

ドイツ経済の頑健性とリスク

<要旨>

欧州経済は昨年来主要国の実質経済成長率がマイナスに転じるなど、緩やかな景気後退入りしたとみられる。プラス成長を回復したドイツ経済は、雇用環境の改善による底堅い個人消費と、欧州内外に向けた輸出を強みとしてきたものの、先行きは物価上昇による実質所得の目減りや、欧州向け輸出の著しい減退など、欧州債務問題の状況如何では、その強みが揺らぐ可能性が残る。とくに欧州向け輸出の減少は、ドイツの輸出額全体を減少に転じさせ、ドイツ経済の好循環を揺るがしかねない。

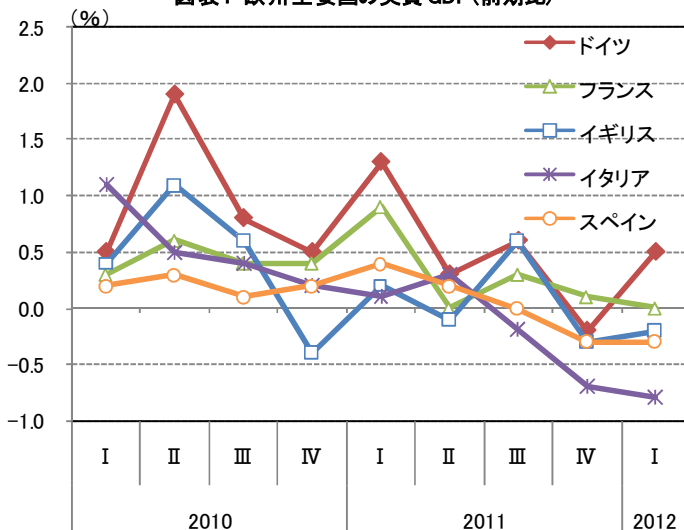
仮にドイツがリセッションに陥るとすれば、ドイツ向け輸出に依存する中東欧諸国は大きな打撃を受けることになり、あわせて金融面からも資金引き締め等悪化の連鎖を引き起こす危険性が高い。現時点ではそのリスクは顕在化していないものの、ドイツへの依存度が高い欧州経済は、ドイツのリセッション入りがトリガーとなり、「マイルドリセッション」にとどまらない景気後退となるリスクがあることに注意すべきであろう。

1. 底割れを回避するドイツ経済

2012年1-3月期の欧州諸国の実質経済成長率は、ドイツが前期比0.5%増と加わり増加したものの、フランスが同0.0%と横ばい、イギリス、イタリア、スペインはそれぞれ同0.2%減、0.3%減、0.8%減と軒並みマイナス成長となった(図表1)。ユーロ圏のGDPは数字の上では横ばいにとどまったものの、実体としてはすでに緩やかな景気後退入りしたとみられ、ユーロ圏経済の3割弱を占めるドイツ経済に下支えられる状況が続く。

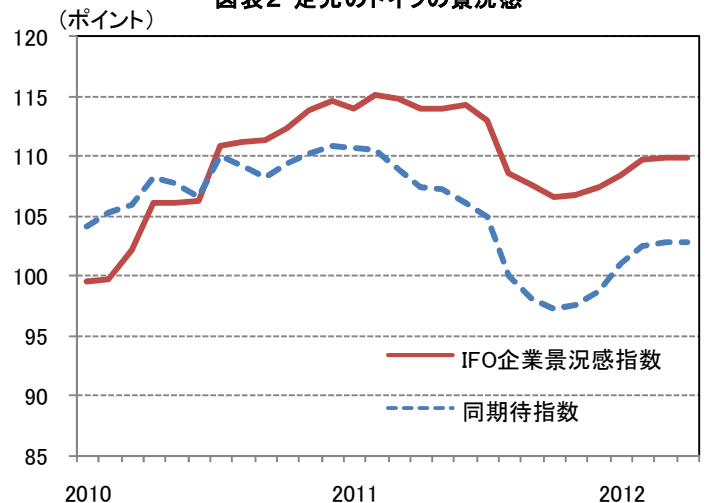
ドイツは先行きを含めても景況感は底堅く推移しており、当面の景気底割れは回避するようみられる(図表2)。今後の欧州経済を見通す上で、いわば「一人勝ち」を続けてきたドイツがプラス成長を維持できるかどうかは、大きなポイントとなるだろう。

図表1 欧州主要国の実質GDP(前期比)



(資料) Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

図表2 足元のドイツの景況感



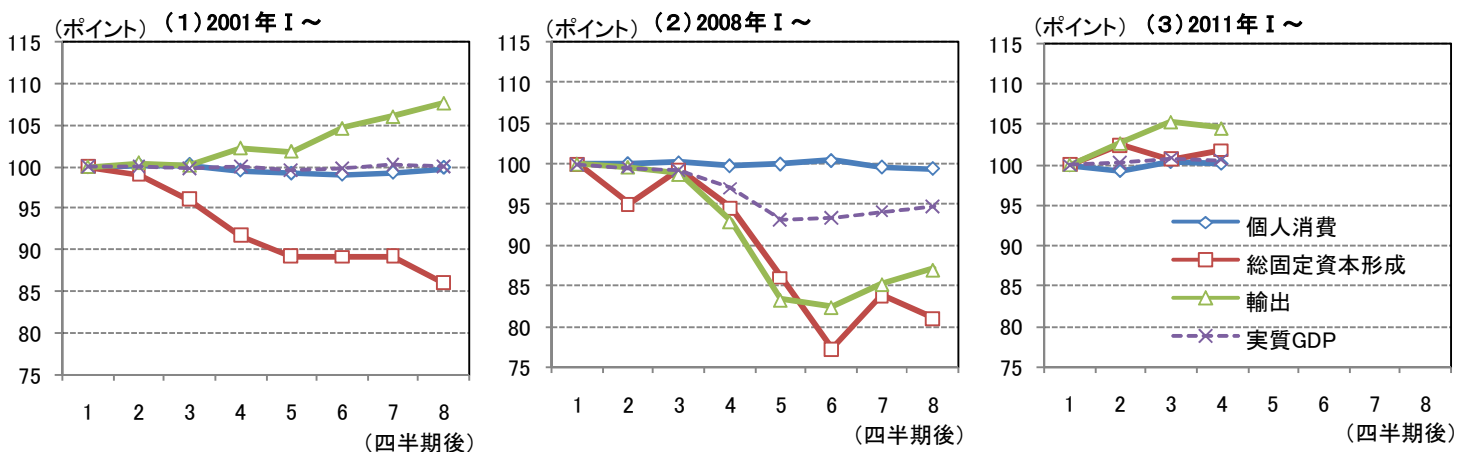
(資料) IFO経済研究所より三井住友信託銀行調査部作成

2. ドイツ経済の強みと今後のリスク要因

ドイツの2012年1-3月期の実質GDPの内訳は、現時点で数字は未公表だが、公表文によれば、設備投資が減少したものの、年初に好調だった輸出と個人消費の上昇がそのマイナスを補う形でプラス成長を回復したとみられている。では、過去の景気後退局面と比べて、現在のドイツ経済の強み・弱みはどのようなところにあるのだろうか。ドイツ連邦銀行の整理では、ユーロを導入した1999年以降の景気後退局面は2001年5月から2005年2月までと、2008年4月から2009年5月までの計2回である。この景気後退局面の初期においてGDPを構成する主要なコンポーネントの推移をみると、以下の特徴を見出すことができる(図表3)。

- ① 個人消費は総じて底堅く推移している
- ② 総固定資本形成(設備投資)の調整を伴うことが多い
- ③ 輸出の減少を伴う際には、大幅な落ち込みとなる

図表3 過去の景気後退局面



(資料) EUROSTATより三井住友信託銀行調査部作成

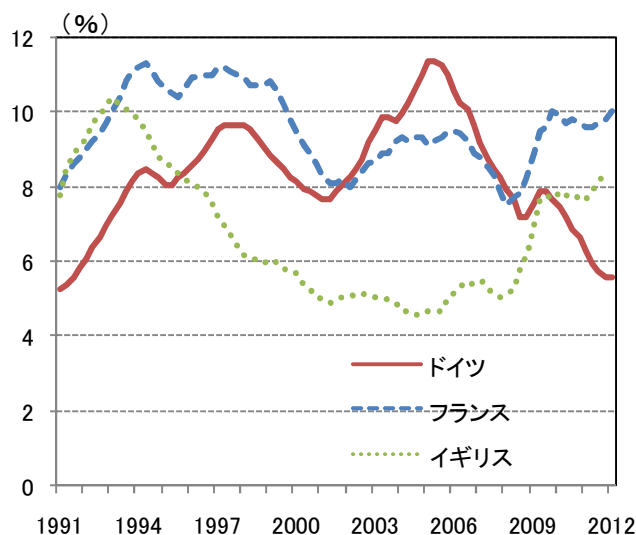
(注) 景気後退局面入りする直前の四半期を100とし、それぞれの実質値について8四半期後までの推移を示した

個人消費は実質所得の拡大に支えられ過去の景気後退局面においても、大きな調整を経ることなく、堅調に推移してきた。とくに失業率は2000年代後半から低下傾向を続け、足元では6%を下回り過去最低水準にあるなど、雇用環境は他の欧州諸国と一線を画している(次頁図表4)。一方、設備投資は過去の局面からは景気後退の引き金になるケースが多く、注意が必要である。ただし、今のところ設備稼働率は堅調な輸出の増加に支えられ、85%と高い水準を維持している(次頁図表5)。すでに確認したように企業の景況感は先行きを含め堅調であり、輸出など需要面に大きな変化がなければ調整局面入りする懸念は薄いとみてよいだろう。

これまで堅調な輸出はドイツ経済の強みとなってきた。リーマン・ショック後こそ世界的な需要の消失により一時的な落ち込みがみられたものの、その後はユーロ安を追い風に世界のなかでもいち早く立て直しに成功した。ユーロ導入により、欧州経済が好調の際はユーロ向け輸出が、欧州経済が不調の際には、ユーロ安によりユーロ圏外向け輸出が競争力を増すという、いわゆる自動

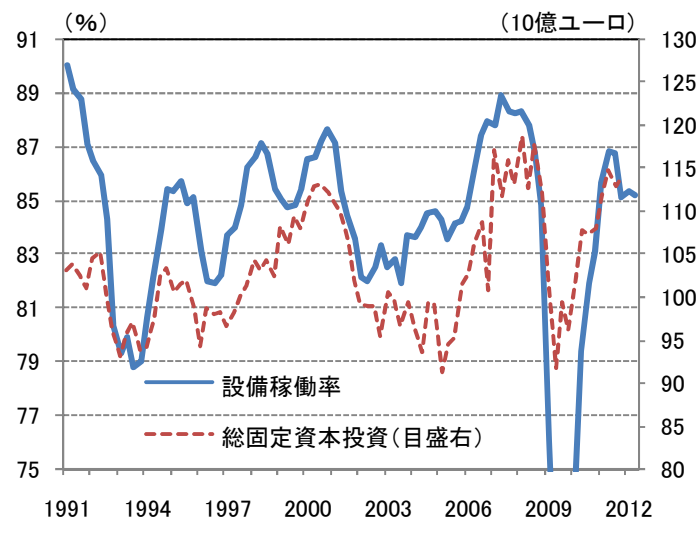
安定化機能が働いていることはかねてより指摘されている。同機能は足元でも効果を発揮しており、とくに自動車・同部品、一般機械、化学製品、医薬品については、主要輸出先に対し強い競争力を持つ(図表6)。

図表4 低下を続けるドイツの失業率



(資料)EUROSTATより三井住友信託銀行調査部作成

図表5 設備投資稼働率



(資料)EUROSTATより三井住友信託銀行調査部作成

図表6 ドイツの主要輸出先および主要品目

国名	割合	主要輸出品目: ()内は輸出額全体に占める割合
フランス	9.6	その他輸送機械(16.7)、自動車・同部品(14.1)、一般機械(11.6)
アメリカ	7.0	自動車・同部品(25.9)、一般機械(17.9)、データ処理装置(10.0)
オランダ	6.5	化学製品(11.0)、医薬品(9.8)、その他(9.0)
イギリス	6.2	自動車・同部品(27.5)、一般機械(11.5)、化学製品(8.1)
中国	6.1	一般機械(28.9)、自動車・同部品(27.3)、電気機器(9.5)
イタリア	5.9	自動車・同部品(18.0)、化学製品(11.8)、一般機械(11.2)
オーストリア	5.4	その他(12.3)、一般機械(11.9)、自動車・同部品(10.6)
ベルギー	4.4	医薬品(16.1)、化学製品(14.6)、自動車・同部品(14.3)
ポーランド	4.1	一般機械(12.3)、化学製品(11.8)、自動車・同部品(11.3)
スペイン	3.3	自動車・同部品(23.3)、一般機械(12.7)、化学製品(11.4)

(資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

(注)色付はユーロ加盟国

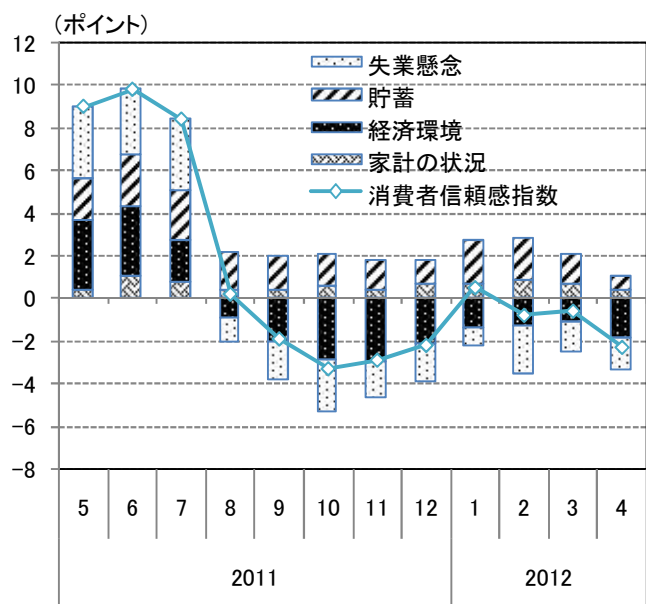
では、以上のような強みに対しリスク要因はないのだろうか。欧州債務問題が深刻化・長期化した場合を想定すると、以下の二点が指摘できる。

- ① 消費者心理の悪化や、物価上昇による実質所得の目減りからの個人消費減少
- ② ユーロ圏内外経済の過度な落ち込みによる輸出減少

昨年以降のギリシャを中心とする欧州債務問題の悪化は、当然ながらドイツの消費者心理にも

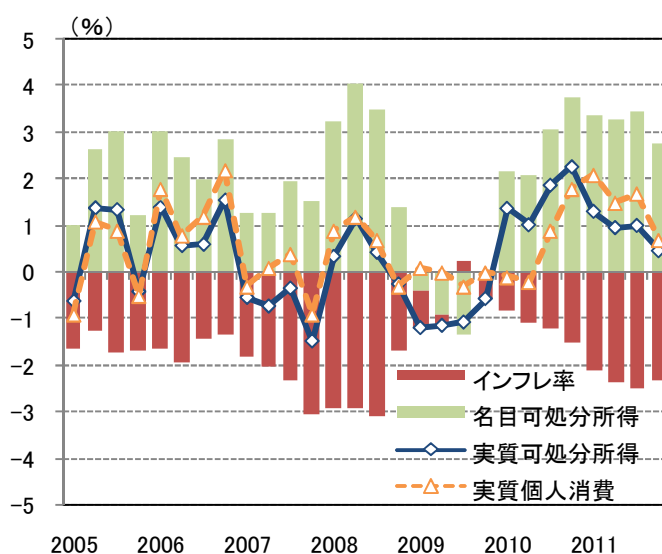
大きな先行き不安を与えている。1年後の「家計の状況」、「経済環境」、「貯蓄状況」、「失業懸念」について先行きをヒアリングした消費者信頼感指数は、昨年の夏場以降悪化しており、とくに経済環境に対する先行きは、欧州債務問題の進展に大きく左右されている(図表7)。また、欧州の金融システムが置かれた現状を考えれば、これまで以上に金融政策の自由度が失われていることも個人消費の不安材料である。実質可処分所得は、前年比で上昇を維持しているものの、物価上昇が下押しする構図が続く(図表8)。さらなる物価上昇は対策が限られることからリスクと考えるべきだろう。消費者心理の悪化と、物価上昇に注意を払う必要がある。

図表7 ドイツ消費者信頼感指数



(資料) 欧州委員会より三井住友信託銀行調査部作成

図表8 実質可処分所得

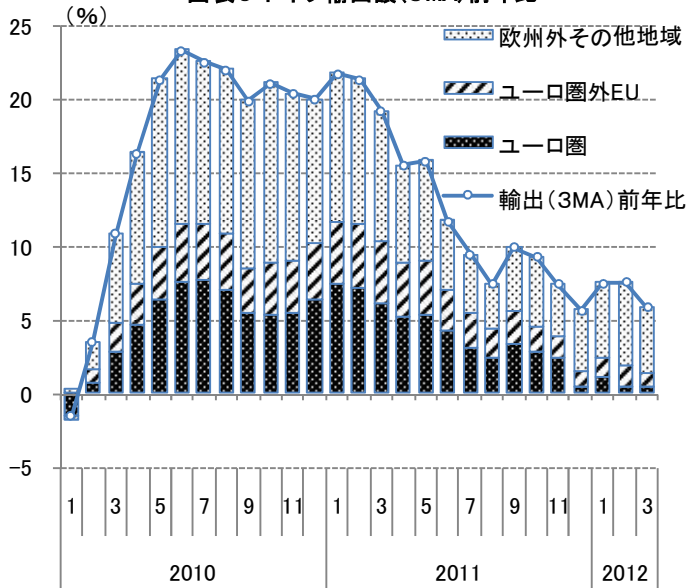


(資料) ドイツ連邦銀行、EUROSTATより三井住友信託銀行調査部作成
(注) いずれも前年比

輸出に関しても前年比 5%強の上昇を維持しているものの、その内容は大きく変化している。前述のユーロ安に伴う安定化機能も手伝い、欧州外のその他地域向けが全体を下支えするものの、輸出額全体の 4 割を占めるユーロ圏内向け輸出は顕著に拡大幅を縮小している(次頁図表9、10)。すでに直近 3 月の単月の動きでは、ユーロ圏内向けは前年比 3.6%減と前年の水準を割り込んでおり、今後も減少することが想定し得る。足元の水準で試算すれば、ユーロ圏内向け輸出が前年比で 5%減少すれば、輸出額全体を 2%程度押し下げることになる。これはユーロ圏内向けが 15%減少すれば、ユーロ圏外向けが現在のペースで増加し続けたとしても、その上げ幅を失い輸出額全体が減少に転じる可能性があることを示しており、目下の現実的なリスクと考えられる。

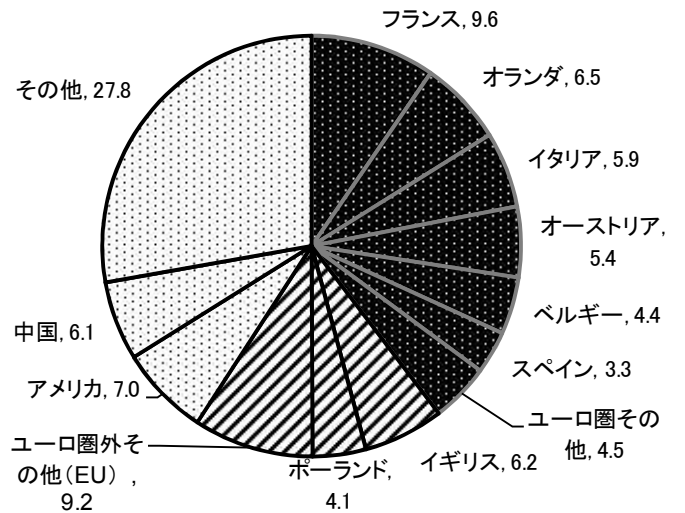
輸出の減少は、すでに論じたように設備稼働率の低下や、企業収益の悪化を通じ、設備投資の調整を招きかねない。また強みであった個人消費も名目可処分所得の低下により、下押し圧力が増すことになる。ドイツ経済の好循環を揺るがしかねないリスクとして、欧州向け輸出の減少ペースにはとくに注意を払うべきであろう。

図表9 ドイツ輸出額(3MA)前年比



(資料)ドイツ連邦銀行より三井住友信託銀行調査部作成

図表10 ドイツの主要輸出先(2011年)



(資料)ドイツ連邦銀行より三井住友信託銀行調査部作成

(注)ユーロ圏:39.7%、ユーロ圏外EU:19.5%、欧州外その他地域40.8%

3. ドイツ依存度が高い中東欧経済

では仮にドイツがリセッションに陥ったとすると、どのような影響が生じるのだろうか。实体经济を通じた波及経路としては、ドイツ向け輸出への経済依存度が高い国が打撃を受けることになるだろう。輸出総額に占めるドイツ向け輸出の割合を主要国について算出すると、チェコ、ポーランド、ハンガリーといった中東欧諸国が上位に並ぶ(図表11)。

図表11 ドイツ経済への依存度

国名	輸出依存度		金融機関依存度	
	輸出総額に占める割合 (%)	名目GDPに占める割合 (%)	対外からの与信に占める割合 (%)	名目GDPに占める割合 (%)
チェコ	32.3	21.6	4.9	4.6
オーストリア	31.6	12.1	30.0	19.4
ポーランド	26.9	9.0	16.6	8.8
オランダ	26.2	19.3	20.8	19.8
ハンガリー	24.9	18.3	14.6	11.0
ルクセンブルグ	24.2	8.9	28.6	266.8
スロバキア	20.3	15.0	5.7	4.3
スイス	19.2	7.0	14.8	9.4
ベルギー	18.6	16.3	6.2	5.9
フランス	16.2	3.2	16.2	6.8
日本	2.7	0.4	5.8	0.9
アメリカ	3.8	0.3	9.5	3.6
中国	4.3	1.2	4.7	0.4

(資料)UNCTAD、BISより三井住友信託銀行調査部作成

(注)輸出依存度は、各国のドイツ向け輸出額について、輸出総額・名目GDPに占める割合を計算したもの。また金融機関依存度は、各国の対外与信・名目GDPに占めるドイツ金融機関からの与信割合を計算したもの。最終リスクベースとし、与信には債券と融資を含む。対象国は名目GDPが年10億ドル以上の国とし、輸出総額に占める割合の高い順に列挙した。

とくにチェコでは輸出の3分の1をドイツ向けが占めるほか、名目GDPに対しても20%以上のウエイトを占めており、チェコ経済のドイツ依存が強いことがわかる。さらにこれらの国に対するドイツ金融機関からの投融資規模を見ても、名目GDPに占める割合は相応に高い。リセッションによりドイツの金融機関がバランスシートを棄損するような状況にまで陥れば、実体経済のみならず、資金の引き締めという金融面からも中東欧諸国は影響を受けるリスクも考えられる。

4. まとめ

以上みてきたように、ドイツ経済は低い失業率に支えられた底堅い個人消費や堅調な輸出という強みを有しており、周辺国の経済環境悪化に対しても高い耐久度をもつと考える。しかし、世界経済や欧州経済のさらなる成長鈍化は、それらのドイツの強みとする部分にも相応に悪影響を及ぼすルートをもつことから、欧州債務問題の深刻化・長期化はドイツの成長維持を揺るがしかねないとみるべきだろう。仮にドイツ経済がリセッションに陥れば、その影響は中東欧を中心に実体経済・金融双方から波及する可能性があり、欧州経済全体としても「マイルドリセッション」にとどまらない景気後退へつながる恐れがある。これらのリスクは現時点では顕在化していないものの、その始まりは個人消費と輸出の減速ペースに表れるとみられ、これらの指標の動きには今後注意を払うべきだろう。

(経済調査チーム 松谷 克昭 : Matsutani_Katsuaki@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。