

## 調査レポート

# ドイツのマネーフローから見たEU経済

ドイツは欧州連合(EU)の盟主的存在であり、その経済もまたEUの中心である。既往の債務問題のなかでもドイツの長期金利は低水準で推移したが、その主な背景には同国の貯蓄超過(経常黒字)体質があるといわれる。本稿の主な問題関心は、そうしたドイツのマネーフロー(国際収支)の観点から、EU経済の構造的な特徴を考察することにある。

1990年代のドイツの経常収支は、東西再統一の影響などから慢性的な赤字であったが、2000年代以降は黒字が続いている。貿易収支や所得収支の黒字幅が拡大したことや、サービス収支の赤字幅が縮小したことがその主な理由である。また経常黒字の大半を、EU域内との経済取引から計上し続けている点でも特徴的である。

他方で資本収支は、経常収支の動きに対をなすかたちで2000年代に入って赤字基調が定着した。資本取引もまた一貫してEU域内向けを中心に行われてきたが、債務問題が悪化する過程で金融機関による貸付が減少する一方で、ドイツの中央銀行であるドイツ連邦銀行によるユーロシステム向け貸付が増加するといった構造的な変化が発生した。

ドイツが貯蓄超過に転じる上で、通貨ユーロの導入(1999年)が果たした役割は非常に大きい。そして、ユーロ導入後のドイツの経常黒字体質(同国以外のEUの国の経常赤字体質)は、EU拡大を受けた経済取引の活発化に伴って発生した役割の分担に過ぎず、ドイツからEU域内に資本が輸出される限りにおいて、経済取引の1つのモデルとして成立するといえよう。

もっとも、そうしたマネーフローは、経常赤字国(つまり重債務国)を中心に国債のデフォルト懸念を広める原因ともなった財政面を中心とする経済政策の不統一のために、内外のショックに対してぜい弱であった。重要なことは、EU経済の活力の証左でもあるマネーフロー上の不均衡の是正を目指すのではなく、あくまでユーロ圏共同債の発行など経済政策の統一を推し進めることであると考えられる。

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部 土田 陽介 ( [chosa-report@murc.jp](mailto:chosa-report@murc.jp) )

〒105-8501 東京都港区虎ノ門5-11-2

TEL : 03-6733-1070

## はじめに

周知の通り、ドイツは欧州連合（EU）の盟主的存在である。既往の債務問題のなかでもドイツの長期金利は低水準で推移したが、その主な背景には同国の貯蓄超過（経常黒字）体質があるといわれる。本稿の主な問題関心は、そうしたドイツのマネーフロー（国際収支）<sup>1</sup>の観点から、EU経済の構造的な特徴を考察することにある。

1990年代のドイツの経常収支は東西再統一（90年10月）の影響などから慢性的な赤字であったが、2000年代以降は黒字が続いている。貿易収支や所得収支の黒字幅が拡大したことや、サービス収支の赤字幅が縮小したことがその主な理由である。また経常黒字の大半をEU域内との取引から計上し続けている点でも特徴的である。

他方でドイツの資本収支は、2000年代に入ると経常収支の動きに対をなすかたちで赤字基調が定着した。資本取引もまた一貫してEU域内向けを中心に行われてきたが、債務問題が悪化する過程で金融機関による貸付が減少する一方で、ドイツ連邦銀行（中央銀行）によるユーロシステム向け貸付が増加するといった構造的な変化が生じた。

ドイツが貯蓄超過に転じる上で、通貨ユーロの導入（1999年）が果たした役割は非常に大きい。そして、ユーロ導入後のドイツの経常黒字体質は、EU拡大を受けた経済取引の活発化に伴って発生した役割の分担に過ぎず、同国からEU域内に資本が輸出される限りにおいて、経済取引の1つのモデルとして成立するといえよう。

反面で、資本輸出の担い手が金融機関から中央銀行にシフトしたことは、そうしたマネーフローのあり方が内外の経済ショックに対してぜい弱であることを浮き彫りにした。そのぜい弱さとは、経常赤字国（つまり重債務国）を中心に国債のデフォルト懸念を広める原因ともなった財政の不統一に他ならない。

今般の債務問題を受けて、EUは域内のインバランス抑制を目指しており、ドイツの経常黒字も縮小を期待されている。とはいえ、問題は不均衡そのものではなく、経常赤字国のデフォルトを連想させ資本逃避を促したEU経済の制度的欠陥、つまりドイツを含めたEUが先送りし続けてきた財政面を中心とする経済政策の不統一にあるといえよう。

本稿の構成は以下の通りである。まず第1節において、90年代以降のドイツの対外経済取引の動きを概観する。続いて経常取引の面から、ドイツの対外経済取引の特徴を検討する（第2節）。さらに資本取引の面からもドイツの経済取引の動向を分析し（第3節）、それらの動きを欧州債務問題の観点から整理しなおし（第4節）、簡単なまとめを行う。

<sup>1</sup> 経常収支の用語等については日本銀行国際収支研究会（2000）を参照した。

## 1 拡大が続くドイツの対外経済取引

ドイツの対外経済取引は経常取引、とりわけ財取引を中心に一貫して拡大が続いている（図表1）。財貿易の対GDP比（貿易依存度）は1993年の35.8%を底に上昇に転じ、2000年代前半には停滞する局面があったものの、08年には75.1%にまで上昇した。リーマンショックを受けて09年には大幅に低下したが、直近12年には81.5%に達している。

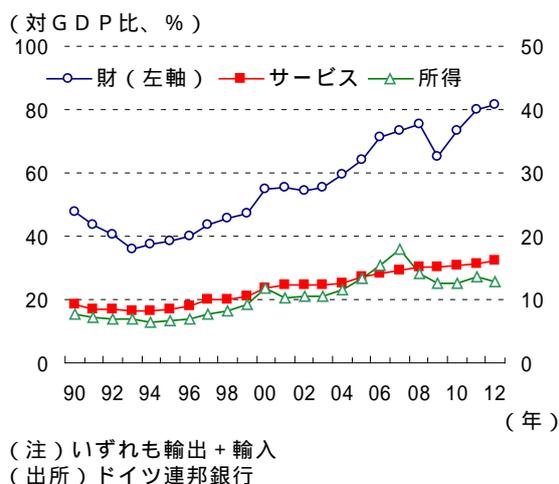
またサービス取引の対GDP比も1994年（8.2%）以降ほぼ一貫して上昇しており、12年には16.1%に達した。一方で所得取引は、07年には名目GDPの18.0%にまで拡大したが、リーマンショック以降は一進一退の展開となっており、12年の水準はGDPの12.8%にまで規模が縮小している。

経常取引の主要な相手は、一貫してEU域内の諸国である。特に90年代末からの経常取引の拡大トレンドは、通貨ユーロの導入（1999年1月）を受けてユーロ圏を中心にその周辺経済（ロシア・中東欧など）まで貿易・サービス取引が拡大したことに伴うものである。また近年は、中国など成長目覚ましい新興国との取引も規模を大きくしている。

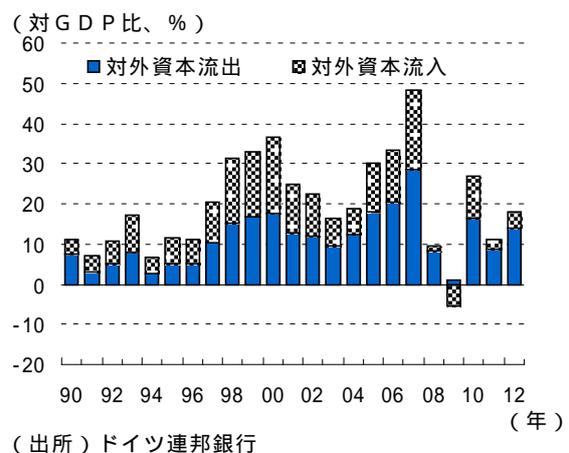
他方でドイツの資本取引の傾向は、3つの局面に分けることができる（図表2）。第一の局面が2000年までにおける上昇トレンドである。この間、資本取引のGDP比は1994年の6.8%から2000年には36.7%にまで上昇した。これは通貨ユーロ導入に伴い、資本取引が流入・流出の表面で活発化したことを反映した動きである。

第二の局面はリーマンショックまでのトレンドである。2000年代前半の資本取引は欧州景気の低迷などを受けて停滞したが、その後中頃にかけて世界的に金融取引が活性化するなかで上昇に転じ、07年にはGDPの48.5%に達した。もっとも、リーマンショックを受けて大きく規模が縮小し<sup>2</sup>、その後も一進一退が続いている。これが第三の局面である。

図表1 財を中心に拡大が続く経常取引



図表2 金融環境に左右される資本取引



<sup>2</sup> 2009年の取引規模はGDP比-4.7%に陥った。対外資本流入がマイナスに計上されるなど、資本取引に大きな混乱が発生したことがうかがえる。

このように、ドイツの対外経済取引は経常取引、とりわけ財取引を中心に拡大が続いている。先に述べように、これはEUにおける経済取引の拡大と深化に伴う動きを反映したものである。他方で資本取引は、時々金融環境に応じてその動態を大きく違えている。以下では、それぞれの取引についてより細かく動きをみていきたい。

## 2 経常取引からみたドイツの対外経済取引

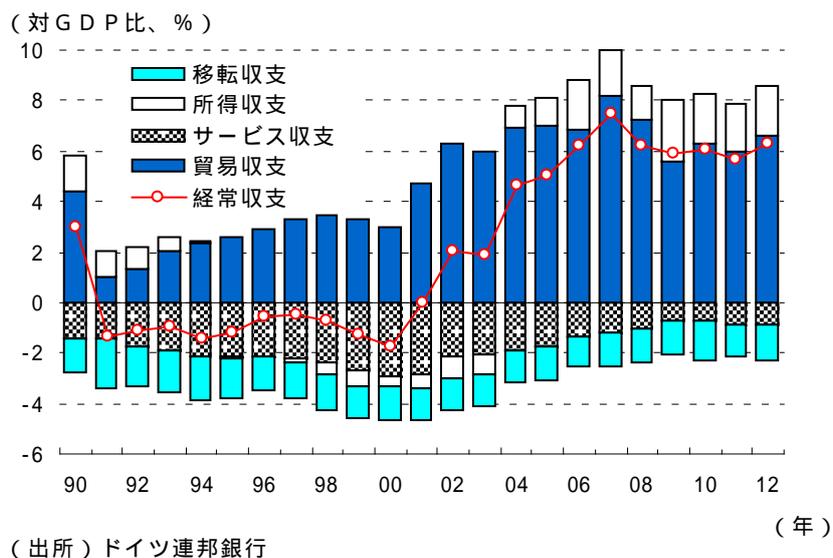
### 2.1 2000年代前半に黒字転換したドイツの経常収支

90年代のドイツの経常収支は、1991年以降一貫して赤字基調で推移した(図表3)。取引別にみると、貿易黒字の減少やサービス赤字の増加がその主な原因であることがわかる。東西ドイツの再統一(90年10月)といった特有の要因や、当時の欧州経済の低迷などが一連の動きにつながった。

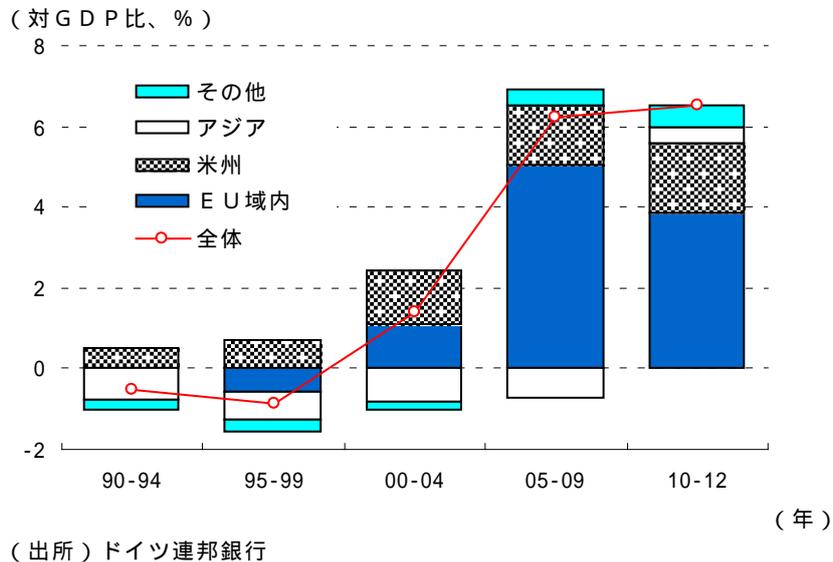
ドイツの東西再統一は、生産性の低い東ドイツ経済を吸収することで(西)ドイツ経済の競争力を低下させた一方、内需の拡大をもたらしたことから、財収支の黒字幅の縮小をまねいた。また当時、高インフレ対策として欧州各国の中央銀行が高金利政策を採用していたため、欧州景気が低迷していたことも、経常収支の赤字を促す方向に働いた。

経常収支が黒字に転じるのは2002年(対GDP比2.0%)のことであり、その後は足元に至るまで黒字が続いている。当初ドイツは、米州(米国・中南米)とEUとの取引から黒字を獲得していたが、近年はEUとの取引がその大半を占めている。加えて、景気回復が先行しているアジア諸国との取引も黒字の獲得に貢献している(図表4)。

図表3 . 2002年以降黒字転換した経常収支



図表4．経常取引の地域別内訳（期間累積ベース）



経常収支が黒字反転した主な背景には、通貨ユーロの導入に伴って貿易黒字が拡大したこと、04年以降投資収支も黒字に転じたこと、サービス収支赤字が趨勢的に縮小していることの3つの要因がある。以下では貿易収支と投資収支の変化について、詳細に検討していくことにしよう<sup>3</sup>。

## 2.2 貿易黒字の拡大を促した通貨ユーロの導入

貿易黒字の拡大を促した最大の推進力は通貨ユーロの導入であったと考えられる。ユーロの導入は、それまで欧州で最も強い通貨（マルク）を有していたドイツに平価切り下げ効果をもたらした（図表5）。為替の減価はある経済的条件（マーシャル＝ラーナー条件）<sup>4</sup>を満たせば貿易収支の改善に貢献するが、ドイツはその条件を満たしていたとみられる。

またユーロの導入は99年であるが、それ以降ユーロは二つの局面に別けてドイツの貿易黒字の確保に貢献したと評価できる。第一の局面は、ユーロ導入以降リーマンショックまでの期間である。この期間ドイツは、EU域内での競争力を高めることに成功し、それがEU域内からの貿易黒字の拡大に貢献した（Deutsche Bundesbank, 2007）。

反面でユーロの導入は、内需は強いものの通貨が弱かったイタリアやスペインなどの欧州諸国に平価切り上げ効果をもたらした。加えて外貨両替手数料も消滅したことから、E

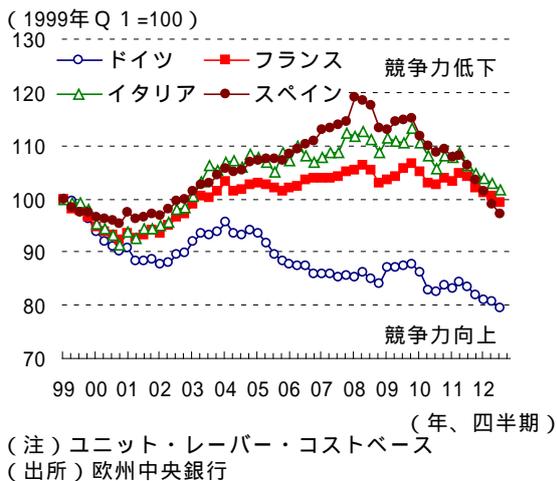
<sup>3</sup> なおサービス赤字の縮小は、仲介貿易黒字のすう勢的な拡大によってもたらされている。

<sup>4</sup> 為替切り下げが貿易収支の改善につながるための条件。具体的には、輸出の価格弾力性と輸入の価格弾力性の合計が1を超える場合、為替の切り下げが貿易収支の改善につながる。

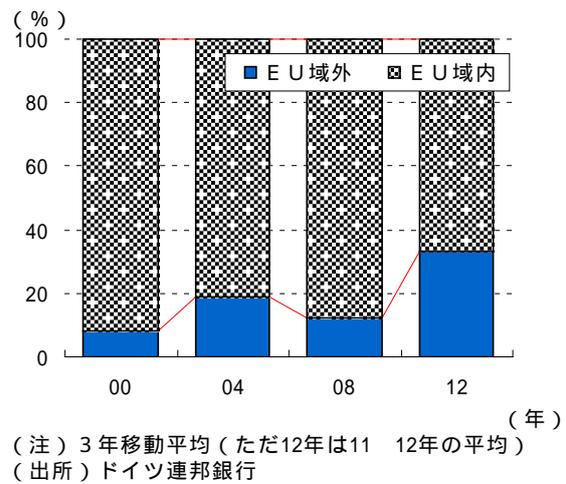
U諸国の内需、つまりドイツにとっては外需を刺激する結果となり、同国の貿易黒字の拡大を促したと評価できよう。

第二の局面は、リーマンショック以降足元に至るまでの局面である。この間の債務問題の悪化に伴って進んだユーロ安が、ドイツの輸出財のEU域外での競争力を高める結果をもたらした。その結果、ドイツは景気回復が先行している米国や新興国などに代表されるEU域外から、貿易黒字を計上することができたと考えられる(図表6)。

図表5 . ドイツの実質実効為替レート



図表6 . 貿易黒字の地域別構成比率



もっとも、後述するように、足元にかけて貿易黒字の計上先が米国やアジアなどにシフトしたことは、経常赤字国を中心とする深刻な景気低迷に伴いEU域内の需要が減退したことを反映した動きでもある。以上の意味で、この変化は好ましい経済現象とは必ずしもいえない側面を有している。

### 2.3 直接投資収益の拡大が促した所得収支黒字

次に所得収支である。所得収支は2004年に黒字(対GDP比0.9%)に復し、それ以降プラス幅は徐々に拡大している(図表7)。取引別には、何よりもまず直接投資(FDI)収益の増加が注目される。FDIの主要な投下先はEU域内(64.6%、2011年末)であることから、収益の大半はEU域内から獲得されたとみられる(図表8)。

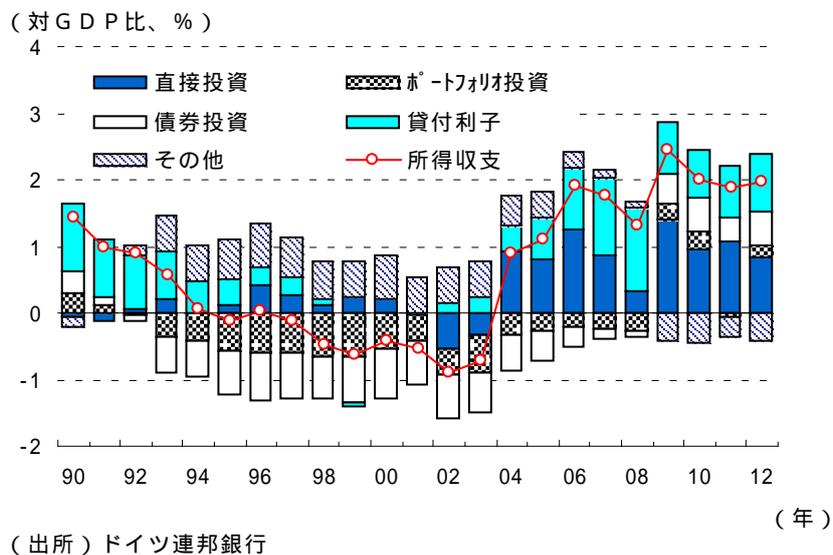
また貸付利子(居住者・非居住者間の貸付・借入に関わる利子や預け金・預かり金に関わる利子)による収入も、2000年代後半以降顕著に増加している。その大半は、ユーロ導入やEUにおける経済取引の拡大・深化に伴って活発化した、金融機関同士の資金貸借取引を受けて計上されたものであると考えられる。

事実、ドイツ連邦銀行(中央銀行)の資料によると、同国の金融機関による銀行間貸出

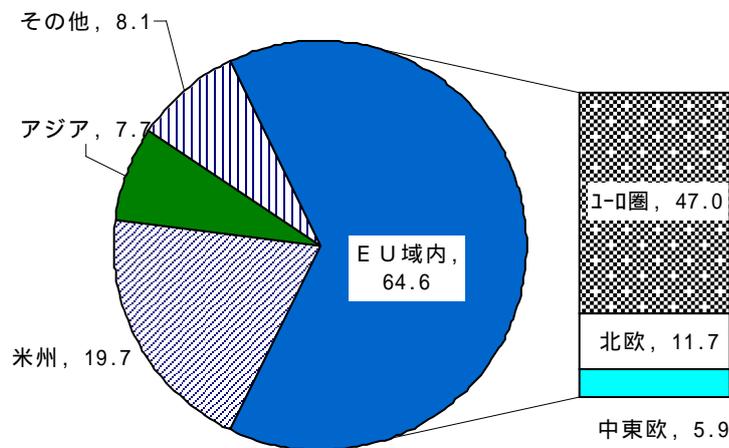
は、ユーロ導入時を基準（99年1月=100）とする指数でみて、最高181.3（2008年10月）まで上昇した。そのけん引役はドイツ国外の金融機関向け貸出であり、同取引の指数は344.8にまで達した。その大半がEU域外の金融機関向けと推察される。

さらに、2008年以降は債券投資から収益を得るようになってきていることも注目される。これは主に、リーマンショックとその後の債務問題の深刻化を受けてドイツの国内金利の水準が低下し、同国の金融機関による証券投資（特に国債に対する投資）から得る収益の受取分が外国投資家に対する収益の支払分を上回ったことに伴う動きと考えられる。

図表7 . 03年以降黒字が続く所得収支



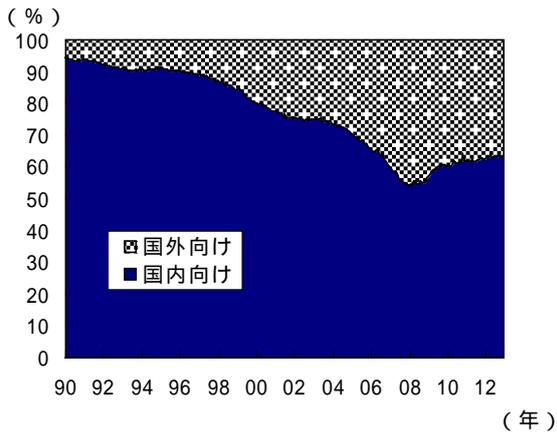
図表8 . FDIの投下先（2011年末）



(注1) ストックベース  
 (注2) 北欧は英国、スウェーデン、デンマーク  
 (出所) ドイツ連邦銀行

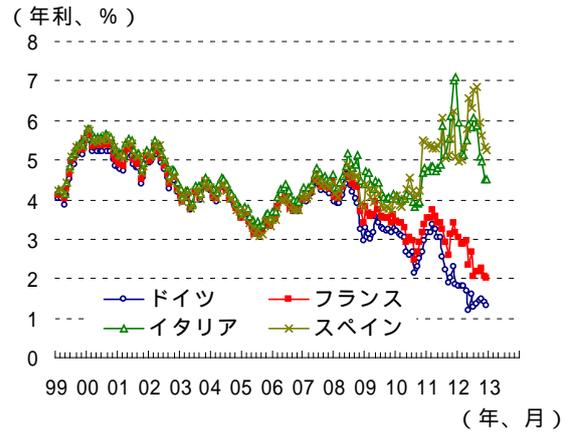
実際ドイツの金融機関は、リーマンショックまで国外証券の保有比率を高めてきた（図表9）。こうしたなかで、債務問題の深刻化を受けてドイツの長期債利回りが低下し、一方で経常赤字国を中心に金利が上昇したことは、外国投資家に対する利子支払を減少させネットでの受取収益を拡大させる方向に働いたとみられる（図表10）。

図表9．銀行の保有する証券資産の構成比



（出所）ドイツ連邦銀行

図表10．10年物流通国債利回りの推移



（出所）Bloomberg

## 2.4 EU拡大の動きの中で生まれたドイツの貯蓄超過体質

以上、90年代から足元に至るまでのドイツの経常収支の変遷を確認した。同国の経常収支は2000年代初めに黒字に転じたが、それは主に貿易黒字の拡大と所得収支の黒字化によるものであった。さらにいえば、その後定着したドイツの貯蓄超過体質は、EUにおける経済取引の拡大と深化という流れを受けて定着したものであると位置づけられるだろう。

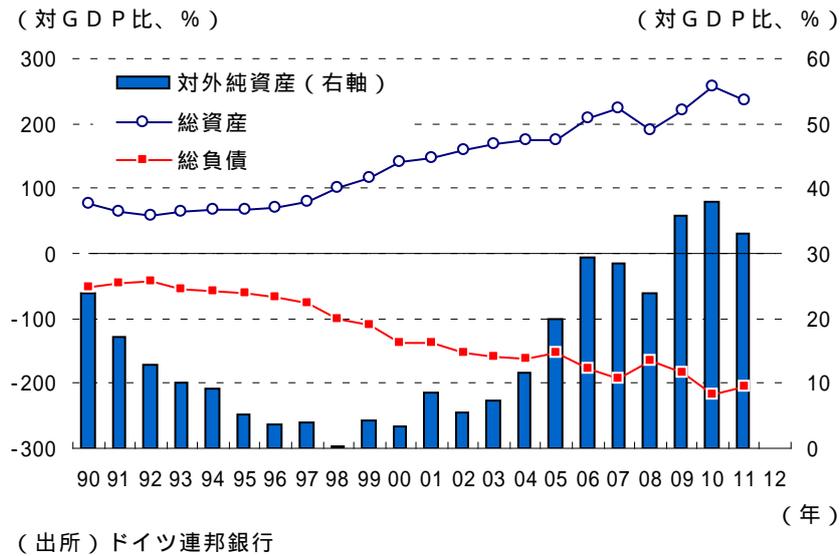
こうしたドイツの経常黒字は、同国の対外純資産の増加につながったのであろうか。90年代に減少が続いたドイツの対外純資産は、00年代に入って増加に転じ、07年にはGDPの29.3%にまで拡大した（図表11）。この間、経常黒字に加えて、ユーロ高に伴うプラスのキャピタルゲイン（資産・負債の評価益）も対外純資産の拡大をもたらした（図表12）。

ただリーマンショック後の動きをみると、不安定な金融・通貨環境を受けてキャピタルゲインは増減の振幅が大きくなっており、それが対外純資産の拡大を左右する展開が続いている。こうしてみれば、既往のユーロ不安は、確かに経常黒字の確保には貢献しているものの、純資産の拡大という観点からはむしろかく乱要因となっている可能性がある。

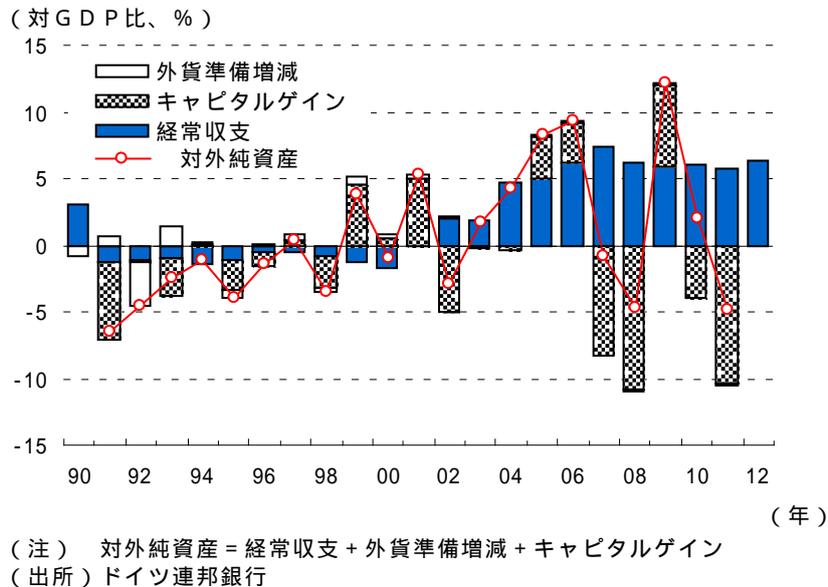
確かに為替安を映じた輸出増は、他のEU諸国に先駆けたドイツの景気回復を促す推進力になった。もっとも、その動きが必ずしも対外純資産の拡大につながっていないとすれば、債務問題が深刻化する過程でのユーロ安は、ドイツにとって恩恵ばかりをもたらすものではなかったと評価されよう。

またドイツが貯蓄超過であるということは、同国は資本取引を通じて国外に資金を還流しているということを意味する。そうした資金は主にEU域内の貯蓄不足の国々に輸出されていたが、その流れにはリーマンショックや債務問題を受けて構造的な変化が発生している。そこで次節では、資本取引の推移を詳細に検討しよう。

図表11．対外純資産の推移



図表12．経常黒字を相殺するユーロ安



### 3 資本取引からみたドイツの対外経済関係

#### 3.1 EU向けを中心に拡大してきた資本収支赤字

ドイツの資本収支は、1990年代は経常収支の動きに歩調を合わせるかたちで黒字が続いた。もっとも、2000年代初頭にマイナスに転じ、以降は赤字幅を拡大させ、リーマンショック前の07年にはGDPの8.7%にまで達した。債務問題が深刻化する過程で赤字幅が縮小したものの、直近12年には9.8%と再び規模が拡大している（図表13）。

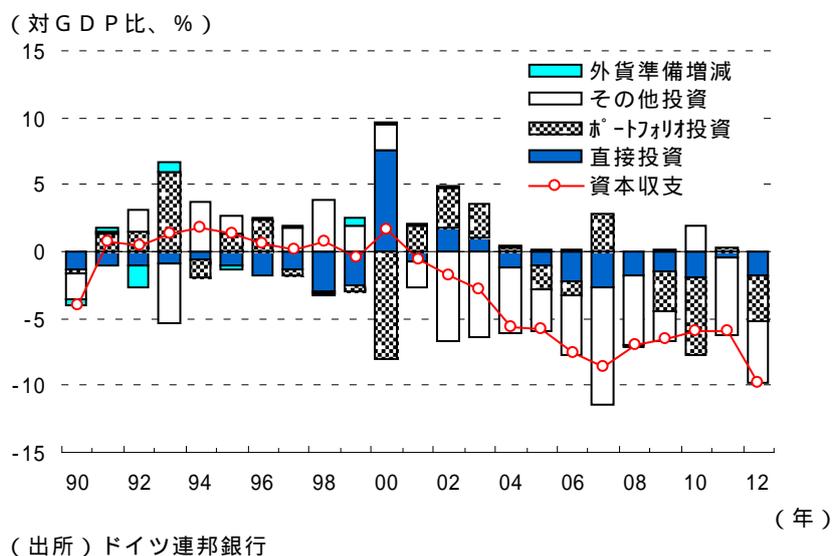
取引別には「その他投資（直接投資、ポートフォリオ投資、外貨準備に該当しない取引。例えば金融機関に本支店勘定による送金など）」が、収支全体の赤字の拡大をけん引している。加えて、直接投資（FDI）が一貫して赤字基調を保っている。また00年代中頃からはポートフォリオ投資（証券投資及びデリバティブ投資）も赤字基調となっている。

一方で地域別には、1990年代後半から2000年代前半にかけての期間は米州（主に米国）向けが圧倒的な規模を有していた（図表14）。この間、米国で金融自由化が進んだことやITバブルの崩壊に伴って大規模な金融緩和が行われたことなどから、ドイツの金融機関による米債・米株投資が活発化していたと推察される。

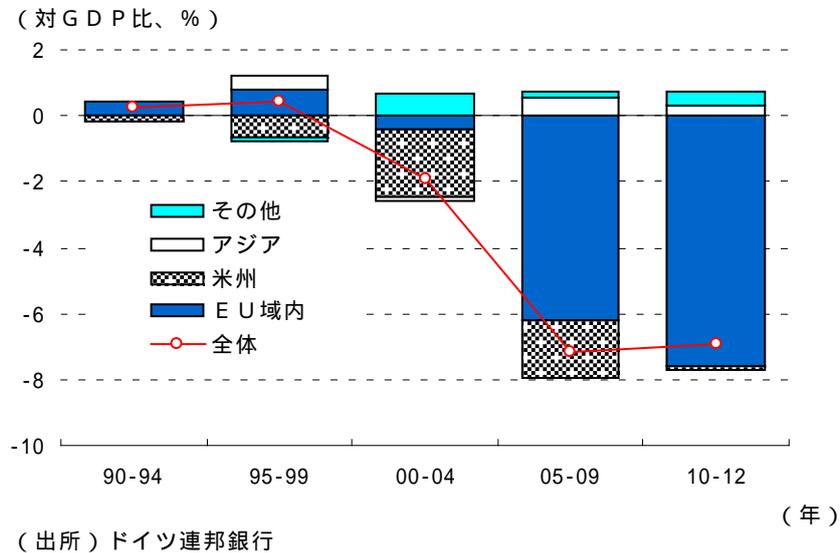
その後2000年代後半から足元にかけては、経常収支と同様にEU域内向けの取引に伴う赤字が圧倒的な規模を誇るようになる。なかでも、債務問題が深刻化する過程で、経常赤字国を中心とするユーロ圏諸国との取引が活発化している（10～12年平均で資本赤字はGDPの7.0%、うちEU域内向けはGDPの7.6%）。

なお、こうしたドイツからの資本輸出は、それまで低成長に喘いでいた南欧諸国や中東欧諸国の経済成長に貢献したと理解されている。とりわけスペインやポルトガル、ギリシャなど、相対的に貯蓄水準が低かった諸国がキャッチアップしていく上で必要な資金を供給したと評されている（Abiad et al., 2007; Waysand et al., 2010）。

図表13. その他投資がけん引する資本赤字



図表14．資本取引の地域別内訳（期間累積ベース）



### 3.2 金融不安に伴いシフトした資本流出のけん引役

先述のように、ドイツの資本収支赤字は、足元にかけて拡大基調で推移している。もっとも、各経済主体（非金融法人部門・金融部門・中央銀行）の対外負債ポジションの変化が示すように、リーマンショックや債務問題の悪化を受けて、同国におけるEU域内への資金供給主体が金融部門から中央銀行（連銀）へとスイッチしている点は注目に値する。

つまり各経済主体の対外資産残高は、2000年代中頃には前年比10%以上の水準で伸びていたが、リーマンショックを受けて前年割れに陥った（図表15）。10年以降再びプラスに転じたものの、全体の変化率に対する寄与度をみると分かるように、それまで増勢をけん引してきた金融部門がマイナスとなる一方、それを連銀が補うというフローに変化した。

金融部門による資金還流の動きは、EU域内向け取引を中心に続いた。つまりこのトレンドは、リーマンショックやその後の債務問題の悪化を受けて、金融機関がEU域内から資本を引き上げたこと反映している。つまり、引き上げられた側（特に経常赤字国）からすれば、この流れは深刻な資本逃避が発生したことを意味している。

他方で、連銀が積み増してきた対外資産の殆どは「ユーロシステム（欧州中央銀行及び加盟国の中央銀行）」向けとみられる（図表16）。この動きは、欧州債務問題の深刻化の過程で、連銀がいわゆる「ターゲット2」<sup>5</sup>と呼ばれる中央銀行間の決済機関を通じて経常赤字国の中央銀行の流動性をサポートしていた流れと整合的である。

<sup>5</sup> ターゲット2とは、ユーロに加盟する17ヶ国の中央銀行間の決済システムである。

このようにみていくと、ドイツにおける資本輸出の担い手のスイッチは、EU域内における金融機関による資本移動が内外の経済ショックに対して非常にぜい弱であったことを端的に示しているといえるだろう。こうしたもろさは、後述するように、財政面を中心とする経済政策の不統一に起因するものに他ならないのである。

図表15．資金供給主体が中銀にシフト

各経済主体の対外資産ポジションの前年比

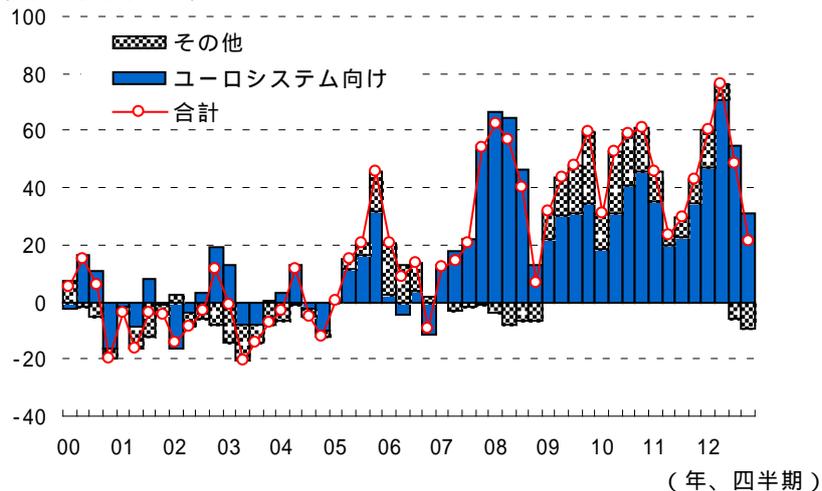
(単位：%及び%ポイント)

	06年	07年	08年	09年	10年	11年	12年
合計	11.5	13.0	-7.9	-4.9	7.2	3.9	6.5
(以下、寄与度)							
EU域内	8.3	9.5	-4.0	-1.5	4.2	1.4	6.5
EU域外	3.2	3.5	-3.9	-3.4	3.0	2.4	0.0
非金融法人部門	1.4	1.8	1.2	1.2	2.4	0.8	1.4
EU域内	1.3	1.7	0.9	1.3	1.6	0.4	1.1
EU域外	0.1	0.1	0.3	-0.1	0.8	0.4	0.3
金融部門	11.0	8.9	-10.6	-8.8	-1.5	-2.5	-0.6
EU域内	7.9	5.7	-6.2	-4.7	-2.0	-3.0	0.0
EU域外	3.1	3.1	-4.4	-4.1	0.5	0.5	-0.6
中央銀行	-0.9	2.3	1.4	2.7	6.3	5.5	5.8
EU域内	-0.8	2.0	1.2	1.8	4.6	4.0	5.4
EU域外	0.0	0.3	0.2	0.9	1.7	1.5	0.4

(出所) ドイツ連邦銀行

図表16．ドイツ連銀の対外資産

(前年同期比、%)



(出所) ドイツ連邦銀行

### 3.3 欧州の周辺経済の発展を支えたドイツの資本赤字

以上本節では、資本収支の観点からドイツの対外経済関係を検討した。経常収支の動きに対をなすかたちで、同国の資本収支は赤字体質へと転換した。そして、ドイツから貯蓄が不足していた南欧や中東欧諸国への資本輸出が、少なくともリーマンショック前までは持続的に行われており、そうした地域の経済発展に貢献していた。

このような欧州におけるマネーフローは、新興国の超過貯蓄が先進国（とりわけ米国）の経常赤字の補填に充てられていた2000年代中頃までの世界経済のトレンドとは一線を画す好循環であった<sup>6</sup>。そうした流れが持続可能である限りにおいては、EU域内の資金循環のあり方は経済発展の1つの好モデルであったといえよう。

もっとも、リーマンショックの発生と債務問題の悪化に伴ってドイツによる資本の輸出主体が金融部門から連銀にスイッチしたことは、こうしたEUのマネーフローのモデルが内外の経済ショックに対して深刻なぜい弱性を有することを明らかにした。このぜい弱性は、EU経済の制度的な欠陥に伴うものであると考えられる。この点を次節で検討しよう。

---

<sup>6</sup> 米連邦準備制度理事会（FRB）の現総裁であるバーナンキは、FRB理事時代の2005年、バージニア州リッチモンドで行った講演（「世界的な超過貯蓄と米国の経常収支赤字」）で、新興国からの資本流出が米国の経常赤字を支えているとする認識を示した（Bernanke, 2005）。低所得国が高所得国の貯蓄不足を補うというこの流れと反するように、欧州では、貯蓄超過の高所得国（ドイツなど）から貯蓄不足の低所得国（南欧・中東欧など）に資本が移転された。この、ある意味で局所的かつ例外的な流れが欧州の低所得国のキャッチアップに非常に積極的な役割を果たしたと、Abiad et al (2007) を筆頭に、Waysand et al (2010) などIMFのペーパーは指摘している。

#### 4 ドイツへの資本還流を促したEU経済の統一の不十分さ

ユーロ圏を襲った債務問題は、経常赤字国（重債務国）からドイツをはじめとする経常黒字国への資本還流（資本逃避）を引き起こした。この流れのなかで、内外の投資家がドイツ国債への資金移転を進めた結果、2012年中頃から同国の2年債の金利水準はマイナスになり、投資家が利息を支払っても債券を購入するという異常な事態になった（図表17）。

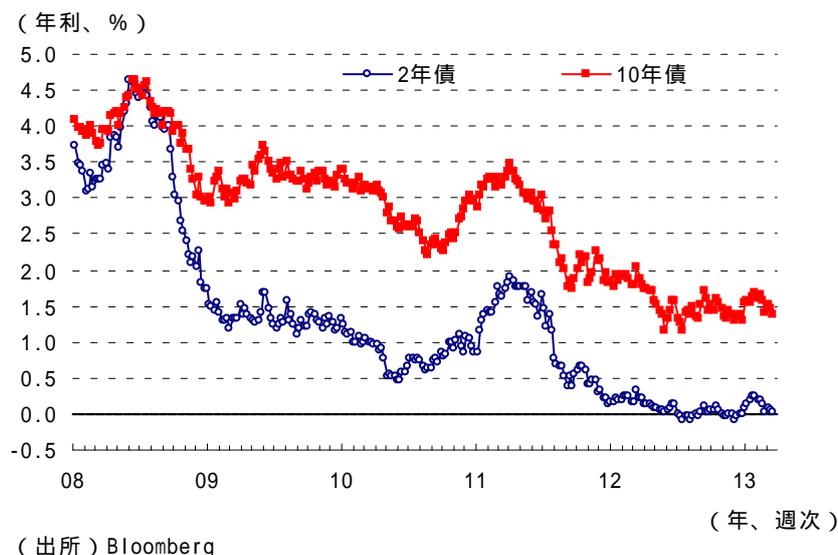
こうした資本逃避を呼び起こした原因は、経常赤字国の国債の不履行（デフォルト）懸念が高まったことに他ならない。それまで投資家は、ユーロ圏を中心に欧州の市場が統合されていくなかで、経常赤字国の国債も問題なく購入してきた。それは先行き一段の市場統合がなされるという期待が織り込まれていた動きであったともいえるだろう。

他方で、今般の債務問題は、ユーロ圏を中心とする経済統合が不完全であることを改めて明らかにした。それまで経常赤字国の国債を購入する前提として、投資家が暗黙のうちに抱えていた「誰かが補填するであろう」という期待は見事に裏切られ、それがデフォルト懸念の高まり、延いては投資家による資本逃避につながったとみられる。

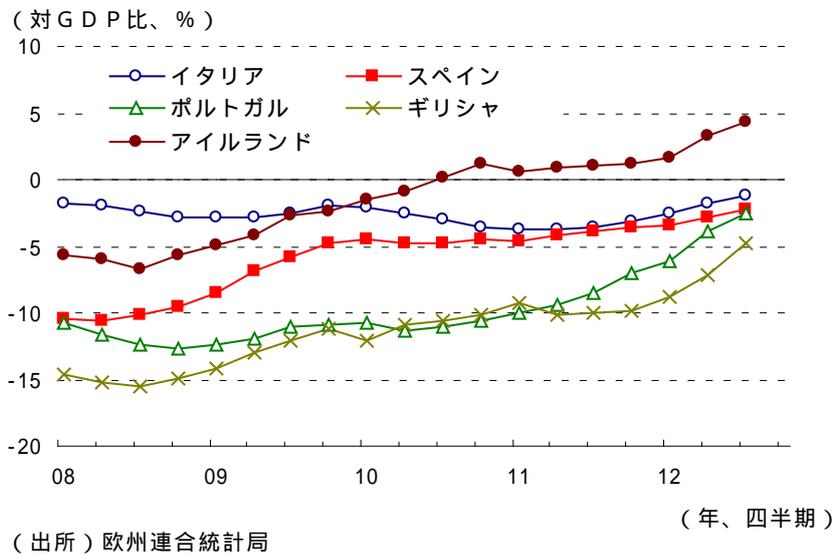
経常赤字の急速な縮小（図表18）に見て取れるように、経常赤字国からの資本流出は急速であった。同時にこのことは、経常赤字国が財政支出を中心に極端な需要抑制策を採ったことを意味する。そして経常赤字国の景気は、現在に至るまで深刻な停滞状況にあり、欧州経済の成長の下押し要因となり続けている。

言い換えれば、市場のデフォルト懸念が高まらないような構造的・制度的な工夫がなされていれば、今般の債務問題が深刻化することはなかったかもしれない。要するに、問題を悪化させた本質的な要因は、デフォルトを連想させた制度的欠陥、つまり財政面を中心とする経済政策の不統一に他ならないといえるだろう。

図表17．低下したドイツ国債の利回り



図表18．縮小する重債務国の経常赤字



今般の債務問題を受けて大規模な資本還流が発生したが、ドイツ連銀が「ターゲット2」を通じて資金供給を行うことで、EUのマネーフローはかろうじて保たれた。ただ、これはあくまで非常手段であり、それまで行われていた金融部門を主とする資本輸出が再び活発化しない限り、かつてのようなEUの資金循環は持続可能性に欠けるだろう。

現在EUは、経常収支の水準に一定の規制を設けて、域内のインバランスの改善を図ろうとしており<sup>7</sup>、ドイツの経常黒字も縮小を期待されている。確かに、とりわけ貯蓄不足の国（経常赤字国）では、ショックに伴い経常赤字が持続不可能になれば、急速な需要の縮小を余儀なくされ経済活動が大きく停滞することになる。

もっとも、ドイツの動きからみてきたように、欧州のインバランスはEUの拡大・深化に応じて発生した現象であり、経済活動の活力のバロメーターでもある。ゆえに徒にその縮小を目指すことは、EU経済の活力そのものを奪いかねない。本質的な問題は、あくまでデフォルトを連想させた制度的欠陥、つまり財政面の不統一にあるといえるだろう。

金融市場が経済の不統一を問題視してしまった以上、EU域内の資本取引が再び活性化していくためには、共同債の発行など財政面を含めた一段の経済統合に踏み込むことで、市場の信頼を回復していく道しか残されていないだろう。EU首脳陣もそうした認識をある程度共有しているが、政治的な対立をなお乗り越えられないでいるのが現状である。

<sup>7</sup> 詳細は調査レポート（「ファンロンパイ・レポートが描く欧州経済の改革スケジュール～銀行同盟設立に向けた動向が短期的な焦点に～」）を参照されたい（URL: [http://www.murc.jp/thinktank/economy/analysis/research/report\\_130115](http://www.murc.jp/thinktank/economy/analysis/research/report_130115)）。

## おわりに

以上本稿では、ドイツのマネーフローの観点から、EU経済の構造的な特徴を考察してきた。

ドイツの貯蓄超過体質は、EU拡大を受けた経済取引の活発化に伴い必然的に発生した役割分担に過ぎず、それがEU域内に還流される限りにおいて、1つの経済のあり方として成立しよう。事実、少なくともリーマンショック前まではドイツの経常黒字はEU経済に還流されており、周辺国の経済成長に貢献した。

もっとも、債務問題が明らかにしたように、そうした循環が不十分な経済統一というぜい弱さの上に成立していた。そのため、金融部門を中心とするドイツの経済主体が、債務問題の深刻化を受けて、経常赤字国から資本逃避を進めることになった。そして、資本逃避が進んだ経常赤字国の経済が弱体化する状況が発生した。

今般の危機では、資本還流を進めたドイツの金融部門に代わり、ドイツ連邦銀行が「ターゲット2」を通じて資金を供給することで、問題が小康化するまでの時間を稼ぐことができた。もっとも、問題が再燃するたびにドイツ連銀などの金融当局に穴埋めを求めるという方法は、持続可能性に欠けるといわざるをえない。

再びEU域内の経済取引が財・資本の両面の取引で活発になるためには、財政面を主とする経済政策の統合を推し進めることが必要不可欠であろう。金融市場がEU経済のぜい弱性を明らかにしてしまった以上、EUサイドがそうした取り組みを推し進めない限り、とりわけ資本取引の停滞が続くことは免れないだろう。

そのためには、数値目標の設定を通じて財政政策の足並みを整えるという従来型の取り組みではなく、ユーロ圏共同債のような、調達・返済の仕組みの一元化に向けた動きを進めることが望まれる。つまり、ドイツを含めたEU諸国にとって残された選択肢は、一段の経済・通貨統合を進めていくこと以外にないと考えられる。

## 参考文献

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.

Bernanke, Ben S. (2005) “ The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit ” Remarks at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia. March 10, 2005.

Deutsche Bundesbank (2007) “ Current Account Balances and Price Competitiveness in the Euro Area,” *Monthly Report*, June 2007.

日本銀行国際収支研究会 (2000)『入門国際収支 統計の見方・使い方と実践的活用法』東洋経済新報社 .

## - ご利用に際して -

- l 本資料は、信頼できると思わ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。
- l 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、当社の統一した見解を示すものではありません。
- l 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。
- l 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。
- l 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、当社までご連絡下さい。