

経済レポート

ドイツ経済の過剰貯蓄問題

～ 内需拡大よりも好ましい資本輸出 ～

調査部 研究員 土田 陽介

ドイツ経済の貯蓄投資(IS)バランスを見ると、その貯蓄超過幅は年々拡大している。

過剰貯蓄問題の背景には投資、特に企業による設備投資の不足がある。企業の設備投資意欲が中々高まらない最大の要因は、製造業を中心に国外展開が進んだことにあると考えられる。EU拡大に伴い、ドイツ企業は、成長市場の獲得と生産拠点の構築を目的に南欧や中東欧に積極的に進出したという経緯がある。さらに中国やインドなど有力新興国にも進出し、いわゆる「地産地消」の観点から生産拠点を拡大していった。

ドイツの過剰貯蓄は国外に輸出されており、足元の規模は金融危機前に比べれば少ないものの、徐々に復調している。また過剰貯蓄の大半は、一貫して欧州向けに輸出されている。欧州ではドイツから南欧や中東欧に資本が輸出されて、その経済成長に貢献するとともに、そのリターンをドイツが得るという資金循環構造が成立しており、資本自由化の成功例として高く評価されたこともある。

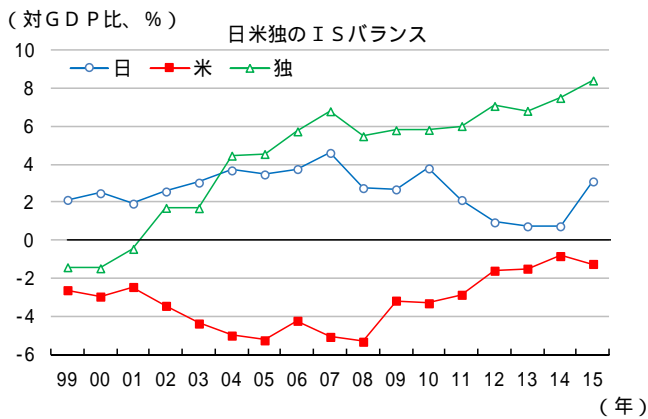
国内の投資拡大は、そのタイミングによって影響が異なってくる。与党CDU/CSUは9月の総選挙で勝利が予想されており、公約通りの経済対策が実施される公算が大きい。そのため、ドイツのISバランスの貯蓄超過幅は相応に縮小するだろう。ここで問題となるのが、景気が加速を通り越して過熱するリスクが高まるということである。ドイツ景気が過熱しその後の調整が深刻化すれば、欧州景気に強い悪影響が及ぶことになる。

ドイツ企業のサプライチェーンが南欧や中東欧を中心にグローバルに展開している中で、投資はドイツ国内だけの要因だけでは決定されない。したがって、ドイツ国内で投資の増加を促そうとしても自ずと限界がある。経済対策で国内の内需拡大を目指すよりも、南欧や中東欧の内需拡大を容認し、ドイツ企業による投資を促した方が、欧州経済全体の成長にも貢献しよう。

1. 貯蓄超過体質が強まるドイツ経済

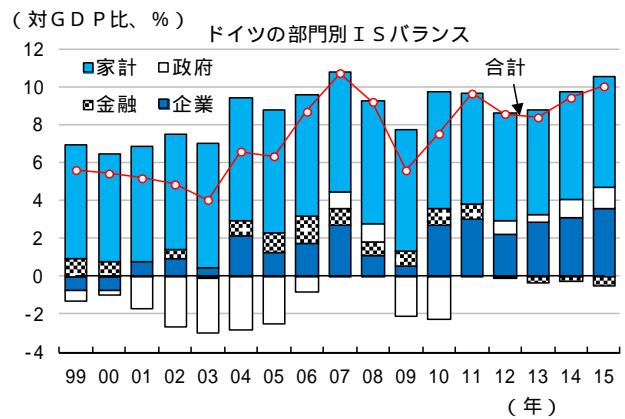
ドイツ経済の貯蓄投資（IS）バランスを見ると、その貯蓄超過幅は年々拡大している。図表1を見ると分かるように、ドイツのISバランスの貯蓄超過幅は15年に対GDP比で8%を超えるに至った。また図表2で制度部門ごとにISバランスを見ると、家計部門が一貫して貯蓄超過であるのに加えて、企業部門と政府部門も貯蓄超過を増やしている。一般的に貯蓄不足主体である企業部門が貯蓄超過主体に転じるとともに、その体質を強めていることが、経済全体でISバランスの貯蓄超過体質が強まる結果をもたらしている（過剰貯蓄問題）。

図表1. 強まるドイツの貯蓄超過体質



(出所) OECD Data, Net lending/borrowing by sector

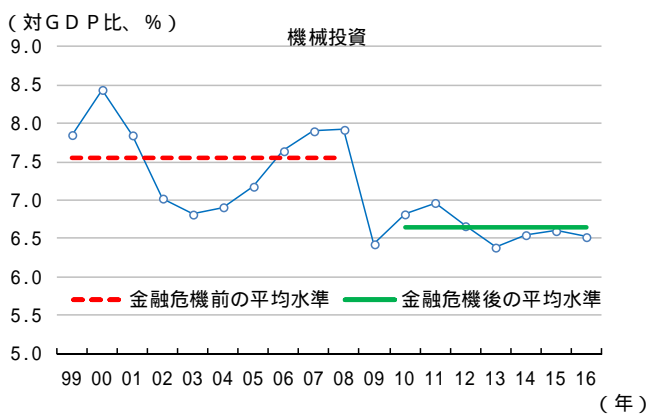
図表2. 企業部門の貯蓄超過体質が強まる



(注) 名目ベース
(出所) ドイツ連邦統計局

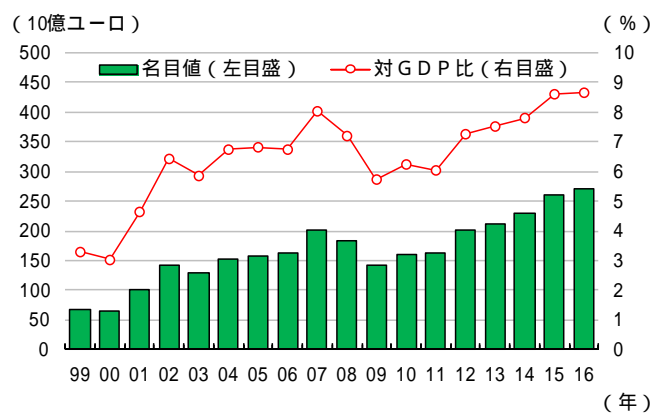
ドイツの過剰貯蓄に対する否定的な見解は大別して2つある。1つが、企業部門が慢性的な投資不足状態にあるため、将来的な潜在成長率が低下するという懸念である。この立場に立つ国際通貨基金（IMF）は、17年5月15日付の『4条協議終了に当たっての声明』の中で、ドイツに対して投資の促進を提言している。実際に、図表3で示したドイツの機械投資比率（GDPに占める機械投資の割合）は08年に生じた金融危機後に下振れしており、設備投資が手控えられていることが確認できる。

図表3. 手控えられる設備投資



(出所) ドイツ連邦統計局

図表4. 増加するドイツの貿易黒字



(出所) 国際通貨基金（IMF）

もう1つが、ドイツの過剰貯蓄は近隣窮乏化（自国の経済状態を改善させるために他国の経済状態を悪化させるような経済政策、具体的には為替安誘導による輸出増加策など）の結果であるという批判である。その代表的な論者は米国のトランプ大統領に他ならない。ISバランスはその概念上、経常収支（貿易収支）と一致するが、図表4にあるように、ドイツの貿易黒字は年々増加している。トランプ大統領はドイツの過剰貯蓄が米国の犠牲の上に成り立つものであり、不当だと批判しているわけである。

トランプ大統領の批判はともかく、過剰貯蓄に伴い投資の機会損失が生じることは望ましいことではない。9月24日の総選挙で圧勝が予想されている与党キリスト教民主同盟（CDU）とキリスト教社会同盟（CSU）は政権公約（マニフェスト）の中で減税や公共投資（住宅、通信など）を中心とする経済対策の実施を謳い、投資の拡大に努めようとしている。一方で、現状のドイツの景気サイクルを考慮すれば、国内で投資を増やすことも賢明な選択とも言えない。以下で考えていきたい。

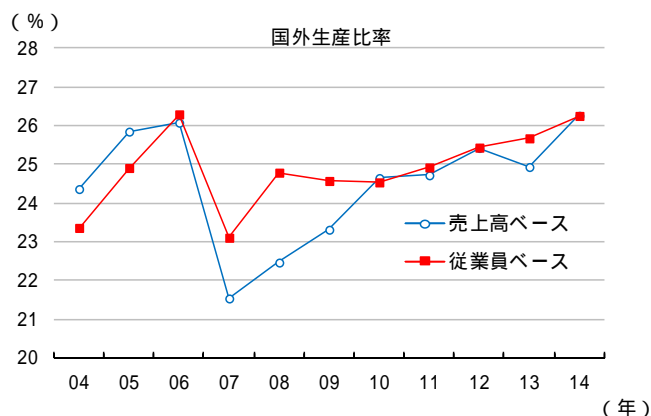
2. 投資率低下の背景にある製造業の国外展開

過剰貯蓄問題の背景には投資、特に企業による設備投資の不足がある。I f O 経済研究所が公表した7月の業況指数が3ヶ月連続で過去最高水準を更新するなど、ドイツ企業の景況感は製造業を中心に良好である。にもかかわらず、ドイツ企業の設備投資意欲が中々高まらないのは一体何故だろうか。

いくつかの仮説が考えられるが、大きな要因として、ドイツでも日本と同様に、製造業の国外展開が進んだことがあると考えられる。図表5は、製造業の国外生産比率の推移を見たものである。同比率の水準は金融危機後に売上高と従業員の両ベースで下振れしたものの、その後は上昇基調で推移している。資料上の制約から国外生産比率は14年までの動きしか確認できなかったが、対外直接投資（FDI）の流出額が均して見ると高止まりしていることなどから、15年以降も国外展開のトレンドは続いていると判断される。

2000年代に入り本格化したEU拡大に伴い、ドイツ企業は、成長市場の獲得と生産拠点の構築を目的に、南欧諸国や中東欧諸国へ積極的に進出した経緯がある。さらにドイツ企業は、中国やインドなど有力新興国にも進出して、いわゆる「地産地消」の観点から生産拠点を拡大していった。つまりドイツ製造業のサプライチェーンは南欧や中東欧をはじめ世界各地に広がっており、ドイツからの輸出もまた現地での消費財生産を目的とした資本財や中間財などが主となっている（図表6）。

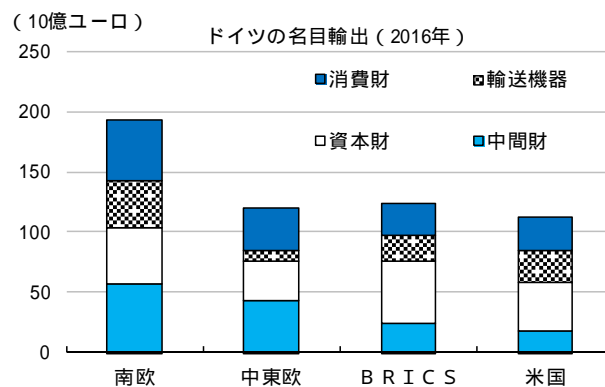
図表5．進むドイツ企業の国外進出



(注) 国外現地法人の売上高（従業員）が国内法人と国外法人の売上高（従業員）の合計に占める割合で作成

(出所) Eurostat database, Outward FATS等から作成

図表6．輸出は資本財や中間財が中心



(注) 南欧はフランス、イタリア、スペイン、ギリシャ、ポルトガル、中東欧はEU28ヶ国に加盟済みの10ヶ国

(出所) Eurostat database

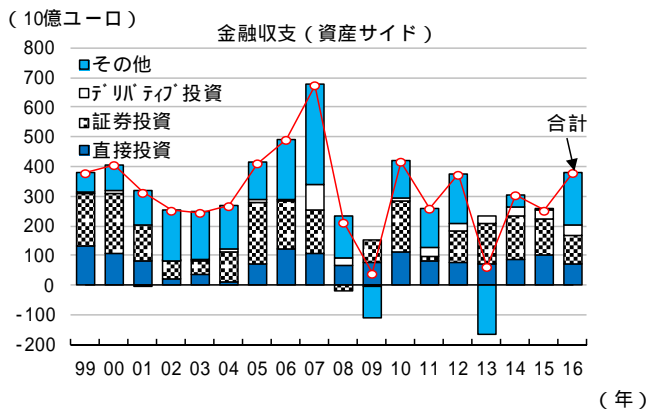
CDU/CSUが公約通りの経済対策を実施した場合、国内の設備投資もある程度増加すると見込まれる。だが製造業のサプライチェーンのあり方を考慮すれば、資本ストックの積み増しにつながる新規投資が急増するとは考え難く、国内の設備投資の中心は更新投資になると予想される。仮に新規投資が増えるとしても、生産工程（機械投資）よりも研究開発工程（知財投資）向けが優先されるだろう。また機械投資が増えるとしても、ドイツの輸出の大半を占める中間財や資本財向けが主となり、消費財向けは限定的と考えられる。

3. 欧州に輸出されるドイツの過剰貯蓄

ドイツの過剰貯蓄の多くは対外投資という形で国外に輸出され、その収益還流で投資の機会損失がカバーされている（資本輸出）。ISバランスは経常収支のポジションに一致するため、その対概念である金融収支の動き（図表7）から資本輸出の動向が確認できる。これによると、直近16年における金融収支の取得純額は3790億ユーロと、金融危機前の07年（6750億ユーロ）に比べると低水準であるが、徐々に復調している。また取引別に見ると、証券投資や直接投資が底堅く推移している。

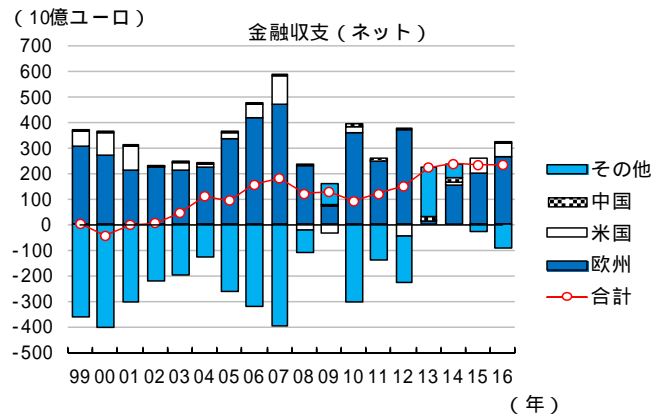
ではドイツの資本はどこに輸出されているのだろうか。資料上の制約からネットベースとなるが、金融収支の動きを取引相手先別に見たものが図表8である。これによると、ドイツの過剰貯蓄の大半が欧州に輸出されていることが分かる。欧州ではドイツから南欧や中東欧に資本が輸出されて、その経済成長に貢献するとともに、そのリターンをドイツが得るといふ資金循環構造が成立しており、資本自由化の成功例として高く評価されたこともある（Abiad *et al.*, 2007; Waysand *et al.*, 2010）。

図表7. 底堅いドイツの資本輸出



(注) BPM 6方式のため、資産の増加はプラスに計上される。
(出所) ドイツ連銀

図表8. 資本の主な輸出先は欧州



(注) BPM 6方式のため、資産の増加はプラスに計上される。
(出所) ドイツ連銀

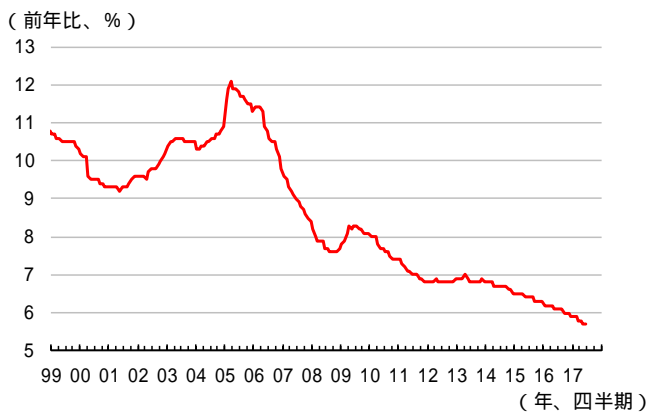
もっとも、足元の欧州向けの超過幅は金融危機前に比べると小さいままである。主な理由は、信用不安を受けて南欧や中東欧の各国が財政健全化に取り組み、資本輸入需要が減少したことにあるとみられる。そうした財政健全化への取り組みはドイツの意向で行われた側面も強く、ドイツの資本輸出の減少は自らが招いた結果であるとも考えることができる。南欧や中東欧に財政健全化を強いる中で、そうした諸国への資本輸出を増やすことは容易でない。ドイツが求めた緊縮は、結果として自らの機会損失を増やす方向にも働いた可能性が高い。

4. 高まる景気過熱リスク

国内の投資拡大は、そのタイミングによって影響が異なってくる。足元のドイツでは、9月に総選挙が予定されている。当初台頭が懸念された極右政党、ドイツのための選択（AfD）や、ライバルである社会民主党（SPD）の支持率が伸び悩む中で、CDU/CSUは次の総選挙でも第一党の座を維持し、メルケル首相が4期目を務める公算が大きい。そのため公約通りの経済対策が実施されることから、ドイツのISバランスの貯蓄超過幅は縮小に向かうと予想される。政府部門の貯蓄超過幅は財政出動がなされる分だけ縮小するし、企業部門の貯蓄超過幅も更新投資の増加を受けて相応に縮小すると見込まれるためである。

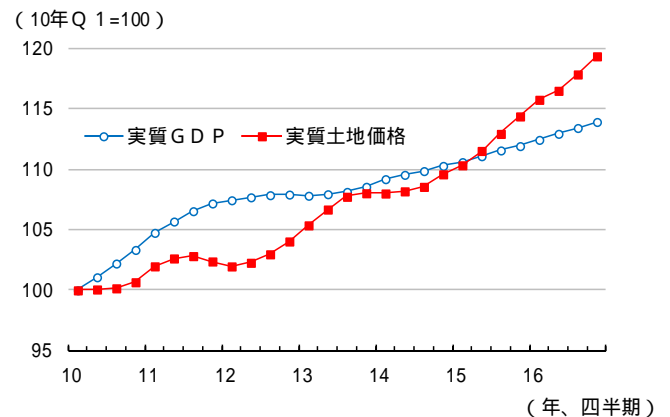
また経済対策が採られる分、ドイツ景気も加速すると考えられる。ここで問題となるのが、景気が加速を乗り越えて過熱するリスクが出てくるということである。現在、ドイツ景気は順調な拡大軌道に乗っており、図表9が示すように失業率は歴史的な低水準で推移している。同時に不動産バブル的な動きも生じており、実質土地価格指数（10年第1四半期=100）の推移（図表10）を見ると、15年中頃に実質GDPの水準を追い抜き、その後も堅調に上昇している。順調な景気の拡大に加えて、移民・難民の流入による人口増が、実需の面から不動産価格の上昇加速を促していると考えられる。加えて、欧州中央銀行（ECB）による強力な低金利政策が建設需要を刺激するとともに、それによりダブついた資金による投機も不動産価格を押し上げているとみられる。

図表9. 失業率は歴史的な低水準



(出所) ドイツ連銀

図表10. 不動産は既にバブル状態



(注1) 4四半期後方移動平均値
 (注2) 実質化はGDPデフレーターで行った
 (出所) ドイツ連銀

さらに特殊な要因として、英国のEU離脱が、金融都市フランクフルトを中心にドイツの不動産バブルをさらに膨張させる可能性も指摘されている。事業拠点の一部ないしは大部分をロンドンからフランクフルトに移転させる金融機関が少なくないとみられるためである。ドイツ銀行は16年11月のレポート (Moebert *et al.*, 2016) の中で、オフィス賃料の18年から20年における年間上昇率は2%を超えるなど市況が強含むと予測している。また住宅価格や家賃相場も、従業員の移転に伴い上昇が加速する模様である。

確かにドイツの長期の経済成長を考えるならば投資の増加は必要だろうが、短期の景気循環や特殊要因を踏まえると投資の拡大は不要であるどころか、むしろ引き締めた方が良い環境にある。にもかかわらず経済対策を実施すれば、景気はやはり過熱することになるだろう。ドイツ景気が過熱すれば、その後の調整が深刻するため、欧州景気に強い悪影響が及ぶことになると警戒される。

5. 内需拡大よりも好ましい資本輸出

ドイツ企業のサプライチェーンが南欧や中東欧を中心にグローバルに展開している中で、投資はドイツ国内だけの要因だけでは決定されない。したがって、ドイツ国内で投資の増加を促そうとしても自ずと限界がある。増して景気過熱が警戒される局面にある現状を踏まえれば、過剰貯蓄を国内で運用（設備投資）してその解消を目指すことは必ずしも賢明な判断とは言えない。それよりも国外で運用（資本輸出）し、そこから運用益を得る方が、本来は望ましい選択と言えるだろう。

そもそも資本取引は、資本を輸入する側の経済にとってもメリットがある。資本を受け入れることによって不足する貯蓄を補い、高成長が実現できるためである。事実、南欧や中東欧はそうした恩恵を得て来たとし、ドイツ企業もリターンを得て来た。近年、ドイツからの資本輸出が十分盛り上がっていない理由に、南欧や中東欧における資本輸入需要の減少があると考えられる。その理由は南欧や中東欧が財政健全化を優先していることにあるとみられるが、それ自体、ドイツの意向が強く働いている。経済対策で国内の内需拡大を目指すよりも、南欧や中東欧の内需拡大を容認し、ドイツ企業による投資を促した方が、欧州経済全体の成長にも貢献しよう。

グローバルな観点に立っても、ドイツによる過剰貯蓄の存在は、資本輸出を通じて世界の貯蓄不足を満たしていると考えられる。トランプ大統領を筆頭に、ドイツの過剰貯蓄を近隣窮乏化として批判する声もあるが、必ずしも的を射ていないと言えよう。

参考文献

- Moebert, Jochen, Lippmann, Martin and Matthias Naumann. (2016) “Crumbs or Pie? How Much Will Frankfurt's Property Market Benefit from BREXIT?”, Deutsche Bank Research, *Germany Monitor*, Nov 28, 2016.
- Abiad, Abdul, Daniel Leigh and Ashoka Mody. (2007) “International Finance and Income Convergence: Europe is Different,” *IMF [International Monetary Fund] Working Paper*, WP/07/64, Washington, D.C.
- Waysand, Claire, Kevin Ross and John de Guzman. (2010) “European Financial Linkages: A New Look at Imbalances,” *IMF Working Paper*, WP/10/295.

- ご利用に際して -

- 本資料は、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様の決定、行為、及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、お客様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。