

MURC Focus

「投資格差」が縮小するドイツとフランス

～ドイツの国際競争力が低下する一方で高まるフランスの存在感

調査部 副主任研究員 土田 陽介

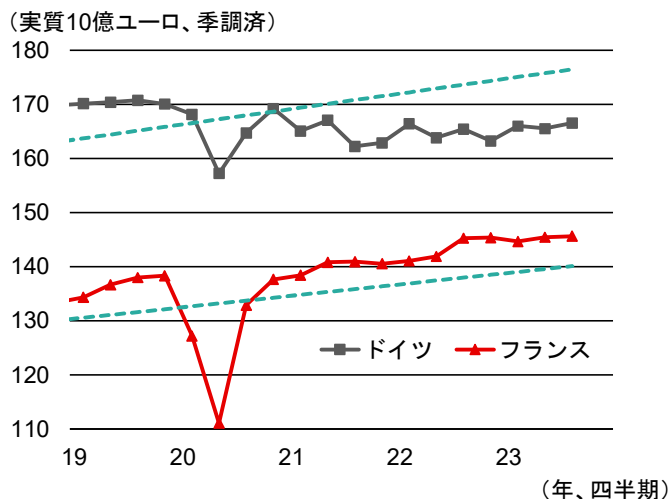
- ドイツの実質固定資産投資は、2022年に生じたロシア発のエネルギーショック以降、過去のトレンドを大きく下回っている。エネルギーコストの増大がその大きな理由とみられる。
- 他方で、ドイツとともに欧州連合(EU)の両翼を成すフランスの固定資産投資は、過去のトレンドを上回って推移している。その結果、両国の間にあった「投資格差」は着実に縮小している。
- 中長期的には、ドイツ経済が埋没する一方で、相対的にフランス経済の存在感が強まることになるのかもしれない。固定資産投資の動きの違いは、その可能性を強く物語っている。

1. ドイツとフランスの「投資格差」が縮小へ

ドイツ経済の低迷は広く知られるところだが、その原因の一つに「投資不足」がある。ドイツの実質固定資産投資は、2022年に生じたロシア発のエネルギーショック以降、過去のトレンド(2010～2021年)を大きく下回っている(図表1)。企業のドイツ経済に対する期待収益率が回復していないことが、ドイツの固定資産投資が低迷している主因と考えられる。

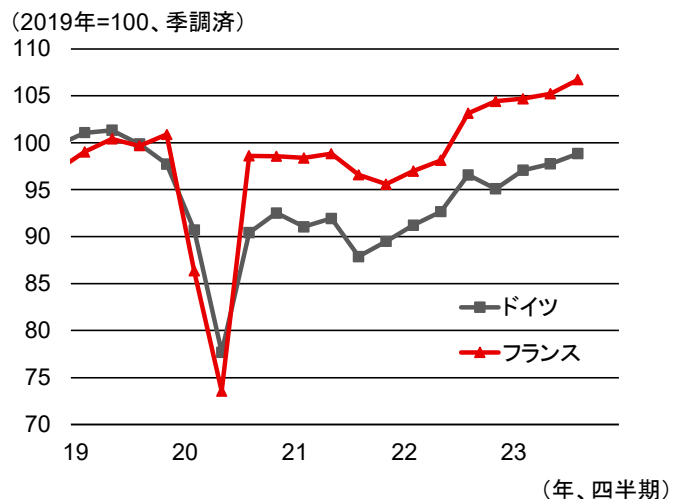
他方で、ドイツとともに欧州連合(EU)の両翼を成すフランスの固定資産投資は、過去のトレンドを上回って推移している。その結果、両国の間にあった「投資格差」(実質価格で測った固定資産投資の水準の差)は着実に縮小し、コロナショック直後の2020年第2四半期の24%から、直近2023年第3四半期には12%へと半減している。このように、両国の固定資産投資の動きは対照的である。

図表1. 実質固定資産投資の比較



(注) 破線は2010年第1四半期から2021年第4四半期までのトレンド。
(出所) 欧州連合統計局(ユーロスタット)

図表2. 実質設備投資の比較



(注) 「機械及び装置、兵器」で代用した。
(出所) ユーロスタット

フランスの首都パリでは、2024年に夏季の五輪が開催される。加えて、パリ首都圏で地下鉄の建設などを伴う大規模な再開発(Grand Paris)も進んでおり、それらが建設投資の増加につながり、固定資産投資を押し上げている側面もあると考えられる。とはいえ、今のフランスでは設備投資も好調とみられるため、建設投資だけで固定資産投資の堅調を説明することは不適切となる。

ところで、欧州連合統計局(ユーロスタット)が公表する国民経済計算(SNA)統計の中には、いわゆる「設備投資」という項目は存在しない。しかし、それに近い項目として「機械及び装置、兵器」があるため、これを「設備投資」と読み替えて、その推移をドイツとフランスで比較する(図表2)。そうすると、ドイツの足踏みをよそに、フランスは順調に回復していることが分かる。

2. エネルギーコストの違いが設備投資の差の大きな要因か

設備投資の規模そのものはドイツの方が引き続き大きいものの、足元の伸びや方向性では、フランスの設備投資の方がドイツよりも順調に増加しており、勢いがある。とはいえ、フランスは「社会主義国」と称されるほど、主要国の中でも政府による産業統制が強い経済として知られる。労働者の権利も手厚く守られており、企業にとっての設備投資環境が良好とは決して言えない。

それでも、企業の期待収益率に差があるため、ドイツよりもフランスの設備投資の方が良好に推移しているのだと考えられる。特にロシアショック以降は、エネルギーコストの違いが企業の期待収益率に大きな影響を与えたと推察される。周知のように、ロシア産天然ガスへの依存度が高かったドイツは、ロシアショックの影響を受けてエネルギーコストが急増した。そしてその負担は、大口需要家である企業に寄ることになった(図表3)。

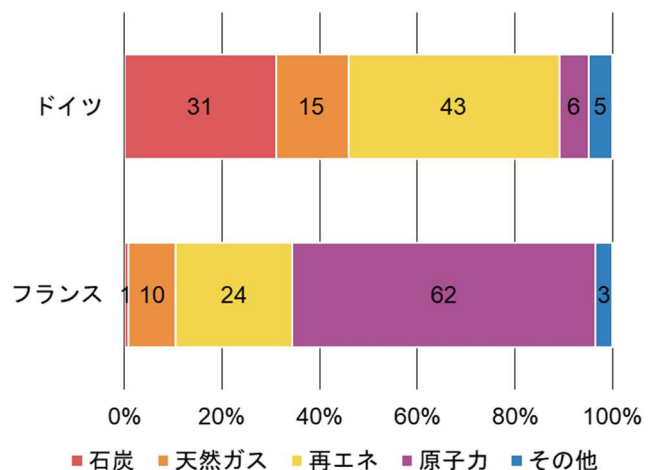
図表3. 電気料金の比較

(単位: ユーロ)

| 国名 年 期 | ドイツ | | フランス | |
|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2021年 下期 | 2023年 前期 | 2021年 下期 | 2023年 前期 |
| 家計部門 | 0.2097 | 0.2599 | 0.1259 | 0.2503 |
| 企業部門(-20MWh) | 0.3028 | 0.3864 | 0.2130 | 0.3122 |
| 同(20-500MWh) | 0.2485 | 0.2997 | 0.1542 | 0.3323 |
| 同(500-2000MWh) | 0.2298 | 0.2691 | 0.1207 | 0.3032 |
| 同(2000-20000MWh) | 0.2077 | 0.2564 | 0.1047 | 0.2642 |
| 同(20000-70000MWh) | 0.1759 | 0.2418 | 0.1012 | 0.1999 |
| 同(70000-150000MWh) | 0.1776 | 0.2173 | 0.1041 | 0.1480 |
| 同(150000-MWh) | 0.1758 | 0.2088 | 0.0892 | 0.1016 |

(出所) ユーロスタット

図表4. 電源構成の比較(2022年)



(出所) ユーロスタット

他方で、フランスのエネルギー政策の基本はあくまで原子力にあるため、ドイツに比べると電力供給は安定を維持できた(図表 4)。さらにフランスの場合、ドイツに比べて、大口需要家である企業に対する値上げも抑制されていた。こうしたエネルギーコストの違いが、企業の期待収益率の差につながり、ひいては設備投資の勢いの差にもつながった可能性が高いと考えられる。

勿論、他の要因も指摘される。例えば、フランスを代表する自動車メーカー・ルノーが電気自動車(EV)シフトに対して積極的なことは、フランスの設備投資を押し上げたと言えるだろう。またフランス政府が起業支援を強めたことも、設備投資の増加につながったかもしれない。とはいえ、ドイツとフランスの設備投資の動きの違いを考えるに当たっては、エネルギーコストの違いが大きな要因になったと考えられる。

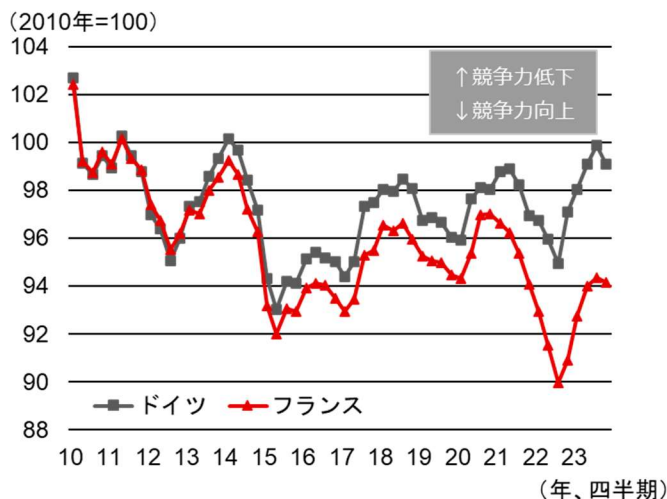
3. 2010 年中頃から低下していた可能性が高いドイツの国際競争力

加えて、ドイツの国際競争力がロシアショックの前から低下しており、それがそもそもの企業の期待収益率の低下につながり、ひいてはドイツで固定資産投資が低迷する要因になっている可能性が指摘できる。

ユーロ導入国それぞれにとっての通貨の実力を示すとともに、ユーロ導入国のそれぞれの国際競争力を表す指標でもある「競争力指数」(単位労働コストで実質化した実効為替レート、2010年=100)の推移を見ると、ドイツとフランスの競争力指数は 2014 年まではほぼ同じであったが、2015 年以降は差が発生しており、近年はその差が拡大していることが分かる(図表 5)。

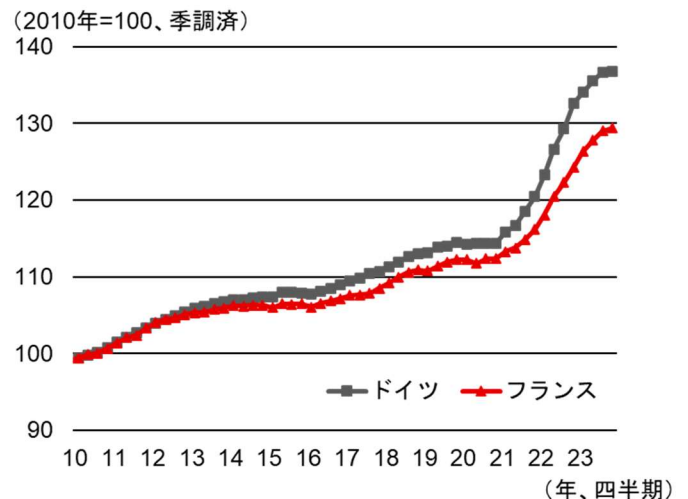
つまり 2015 年以降、ドイツの国際競争力が低下した一方で、フランスは振幅を伴いながらも概ね国際競争力を維持しており、コロナショック以降は相対的に競争力を高めたことが確認できる。こうして見ると、ドイツの国際競争

図表5. 競争力指数の比較



(注) 単位労働コスト(ULC)で実質化した実効為替レートを意味する。
(出所) 欧州中央銀行(ECB)

図表6. 消費者物価指数の比較



(注) TRAMO-SEATS 法で季節調整を施した。
(出所) ユーロスタット

競争力は、確かにロシアショックによって下振れしたが、そもそもコロナショック以前からすでに低下しており、ドイツの固定資産投資にとってのそもそもの重荷になっていた可能性が窺える。

ドイツもフランスもユーロを利用しているため、名目為替レートに違いはないことから、実質為替レートの動きに違いをもたらした要因はインフレとなる。2010 年を 100 とする指数で両国の消費者物価の水準を比較すると、やはり 2015 年頃から乖離が目立つようになる(図表 6)。2015 年といえば、欧州中銀(ECB)が資産購入プログラムという大規模金融緩和を実施した年である。

この資産購入プログラムの下で最も買われたユーロ圏の国債はドイツ国債だったため、ドイツには他のユーロ導入国よりも強い緩和効果が生じ、それが同国の 2015 年以降のインフレ加速につながった可能性が指摘される。現にドイツ連銀の高官も、ECB の大規模金融緩和策は景気が低迷している国に配慮して行われたため、ドイツには緩和効果が強過ぎ、同国の高インフレと不動産バブルを招いていると ECB を批判していた。

ところで、この競争力指数だが、ユーロ導入国それぞれにとっての国際競争力を図る上で重要な指標であるとはいえ、あくまで為替レートと物価(単位労働コスト)という観点から競争力を評価したものに過ぎない。一方で、競争力指数の動きと歩調を合わせるように、ドイツ経済にとって逆風となる事案が、2010 年代中頃から多発していた。そうした事実も、ドイツの競争力が 2010 年代中頃から低下していたことを示唆している。

例えば、2015 年に発覚したディーゼルゲート(フォルクスワーゲン社を中心とする排ガス不正問題)は、その代表的な事案である。この問題を受けて、ドイツ経済にとっての中核産業である自動車工業は不調に陥った。加えて、EU による電気自動車(EV)シフトの影響から、ドイツの自動車工業は大規模な事業リストラを強いられた。自動車工業の不調は、ドイツ経済の国際競争力の低下につながったと考えられる。

またこの時期には、ドイツの主要な輸出先である米中でも、ドイツ企業に対する逆風が徐々に強まっていた。米国では、シェール革命でエネルギーコストが低下したことを受けて製造業の競争力が改善したため、米国への輸出ではなく米国での生産を強化するドイツ企業が増え始めていた。また中国では、民族系メーカーによる生産が増えたため、自動車に代表されるドイツ製品は、かつてほどの高い市場シェアを確保しにくくなっていた。

こう整理すると、金融緩和やインフレの問題もさることながら、実際にドイツ経済にとって逆風となる事案も多く発生していたため、ドイツの国際競争力は 2010 年代中頃から実際に低下しており、そのことが同国の固定資産投資にとってのそもそもの重荷になっていた可能性が窺える。

4. 高まるフランス経済の存在感

EU の両翼を成すドイツとフランスだが、これまではドイツが経済の中心である一方で、フランスは政治の中心であるという性格が強かった。他方で、コロナショックとロシアショックを経て、ドイツの固定資産投資が著しく停滞する一方で、フランスの固定資産投資は着実に増加するようになっている。こうした事実は、それまで EU において両国が担ってきた性格が変わりつつあることを示唆している。

ドイツの固定資産投資の低迷につながっているエネルギーコスト、特に電力コストの問題は容易に改善しないだろう。頼みの綱だったガス火力発電は、安価なロシア産天然ガスが利用できなくなったため、高価な液化天然ガス(LNG)に頼らざるを得なくなった。石炭火力発電を増やすことも容易ではなく、また原発も稼働を停止したため、ドイツは出力が不安定な再エネ発電への依存度を高めることになっている。

こうした状況であれば、企業はドイツでの投資に慎重となり続ける。また物価そのものも高止まりが見込まれるため、そうした面からもドイツの国際競争力は改善が期待しにくい。他方で、フランスの電力事情はまだ安定している。既存の原発は設備の老朽化が進んでいるものの、今後は新型の原発へと段階的に更新される予定である。その結果、原発の発電効率も上がり、電力コストも低下すると期待される。

したがって、今後も企業にとって投資しやすい環境を持つ国は、ドイツよりフランスなのだと考えられる。このように、ドイツとフランスの経済的な存在感には、変化が見られている。中長期的には、ドイツ経済が埋没する一方で、相対的にフランス経済の存在感が強まることになるのかもしれない。固定資産投資の動きの違いは、その可能性を強く物語っている。

なお国際通貨基金(IMF)は、最新 2024 年 1 月の『世界経済見通し』で、ドイツの 2024 年の実質経済成長率が 0.5%増になると予測した。2023 年は 0.3%減だったため、同年からの 2 年間は実質的にゼロ成長ということになる。一方で、フランスの 2024 年の成長率は 1.0%増と、2023 年(0.8%増)から持ち直す見通しを示した。足元の経済成長率に関する外部の評価も、ドイツよりフランスの方が勝っている。

— ご利用に際して —

- 本資料は、執筆時点で信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一的な見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客さまの決定、行為、およびその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱 UFJ リサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。