

# ドイツと南欧諸国の国債保有構造における非居住者 (外国人) の割合と国債利回りへの影響

勝 田 佳 裕

(受付 2014年10月30日)

## 1. は じ め に

本稿の目的は、ドイツと南欧諸国<sup>1)</sup>の国債保有構造における非居住者(外国人)<sup>2)</sup>の割合を踏まえ、その増減が当該国の国債利回り<sup>3)</sup>に与える影響を検討することである。

日本の国債保有構造における非居住者(外国人)の割合については、世界金融危機及び欧州債務危機以降、非居住者(外国人)のリスク回避的な投資行動を受け、徐々にではあるが高まってきていることが指摘されている。諸外国の経済状況の変化にもよるため、どの程度の速さで上昇していくのか現段階ではわからないが、今後も日本の国債保有構造における非居住者(外国人)の割合の上昇は進む可能性が高いように思われる。

日本の国債保有構造における非居住者(外国人)の割合の上昇が進む可能性が高いと考える理由は、2つある。第1に、国債の発行当局である財務省が、国債保有者層の多様化を図るため、非居住者(外国人)をその対

---

1) 本稿では、便宜上、南欧諸国と言う場合にはギリシャ、イタリア、スペイン、ポルトガルの他にアイルランドを含むこととする。

2) 非居住者を表す言葉には、海外部門、外国人投資家、海外投資家等があるが、本稿では「非居住者(外国人)」で統一し、海外部門、外国人投資家、海外投資家等と同義とする。

3) 本稿では、単に国債利回りという場合、特に断りがない限りは10年物国債利回りを指す。また、長期金利という場合も、特に断りがない限りは10年物国債利回りを指す。

象と考えていることである。その証拠に、財務省は海外で日本国債についての IR 活動を積極的に行っている<sup>4)</sup>。第 2 に、2014 年 9 月現在、欧州の金利が低下していることである。欧州の金利が低下していることの影響で、日本の中長期債に海外からの資金が流入しているとの報道がなされている<sup>5)</sup>。欧州の金利が低下すると、非居住者（外国人）にとっては、欧州の債券に投資するよりも日本の債券に投資するほうが相対的に有利となる。欧州の金利低下が続けば、非居住者（外国人）による日本の債券投資へのシフトも続くと考えられる。そして、それが日本の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合の上昇につながる。

国債保有構造における非居住者（外国人）の割合が高まることのメリットは何だろうか。それは、財務省が意図しているように、日本国債の保有者層が広がることによるファイナンスコスト及びリスクの抑制である。しかしながら、国債保有構造における非居住者（外国人）の割合が高まることにはデメリットもある。

一般的に、国債保有構造における非居住者（外国人）の割合が高い場合、当該国の国債利回りの変動性が高くなりやすいとされる。非居住者（外国人）は逃げ足が速いと言われており、国債保有構造における非居住者（外国人）の割合が高い状況で何かしらのショックが発生した場合、その逃げ足の速い非居住者（外国人）が資金を急激に引き上げる可能性、すなわち当該国の国債を投げ売りする可能性が考えられる。そして、そのことが当該国の国債市場、ひいては当該国の経済に多大な混乱を生じさせる恐れがある。

今般の欧州債務危機において、ユーロ圏の債務危機国、すなわち本稿でいう南欧諸国の国債市場における非居住者（外国人）の割合が非常に高かったために、逃げ足の速い非居住者（外国人）が南欧諸国の国債市場か

---

4) 例えば、[http://www.mof.go.jp/about\\_mof/councils/gov\\_debt\\_management/proceedings/material/d20140411-1.pdf](http://www.mof.go.jp/about_mof/councils/gov_debt_management/proceedings/material/d20140411-1.pdf) を参照。

5) 『日本経済新聞』、2014 年 9 月 5 日付け、第 17 面

勝田：ドイツと南欧諸国の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合と国債利回りへの影響から急激に資金を引き揚げ、その結果、南欧諸国の国債市場が危機的な混乱に陥ってしまったのではないかという指摘がある。南欧諸国の国債市場から引き揚げられた資金は、主に同じユーロ圏であるドイツの国債市場に入ってしまったと考えられるが、いくらかの資金は日本の国債市場にも入ってきたとみられる<sup>6)</sup>。

ここで、2012年12月末時点での日本と欧米先進国の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合を確認しておこう。日本の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合は、国庫短期証券（T-Bill）を含めたもので約9%である。この約9%という割合は、諸外国のそれと比較して著しく低い。欧米先進国の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合は、アメリカが48%（政府勘定向け非市場性国債を含まない）、イギリスが32%、ドイツが59%（地方債等を含む）、フランスが38%（地方債、社債等を含む）となっており、日本の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合と比較して、欧米先進国のそれは非常に高いものとなっている<sup>7)</sup>。

国債保有構造における非居住者（外国人）の割合を、日本とアジアのいくつかの国とも比較しておこう。アジアの国の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合は、韓国が約12%（2010年5月）、マレーシアが約18%（2010年1Q）、インドネシアが約25%（2010年5月）となっている<sup>8)</sup>。日本の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合は、先にも述べたように、国庫短期証券（T-Bill）を含めたもので約9%であり、アジアのいくつかの国のそれと比較しても低い。

このように、日本の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合は諸外国と比較して低く、特に欧米先進国と比較して著しく低いが、冒頭で

---

6) 日本の国債保有構造における非居住者（外国人）の内訳については、拙稿[2014b]を参照されたい。

7) 財務省理財局『債務管理レポート2013』, 21頁

8) 「新興国を巡る資金フローと景気動向」, 日銀レビュー, 日本銀行国際局, 2010年7月, 3頁

も述べたように、今後それは高まっていく可能性が高いと考えられる。日本の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合が高くなるのであれば、それに連動してデメリットも大きくなるであろう。逃げ足の速い非居住者（外国人）が日本の国債市場から急激に資金を引き揚げるという事態が発生した場合、日本の国債市場が混乱に陥ってしまう可能性がある。実際にそのようなデメリットを経験したのが、欧州債務危機後のユーロ圏の債務危機国、すなわち本稿でいう南欧諸国の国債市場である。そして、先にも述べたように、南欧諸国の国債市場から引き揚げられた資金は、主に同じユーロ圏であるドイツの国債市場に入ってしまったと考えられる。日本と南欧諸国では経済規模や経済構造及び国債保有構造にかなりの違いがみられるため、あまり参考にならないのではないかと批判があるかもしれないが、国債市場が混乱する可能性という点で、ドイツと南欧諸国の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合と国債利回りへの影響を検討しておくことは意味のあることではないかと考える。

本稿の構成は次の通りである。まず、先行研究について述べる。その上で、本稿の位置付けを確認する。次に、ドイツと南欧諸国の国債保有構造をデータ面から検討する。具体的には、非居住者（外国人）を中心に、ドイツと南欧諸国の投資主体別国債保有残高と保有割合を検討する。また、ドイツと南欧諸国の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合と長期金利の関係性を検討する。最後に、本稿での検討を踏まえ、まとめと残された課題を述べる。

## 2. 先行研究と本稿の位置付け

国債保有構造に関する研究としては、日本の国債保有構造に関する研究の他に、アメリカの国債保有構造に関する研究、イギリスの国債保有構造に関する研究、ユーロ圏の国債保有構造に関する研究があるが、本稿ではユーロ圏の国債保有構造に関する研究のみを取り上げる。

ユーロ圏の国債保有構造に関する研究として、IMFのワーキングペー

勝田：ドイツと南欧諸国の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合と国債利回りへの影響  
パーとして発表された Arslanalp and Tsuda [2012]<sup>9)</sup> が挙げられる。ユー  
ロ圏の国債保有構造の変化を分析した研究として、代田 [2012]<sup>10)</sup> と翁  
[2013]<sup>11)</sup> が挙げられる。まず、Arslanalp and Tsuda [2012] の概要を説明  
し、続いて代田 [2012] と翁 [2013] の概要を説明する。

日本の政府総債務残高の対 GDP 比が諸外国と比較して非常に高いとい  
う指摘はこれまで数多くなされてきているが、政府総債務残高の大きさと  
は異なる視点で国債市場のリスク分析を行う必要があるのではないかと  
いう指摘が、IMF のワーキングペーパーとして発表された Arslanalp and  
Tsuda [2012] でなされている。日本では、西尾 [2013]<sup>12)</sup> が Arslanalp and  
Tsuda [2012] の議論を整理している。Arslanalp and Tsuda [2012] では、  
国債市場のリスク分析を行う上でいくつかの指標が使われている。その代  
表的なものとして、FSS (Sovereign Funding Shock Scenarios) と IRI  
(Investor base Risk Index) が挙げられる。

FSS は、非居住者（外国人）による国債売却に対し国内銀行がどの程度  
バッファーとしての機能を果たすことができるかをみることで、資金流出  
時の安全性を測る指標である。FSS という観点でユーロ圏諸国の国債市場  
リスクを考えると、南欧諸国を中心に、多くのユーロ圏諸国が高リスクの  
状態にあったとされる。同様の観点で日本の国債市場リスクを考えると、  
日本は銀行部門による国債の保有割合が非常に高く、銀行部門によるこれ  
以上の国債吸収余力には疑問符がつくとされる。

IRI は、投資家の行動によって突然資金が流出する可能性を示す指標で  
ある。IRI という観点でユーロ圏諸国の国債市場リスクを考えると、南欧  
諸国を含むユーロ圏の国債市場には、欧州債務危機以前から高いリスクが

- 
- 9) Serkan Arslanalp and Takahiro Tsuda, “Tracking Global Demand for Advanced  
Economy Sovereign Debt”, IMF Working Paper, WP/12/284, 2012年12月  
10) 代田 純『ユーロと国債デフォルト危機』, 税務経理協会, 2012年2月  
11) 翁 邦雄『金融政策のフロンティア』, 日本評論社, 2013年1月  
12) 西尾圭一郎「投資家保有構造から考える日本国債の安定性」, 『証研レポート』,  
日本証券経済研究所（大阪研究所）, 1679号, 2013年8月

存在していたとされる。同様の観点で日本の国債市場リスクを考えると、日本のリスクは極めて低いとされる。

通常なされる債務残高面からの国債市場の分析は、長期的な視点からのリスク（財政利払い費負担）を意識している。また、保有構造面からの国債市場の分析は、短期的な視点からのリスク（金利上昇による銀行の含み損等）を意識している。日本の財政利払い費負担については、「10年物国債利回りの変化と国債加重平均金利の変化にはタイムラグが伴うため、長期金利が1%未満から2%程度に上昇しても直ちに問題が発生するということではないが、徐々に財政利払い費負担上昇の影響が大きくなる」<sup>13)</sup>と考えられる。筆者は、債務残高面からではなく、保有構造面から長期的な視点でのリスク（財政利払い費負担）を意識していることを強調しておきたい。

続いて、代田〔2012〕の概要を説明する。代田〔2012〕は、ユーロ圏の財政危機及び国債危機と、銀行の国債保有への影響を包括的に分析している。さらに、銀行の国債保有について、ユーロ圏と日本を比較検討している。代田〔2012〕の主張は、ユーロ圏の銀行の総資産に占める国債の割合は5%程度であるが、日本の銀行の総資産に占める国債の割合は20%程度となっており、潜在的には日本のほうがユーロ圏より事態は深刻であるというものである。2014年9月現在において、日本の国債に対する利払い遅延や元本削減といった懸念はまだ出てきていないが、仮に長期金利が上昇（国債価格が下落）することになれば、日本の銀行への影響はユーロ圏を超える可能性が高い、と代田〔2012〕はみている。

代田〔2012〕は主に銀行の国債保有について分析しているが、本稿の問題意識である国債保有構造における非居住者（外国人）の割合についても言及している。次の3点が主な指摘である<sup>14)</sup>。第1に、イタリア、スペイン、ドイツ、ベルギー、フランスでは、巨大な国内銀行（実態は多国籍銀

13) 梅田雅信『超金融緩和のジレンマ』、東洋経済新報社、2013年3月、184頁

14) 代田 純〔2012〕、115頁

勝田：ドイツと南欧諸国の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合と国債利回りへの影響（行）が自国の国債を保有しているため、居住者による国債保有割合が高くなる傾向にある点である。第2に、ポルトガル、ギリシャ、アイルランドでは国内銀行の規模が相対的に小さく、国債の保有割合も低いため、結果として居住者の保有割合が低い＝非居住者（外国人）の保有割合が高くなっている点である。第3に、ポルトガル、ギリシャ、アイルランドの国債が、2010年に主としてEU内の銀行など金融機関が中心と推定される非居住者（外国人）によって売却されたため、2011年以降、非居住者（外国人）の保有割合は低下した可能性がある点である。

最後に、翁〔2013〕の概要を説明する。翁〔2013〕は、2012年秋までにおける、先進国の金融政策の基本的な枠組みと中央銀行が置かれている状況とそれらに関する議論の状況を、中央銀行関係者サイドの関心に沿って整理している。本稿に関する内容は、同書の第7章「財政の持続可能性と金融政策」で検討されている。具体的には、内閣府〔2011〕<sup>15)</sup>の議論を引用し、日本の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合と欧州債務危機国（本稿でいう南欧諸国）の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合を比較検討している。

本稿では、代田〔2012〕と翁〔2013〕が検討しているユーロ圏の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合を、ドイツと南欧諸国に焦点を当て、当該国の当局が公表しているデータで再度確認する。

### 3. ドイツと南欧諸国の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合と国債利回り

本節では、ドイツと南欧諸国の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合と国債利回りとの関係を検討する。データは、各国の中央銀行もしくは各国の国債発行当局が公表しているものを使用した。

---

15) 内閣府「日本経済2011－2012」, 2011年12月

### 3-1 ドイツと南欧諸国の国債保有構造と国債利回り

本項では、ドイツと南欧諸国の国債保有構造を、非居住者（外国人）の割合を中心に概観する。

まず、ドイツ公債の保有構造をみる。図表 1-1は、ドイツ公債の保有構造を示したものである。貸出形態も含んでいるため、ドイツ国債ではなくドイツ公債と表現している。図表 1-1から、①ドイツ公債の残高は増加傾向にあること、②ドイツ公債の保有構造における非居住者（外国人）の割合が上昇傾向であり、それに伴って居住者の割合が低下傾向にあること、が読み取れる。これらの事実は、一般的に言われている「質への逃避」が生じていることを示している。

次に、イタリア国債の保有構造をみる。図表 1-2は、イタリア国債の保有構造を示したものである。図表 1-2から、①イタリア国債の残高は上昇傾向にあり、残高の内訳でみると、イタリアの金融部門によるイタリア国債の保有残高が増加していること、②特に2010年12月以降、イタリア国債の保有構造における非居住者（外国人）の割合が上昇傾向にあり、それに伴って居住者の割合が低下傾向にあること、が読み取れる。

次に、スペイン国債の保有構造をみる。図表 1-3は、スペイン国債の保有構造を示したものであるが、長期国債のみの保有構造である。図表 1-3から、①特に2007年12月以降、スペイン国債の残高は上昇傾向にあり、特に2012年12月以降、スペインの国内銀行によるスペイン国債の保有残高が増加しており、そのことが、スペインの国債保有構造における居住者の割合の上昇につながっていること、②特に2010年12月以降、スペイン国債の保有構造における非居住者（外国人）の割合が上昇傾向であり、それに伴って居住者の割合が低下傾向にあること、が読み取れる。

次に、ポルトガル国債の保有構造をみる。図表 1-4は、ポルトガル国債の保有構造を示したものであるが、ポルトガル国債の保有構造についてはデータの制約があり、現時点（2014年 9 月）では2007年12月以降のデータしか取得できていない。図表 1-4から、①ポルトガル国債の残高は上昇傾



勝田：ドイツと南欧諸国の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合と国債利回りへの影響向というわけではないこと、②2010年12月以降、ポルトガル国内の金融部門によるポルトガル国債の保有残高が増加しており、そのことが、ポルトガルの国債保有構造における居住者の割合の上昇につながっていること、が読み取れる。

次に、アイルランド国債の保有構造をみる。図表 1-5は、アイルランド国債の保有構造を示したものであるが、スペイン国債の保有構造と同様に、長期国債のみの保有構造である。図表 1-5から、①アイルランド国債の残高は上昇傾向にあり、特に2008年12月以降、アイルランドの国内銀行部門（アイルランド中央銀行を含む）によるアイルランド国債の保有残高が増加しており、そのことが、アイルランドの国債保有構造における居住者の割合の上昇につながっていること、が読み取れる。

最後に、ギリシャ国債の保有構造をみる。図表 1-6は、ギリシャの国債保有構造を示したものである。スペイン国債及びアイルランド国債の保有構造と同様、ギリシャも長期国債のみの保有構造である。まず指摘したいのは、ギリシャの国債保有構造は、2010年12月以降、特殊であるということである。ギリシャ国債は、2010年12月以降、一部デフォルトとなった。それだけが唯一の原因ではないが、ギリシャ国債の一部デフォルトも原因の1つとなり、ギリシャ国債の残高は、2010年12月以降、急減している。したがって、ギリシャの場合、国債保有構造だけではなく、債務構造も合わせて検討する必要がある。

図表 1-7は、ギリシャの債務構造を示したものである。ギリシャの債務構造をみると、ギリシャの債務残高は、2010年末と2011年末を除けば、上昇傾向にあることがわかる。図表 1-6、すなわち、ギリシャの国債保有構造は、図表 1-7で示したギリシャの債務構造のうち、長期国債（Long-term securities）部分だけを抽出したものである。ギリシャの債務構造をみると、長期国債の残高は減少しているが、それに代わって、長期ローン（Long-term loans）の残高が増加していることが確認できる。この長期ローンは、EU や IMF 等からのギリシャ政府に対する貸し付けである。ギリシャの債

務残高が減少しているというわけではなく、ギリシャの債務残高の内訳において、国債の残高が減少し、その減少に見合う額の長期ローンが EU や IMF 等から実施されているというのが、ギリシャの債務構造の特徴である。この点が、国債保有構造及び債務構造において、ギリシャが他の南欧諸国との比較で決定的に異なる点である。

ギリシャ国債の保有構造に話を戻そう。図表 1-6 から、2008 年以降、ギリシャの国債保有構造における居住者の割合は上昇傾向、非居住者（外国人）の割合は低下傾向にあることが確認できる。しかしながら、2011 年 12 月以降、急に、ギリシャの国債保有構造における居住者の割合が低下し、非居住者（外国人）の割合が上昇するという事態が発生している。この理由は、ECB（欧州中央銀行）等の公的な非居住者（外国人）がギリシャ国債を保有することになったためである。ECB（欧州中央銀行）による南欧諸国国債の保有については、本節の第 3 項で別途検討する。

図表 1-1 から図表 1-7 でみたように、欧州債務危機以降、南欧諸国の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合が低下傾向にある一方、ドイツのそれは上昇傾向にある。また、南欧諸国の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合が低下する一方で、居住者（主に銀行）の割合は上昇している。ただし、前述したように、ギリシャは特殊な問題を含んでいる。

2014 年 4 月 2 日付け Financial Times によれば、欧州の銀行が保有する国債が、欧州債務危機以降で最高となったようである<sup>16)</sup>。この点について、ドイツ連邦準備銀行のバイトマン総裁は、欧州銀行による国債の大量保有に対する規制の必要性を主張している。ユーロ圏の銀行が南欧諸国の国債を購入する資金は、ECB（欧州中央銀行）が長期の資金供給オペレーション（Long Term Refinancing Operation, 通称 LTRO と呼ばれる）で供給している。ECB（欧州中央銀行）による LTRO については、金利 1 % で期間

---

16) 『Financial Times』, 2014 年 4 月 2 日付け

勝田：ドイツと南欧諸国の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合と国債利回りへの影響  
3年という大規模なオペレーションが、2014年5月時点までにおいて、2回実施されている。ユーロ危機に対する欧州中央銀行の対応については、田中〔2014b〕が詳しい。

### 3-2 ドイツと南欧諸国の国債利回り

本項では、ドイツと南欧諸国の国債利回りの推移を確認する。繰り返しになるが、本稿では、単に国債利回りという場合、特に断りがない限りは10年物国債利回りを指すこととする。

図表2は、2005年末から2013年末までのドイツと南欧諸国の国債利回りの推移を示したものである。ドイツ国債の利回りは、2007年の第4四半期以降、低下傾向にある。ただし、2012年の第4四半期から2013年の第4四半期にかけて、ドイツ国債の利回りは一時的に、若干ではあるが上昇している。南欧諸国国債の利回りは、2009年の第4四半期から2011年の第4四半期にかけて、上昇傾向にある。特に、ギリシャ国債及びポルトガル国債の利回りは、同期間中、急上昇している。その後、南欧諸国国債の利回りは、2011年の第4四半期以降は低下傾向にあり、南欧諸国国債の利回りとドイツ国債利回りのスプレッドは縮小している。

欧州債務危機以降、南欧諸国国債が売られ、ドイツ国債が買われるという、いわゆる「質への逃避」が生じたことは先に述べた。2011年末以降、南欧諸国国債の利回りは低下している。この理由は、ドラギECB（欧州中央銀行）総裁による「ECB（欧州中央銀行）はその責務の範囲内で、ユーロ存続のために必要ないかなる措置をも取る用意がある」という趣旨の発言があったためである。いわゆる「ドラギ・マジック」と呼ばれるものである。

ドラギ・マジック後に南欧諸国国債の利回りが低位で安定したことを受け、南欧諸国の国債発行状況にも変化がみられるようになった。2014年に入り、アイルランドが国債発行を再開するとの報道がなされた。また、2014年4月には、ギリシャが4年ぶりに国債（5年債、30億ユーロ）を発

行（入札のみではなく、シ団を含む）するとの報道がなされるに至った<sup>17)</sup>。

2014年6月、ECB（欧州中央銀行）は中央銀行預金金利を引き下げ、マイナス0.1%とする政策を導入した。2014年8月現在、南欧諸国の国債利回りは低下傾向にあり、10年物ドイツ国債の利回りは1%を割っている。

### 3-3 ECB（欧州中央銀行）が保有する国債

本項では、ECB（欧州中央銀行）による南欧諸国国債の保有状況を確認する。

「量的・質的金融緩和」政策の採用以降、日本の国債保有構造における中央銀行の割合が高いことが指摘されている。ヨーロッパについても、日本と同様に、ECB（欧州中央銀行）が制限付きで南欧諸国の国債を買い入れているという事実がある。SMP（Securities Markets Programme）と呼ばれる政策であり、この政策によって、ECB（欧州中央銀行）が保有する南欧諸国の国債が増加していることが指摘されている。

2010年5月にSMPを開始して以降、ECB（欧州中央銀行）はSMPに基づいて購入した国債の残高を公表していたが、SMPに基づいて購入した国債の内訳までは公表していなかった（ただし、2010年はギリシャ国債が、2011年はスペインとイタリア国債が買い取りの中心だったと推測することはできた）。したがって、ECB（欧州中央銀行）が南欧諸国の国債のうちどの国の国債をどれだけ保有しているのかということを正確に把握することはできなかった。しかしながら、2013年2月21日、ECB（欧州中央銀行）は、SMPに基づく国債保有状況を初めて公表するに至った<sup>18)</sup>。

図表3は、ECB（欧州中央銀行）がSMPに基づいて保有している南欧諸国国債の内訳を示したものである。ECB（欧州中央銀行）が公表するSMPに基づく国債保有状況のデータと各国中央銀行が公表する各国国債に関するデータから、2012年末時点における①南欧諸国各国国債残高、②

17) [http://www.nikkei.com/article/DGXNASGM1002Z\\_Q4A410C1FF2000/](http://www.nikkei.com/article/DGXNASGM1002Z_Q4A410C1FF2000/)

18) [http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2013/html/pr130221\\_1.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2013/html/pr130221_1.en.html)

勝田：ドイツと南欧諸国の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合と国債利回りへの影響  
SMPが保有する南欧諸国各国国債の残高，③南欧諸国各国国債残高に占めるSMP保有割合，④南欧諸国各国国債の非居住者（外国人）保有残高，⑤南欧諸国各国国債の非居住者（外国人）保有割合，⑥南欧諸国各国国債の非居住者（外国人）保有残高に占めるSMP保有割合，の6つを算出することができる。

筆者が算出したデータから，2つのことが明らかとなった。1つは，2012年末時点において，ECB（欧州中央銀行）はSMPに基づき，ギリシャ国債の35.5%，ポルトガル国債の17.4%，アイルランド国債の15.1%，スペイン国債の7.1%，イタリア国債の6.0%，を保有していることである。もう1つは，同じく2012年末時点において，ギリシャ国債を保有する非居住者（外国人）のうちの58.1%が，ポルトガル国債を保有する非居住者（外国人）のうちの33.3%が，アイルランド国債を保有する非居住者（外国人）の21.4%が，スペイン国債を保有する非居住者（外国人）の19.5%が，イタリア国債を保有する非居住者（外国人）の14.9%が，SMP保有分であるということである。

中央銀行が国債を保有する場合，日本では居住者（国内投資家）によって国債が保有されているということになる。一方，ユーロ圏では，ECB（欧州中央銀行）がユーロ圏諸国の国債を保有する場合，非居住者（外国人）によって国債が保有されているということになる。すなわち，南欧諸国の国債保有構造における非居住者（外国人）には，ECB（欧州中央銀行）等の公的な非居住者（外国人）が含まれる。このような特徴は，他国の国債保有構造にはみられず，ユーロ圏に独特な特徴である。

### 3-4 ドイツと南欧諸国の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合と国債利回り

本項では，ドイツと南欧諸国の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合と国債利回りとの関係を確認する。図表 4-1から図表 4-6は，ドイツと南欧諸国の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合と長期金

利の推移を示したものである。

図表 4-1から、ドイツにおいては、2005年12月から2007年12月の間に一旦長期金利は上昇しているが、その時期を除けば、趨勢的には、国債保有構造における非居住者（外国人）の割合が上昇すると長期金利は低下する関係にあるということが確認できる。一方、図表 4-2から図表 4-6で、南欧諸国においては、国債保有構造における非居住者（外国人）の割合が低下すると長期金利は上昇する関係にあるということが確認できる。南欧諸国の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合と長期金利について、もう少し詳しくみておこう。

図表 4-2は、イタリアの国債保有構造における非居住者（外国人）の割合と長期金利の推移を示したものである。イタリアにおいては、2002年12月から2005年12月の間、国債保有構造における非居住者（外国人）の割合が上昇し、長期金利は低下している。そして、2005年12月から2008年12月の間は、国債保有構造における非居住者（外国人）の割合が低下傾向をみせる中、長期金利は上昇している。その後、2008年12月から2010年12月にかけて、国債保有構造における非居住者（外国人）の割合が若干の上昇傾向をみせる中、長期金利は低下している。2010年12月以降は、欧州債務危機の顕在化による国債保有構造における非居住者（外国人）の割合の低下と長期金利の急上昇及びドラギ・マジックによる長期金利の沈静化が如実に表れている。

ところで、前項では、ECB（欧州中央銀行）の SMP に基づく南欧諸国国債の保有について、「2011年はスペインとイタリア国債が買い取りの中心だったと推測することはできた」と述べた。図表 4-2から、2010年12月以降、イタリアの国債保有構造における非居住者（外国人）の割合は上昇しておらず、逆に低下していることが読み取れる。ここから考えられる可能性は2つある。

1つは、先の推測、すなわち、2011年における ECB（欧州中央銀行）の SMP に基づく国債買い取りの中心がイタリア国債であったという推測が間

勝田：ドイツと南欧諸国の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合と国債利回りへの影響  
違っていたという可能性である。前項でも述べたように、ユーロ圏においては、国債保有構造における非居住者（外国人）に ECB（欧州中央銀行）等の公的な非居住者（外国人）が含まれる。よって、先の推測が正しかったとするならば、2010年12月以降のイタリアの国債保有構造における非居住者（外国人）の割合は上昇していなければならない。しかしながら、図表 4-2からそのような事実は確認できない。よって、先の推測がまちがっていた可能性が考えられるのである。

もう1つは、先の推測、すなわち、2011年における ECB（欧州中央銀行）の SMP に基づく国債買い取りの中心がイタリア国債であったという推測は間違っておらず、ドイツやフランスを中心とする他のユーロ圏の金融機関など中央銀行以外の非居住者（外国人）が ECB（欧州中央銀行）の SMP に基づく買い取り額以上にイタリア国債の保有を減少させたという可能性である。

イタリアの国債保有構造における非居住者（外国人）の内訳を分析することなくしてこの問いに答えることはできないが、筆者としては後者の見解、すなわち、2011年における ECB（欧州中央銀行）の SMP に基づく国債買い取りの中心がイタリア国債であったという推測は間違っておらず、ドイツやフランスを中心とする他のユーロ圏の金融機関など中央銀行以外の非居住者（外国人）が ECB（欧州中央銀行）の SMP に基づく買い取り額以上にイタリア国債の保有を減少させたと考えるのが妥当であると感じている。この点については、今後、南欧諸国の国債保有構造における非居住者（外国人）の内訳を分析することによって、説得力のある見解を示したいと思う。

図表 4-3は、スペインの国債保有構造における非居住者（外国人）の割合と長期金利の推移を示したものである。スペインの国債保有構造における非居住者（外国人）の割合と長期金利の推移は、イタリアのそれとほぼ同様の動きを示しているように思われる。2001年12月から2005年12月の間、国債保有構造における非居住者（外国人）の割合が上昇し、長期金利は低

下している。そして、2005年12月から2007年12月の間は、国債保有構造における非居住者（外国人）の割合が低下傾向をみせる中、長期金利は上昇している。その後、2007年12月から2009年12月にかけて、国債保有構造における非居住者（外国人）の割合が上昇傾向をみせる中、長期金利は低下している。

2010年12月以降は、2012年12月まで長期金利の上昇とその高止まりがみられる中、非居住者（外国人）の割合は急低下している。ドイツやフランスを中心とする他のユーロ圏の金融機関などの非居住者（外国人）が、長期金利上昇（国債価格下落）の重みに耐えられなくなり、スペイン国債の保有を減少させたと推測される。高止まりがみられたスペインの長期金利は2012年12月以降急低下し、それに伴って非居住者（外国人）の割合は上昇している。スペイン国債市場の安定化を受け、非居住者（外国人）がスペイン国債の保有を増加させたとみられる。

ここでも、非居住者（外国人）の内訳が問題となる。可能性としては2つあり、1つはECB（欧州中央銀行）がSMPに基づいてスペイン国債を購入したことの影響が大きい可能性、もう1つはドイツやフランスを中心とする他のユーロ圏の金融機関などがスペイン国債を購入したことの影響が大きい可能性である。現段階において、筆者は後者の可能性のほうが高いと考えている。この点についても、イタリア国債と同様、今後、南欧諸国の国債保有構造における非居住者（外国人）の内訳を分析することによって、説得力のある見解を示したいと思う。

図表 4-4は、ポルトガルの国債保有構造における非居住者（外国人）の割合と長期金利の推移を示したものである。2009年12月以前のポルトガルの国債保有構造における非居住者（外国人）の割合は、イタリア及びスペインのそれと比較して、非常に高い。これは、ポルトガルの国内銀行の規模がイタリア及びスペインと比較して小さく、また国債の保有割合も低いために、居住者の保有割合が低くなっていることが理由である。ポルトガルにおいては、国債保有構造における非居住者（外国人）の割合が高いの



勝田：ドイツと南欧諸国の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合と国債利回りへの影響ではなく、国債保有構造における居住者の割合が低いとみるべきであろう。

傾向に変化がみられ始めたのは、2009年12月以降である。2009年12月から2011年12月にかけて、ポルトガルの長期金利は3.85%から12.23%へと急激に上昇する一方で、非居住者（外国人）の割合は82.0%から60.6%へと急激に低下している。ユーロ圏内外の投資家の資金がポルトガル国債からドイツ国債に流れた、いわゆる「質への逃避」が生じたためと考えられる。これは、図表 4-1でのドイツの国債保有構造における非居住者（外国人）の割合の上昇と長期金利の低下が進んだことと整合的な結果となっている。ポルトガルの長期金利は、その後、2012年12月には7.91%、2013年12月には6.12%まで低下しているが、それでもまだなお非居住者（外国人）の割合は低下し続けている。ポルトガル財政に対する投資家の不安がまだ払拭できていないと言えよう。

非居住者（外国人）に代わって居住者の割合が増加しているが（図表 1-4参照）、ポルトガルの国内銀行がポルトガル国債を購入する資金は、ECB によるオペ、すなわち MRO（Main Refinancing Operation）及び LTRO（Long Term Refinance Operation）によってファイナンスされたとみるのが妥当であろう。

図表 4-5は、アイルランドの国債保有構造における非居住者（外国人）の割合と長期金利の推移を示したものである。アイルランドの国債保有構造における非居住者（外国人）の割合もポルトガルと同様に、イタリア及びスペインのそれと比較して、非常に高い。2007年12月においては、非居住者（外国人）の割合が93.1%となっている。この理由も、ポルトガルと同様に、アイルランドの国内銀行の規模が小さく、また国債の保有割合も低いために、居住者の保有割合が低くなっていることが理由である。アイルランドにおいても、国債保有構造における非居住者（外国人）の割合が高いのではなく、国債保有構造における居住者の割合が低いとみるべきである。

アイルランドでその傾向に変化がみられ始めたのは、ポルトガルのそれ

より 2 年早い, 2007 年 12 月以降である。2007 年 12 月から 2009 年 12 月にかけて, アイルランドの長期金利は緩やかな上昇傾向を示す一方で, 国債保有構造における非居住者 (外国人) の割合は緩やかな低下傾向を示している。2009 年 12 月から 2011 年 12 月にかけて, 長期金利は急上昇するが, 非居住者 (外国人) の割合は緩やかな低下傾向のままである。2011 年 12 月以降, 長期金利が急激に低下する中, 非居住者 (外国人) の割合が急低下している。ポルトガルと同様, アイルランドも非居住者 (外国人) に代わって居住者の割合が増加している (図表 1-5 参照)。

アイルランドの国内銀行部門がアイルランド国債を購入する資金は, ECB (欧州中央銀行) によるオペによってファイナンスされたとみるのが妥当であるが, アイルランドにおいては, アイルランド中央銀行からの融資も考慮に入れる必要がある。

2011 年後半以降, アイルランドの ECB (欧州中央銀行) 資金獲得シェアは低下している。その理由は, アイルランドの国内銀行が, アイルランド中央銀行からの特別融資, すなわち緊急流動性支援 (Emergency Liquidity Assistance) を受けていたからである。ELA とは, 銀行が ECB (欧州中央銀行) に適格担保を提出できないケースにおいて, ECB (欧州中央銀行) 政策理事会の 3 分の 2 の承認を得て, ユーロ圏各国の中央銀行が自国の銀行に供給する緊急の流動性支援のことである<sup>19)</sup>。ユーロ圏レベルで救済不能の銀行を救済するために, 各国の中央銀行が緊急に流動性支援を行っていた。アイルランドにおける ELA の額は, 2010 年末のピーク時には 800 億ユーロに達している<sup>20)</sup>。

図表 4-6 は, ギリシャの国債保有構造における非居住者 (外国人) の割合と長期金利の推移を示したものである。ギリシャの国債保有構造における非居住者 (外国人) の割合は, 基本的には上昇傾向を示しているが,

19) アイルランドの ELA については, 伊豆 [2012] 及び田中 [2014b] を参考にした。

20) 田中 [2014b], 224 - 225 頁

勝田：ドイツと南欧諸国の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合と国債利回りへの影響  
2001年12月から2007年12月にかけて、特に上昇幅が大きい。ギリシャの国債保有構造における非居住者（外国人）の割合は、2001年12月に38.6%だったのが、2003年12月には50.9%、2005年12月には63.5%、2007年12月には74.1%まで上昇している。一方、ギリシャの長期金利は、2005年12月までは顕著な低下傾向がみられる。2005年12月から2009年12月の間は上昇傾向を示しているが、大きな流れでみると、2009年12月までは低下傾向とみてよいであろう。すなわち、ギリシャにおいては、2009年12月までの間、国債保有構造における非居住者（外国人）の割合が上昇する一方で、長期金利は低下しているということが言える。

2009年12月から2011年12月にかけて、ギリシャの長期金利が急上昇する一方で、国債保有構造における非居住者（外国人）の割合が減少している。長期金利の上昇に耐えられなくなった非居住者（外国人）が、ギリシャ国債の処分を余儀なくされたものとみられる。2011年12月以降、ギリシャの長期金利は低下しているが、それでもまだ高い水準であることに変わりはない。2009年12月以降の流れを考えると、ギリシャの国債保有構造における非居住者（外国人）の割合はもっと低下してもよいはずであるが、実際には上昇している。この理由については、本稿の第3節第1項で述べた。

### 3-5 国債保有構造における非居住者（外国人）の割合と長期金利の関係についての弾力性と因果関係

前項では、ユーロ圏の中でも、ドイツと南欧諸国で国債保有構造における非居住者（外国人）の割合と長期金利の関係性が異なることを確認した。国債保有構造における非居住者（外国人）の割合と長期金利の関係については、弾力性と因果関係という2つの問題がある。弾力性の問題とは、国債保有構造における非居住者（外国人）の割合が1%上昇（低下）すると長期金利は何%低下（上昇）するのかという問題である。因果関係の問題とは、どちらがどちらに影響を与えているのか、すなわち、国債保有構造における非居住者（外国人）の割合が上昇（低下）した結果として長期金

利が低下（上昇）したのか、それとも、長期金利が低下（上昇）した結果として国債保有構造における非居住者（外国人）の割合が上昇（低下）したのかという問題である。

Jochen R. Andritzky [2012]<sup>21)</sup> と S. Arslanalp and T. Poghosyan [2014]<sup>22)</sup> は、政府債務における非居住者（外国人）の割合と長期国債利回りの関係を計量的に分析している。政府債務と国債はイコールではないが、各国の政府債務の約80%が国債であるという事実に鑑みると、政府債務における非居住者（外国人）の割合と国債保有構造における非居住者（外国人）の割合を同列に扱っても特に問題は生じないであろう。図表5は、Jochen R. Andritzky [2012] と S. Arslanalp and T. Poghosyan [2014] における計量分析の結果を示している。

Jochen R. Andritzky [2012] の分析では、2000年から2011年の期間において、ユーロ圏7か国（ドイツ、フランス、イタリア、スペイン、ギリシャ、アイルランド、ポルトガル）の政府債務における非居住者（外国人）の割合が1%上昇した際、長期国債利回りは0.0662%低下したという結果が得られている。また、1969年～2011年の期間において、先進20か国（G20）の政府債務における非居住者（外国人）の割合が1%上昇した際、長期国債利回りは0.0317%低下したという結果が得られている。

S. Arslanalp and T. Poghosyan [2014] の分析では、2007年末から2012年末の期間において、先進22か国の政府債務における非居住者（外国人）の割合が1%上昇した際、長期国債利回りは0.08%低下したという結果が得られている。

S. Arslanalp and T. Poghosyan [2014] は、非居住者（外国人）の種類も

---

21) Jochen R. Andritzky, "Government Bonds and Their Investors: What Are the Facts and Do They Matter?", IMF Working Paper, WP/12/158, 2012年6月

22) Serkan Arslanalp and Tigran Poghosyan, "Foreign Investor Flows and Sovereign Bond Yields in Advanced Economies", IMF Working Paper, WP/14/27, 2014年2月

勝田：ドイツと南欧諸国の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合と国債利回りへの影響  
大事な要素で、銀行やヘッジファンド等の私的な非居住者（外国人）と公  
的な非居住者（外国人）で、どちらが長期国債利回りに与える影響が大き  
いかということに言及しており、私的な非居住者（外国人）が長期国債利  
回りに与える影響のほうが公的な非居住者（外国人）が長期国債利回りに  
与える影響よりも少し大きいとしている。

## お わ り に

本稿の目的は、ドイツと南欧諸国の国債保有構造における非居住者（外  
国人）の割合を踏まえ、その増減が当該国の国債利回りに与える影響を検  
討することであった。

本稿では、まず、先行研究について述べた。その上で、本稿の位置付け  
を確認した。次に、ドイツと南欧諸国の国債保有構造をデータ面から検討  
した。具体的には、非居住者（外国人）を中心に、ドイツと南欧諸国の投  
資主体別国債保有残高と保有割合を検討した。また、ドイツと南欧諸国の  
国債保有構造における非居住者（外国人）の割合と長期金利（10年物国債  
利回り）の関係性についても検討した。

本稿で確認できたことは、次の6点である。第1に、ユーロ圏の中でも、  
ドイツと南欧諸国では国債保有構造が異なるということである。第2に、  
ドイツは、国債保有構造における非居住者（外国人）の割合が上昇してい  
る一方で、長期金利は低下しているということである。第3に、ギリシャ  
以外の南欧諸国では、国債保有構造における非居住者（外国人）の割合が  
低下している一方で、長期金利は上昇しているということである。第4に、  
南欧諸国の長期金利は、ドラギ・マジック以降低下しているということであ  
る。第5に、ギリシャ以外の南欧諸国においては、国債保有構造におけ  
る国内銀行の保有割合が上昇しているということである。第6に、ギリ  
シャ国債は、ECB（欧州中央銀行）等の公的な非居住者（外国人）による  
保有割合が上昇しているということである。

残された課題は、少なくとも2つある。

第 1 に、本稿では、ドイツと南欧諸国の国債保有構造における非居住者（外国人）と居住者の割合は確認できたが、非居住者（外国人）の地域別・国別の保有残高及び保有割合を明らかにすることはできなかった。拙稿 [2014b] では、日本の国債保有構造における非居住者（外国人）の地域別・国別の保有残高及び保有割合を把握することで、日本の国債保有構造における非居住者（外国人）の内訳を明らかにした。ドイツと南欧諸国の国債保有構造における非居住者（外国人）の内訳を明らかにし、① ECB（欧州中央銀行）等の公的な非居住者（外国人）の動向とドイツやフランスを中心とする他のユーロ圏の金融機関など中央銀行以外の非居住者（外国人）の動向を比較すること、また、②ドイツと南欧諸国の国債保有構造における非居住者（外国人）の内訳と日本のそれとを比較すること、が今後の研究課題の 1 つである。

第 2 に、本稿の第 3 節第 5 項で国債保有構造における非居住者（外国人）の割合と長期金利の関係についての弾力性と因果関係を検討したが、Jochen R. Andritzky [2012] 及び S. Arslanalp and T. Poghosyan [2014] における計量分析の結果を述べたにとどまっており、筆者自身が各国の中央銀行もしくは各国の国債発行当局から取得したデータに基づいて計量分析を行ったわけではない。国債保有構造における非居住者（外国人）の割合と長期金利の関係についての弾力性と因果関係に対し、筆者が取得したデータを用いて計量分析を行い、Jochen R. Andritzky [2012] 及び S. Arslanalp and T. Poghosyan [2014] の分析結果との整合性を確認することが、筆者のもう 1 つの研究課題である。

## 参 考 文 献

### 【著書】

- 翁 邦雄『金融政策のフロンティア』, 日本評論社, 2013年 1 月  
梅田雅信『超金融緩和のジレンマ』, 東洋経済新報社, 2013年 3 月  
柴崎 健『金融緩和のもとでの国債リスク』, 中央経済社, 2014年 1 月  
代田 純『ユーロと国債デフォルト危機』, 税務経理協会, 2012年 2 月

勝田：ドイツと南欧諸国の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合と国債利回りへの影響

代田 純『ユーロ不安とアベノミクスの限界』，税務経理協会，2014年 5 月

森田長太郎『国債リスク』，東洋経済新報社，2014年 2 月

## 【論文】

伊豆 久「欧州中央銀行における不均衡問題」，『証券経済研究』第78号，日本証券経済研究所，2012年 6 月

勝田佳裕「日本の国債流通市場（現物）における外国人投資家の現状」，『修道商学』第54巻 2 号，広島修道大学，2014年 2 月

勝田佳裕「日本の国債保有構造の現状——非居住者（外国人）を中心に——」，『修道商学』第55巻 1 号，広島修道大学，2014年 9 月

木村秀史「ユーロ危機の構造——域内経常収支不均衡の視点から——」，2013年 8 月

代田 純「ユーロの動向と海外投資家の対日投資」，『証券レビュー』第53巻第12号，日本証券経済研究所，2013年11月

田中素香「ユーロ危機と 2 つの金融資本主義」，『経済学論纂』第54号第 3・4 号合併号，中央大学，2014年 3 月

田中素香「ユーロ危機への欧州中央銀行の対応」，『商学論纂』第55巻第 3 号，中央大学商学研究会，2014年 3 月

中島将隆「変貌する日本の国債保有構造」，『証券経済研究』第65号，日本証券経済研究所，2009年 3 月

西尾圭一郎「投資家保有構造から考える日本国債の安定性」，『証研レポート』No. 1679，日本証券経済研究所（大阪研究所），2013年 8 月

Serkan Arslanalp and Takahiro Tsuda, “Tracking Global Demand for Advanced Economy Sovereign Debt”, IMF Working Paper, WP/12/284, 2012年12月

Jochen R. Andritzky, “Government Bonds and Their Investors: What Are the Facts and Do They Matter?”, IMF Working Paper, WP/12/158, 2012年 6 月

Serkan Arslanalp and Tigran Poghosyan, “Foreign Investor Flows and Sovereign Bond Yields in Advanced Economies”, IMF Working Paper, WP/14/27, 2014年 2 月

## 【その他】

財務省ホームページ <http://www.mof.go.jp/>

財務省理財局『債務管理レポート2013』

「新興国を巡る資金フローと景気動向」，日銀レビュー，日本銀行国際局，2010年 7 月

内閣府「日本経済2011－2012」，2011年12月

内閣府「平成25年度 年次経済財政報告」，2013年 7 月

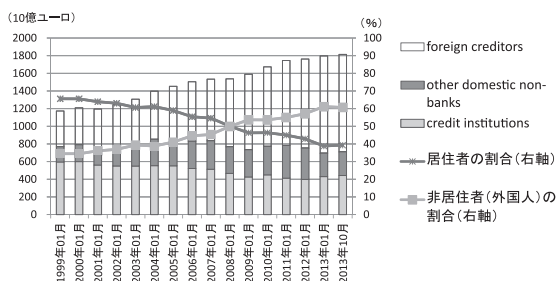
日本経済新聞

日本経済新聞 WEB 版 <http://www.nikkei.com/>

ECB（欧州中央銀行）ホームページ <http://www.ecb.europa.eu/>

Financial Times

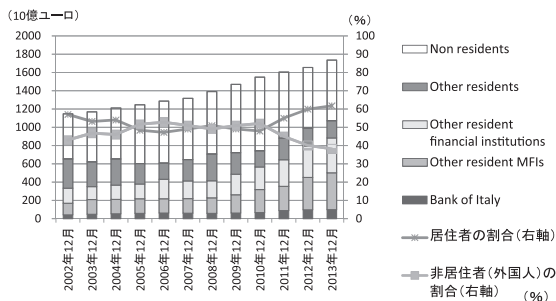
図表 1-1 ドイツの公債保有構造



出所：Deutsche Bundesbank

注：末残

図表 1-2 イタリアの国債保有構造



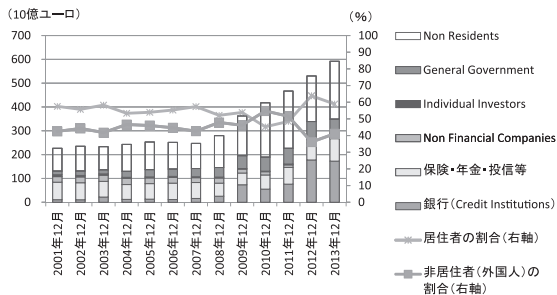
出所：Bank of Italy

注：末残



勝田：ドイツと南欧諸国の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合と国債利回りへの影響

図表 1-3 スペインの国債保有構造

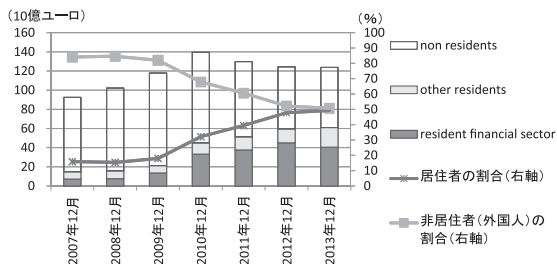


出所：Ministry of Economy and Competitiveness

注：長期国債のみ

注：末残

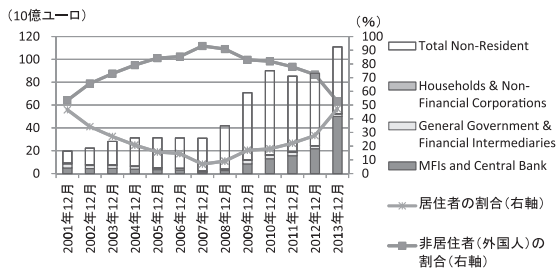
図表 1-4 ポルトガルの国債保有構造



出所：Bank of Portugal

注：末残

図表 1-5 アイルランドの国債保有構造

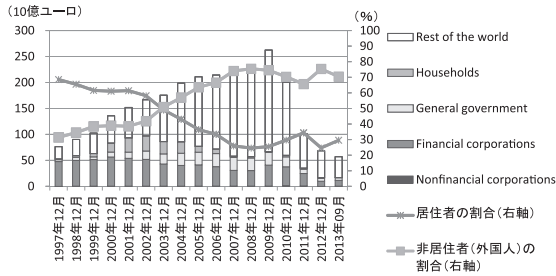


出所：Central Bank of Ireland

注：長期国債のみ

注：末残

図表 1-6 ギリシャの国債保有構造

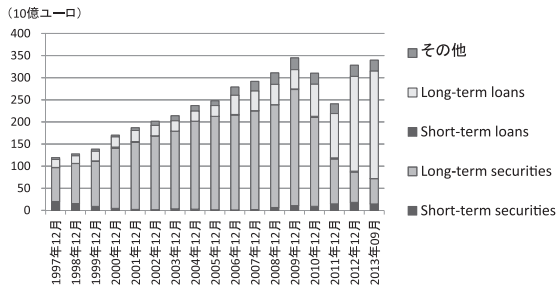


出所：Bank of Greece

注：長期国債のみ

注：末残

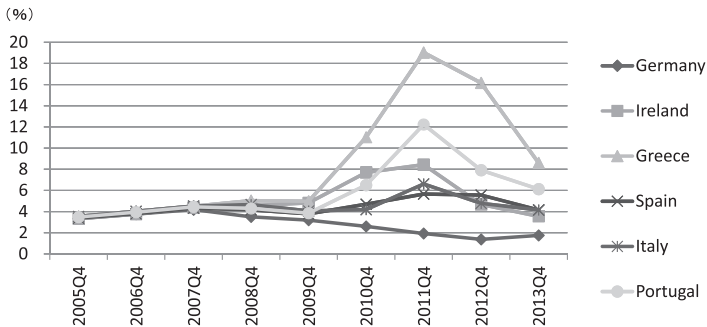
図表 1-7 ギリシャの債務構造



出所：Bank of Greece

注：末残

図表 2 ドイツと南欧諸国の国債利回り



出所：Eurostat (Government bond yields, 10 years' maturity)

勝田：ドイツと南欧諸国の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合と国債利回りへの影響

図表3 ECB（欧州中央銀行）がSMPに基づき保有する南欧諸国国債の内訳

	ギリシャ 国債	ポルトガル 国債	アイルランド 国債	スペイン 国債	イタリア 国債
各国国債残高 (a)	86.7	124.4	90.0	615.0	1655.3
SMPが保有する各 国国債の残高 (b)	30.8	21.6	13.6	43.7	99.0
各国国債残高に占 めるSMP保有割 合 (b)／(a)	35.5%	17.4%	15.1%	7.1%	6.0%
各国国債の非居住 者（外国人）保有 残高 (c)	53.0	64.9	63.5	224.6	666.5
各国国債の非居住 者（外国人）保有 割合 (c)／(a)	61.1%	52.2%	70.5%	36.5%	40.3%
各国国債の非居住 者（外国人）保有 残高に占めるSMP 保有割合 (b)／ (c)	58.1%	33.3%	21.4%	19.5%	14.9%

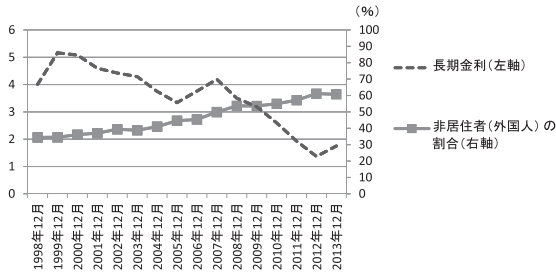
出所：ECB（欧州中央銀行）公表データ及び各国中央銀行公表データから筆者が  
作成

注：全てのデータは2012年末時点のもの

注：国債残高は、短期国債と長期国債の合計

注：残高の単位は10億ユーロ

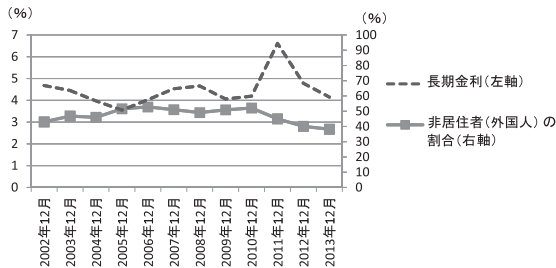
図表 4-1 ドイツの国債保有構造における非居住者（外国人）の割合と長期金利



出所：Deutsche Bundesbank, Eurostat

注：末時点のデータ

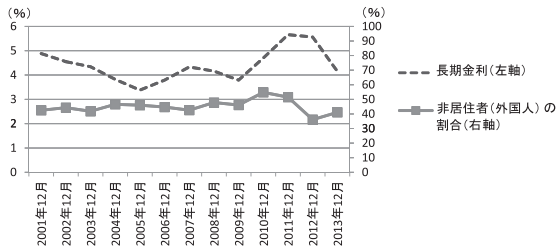
図表 4-2 イタリアの国債保有構造における非居住者（外国人）の割合と長期金利



出所：Bank of Italy, Eurostat

注：末時点のデータ

図表 4-3 スペインの国債保有構造における非居住者（外国人）の割合と長期金利



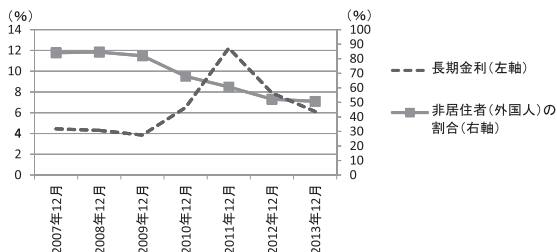
出所：Bank of Spain, Eurostat

注：末時点のデータ

注：長期国債のみ

勝田：ドイツと南欧諸国の国債保有構造における非居住者（外国人）の割合と国債利回りへの影響

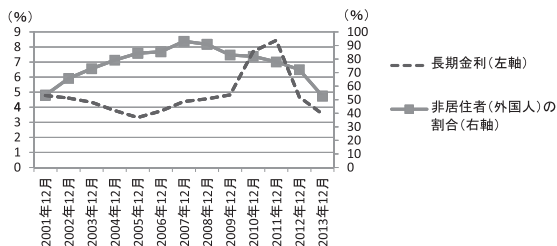
図表 4-4 ポルトガルの国債保有構造における非居住者（外国人）の割合と長期金利



出所：Bank of Portugal, Eurostat

注：末時点のデータ

図表 4-5 アイルランドの国債保有構造における非居住者（外国人）の割合と長期金利

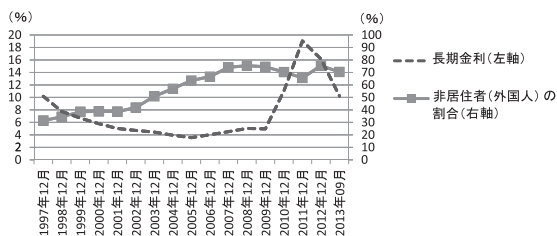


出所：Central Bank of Ireland, Eurostat

注：末時点のデータ

注：長期国債のみ

図表 4-6 ギリシャの国債保有構造における非居住者（外国人）の割合と長期金利



出所：Bank of Greece, Eurostat

注：末時点のデータ

注：長期国債のみ

図表 5 国債（政府債務）保有構造における非居住者（外国人）の割合と長期国債利回りの関係

先行研究	分析対象 期間	分析対象国	政府債務における非居住者（外国人）の割合が 1 % 上昇した際に、長期国債利回りは何 % 低下したか
Jochen R. Andritzky [2012]	2000年～ 2011年	ユーロ圏 7 か国（ドイツ、フランス、イタリア、スペイン、ギリシャ、アイルランド、ポルトガル）	0.0662% 低下
	1969年～ 2011年	先進 20 か国（G20）	0.0317% 低下
S. Arslanalp and T. Poghosyan [2014]	2007年末～ 2012年末	先進 22 か国	0.08% 低下

出所：Jochen R. Andritzky [2012] と S. Arslanalp and T. Poghosyan [2014] から筆者作成。