9	-1	-21	-46	8(-6)
負債	216	35	-17	52	0	24	14	2	0	10	69	21(2)
証券投資	134											
資産	-248	10	46	-26	-10	-11	-7	-6	-38	-1	-67	-4(-7)
負債	382											
デリバティブ	33											
その他投資	-315	-180	-226	41	5	-9	-12	-32	-9	-64	-14	-5(-3)
資産	158	148	110	36	1	1	-7	0	-4	1	5	33(3)
負債	-473	-327	-336	5	4	-10	-4	-31	-4	-65	-19	-38(-6)
準備資産	-4											
誤差脱漏	22											

注1) (-) は資産の増大。

出所：第5表と同じ。

ユーロになっている。アメリカとの「その他投資」収支赤字は限られている。

直接投資（資産、2850億ユーロ）も対英投資（790億ユーロ）が最も多く、次いでアメリカ、ブラジル、スイスとなっている。逆に、ユーロ地域への直接投資はアメリカ、イギリス以外の「その他EU諸国」、ブラジルなどとなっている。収支赤字の大部分がイギリスになっている。

証券投資の国・地域区分については、ECBは資産だけを示している（第1図をみるとこの時期の証券投資収支は資金流入である）。対外投資（2480億ユーロ）のうち最大は対米投資で670億ユーロ、次いで対日投資（380億ユーロ）が目立っている。イギリスに対しては投資の引揚げ（460億ユーロのプラス）になっており、ユーロ危機からの本格的な回復がまだ見られない。その中で、対米、対日証券投資が一定あるということであろう。対日については12年末から13年はじめの「アベノミクス」の提唱によって進んでいるのであろう。

さて、証券投資の「負債」の国・地域区分をECBは示していないが、このことは、ECBに限らず、各国の対内証券投資の国・地域区分についての統計値は不正確なことを知らなければならぬ。以下の事情である。日本がロンドンから米居住者発行の証券を購入した場合、日本の国際収支表では対米証券投資になるが、アメリカの国際収支表では対日債務とはなっていない。米証券を最初に購入したイギリスに対する債務となっている。日英間という第3国間の証券取引は米の国際収支表には現われないのである。米の国際収支表においては国別を問わない負債総額のみが正しいのである。証券投資の国・地域別統計においては第3国間の証券取引

は把握できず、アメリカ、日本、のちに論じるドイツは国・地域別の対内証券投資を示しているが、それらの統計値については信憑性は低いと言わざるを得ない。以上のことはこれまでの拙書で論じている¹³⁾。

以上の事情であるから、ECBがユーロ域内への証券投資の国・地域区分を示していないのは一面で合理的で、国・地域別を示さない負債総額が正しいのである。2012年後半期から13年前半期までの1年間における投資収支は、まだ、ユーロ危機からの影響が残っており、次の2016年第3四半期から17年の第2四半期までの1年間に現われた諸特徴とは大分異なっている。

2016年第3四半期から17年の第2四半期までの1年間の投資収支の国・地域区分は第8表である。この統計はIMFの第6版のマニュアルにもとづくものである。全世界に対する投資収支黒字（外貨準備を除く、3200億ユーロ、ネットでの資金流出）のうち、証券投資収支黒字が3490億ユーロで、直接投資収支が1540億ユーロの黒字、「その他投資」収支が赤字の2510億ユーロである。国・地域区分をみると、対外証券投資（資産）は対米が最大で1150億ユーロ、次いで対英が620億ユーロ、対日が370億ユーロになっており、「その他EU諸国」が690億ユーロ、対オフショアセンター向けもかなりの額になっている。全世界に対する証券投資収支が3490億ユーロの黒字であるから、ネットでの証券投資で対米投資、ユーロ地域以外の対EU投資が進んでいるのであろう。

直接投資収支の国・地域区分では対英投資収支黒字が1840億ユーロにものぼっており、次いで対米収支黒字が860億ユーロであるが、オフショアセンターに対しては大きな赤字（1590

第8表 ユーロ地域の2016Q3～2017Q2における「投資収支」（10億ユーロ）

	全世界	ユーロ域外のEU				ブラジル	カナダ	中国	日本	スイス	アメリカ	オフショア市場	
		合計	英	その他諸国	EU機関							計	香港
投資収支	312												
直接投資	154	216	184	32	0		-13	7	0	-30	86	-159	5
資産	435	251	191	60	0		3	11	2	46	-17	65	5
負債	281	35	7	29	0		16	4	2	76	-103	223	0
証券投資	349												
資産	490	149	62	69	18	項目がなし	19	11	37	3	115	37	6
負債	141												
デリバティブ	60												
その他投資	-251	-165	-67	-85	-12		14	19	-7	-6	-72	16	4
資産	204	56	70	-15	0		9	16	-18	13	40	49	15
負債	455	221	137	71	13		-4	-3	-11	19	112	33	10
準備資産	8												

出所：ECB, *Statistics Bulletin* (7-12-2017) の7.3.10より。ただし、投資収支、証券投資の負債、デリバティブ、準備資産はECB, *Economic Bulletin*, Issue 7/2017のStatistics 2.10より。

億ユーロ、資金流入)である。また、「その他投資」収支の国・地域区分はアメリカ、イギリス、「イギリス以外のその他 EU 諸国」からの資金流入が大きい。

以上の2016年第3四半期から17年の第2四半期までの1年間の投資収支を全体的にまとめれば、この期間の経常黒字と「その他投資」の赤字(資金流入)を原資としてユーロ地域は直接投資と証券投資を行なっているのであるが、対米投資、対英投資、対「その他 EU 諸国」投資についても同様のことが言えよう¹⁴⁾。額はやや少なくなるが、そのパターンから少し外れているのが対スイス投資であり、オフショアセンターからは直接投資の形態を中心に多額の資金が流入している。オランダ、ベルギー、ルクセンブルグ等に所在している各国の多国籍企業の「インハウスバンク」による資金取り入れが大きくなっているものと思われる¹⁵⁾(後述)。

最後に、2012年末から17年6月末までの期間の対外ポジションの変化を示しておこう。第9表である。この変化は、この間のフローの投資額と為替相場、証券価格などの変化によるものであるが、フローの投資による変化が一番大きいことは言うまでもない¹⁶⁾。「その他投資」は負債超過で推移しているが、直接投資、証券投資は資産超過である。ユーロ地域は、この間の経常収支黒字と「その他投資」での資金取入れを原資に、直接投資、証券投資を進めてきたのである(対米投資については注14参照)。

直接投資は、アメリカ、イギリス、オフショアセンター、スイスとの相互投資が大きく、資産超過ではイギリスが際立っている。イギリス以外のユーロ域外のEU諸国ともかなりの相互

第9表 ユーロ地域の対外ポジションの変化(2012年末から2017年6月末の変化)

(10億ユーロ)

	全世界	ユーロ域外のEU				ブラジル	カナダ	中国	日本	スイス	アメリカ	オフショアセンター
		合計	英	その他諸国	EU機関							
直接投資	610	561	518	42	1	69	-47	33	-37	-6	190	-440
資産	4,886	1,185	996	188	0	159	80	73	18	447	1,573	696
負債	4,275	624	478	146	-1	90	127	40	55	453	1,383	1,136
証券投資	606											
資産	2,910	676	223	353	100	0	119	29	185	106	1,248	1,390
負債	2,304											
デリバティブ	-31											
その他投資	-545	-616	-193	-374	-50	3	14	43	70	85	-13	-14
資産	178	-145	-166	6	16	11	17	36	103	62	247	28
負債	723	471	27	380	66	8	3	-7	33	-23	260	42

出所：ECB, *Euro area international investment position and its geographical breakdown at the end of 2012 and geographical breakdown of the current account up to the second quarter of 2013*, 29 Oct. 2013 の Annexes Table 2a (2012年末残高)、*Euro area quarterly balance of payments and international investment position, second quarter of 2017*, 4 Oct. 2017 の Annexes Table 4 (2017年6月末残高)より作成。

投資がある。また、証券投資は「負債」が把握できないが、対米投資が際立って大きく1兆2480億ユーロになっている。また、オフショアセンターへの投資も大きい。さらに、ユーロ域外のEU諸国への投資が多額になっている。この間、アメリカの経常赤字に対してユーロ地域がかなりの額のファイナンスを行なっていることが知れよう。

以上のように、この時期におけるユーロ地域の対外投資の状況は、第1に、イギリスへの投資、イギリスからの投資がきわめて大きな比重を占め、イギリス以外の「その他EU諸国」も相互の投資で高い比重を占めている。しかし、このことのより深い経済的含意を知るには、ドイツをはじめとするユーロ各国およびイギリスの、また、イギリス、ユーロ地域に進出しているアメリカ、日本等の企業の多国籍展開を詳細に分析しなければならない。次いで、相互の直接投資に加えて証券投資を中心とする対米投資が目立っている。対米ファイナンスが進んでいると言えよう。そこで、ユーロ地域の対米ファイナンスについてここで簡単に論じておこう。

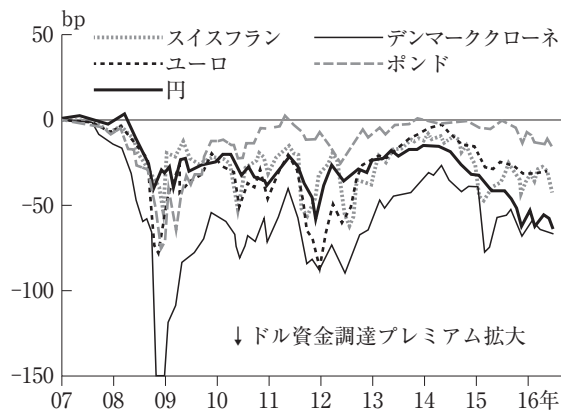
2014年後半以降、原油価格の急落と中国の国際収支の変調を受けてアメリカ経常収支赤字へのファイナンスも大きく変化していった。代わって対米ファイナンスの役割を担うのがユーロ地域と日本である¹⁷⁾。本節でみた諸表からもユーロ地域が対米ファイナンスの役割を果たしていることが確認できた。14年にはユーロ危機が小康状態に落ち着き、ユーロ地域の経常黒字が増加するとともに、その黒字の一部がアメリカへの投資となっていたのである。さらに、小論では詳述できないが、ECB（ユーロシステム）のPSPP、日本の量的・質的金融緩和、マイナス金利政策の導入¹⁸⁾によってユーロ域内、日本において投資環境が変化し、対米投資が有利になったことも対米投資の増大につながっている。

ところが、ECBはドル建・貿易比率を公表していないのでドル建・貿易収支額の確定値は得られないとはいえ、第4表でみたユーロ地域のユーロ建貿易比率、注9のサービス取引比率からユーロ地域の経常収支黒字はユーロ建であり、ドル建・経常収支黒字はほとんどないと思われる。ドル建経常黒字をもたないことは、日本、イギリス等でも同じである¹⁹⁾。したがって、ユーロ地域を含むEU、日本の対米投資はユーロ、円、ポンド等をドルに換えての投資となる。

その場合、為替相場の変動があるから銀行等も含め投資家は為替リスク回避手段を利用することになる。為替スワップとその代替手段である「通貨ベーススワップ」の利用である。リーマンショック以降、為替スワップにプレミアムが生まれていたが、13年にはそのプレミアムが小さくなるが、14年以後再び大きくなっている（第2図）。ユーロ地域も含めたEU、日本からの対米投資が増加し、直先スプレッドが「金利平価」から乖離する状態が持続しているのである。

原油価格が17年後半期からやや高まり、また中国の国際収支もやや持ち直していることから、17年前半期までのような米経常赤字へのファイナンスがもっぱらEUと日本によって行われるという状況は少し変化してくるであろうが、なおしばらくはEU、日本等からの対米投

第2図 ドル資金調達プレミアム(通貨ベース)



注) 1年物。

出所: 『日銀レビュー』「グローバルな為替市場の動向について」2016年7月、1ページ、ただし原資料は Bloomberg。

資が継続し、直先スプレッド(ドル資金調達コスト)のプレミアムも残存しよう。

Ⅲ、ドイツの国際収支

前節ではユーロ地域の域外・国際収支について論じたが、本節ではドイツの国際収支を分析しよう。そのことによって、ユーロ地域におけるドイツの地位、比重が改めてはっきりするであろう。

① 概括と国・地域別経常収支

第10表は概括表であるが、経常収支黒字が2012年に1936億ユーロであったのが16年には2593億ユーロに増加しており、しかも、経常収支黒字を上回る貿易黒字がある。12年には2004億ユーロ、16年には2684億ユーロである。16年に第1次所得収支黒字は521億ユーロで、その黒字がサービス赤字(212億ユーロ)と第2次所得収支赤字(400億ユーロ)のほとんどをカバーしている。

経常黒字の増大に対応して金融収支も大きく増大している。16年には2436億ユーロである。外貨準備の増減はほとんどない。金融収支から外貨準備を除く投資収支の内訳は、証券投資黒字が大部分になっている。16年に投資収支黒字2419億ユーロのうち、証券投資収支黒字は2079億ユーロ、デリバティブの黒字が328億ユーロ、直接投資は226億ユーロの黒字、「その他投資」は214億ユーロの赤字である。

次に第11表に国・地域別経常収支が示されている²⁰⁾。12年には過半がヨーロッパ全域に対

第 10 表 ドイツの国際収支

(億ユーロ)

	経常収支					金融収支					
	貿易 収支	サービ ス収支	第 1 次 所得収支	第 2 次 所得収支		直接投 資収支	証券投 資収支	デリバ ティブ	その他 投資収支	外貨 準備	
2012	1,936	2,004	-328	649	-389	1,515	264	518	241	477	13
13	1,896	2,127	-414	620	-436	2,254	201	1,581	239	224	8
14	2,180	2,284	-253	562	-412	2,386	723	1,335	319	38	-26
15	2,600	2,612	-186	574	-400	2,346	541	1,969	262	-404	-22
16	2,593	2,684	-212	521	-400	2,436	226	2,079	328	-214	17

出所：Deutsche Bundesbank, *Balance of payments statistics, Statistical Supplement 3 to the Monthly Report*, Dec. 2017, I の 1 より。

する黒字であったが、16年にはヨーロッパ全域に対する黒字の比重が低下している。とくにユーロ地域に対する黒字が減少しているし、ユーロ域外の「他の EU 諸国」に対する黒字額も減少している（とくにイギリス、スウェーデンを除く諸国に対しては赤字になっている）。しかし、イギリス、スウェーデンに対する黒字は増大し、また、アメリカ、中国に対する黒字が増加している。なお、OPEC に対しては黒字で、日本に対しては大きな額ではないが赤字である。

また、ユーロ地域の域外・経常収支黒字におけるドイツのユーロ域外に対する経常黒字の比重を確認しておかなければならない。ユーロ地域全体の経常収支黒字は、2014年に2458億ユーロ、15年に3350億ユーロ、16年3689億ユーロである²¹⁾。他方、第11表によると、ドイツのユーロ域外経常黒字は14年に1807億ユーロ、15年に2013億ユーロ、16年に1988億ユーロであるから、ドイツの比重は14年に74%、15年60%、16年は54%である。ユーロ危機の影響を受けて14年にはなおドイツの比率が高く、次第に比率が低下しているとはいえ、16年にも半分以上がドイツの黒字となっている。

ユーロ地域各国に対するドイツの経常収支の区分は第12表である。ユーロ域内に対しては、

第 11 表 ドイツの地域別経常収支¹⁾

(億ユーロ)

	全世界	ヨーロッパ	ユーロ 地域	ユーロ地域外の EU				その他 ヨーロッパ		アメリカ	アジア				参考 OPEC
				計	スウェーデン	英	その他	スイス	計		中東	中国	日本		
2012	1,907	1,019	924	536	99	363	74	95	73	300	291	232	23	-70	173
13	1,824	793	687	393	98	377	-82	106	57	374	326	240	81	-37	201
14	2,180	783	373	390	113	454	-177	20	61	584	432	279	151	-25	258
15	2,600	1,153	587	481	123	527	-169	85	83	651	321	338	39	-27	313
16	2,593	1,196	605	449	141	507	-199	142	71	558	358	307	86	-22	306

注 1) 2013 年以前と 2014 年は非連続。

出所：Ibid., Dec. 2015 (2012~13)、Dec. 2017 (2014~16) の I の 2 より。

第12表 ドイツのユーロ域内諸国に対する経常収支¹⁾ (億ユーロ)

	ベルギー	フィンランド	フランス	ギリシャ	アイルランド	イタリア	ルクセンブルグ	オランダ	オーストリア	ポルトガル	スロヴェニア	スペイン
2012	-130	37	375	12	-43	82	-5	-67	180	20	-6	52
13	-136	41	360	8	-47	69	-12	-96	163	20	-4	20
14	-133	30	346	13	-52	77	-13	-99	147	26	-6	46
15	-82	16	380	9	-60	112	39	-38	156	25	-4	47
16	-79	25	378	9	-73	93	62	-8	149	19	-5	39

注1) 前表と同じ。

出所：前表と同じ。

フランス、オーストリア、イタリア、ルクセンブルグに対して大きな黒字で、ベルギー、アイルランドなどに対して赤字となっている。

これらのユーロ域外、ユーロ地域内の国別経常収支の状況²⁾は、ドイツから各国への完成品輸出にとどまらず、ドイツを含むユーロ地域、イギリス、スウェーデン、アメリカなどで展開している多国籍企業の活動がこれらの貿易収支を中心とする経常収支を作っているものと考えられる。今後、イギリスのEU離脱が、国・地域別経常収支にどのような変化をもたらすことになるだろうか。また、OPEC諸国への輸出の増大は、産油国への原油支払をユーロ建に転換させる要因になる可能性もある。さらに、フランス、オーストリア、イタリア、スペインなどのドイツに対する赤字の継続がユーロ地域内の「団結」に対してマイナスの影響を与えることにならないだろうか。

②国・地域別・投資収支

次に、ドイツの国・地域別・投資収支(外貨準備を除く)を第13表によってみよう³⁾。諸特徴の第1は、全ヨーロッパに対する黒字(資金流出、1500億ユーロ前後)が、全世界に対する黒字(約2400億ユーロ)の約63%になっている。第2は、ユーロ地域に対する黒字(資金流出)からユーロ域外のEU諸国(とくにイギリス)に対する赤字(資金流入)を差し引いた額が全ヨーロッパ収支黒字に近くなっている。第3は、アメリカに対する黒字が増加している。ドイツの投資収支黒字(16年2419億ユーロ)のうち全ヨーロッパ以外は906億ユーロであるが、対アメリカは589億ユーロとなっている。また、対米投資収支が13、14年には200億ユーロ前後であったのが15、16年に600億ユーロに増加している。対米ファイナンスの進展である。ドイツの対米ファイナンスについてはのちに述べよう。

オフショアセンターに対しては黒字が15、16年に100億ユーロを下回っている。しかし、オフショアセンターには対米ファイナンスの意味と、オフショアセンターを通じるアメリカなどからのドイツへの投資もあるだろう。しかし、15、16年には金額的には大きくはない。また、

第 13 表 ドイツの国、地域別投資収支(外貨準備を除く)

(億ユーロ)

	全世界			全ヨーロッパ			ユーロ地域			その他 EU 諸国					
	資産	負債	収支	資産	負債	収支	資産	負債	収支	イギリス			資産	負債	収支
										資産	負債	収支			
2013	362	-1,709	2,071	-55	-1,555	1,500	-395	-5,130	4,735	135	3,602	-3,467	-73	3,493	-3,566
14	3,001	542	2,459	1,598	214	1,384	1,034	-4,625	5,659	395	5,021	-4,626	163	4,904	-4,741
15	2,513	1,415	2,368	2,017	517	1,500	2,019	-3,693	5,712	-134	4,212	-4,346	-173	4,001	-4,174
16	3,788	1,369	2,419	2,652	1,139	1,513	1,954	-4,957	6,911	616	5,802	-5,186	521	5,183	-4,662

	アメリカ			オフショアセンター			アジア		
	資産	負債	収支	資産	負債	収支	資産	負債	収支
2013	-14	-202	188	-82	46	-128	321	64	257
14	88	-156	244	890	479	411	61	-47	108
15	604	-6	610	-461	-525	64	50	6	44
16	519	-70	589	265	168	97	183	222	-39

出所：第 10 表と同じ。Dec. 2015（2013-14）、Dec. 2017（2015-16）の I の 9（b）より。

アジアに対しては一定額の取引があるが比率は低い。

さて、前にユーロ地域全体の域外・投資収支についてみたが、この投資収支におけるドイツの比重を経常収支におけるドイツの比重のように考えることができるだろうか。ドイツの他のユーロ地域に対する投資収支、イギリスに対する投資収支に典型的に現われているように、以上の第 1、第 2 の特徴には独自の考察が必要であり、ユーロ地域全体の域外・投資収支におけるドイツの比重は明らかにならない(後述)。しかし、第 3 点については、ユーロ地域の対米ファイナンスにおけるドイツの比重は把握できる（とはいえ資産のみ）。前にみたように、2016 年の下半期から 17 年上半期の 1 年間のユーロ地域の対米証券投資(資産)が 1150 億ユーロであったが、ドイツの対米証券投資(資産)は 15 年に 461 億ユーロ、16 年は 304 億ユーロである(後掲第 15 表)。しかし、証券投資の「負債」については地域、国の区分が正確に把握できないので(前述)、ドイツのこの比重は暫定的なものである。

ドイツのユーロ域内に対する投資収支の国別区分は第 14 表に示されている。第 13 表にあったように、ユーロ地域諸国に対して「負債」が大きな赤字(他のユーロ諸国によるドイツへの投資の引揚げ)になっている。それを第 14 表によって国別区分でみると、ベルギー、ルクセンブルグに対する「負債」が巨額の赤字になっている。しかも、それは、この表でみる限り 13 年以来続いている。第 13 表、第 14 表を補うために証券投資についての第 15 表を掲げておこう。ドイツの投資収支の「負債」におけるユーロ地域分のマイナスはほとんどがベルギー、ルクセンブルグに対するものであり、しかもほとんどが証券の「負債」がマイナスであることがこの表によって明瞭である。

投資収支の「負債」のマイナスは 13 年から 16 年まで累積するとベルギーに対しては 2 兆ユー

第14表 ドイツの対ユーロ諸国別投資収支

(億ユーロ)

	ベルギー			フランス			ルクセンブルグ			オランダ		
	資産	負債	収支	資産	負債	収支	資産	負債	収支	資産	負債	収支
2013	169	-5,063	5,232	45	572	-527	437	-1,436	1,873	157	747	-590
14	65	-5,237	5,302	461	1,009	-963	523	-1,175	1,698	284	372	-88
15	131	-4,928	5,059	261	911	-650	341	-1,286	1,627	169	727	-558
16	26	-4,978	5,004	41	563	-522	154	-1,824	1,978	330	929	-559

	イタリアの 収支	ギリシャの 収支	アイルランド の収支	ポルトガル の収支	オーストリア の収支	スペインの 収支
2013	79	81	-97	15	69	93
14	36	0	-9	7	-28	-37
15	-197	-77	-82	-14	-129	114
16	-279	0	123	-8	-15	-223

出所：前表と同じ。

第15表 ドイツの主要国別証券投資

(億ユーロ)

	全世界		EU(28)		ユーロ地域						イギリス		アメリカ	
	資産	負債	資産	負債	ベルギー		ルクセンブルグ		資産	負債	資産	負債	資産	負債
					資産	負債	資産	負債						
2013	1,432	-213	934	-455	811	-5,266	113	-5,084	461	-1,529	-45	4,675	173	-101
14	1,494	217	1,033	291	912	-4,817	79	-5,180	447	-1,271	40	4,979	176	-172
15	1,220	-749	449	-625	412	-4,355	75	-4,975	384	-1,073	6	3,610	461	-15
16	966	-1,113	448	-1,008	384	-5,136	53	-4,962	254	-1,697	5	3,936	304	-166

出所：前表と同じ。

ロ、ルクセンブルグに対しては5700億ユーロにもなっている。これらの国は、13年以前にそれだけの巨額の対独投資を行ない、それだけの投資残高をもっていたのであろうか。そのようには考えられない。また、それらの国が、それだけの大きい額の投資の引揚げを行なっているとすれば、それらの国の投資収支における「資産」に大きい額のマイナスが記録されていなくてはならない。ベルギーの投資収支は、15年に18億ユーロの黒字、16年に1億ユーロの赤字になっている。証券投資の「資産」は15年、16年に66億ユーロ、310億ユーロのプラスである²⁴⁾。ルクセンブルグでも投資収支は15年に28億ユーロ、16年に30億ユーロの黒字で、証券投資の「資産」は15年に2438億ユーロの黒字、16年に735億ユーロの黒字である²⁵⁾。したがって、第15表における「負債」におけるベルギー、ルクセンブルグの巨額のマイナスは、他方において、第15表におけるイギリスは「負債」で大きなプラスをもっていることと合わせて、別の意味をもっているものと考えなければならない。

③ベルギー・ルクセンブルグの対独証券投資の引揚げと英の対独証券投資の増大

ドイツの国際収支表の証券投資において、対ベルギー負債、対ルクセンブルグ負債が巨額のマイナスになっているということは、そもそもどのような事態なのだろうか。対ベルギー負債がプラスであれば、それはベルギーがドイツから独証券を購入しているということであり、それがマイナスということはベルギーが独証券をドイツに売っているということ、あるいは償還されているということである。また、前述のようにベルギーの証券投資の「資産」にマイナスが表示されていなければならないし、ベルギーに地域別国際収支があればドイツに対する証券投資の「資産」がマイナスになっているはずである。ベルギーの地域別国際収支は投資収支では公表されていないようであるが、ベルギーの投資収支表における資産、証券投資の資産において引揚げ（マイナス）がないことを前にみた。

さらに、ベルギーは独証券を売り払う、あるいは償還される前に巨額の独証券をもっていないてはならない。ベルギーは極めて多額の独証券を保有していたのだろうか。それを何年にもかけて売り払っているのだろうか。

以上の疑問に対しては、いくつかのことが考えられる。1) ベルギーが投資先をドイツから他の国へ移し替えた、その結果、ベルギーの資産額は変わらない。2) ベルギーは、独証券の巨額の残高を保有していたのではなく、ユーロ諸国だけではなくその他の諸国も含めて他国から独証券を大量に購入してそれをただちにドイツに売り払っている。3) ベルギーは独証券をドイツから購入したあと、その大半をユーロ各国はもちろんその他の諸国へ売っているが、それはドイツにとっては第三国間の取引であるからドイツの国際収支表における証券投資の「負債」に正確に反映されていない。ドイツへの証券投資の「負債」の国・地域別区分に疑問がある。

第1の可能性について。ベルギーは購入していた独証券を、例えば英に売り（第15表によると、英の対独証券投資は15年3610億ユーロ、16年3936億ユーロになっている）、その代わり金を対英投資に当てたとすると、ベルギーの対独証券投資の引揚げ（ドイツの国際収支表では負債のマイナス）と英の対独証券投資の増大（ドイツの国際収支表では負債のプラス）となる²⁶⁾。ベルギーの国際収支表での対外投資（資産）でのフローは変化がほとんど現われない。

しかし、この想定ではベルギーは巨額の独証券を保有していることが前提である。1年間で5000億ユーロも売り払う額である。それがこの間ずっと続いている。したがって、この想定は、一部はありうるが、1年間で5000億ユーロも売り払うことが数年継続していることは想定できないだろう。また、後述するようにベルギーによる独証券のイギリスへの売却（第三国間取引）がドイツの証券投資の「負債」に記録されるかという問題もある。

そこで、第2の想定を考えよう。ベルギーはユーロ諸国だけではなくその他の諸国も含めて他国から独証券を大量に購入して、それをドイツに売り払う。実際は、これほどの金額ではな

いかかもしれないが有りうるだろう。しかし、その場合は、まず、ドイツの投資収支表においてベルギーが購入した国に対するドイツの証券投資の「負債」（プラス）が多額になっているはずである。第15表をみるとイギリス以外にそのような国はない。また、その国がベルギーに独証券を売るという第三国間の独証券の売買が、ドイツの証券投資の「負債」の地域別・国別統計値に表示されるだろうか。

したがって第3の想定が考えられなければならない。ECBのユーロ域外証券投資の「負債」については地域別・国別は示されていない。それは、地域別・国別として正確に把握することが難しいからである。このことについては前述した。地域別・国別統計においては自国証券の第三国間の取引は把握できず、証券投資の「負債」の地域別・国別表示については信憑性は低いと言わざるを得ない。つまり、証券投資の地域・国別区分では、「資産」はどの市場から購入しても発行国に対する投資となり、「負債」は発行市場で購入した相手国に対する「負債」となるのである。

これと同じで、ベルギーが発行市場で独証券を購入して、それを、例えば、フランスに売却しても、その売却はドイツの国際収支表の国別には出てこないのである。しかし、ベルギーの証券投資収支表の「資産」ではマイナスに、ベルギーに国・地域別収支表があれば、ドイツに対する投資の減（マイナス）になっているはずである。

上のことから、ドイツの地域別・国別証券投資の「負債」はそのまま利用することはできない。実際は、ベルギーは独証券を発行市場で購入（その時点ではドイツの国際収支表では証券投資の「負債」に対ベルギー負債がプラスとして記載）し、それをユーロ諸国も含め他の多くの諸国に販売し（この第三国間の独証券の取引はドイツの国際収支表の国別区分には反映されない）、他国はのちにその独証券をドイツに売るか、独証券が償還されたのではないだろうか²⁷⁾。他国がドイツに独証券を売った、あるいは償還された時点で、ドイツのベルギーに対する「負債」がマイナスと表示されるのである。ベルギーは、ドイツから発行市場で独証券を大量に購入し、それをEU、ユーロ地域の諸国などに売る、そのような位置にあるのであろう。

ドイツの国際収支表では、この間、英は逆に独証券の多額（4000億ユーロ近い額）の買いになっている。しかし、英は発行市場で購入した独証券のかなりの部分を他国へ売っているであろう。もし売っていないとすれば、英の国際収支表では対外証券投資の資産で巨額のプラスが出ているはずである。しかし、IMFの*IFS*でみる限りそのような事態にはなっていない²⁸⁾。イギリスが購入し他国へ販売した独証券はこの時点ではドイツに売却されず、各国において保有されているのであろう。それゆえ、ドイツの証券投資の「負債」では依然としてイギリスに対する「負債」となっているのである。イギリスとベルギー、ルクセンブルグは以上のような、独証券の売買センターになっているものと思われる。

また、ドイツの国際収支表の証券投資におけるフランス、イタリア、その他ヨーロッパの国

別「負債」にも信憑性に問題が残ろう。それらの国はドイツから直接に発行市場で独証券を購入しているばかりか、ベルギー、ルクセンブルグ、イギリスからも購入しているであろう。ドイツの国際収支表における証券投資の「資産」の方は、ドイツがそれぞれの国の証券をその国から直接あるいはイギリス、ベルギー等の第三国から購入したものが合わせて示されている。

以上から、次のことが言えよう。1) ドイツは多額の経常黒字をもち EU（ユーロ地域）内の資金拠出の中心国であり、イギリス、また、ベルギー、ルクセンブルグのオフショア的な諸国と資金循環を形成している。イギリス、ベルギー、ルクセンブルグの金融仲介機能もドイツがあってこそ成立しているものと思える。イギリス＝ドイツ＝ベルギー・ルクセンブルグのマネーフローの連関性の形成である。2) ドイツはフランス、イタリア、オーストリアに対して経常黒字をもちながら、それらの諸国へファイナンスするのではなく、逆に資金を受け入れている。そのことによってドイツは大きな TARGET Balances をもつことになっていよう。3) イギリスはドイツを中心とするユーロ地域、EU 地域との金融的連関性の中において（イギリスは米との連関性ももっていようが）、イギリスの EU 離脱がそれにどのような変化をもたらすかが今後の焦点となろう。

本節の最後にドイツの対米ファイナンスをみておこう。ユーロ地域の対米投資の大部分がドイツによるものである。16年7月から17年6月までのユーロ地域の対米金融収支は1296億ユーロであり（証券投資は資産のみ、外貨準備を除く。Statistics Bulletin 7.3.10, 07-12-2017, また第8表）、ドイツの16年における対米金融収支（外貨準備を除き、証券投資の負債を含む）は589億ユーロ（第13表）である。証券投資の負債を除くと、米の対独証券投資が166億ユーロの引き揚げ（第15表）で、対米金融収支は755億ユーロとなる。時期的には少しズレルが、ユーロ地域全体の対米投資の半分強がドイツからとなる。

④在独銀行およびドイツ所在企業の非居住者取引

ドイツの国際収支分析をさらに続けよう。以下では、在独銀行（ブンデスバンクを除く MFIs）の対外ポジションとドイツに所在している非銀行・企業の対外ポジションの分析である。前者からみていこう。

在独銀行の対非居住者取引残高が第16表に表示されている²⁹⁾。2014年から17年11月にかけて資産はやや減少し、負債はやや増加している。ユーロ建、ドル建でも同様である。したがって、資産純残高はやや減少し、それはユーロ建、ドル建でも同じである。

資産は総計で17年11月に1兆8200億ユーロで、そのうち長期が1兆2000億ユーロ、短期が6000億ユーロ、ユーロ建が総計で1兆2700億ユーロ、ドル建が4000億ユーロとなっている。ユーロ建は全資産残高のうちの69%、ドル建は22%である。他方、負債総計は17年11月で9800億ユーロ、うち短期が8300億ユーロ、長期が1500億ユーロで、ユーロ建は7400億ユーロ、

第 16 表 在独銀行の対非居住者に対する資産負債残高

(億ユーロ)

	資産			負債			純額		
		短期	長期		短期	長期		短期	長期
金通貨									
2014	19,543	7,408	12,134	8,356	6,815	1,541	11,187	593	10,593
15	19,108	6,606	12,503	8,194	6,798	1,397	10,914	-192	11,106
16	19,051	6,288	12,763	9,079	7,643	1,436	9,972	-1,355	11,327
17.11	18,219	6,041	12,178	9,837	8,300	1,538	8,382	-2,259	10,640
ユーロ建									
2014	13,773	4,981	8,792	5,947	4,849	1,098	7,826	132	7,694
15	13,243	4,422	8,820	5,825	4,816	1,009	7,418	-394	7,811
16	12,939	4,162	8,777	6,638	5,599	1,039	6,301	-1,437	7,738
17.11	12,654	3,907	8,746	7,389	6,180	1,209	5,265	-2,273	7,537
ドル建									
2014	4,343	1,792	2,551	1,791	1,442	349	2,552	350	2,202
15	4,289	1,447	2,842	1,783	1,462	321	2,506	-15	2,521
16	4,649	1,480	3,169	1,809	1,466	343	2,840	14	2,826
17.11	4,033	1,377	2,656	1,862	1,580	282	2,171	-203	2,374

出所：第 10 表と同じ。II の 1 (a) より。

ドル建は 1900 億ユーロとなっている。負債残高では 75% がユーロ建、ドル建は 19% である。

全資産・負債残高で 8400 億ユーロの資産超過、ユーロ建で 5300 億ユーロの資産超過、ドル建で 2200 億ユーロの資産超過となっている。しかし、短期ではユーロ建で 2300 億ユーロの負債超過、ドル建では資産負債がほぼ均衡しており、長期ではユーロ建、ドル建で大きな資産超過となっている。

次に 2017 年 11 月における地域区分、通貨区分をみよう (第 17 表)。資産残高の方から。全通貨で全世界に対しては 1 兆 8200 億ユーロであるが、うちユーロ建は 1 兆 2700 億ユーロ近くで 69% である。ヨーロッパに対しては全通貨で 1 兆 3500 億ユーロ強で 74% であり、ユーロ建は 1 兆 1100 億ユーロでヨーロッパに対する資産残高のうち 82% がユーロ建になっている。ドル建ではヨーロッパは 1100 億ユーロにすぎない。ヨーロッパのうち EU がユーロ建で 1 兆ユーロを超し、ユーロ地域が 7400 億ユーロ、ユーロ域外の EU が 3100 億ユーロ (イギリスが 2100 億ユーロ) である。EU のドル建は 900 億ユーロ弱で、うちユーロ地域が 570 億ユーロ、ユーロ域外の EU が 300 億ユーロでそのほとんどがイギリスである。その他のヨーロッパでも、1300 億ユーロのうち 650 億ユーロがユーロ建になっている。アメリカ、ケイマンに対する資産残高は、それぞれ 1400 億ユーロであるが、1000 億ユーロ強がドル建である。アジア全体は資産残高の計で 1000 億ユーロ強で、ユーロ建とドル建がほぼ同じ額で、アジア全体でそれぞれ

第 17 表 在独銀行の非居住者に対する資産負債残高の国、地域区分（億ユーロ）

	2014年 12月の 資産残高	2017年11月の 資産残高			2014年 12月の 負債残高	2017年7月の 負債残高			純資産残高			
		ユーロ	ドル	ユーロ		ドル	2014年 12月	2017年11月				
								ユーロ	ドル	ユーロ	ドル	
全世界	19,543	18,219	12,654	4,033	8,356	9,837	7,389	1,862	11,187	8,382	5,265	2,171
ヨーロッパ	14,649	13,473	11,097	1,070	5,895	7,512	6,331	716	8,754	6,670	4,766	354
EU	13,394	12,135	10,447	889	5,222	6,803	5,823	560	8,172	5,332	4,614	329
ユーロ地域	9,044	8,136	7,394	566	2,980	3,161	2,676	363	6,064	4,975	4,718	203
その他のEU	4,350	4,000	3,052	323	2,242	3,642	3,157	196	2,108	358	-105	127
イギリス	3,180	2,902	2,145	298	1,762	2,984	2,563	160	1,418	-82	-418	138
その他のヨーロッパ	1,255	1,337	651	182	674	708	498	157	581	629	153	25
アメリカ	1,322	1,399	385	1,003	631	647	195	440	691	752	190	563
ケイマン	1,857	1,357	189	1,160	692	321	214	107	1,165	1,036	-25	1,053
アジア	885	1,027	464	428	814	1,023	492	451	71	4	-28	-23

出所：第 10 表と同じ。II の 1 (b) より。

れ約 450 億ユーロである。

負債残高の方でも以上の資産の状況とほぼ同じである。ヨーロッパにおいては全負債残高（7500 億ユーロ）のうちユーロ建（6300 億ユーロ強）が 84% と資産残高の比率よりもやや高い。したがって、純資産残高でも同じ傾向が出ているが、ヨーロッパでは負債残高のユーロ建比率がやや高くなっているから、純資産残高のユーロ建は 71% になっている。ドイツはヨーロッパのほとんどすべての国・地域に対して純資産残高をもっているが、イギリスに対しては純負債残高であり、うちユーロ建が 400 億ユーロを超えている。他方、ドル建の純資産残高は全世界では 2200 億ユーロでその半分がケイマン（1100 億ユーロ）で、アメリカがケイマンの半分（560 億ユーロ）、イギリスが 140 億ユーロになっている。

以上の在独銀行の非居住者に対する取引の 2 つの表からどのようなことが言えるだろうか。在独銀行の取引の大部分はヨーロッパであり、ユーロ地域、次いでイギリスであり、そのあと、その他のヨーロッパ、アメリカ、ケイマン、アジアと続く。しかも、在独銀行のヨーロッパでの諸取引の 80% 以上がユーロ建である。このことは、ドイツのヨーロッパ全域における直接投資を除く投資収支の諸取引のほとんどがユーロ建であるということになる。このことは、のちに述べるようにユーロ建諸取引の決済、TARGET Balances の形成に大きなインパクトを与えるだろう。また、ドイツが対米ファイナンスに重要な役割を果たしている。在独銀行はアメリカに直接に、また、ケイマン、イギリスを通じて対米ファイナンスを行なっていることが把握できよう。

次に、ドイツに所在する非銀行・企業の非居住者に対する金融取引関連取引、貿易取引関連の資産負債残高（直接投資残高は含まず）の国・地域区分をみよう（第 18 表）³⁰⁾。

2017 年 10 月時点で、全世界に対しては債務超過（1701 億ユーロ）であるが、そのうち全ヨー

第 18 表 ドイツに所在する非銀行・企業¹⁾の対外資産負債残高(2017年10月)
(億ユーロ)

	資産残高			負債残高		
		金融取引	貿易取引関連		金融取引	貿易取引関連
全世界	8,844	6,673	2,171	10,545	8,578	1,967
ヨーロッパ	6,694	5,436	1,258	8,531	7,371	1,160
EU	6,064	5,021	1,043	7,785	6,838	948
ユーロ地域	4,465	3,776	689	6,305	5,677	628
ベルギー	351	293	58	645	590	55
フランス	1,082	934	148	518	422	96
イタリア	259	154	105	165	101	64
ルクセンブルグ	563	533	30	1,502	1,456	47
オランダ	997	885	112	2,538	2,408	131
オーストリア	481	413	69	273	202	71
スペイン	315	237	79	177	122	56
その他						
デンマーク	101	82	19	69	46	22
ポーランド	132	77	56	73	16	58
スウェーデン	203	166	37	130	107	24
イギリス	919	765	154	948	810	138
その他						
スイス	359	249	111	693	535	118
アメリカ	897	702	195	722	543	179
アジア	738	250	488	648	231	417

注1) 投資会社を含み、MMFsを除く(Explanatory notesより)。

出所: 第10表と同じ。IIの6の(c)より。

ヨーロッパに対するものが1837億ユーロ、EUに対して1721億ユーロ、ユーロ地域に対して1840億ユーロになっている。対イギリスは29億ユーロの債務超過、アメリカ、アジアに対しては少額の資産超過である。ユーロ地域では、とくにオランダ、ルクセンブルグ、ベルギーに対する債務超過が大きく、1541億ユーロ、939億ユーロ、294億ユーロになっている。しかも、これらの国に対する債務のほとんどが金融取引になっている。貿易取引関連の債務額はその他のユーロ諸国に対するそれとほとんど変わらない。その他のユーロ地域の諸国に対してはおおよそ債権超過である。フランスに対して564億ユーロ、スペイン138億ユーロ、イタリア94億ユーロ、オーストリア208億ユーロなどとなっている。ユーロ地域以外のEUではイギリス(29億ユーロの債務超過)を除いては債権超過であり、スウェーデンに対しては73億ユーロ、ポーランド59億ユーロなどとなっている。しかし、スイスに対しては334億ユーロの債務超過になっている。

ドイツ所在の企業にとって、オランダ、ルクセンブルグ、ベルギー、スイスは資金調達の場合

第 19 表 ドイツに所在する非銀行・企業の
対外資産負債残高の通貨区分
(億ユーロ)

	資産残高	負債残高
全通貨		
2014	8,336	9,598
17.10	8,844	10,545
外貨		
2014	1,674	1,521
17.10	2,192	1,753
ユーロ		
2014	6,662	8,077
17.10	6,651	8,792

出所：第 10 表と同じ。II の 6 の (a) より。

となっているのであろう。これらの国に、ドイツの多国籍企業のみならずアメリカ、イギリス等の世界各国の多国籍企業の「インハウスバンク」が置かれており、世界各国の多国籍企業（子会社も含む）は、これらの国のインハウスバンクとの金融取引が進展しているものと考えられる³¹⁾。

これらのドイツに所在する企業の対外資産負債残高の通貨区分（第 19 表）を見ると、大部分がユーロ建である。17 年 10 月時点で、全資産残高 8844 億ユーロのうちユーロ建は 6651 億ユーロであり 75% を占める。負債の方では全残高が 1 兆 545 億ユーロで、うちユーロ建は 8792 億ユーロで 83% を占める。欧州に所在する多国籍企業がユーロ建でもって欧州展開を行なっていることが見て取れよう。欧州におけるユーロ体制の堅固な基礎が確認できよう。

⑤ドイツ・ブンデスバンクの対外資産残高の変化と TARGET Balances

ドイツの国際収支分析の最後にドイツ・ブンデスバンクの対外資産・負債残高の変化と TARGET Balances をみておこう。第 20 表に示されている。ブンデスバンクの対外資産はリーマンショックごろから増加し始め、ユーロ不安の高まる 12 年に 9210 億ユーロに急増した。その後、ユーロ不安が小康状態になる 14 年には 6788 億ユーロに減少したあと、15 年から再び増加している（17 年 11 月には 1 兆 918 億ユーロ）。しかも、資産のうち準備資産は 10 年以後それほど増加していないのに TARGET Balances の方は対外資産の変化と同様の推移を示しており、対外資産の変化はほとんどすべてが TARGET Balances の変化によるものである。では、TARGET Balances はなぜこのように大きな増加となっているのだろうか。

第 1 節でもみたように、ユーロ地域各国どうしのユーロ建取引においては、経常収支 + 資本移転等収支 - 投資収支 - TARGET Balances = 0 が成立する（投資収支の黒字、債権の

第 20 表 ブンデスバンクの対外資産負債 (億ユーロ)

	対外資産 の合計	準備資産	その他の資産		証券投資	対外負債 の合計	参考 ¹⁾
			TARGET Balances				
2006	1,044	848	187	54	9	1,347	
07	1,795	925	844	710	25	1,766	
08	2,308	992	1,290	1,157	26	2,379	
09	3,233	1,255	1,903	1,779	75	2,476	
10	5,247	1,621	3,379	3,256	247	2,732	
11	7,147	1,846	4,760	4,633	541	3,337	
12	9,210	1,886	6,687	6,557	637	4,250	
13	7,217	1,438	5,232	5,102	548	4,015	558
14	6,788	1,587	4,733	4,608	468	3,961	502
15	8,007	1,595	5,966	5,842	445	4,818	1,723
16	9,905	1,758	7,671	7,542	476	5,928	3,577
17.11	10,918	1,695	8,700	8,555	523	5,893	5,121 ²⁾

注 1) 金融政策の実施に伴うブンデスバンクのユーロ地域居住者発行のユーロ建証券の保有額。
PSPP が導入された 15 年以後はほとんどがドイツ国債等の独証券。したがって、この項目は対外資産ではない。

2) 2017 年末。

出所：第 10 表と同じ。II の 7、参考欄はブンデスバンクの *Annual Report* より。

TARGET Balances はプラスで表示)。しかし、ユーロ建取引はユーロ域外ともおこなわれており、その決済をユーロ地域内のどこの国の銀行を使って行うかによっても TARGET Balances は種々に変化する。さらに、ユーロシステムが 15 年 3 月以降、国債等の購入政策 (PSPP) を実施することによって TARGET Balances が大きく変化している。以下、順次論じていこう。

すでにみたように、ドイツのユーロ地域に対する経常黒字は 16 年に 605 億ユーロ (TARGET Balances の増加要因) であり、外貨準備を除く金融収支 (= 投資収支) 黒字 (資金流出) はそれを上回る 6911 億ユーロ (TARGET Balances の減少要因) であるから、ユーロ地域に限定すれば、ドイツの TARGET Balances は巨額のマイナスになるはずである。しかし、まったくそのようにはなっていない。すでに述べたように、投資収支、とくに証券投資の「負債側の問題」があり、実際の投資収支が国際収支表に正確に反映されていないが、それにしてもユーロ地域に対する投資収支の黒字は大きすぎる。そこで、「負債側の問題」が現われているベルギー、ルクセンブルグに対する証券投資の「負債」について論じよう。

ベルギーがドイツから独証券を購入すると、ベルギーはユーロ資金を支払いに当てるから、ドイツの TARGET Balances が増加し、ベルギーの TARGET Balances が減少する。その独証券をベルギーがドイツに売却するか、証券が償却される (ドイツの証券投資収支の「負債」では、この事態が大規模に進んでいるようにみえる) ことになれば、ユーロ資金がドイツから

ベルギーに流れるから、ドイツの TARGET Balances が減少し、ベルギーのそれが増加する。しかし、前掲第3表によるとベルギーの TARGET Balances はわずかであるがマイナスになっている。したがって、ドイツの証券投資収支の「負債」は現実を表現しているというよりも、実際はベルギーはドイツから独証券を購入した直後にその証券を他の諸国へ売却しているのである。その場合、他国はユーロ資金をベルギーに支払うから、ベルギーの TARGET Balances が回復する。結局、ベルギーの TARGET Balances は均衡する。ベルギーが独証券を売った相手国が、ドイツに独証券を売るか、その証券が償還になれば、ドイツの証券投資収支の「負債」がマイナスになり、それはドイツからその国へユーロ資金の流出になるからドイツの TARGET Balances が減少していく。ドイツのユーロ地域に対する投資収支は黒字であり、その大部分は「負債」がマイナス（ユーロ諸国による独証券の売り）になっているからである。ドイツからユーロ資金が流出し、TARGET Balances が減少しているはずである。にもかかわらず、前掲第3表、第20表によると、ドイツの TARGET Balances が急増している。別の要因がそれをもたらしていると考えざるを得ない。

ところで、この別の要因を考察する前に、ドイツが独証券をユーロ諸国などから購入しているのであるが、ドイツのどの機関が購入しているのかをみておかなければならない。注27で少し触れたように、ブンデスバンクは統計値を示していないが、海外投資家が売り払った独証券（とくにドイツ連邦債）のほとんどをユーロシステムの資産購入政策（PSPP）の導入のもと、ブンデスバンクによって購入されているとしている。第20表が示しているブンデスバンクの「対外資産」における「証券投資」は外国証券（16年に476億ユーロ）であるが、「参考欄」に記されている証券の統計値は「金融政策の実施に伴うユーロ建のユーロ地域居住者発行の証券」の保有額であり、16年に3577億ユーロ、17年に5121億ユーロとなっている。この参考欄の証券はPSPP以外の証券購入も含んでいるが、15年以後はPSPPによるものであるからそのほとんどがドイツ国債等である。ブンデスバンクが購入している証券のほとんどはドイツ国債ということになる。

他方、ドイツの証券投資の「負債」におけるベルギー、ルクセンブルグに対する巨額のマイナスはPSPPの導入以前の13年から続いている（第15表）。PSPPの導入まではユーロ諸国などの独証券の売払の相手はドイツの民間諸金融機関であったのであろうが、PSPPの導入以後はブンデスバンクに大きく変わったということになる。あるいは、ドイツの民間金融諸機関に売り払われた独証券をブンデスバンクがドイツの民間金融諸機関から購入しているのであろう。

そのことはさておき、ユーロ諸国の海外投資家から独証券をドイツが買い戻しているのであるから、ドイツの TARGET Balances は本来は減少しているはずであるが、ドイツの TARGET Balances は15年から再び増加している。別の要因があるはずである。それが、ド

イットのユーロ域外とのユーロ建の諸取引とユーロシステムの資産購入政策（PSPP）である。前者の域外との取引をまず論じよう。

これについては一部すでに論じたが、経常取引と投資取引とに分けて見てみよう。域外諸国がドイツに対してユーロ建で経常赤字をもった場合、例えば、第11表にあったようにイギリスはドイツに対して経常赤字をもっている。これがユーロ建赤字だとすると、イギリスの銀行はユーロ地域のどこかの国に保有しているユーロ残高を引き落とすことになるが、イギリスの銀行がドイツ国内の銀行に残高をもってそれを引き落とすときには TARGET Balances は変化しないが、ドイツ以外のユーロ地域の銀行に残高をもっている場合には、ユーロ地域内の中央銀行間の決済が伴うから、ブンデスバンクの TARGET Balances は増加する。現在、ドイツのユーロ域外貿易、サービス取引の通貨区分は公表されていない³²⁾。したがって、ドイツのイギリスに対する経常黒字のうち、どれだけがユーロ建かは判明しない。しかし、黒字の大部分がユーロ建であろう。

また、イギリスがドイツに対してユーロ建で投資した場合（第13、15表参照）、イギリスの銀行がユーロ地域に所在する銀行に保有しているユーロ残高が減少し、ドイツの銀行にあるドイツの被投資家の口座に振り込まれることになる。イギリスの銀行がブンデスバンクあるいはドイツの銀行に口座を保有している場合はドイツの TARGET Balances は変化しないが、イギリスの銀行がドイツ以外の銀行に口座を保有している場合、その銀行にあるユーロ残高が引き落とされてドイツの銀行に振り込まれるから中央銀行間の決済が伴い、ドイツ以外の諸国の TARGET Balances が減少しドイツの TARGET Balances が増加する。したがって、ユーロ域内の諸取引だけでなく、域外のユーロ建取引も含めて TARGET Balances は変化していく。

ドイツは、ユーロ地域に対しては投資収支が黒字であるが、ユーロ域外の EU（とくにイギリスに対して）に対しては赤字であるから、ユーロ地域との投資収支の取引から減じた TARGET Balances はイギリスなどの域外との投資収支赤字によって、TARGET Balances のかなりの部分が回復する。といっても、15年以降のドイツの TARGET Balances の増加はそれをはるかに上回っている。次の要因が考察されなければならない。ユーロシステムの国債等の購入政策（PSPP）である。

2015年3月にユーロシステムはユーロ各国の国債等の購入を大規模に始める政策を導入した。各国中銀は ECB 拠出割合を基に国債等の自国証券を購入し、ECB もその割合に応じてユーロ各国証券を購入するのである。15年3月当初のユーロシステムの購入額は月間600億ユーロ、その後16年3月には月間800億ユーロになった³³⁾。これによって、TARGET Balances の状況が大きく変化していく³⁴⁾。例えば、イタリア中央銀行がイタリアの銀行からイタリア国債等を購入した場合は、イタリアの銀行のイタリア中銀にある預金が増加するだけで TARGET Balances は変化しないが、イタリア中銀がドイツの銀行からイタリア国債等を

購入した場合、ドイツの銀行はイタリアとドイツの中央銀行を介してその代金を受け取る。ドイツの銀行のブンデスバンク預金が増加するとともにイタリアの TARGET Balances の減少とドイツの TARGET Balances の増加となる。逆に、ブンデスバンクがイタリアの銀行からドイツ国債等を購入した場合、イタリアの銀行のイタリア中銀への預金が増加するとともにドイツの TARGET Balances が減少し、イタリアの TARGET Balances が増加する。しかし、実際はイタリア中銀がドイツの銀行からイタリア国債等を購入する額の方が多いためであろう。ところが、この額はすぐ後に述べるドイツにユーロ口座を保有している英銀等の国際的銀行のユーロ証券の販売よりはかなり少ないであろう。第 15 表におけるベルギー、ルクセンブルグを除くユーロ地域に対する「資産」が大きなマイナスになっていないからである。

また、ECB がユーロ各国の銀行等から多額のユーロ建証券を購入している。その場合、銀行等は ECB に口座をもっていないから、決済はユーロ各国の中央銀行を介してとなる。銀行等がもつ各国の中銀預金の増大と、当該中銀の債権の TARGET Balances が増加し、ECB の債務の TARGET Balances が発生することになる。ECB の債務の TARGET Balances が 15 年以後増加しているのはこのためである。ECB がドイツ、フランス、イタリア、スペインなどの国債等をユーロ各国の中銀を介して多額の購入を行なっているのである。

さらに、重要なことにユーロ各国の中銀がユーロ域外の銀行等からユーロ建証券を購入してもドイツの TARGET Balances が変化する。しかもユーロ域外の投資家がユーロ各国の国債の半分を保有している³⁵⁾。例えば、ユーロ口座をブンデスバンク、ドイツの銀行にもっている英銀等の国際的銀行がイタリア国債などをイタリア中銀に売った場合、イタリア中銀とドイツ中銀を介して代金が支払われるから、ドイツにおける英銀などの預金の増加になるとともにドイツ中銀の TARGET Balances が増加し、イタリア中銀の TARGET Balances の減少となる³⁶⁾。このユーロ域外の銀行のイタリア、スペインなどの国債の販売はドイツの国際収支には関わらない。しかし、域外の銀行がユーロ口座をドイツに保有しているから、ドイツの TARGET Balances が増加するのである。

ECB、ブンデスバンクの統計からユーロ地域のどの中銀がどこの国の銀行等からユーロ建証券を購入しているかは判明しないが、前掲の TARGET Balances の推移を示した第 3 表をみると、15 年以後 ECB の債務の TARGET Balances の増加が著しい。14 年末に 236 億ユーロであったのが、15 年末に 838 億ユーロ、17 年 11 月には 2299 億ユーロに増加し、他方、ドイツの債権の TARGET Balances が 14 年末に 4608 億ユーロから 17 年 11 月に 8555 億ユーロに増加している。その他ではイタリア、スペインの債務の TARGET Balances が 14 年末の 2089 億ユーロ、1899 億ユーロから 17 年 11 月に 4359 億ユーロ、3673 億ユーロに増加しているのが目立つ。おそらく、ドイツ、ルクセンブルグ等の銀行が、それ以上に英銀等の国際的銀行がイタリア国債、スペイン国債などを売り、イタリア、スペインの中銀、ECB が買っている

第 21 表 ドイツの銀行等の中銀預金 (億ユーロ)

	中銀預金	必要準備額	超過準備
2013	751	273	478
14	753	286	467
15	1,744	312	1,432
16	3,020	335	2,684
17.11	4,558	344	4,214

出所：Deutsche Bundesbank, *Monthly Report*, Jan. 2018, Statistical Section, p. 42.

るのであろう。その結果、イタリア、スペイン、ECB の債務の TARGET Balances が増加しているのではあろう。とともに、ドイツ、ルクセンブルグの銀行の中銀預金が増加しているはずである。ドイツのその推移は第 21 表をみられたい。15 年から中銀預金が増加している。14 年の 753 億ユーロから 17 年 11 月には 4558 億ユーロにまで増加し、超過準備が積み増しされている。このようにドイツ、ルクセンブルグにおいて銀行等の中銀預金が大きく増加していくが、スペイン、イタリアなどにおいてはそれほどには増加していかないだろう。ユーロシステムの PSPP はユーロ各国の銀行の中銀預金の増加における各国間格差と TARGET Balances の著しい変化を生み出したのである。

まとめ

小論の本文の展開から以下の諸点が指摘できるだろう。第 1 に、ユーロ地域の経常収支、投資収支の最近の動向が把握できた。経常収支黒字の拡大と対外投資の拡大である。第 2 に、ユーロ地域が経常黒字をもっているということは、ユーロ地域内の各国間の経常黒字・赤字の埋め合わせが行われて、そのうえでユーロ地域全体が対外投資を行なっているということである。第 3 に、ユーロ各国の域内各国に対する経常収支だけでなく、域外に対する黒字、赤字の態様に伴って TARGET Balances が変化し、しかも、その黒字、赤字がユーロ建か外貨建かによっても TARGET Balances が変化することがわかった。

第 4 に、ユーロ地域の国・地域別経常収支、投資収支の状況が把握された。域外の EU、とくにイギリス、また、イギリス以外の「ユーロ域外の EU」、アメリカ、スイスに対する比重の高さ、さらに、中国との貿易取引の大きさなどが把握された。この状況は全欧州におけるユーロ体制の堅固さを示してもいよう。また、ヨーロッパの多国籍企業のみならず欧州に進出しているアメリカ、日本などの多国籍企業の貿易、投資がそこに表現されているであろう（小論では欧州における各国の多国籍企業の展開についてはまったく論じられなかった）。イギリスの EU 離脱はこのような多国籍企業のヨーロッパ展開と投資にどのような影響を及ぼしてくるの

だろうか。さらに、ユーロ地域の対米ファイナンスも進展していることがわかった。その進展のために、為替スワップ市場におけるドルに対するプレミアムが持続している。

第5として、ユーロ地域の国際収支に占めるドイツの比重の高さ、位置が確認できた。経常収支黒字で言えば、ユーロ地域の域外収支黒字のうち、ドイツの比重は2015年は60%、16年は54%である。第6に、ドイツのユーロ地域諸国に対する経常黒字は16年に605億ユーロであるが、その半分以上がフランスに対してであり、次いでオーストリア、イタリア、スペインである。他方、ドイツの国・地域別投資収支の方は、全世界の対する黒字額以上にユーロ地域に対する黒字が大きく上回っている。とくに、ベルギー、ルクセンブルグに対する黒字が際立っている。逆にイギリスからは巨額の資金が流入している（オランダからも金額は小さいが資金流入となっている）。これらは対内証券投資において実態に合わない統計値が出ていることがあわせて示された。ベルギー、ルクセンブルグ、イギリス、オランダはドイツの証券取引における特別の役割を果たしているのである（小論ではその詳細は論じることができなかった）。それらの諸国の金融諸業務とヨーロッパにおけるマネーフローにおける役割を明らかにすることが今後の課題であろう。その際、各国の多国籍企業のそれら諸国における「インハウスバンク」の諸取引にも注視しなければならないだろう。

第7に、在独銀行、ドイツ所在の企業の非居住者との取引も示された。再述はしないが、ドイツの銀行、企業の取引はヨーロッパにおける展開が重点になっていること、したがってユーロ建がそのほとんどであることが把握された。この点からもユーロ体制の堅固さが再確認できよう。と同時に、ドイツの対米ファイナンスが進んでいることも把握できた。第8として、最後にブンデスバンクの対外資産が TARGET Balances を中心に急増していることが示されたが、それは、ユーロシステムが15年からユーロ各国国債等の購入政策（PSPP）を開始したことによる。その結果、イタリア、スペイン、ECBなどの債務の TARGET Balances が増加し、ドイツの債権の TARGET Balances が増加したのである。ユーロシステムの金融政策によっても TARGET Balances は大きく変化する。さらに英銀などの域外の銀行がドイツにユーロ決済口座をもっており、イタリア、スペインなどの国債をそれらの中央銀行に売却すればドイツの TARGET Balances が増加し、イタリア、スペインなどの TARGET Balances が減少するのである。この国債の売買はドイツの国債取引ではなく、したがってドイツの国際収支にはあられもないにもかかわらずである。PSPPの有効性については、TARGET Balancesの各国ごとの形成如何およびそれに伴うマネタリー・ベースの各国ごとの形成如何によって、ユーロ地域全体の視点だけでなくユーロ各国ごとにみなければならないだろう。

（2018年3月5日）

追記

前号(30巻3号)掲載の拙稿「マネーストックの増加をもたらす諸要因について」の235ページの文章について、校正終了後、より厳密に表現する必要があることが分かった。以下の下線部分が追加である。下線部分を含んで読んでいただきたい(2018年3月5日)。

「ところで、川合氏は述べておられないが、資本蓄積、つまり、資本家が剰余価値の一部を蓄積に当てる場合はどうだろうか。生産財部門の資本家によって消費される剰余価値と蓄積に回される剰余価値のうちの変資本部分の計を m_1 、蓄積に当てられる剰余価値のうち不変資本に回る部分を m_2 、消費財部門の資本家によって消費される剰余価値と蓄積に回される剰余価値のうちの変資本部分の計を m_3 、蓄積に回される剰余価値のうちの不変資本部分を m_4 としよう。」

注

- 1) 筆者は、前著において次のように記していた。「ユーロ体制はドル体制と、現在は対立的にはならず補完し合っている。・・・ユーロ諸国からアメリカへの投資が2015、16年に急増し、ユーロ諸国は対米ファイナンスの役割を担っている」(『国際通貨体制の動向』日本経済評論社、2017年、405ページ)。なお、17年に入り、原油価格がやや上昇し、中国のドル準備もやや増加してきている。今後、これらの推移が対米ファイナンスにどのような変化を起こすのか注視する必要があるだろう。
- 2) ECBは、IMFのマニュアル第6版への移行に伴うユーロ地域の1999～2007年の国際収支、とりわけ投資収支の見直しが必要なことを述べている(*Estimation of euro area balance of payments and international investment positions*, 6 April 2017)。
- 3) ECB, *Statistics Bulletin*, 7.3.9 (11-01-2018)によれば、2016年における外貨準備の増加につながった取引は157億ユーロで、うち証券が88億ユーロ、IMF、BISへの預金が77億ユーロ、民間銀行への預金が10億ユーロなどとなっている。
- 4) 第1表と同じ資料から。
- 5) IMF, *International Financial Statistics*, 2014 Yearbook より。スペイン、ギリシャ等の07、08年についてもこの資料。
- 6) 前掲拙書『国際通貨体制の動向』図6-1(172ページ)参照。
- 7) 拙書『ドル体制とユーロ、円』日本経済評論社、2002年、233～234ページ、『現代国際通貨体制』日本経済評論社、2012年、179～180ページ。なお、これらの著書においては、資本移転等収支は省略し、プラス、マイナスはIMFのマニュアル第5版に準拠している。
- 8) ECBが預金ファシリティで預金を受け入れることによってもECBの債務のTARGET Balancesが増加する。
- 9) ユーロ諸国の輸出額、輸入額にこの表に示されているこれらの比率を掛け合わせると、貿易収支の通貨別区分が得られる。ユーロ危機以後、ユーロ地域全体のユーロ建比率が若干低下しているが、貿易において16年に輸出が56%、輸入が47%(2011年にはそれぞれ70%、52%)である。したがって、ユーロ地域全体の域外・貿易収支黒字はほとんどがユーロ建で存在している。16年に輸出額が2兆1302億ユーロ、輸入が1兆7546億ユーロである(ECB, *Statistics Bulletin*, 7.2.1, 11-01-2018より)

ユーロ地域の国際収支とドイツの国際収支についての覚書（奥田）

- から、それらの比率をかけると、ユーロ建輸出額は1兆1950億ユーロ、同輸入額は8299億ユーロで、収支は3651億ユーロの黒字、貿易収支黒字（3756億ユーロ）の実に97%にも達する。しかし、この表にはドイツ、イタリア、ルクセンブルグなどの比率が示されていない。また、第4表には示していないが、サービスにおいては16年にユーロ地域全体で受取りで56%、支払で47%がユーロ建である。
- 10) ユーロの為替取引によって TARGET Balances が変動することについては、以下をみられたい。『経済』2015年8月号所収の拙稿、注18（126ページをみられたい）。
 - 11) したがって、以下は単なる想定になろう。i) X国は域内赤字であるから、債務の TARGET Balances が増加している。ii) X国は外貨建黒字をもっているから、X国の銀行は域外の銀行に外貨建残高を増加させている。X国は、債務の TARGET Balances と外貨建対外資産をもつことになる。iii) X国の銀行が、外貨建対外資産をもつよりも、その資産をユーロで運用する方が有利だと判断し外貨をユーロに換えるとする。その為替取引の相手が黒字を多く持っているY国で、Y国は外貨建対外投資を行なうとすると、為替取引によってY国の債権の TARGET Balances が減少し、X国の債権の TARGET Balances が増加して、対域内赤字による債務の TARGET Balances が相殺されていく。
 - 12) 前掲拙書『現代国際通貨体制』第3章、とくに60～63ページ参照。
 - 13) 『ドル体制と国際通貨』ミネルヴァ書房、1996年、42、47～50ページ、また、同書第2章の注13（70ページ）。『ドル体制とユーロ、円』日本経済評論社、2002年、91ページ、第3章の注11（100～101ページ）参照。
 - 14) ユーロ地域の対米証券投資の一定部分は、アメリカからのドル資金の調達によってなされているのである（ドル＝ドル投資）。
 - 15) 各国の多国籍企業による「インハウスバンク」を通じたグローバルな資金移動に関する研究は以下を参照されたい。小西宏美『グローバル資金管理と直接投資』日本経済評論社、2017年。この小西氏の著書に対して筆者は以下の紀要において書評を執筆させてもらった。駒澤大学『経済学論集』第49巻第1・2合併号、2018年1月。
 - 16) 2016年における総資産の変化（1兆2260億ユーロ）のうちフローの変化によるものが1兆0640億ユーロで87%になっているが、証券投資の資産の変化では、それが56%である（ECB, *Statistics Bulletin*, 11-01-2018の7.3.1より）。
 - 17) 拙書『国際通貨体制の動向』日本経済評論社、2017年、第2章、第5章参照。
 - 18) 日本の量的・質的金融緩和、マイナス金利政策については、同上の拙書の第11章をみられたい。
 - 19) 同上拙書、288～290ページ、前掲拙書『現代国際通貨体制』第2章、46～48ページ参照。
 - 20) この表の2012、13年の経常収支の値は2015年12月の *Balance of payments statistics* の値であり、第10表は2017年12月の *Balance of payments statistics* からの値であり、若干、数値が異なっている。
 - 21) ECB, *Statistics Bulletin*, 7.1.1 (11-01-2018).
 - 22) 地域別貿易については紙幅の関係で割愛する。
 - 23) 第13表の金融収支の値が第10表のそれと異なるのは注20と同じ理由からである。
 - 24) National Bank of Belgium, *Statistical Bulletin* (Quarterly 2017 III) の9.1.3.1より。
 - 25) Banque Central Du Luxembourg, *Statistical Tables* 7 (Luxembourg balance of payments) より。
 - 26) その決済過程は、ベルギー居住者が独証券を売り、いったんその代わり金がドイツの銀行からベルギーがもつユーロ地域の銀行の口座に振り込まれるが、対英ユーロ建資産の購入に向かうから、その資金は直ちに流出する（英が取引するユーロ地域の銀行への預金となる）。また、英の居住者が独証券を購入しているから、英がもつユーロ建残高が引き落とされてドイツの銀行に振り込まれる。ドイツの

- 残高、ベルギーの残高は、結局は変わらない。英がユーロ地域の銀行に保有しているユーロ残高が減少する。
- 27) この場合、ドイツのどの金融機関がユーロ諸国などからドイツ証券を購入しているかが問われなければならない。ブンデスバンクのレポート (*Monthly Report*, March 2017 p.15, p.23) によれば、2016年には海外投資家がドイツ連邦債を売っており、そのほとんどをユーロシステムの拡大資産購入政策 (EAPP) のもとブンデスバンクが購入しているとしている (後述)。
- 28) イギリスの全世界に対する証券投資の資産は15年に481億ドルのマイナス、16年に2489億ドルのマイナス (資産の引き揚げになっている—IMF, *IFS*, Dec. 2017) である。
- 29) 直接投資残高はこの中には含まれていない (*Deutsche Bundesbank, Balance of payments statistics*, Dec. 2017, p.38)。
- 30) この表には直接投資残高という項目はない。非銀行・企業 (投資法人を含み、MMFsは含まず) が行なった金融関連取引と貿易関連の取引の残高のみである (*Deutsche Bundesbank, Balance of payments statistics*, Dec. 2017 の Explanatory notes, p.39 参照)。なお、同統計のII 8の国際投資ポジションには、直接投資残高、証券投資残高、その他投資残高という区分で示されている。17年10月時点で、直接投資の資産残高は18兆3192億ユーロ、負債残高は13兆3577億ユーロ、証券投資の資産残高は2兆9024億ユーロ、負債残高は2兆4101億ユーロ、その他投資の資産残高は2兆8749億ユーロ、負債残高は2兆1813億ユーロである。
- 31) インハウスバンクを中心とするグローバルな資金移動について分析したものに、前掲の小西宏美『グローバル資金管理と直接投資』がある。
- 32) ECBはいくつかのユーロ諸国の域外諸国との貿易、サービス取引におけるユーロの利用率を示しているが、ドイツについてはそれらを示していない。ドイツについてはEU域外との貿易におけるユーロ利用率が2011年までは示されていたが、以後については示されていない (11年、輸出で67.8%、輸入で48.7%である—ECB, *The international role of the euro*, July 2012, Table 14)。
- 33) 田中理「いよいよ始まった欧州の量的緩和」『月刊資本市場』2015年4月、伊豆久「ECBの量的緩和と国債保有・損益負担」『証券レポート』2017年6月、など参照。
- 34) Deutsche Bundesbank, “The impact of Eurosystem securities purchases on TARGET balances” in *Monthly Report*, March 2016, pp.53-55.
- 35) 『みずほ欧州経済情報』(2015年3月号)、1ページ、三井住友信託銀行『調査月報』(2015年5月号)、2~3ページ、など参照。
- 36) Deutsche Bundesbankは、ブンデスバンクにTARGET2勘定をもっているイギリスの金融機関、あるいはドイツに子会社をもっているイギリスの金融機関からのユーロシステムによる証券の購入が非常に多額にのぼっていると記している (*Monthly Report*, March 2017, p30)。

(奥田 宏司, 立命館大学名誉教授)

A Note on the Status of Germany in the Euro Countries in terms of Balance of Payments

The main purpose of this paper is to show the relative status of Germany in the Euro Economy in terms of balance of payments.

By comparing German balance of payments with those of Euro area, we can also recognize the following: Firstly, surplus countries in Euro area can invest in outside Euro area only after financing deficit of other Euro countries. Secondly, TARGET Balances in each Euro country will vary, depending upon not only transactions between Euro countries but also upon those between Euro countries and other countries. Thirdly, the expanded asset purchase program which Eurosystem introduced in March 2015 has had a great impact on TARGET Balances of Germany, Italy and Spain.

Moreover, this paper tries to show foreign trade and investment relations between the UK and Euro area before the withdrawal of the UK from the European Union.

(OKUDA Hiroshi, Professor Emeritus, Ritsumeikan University)

