

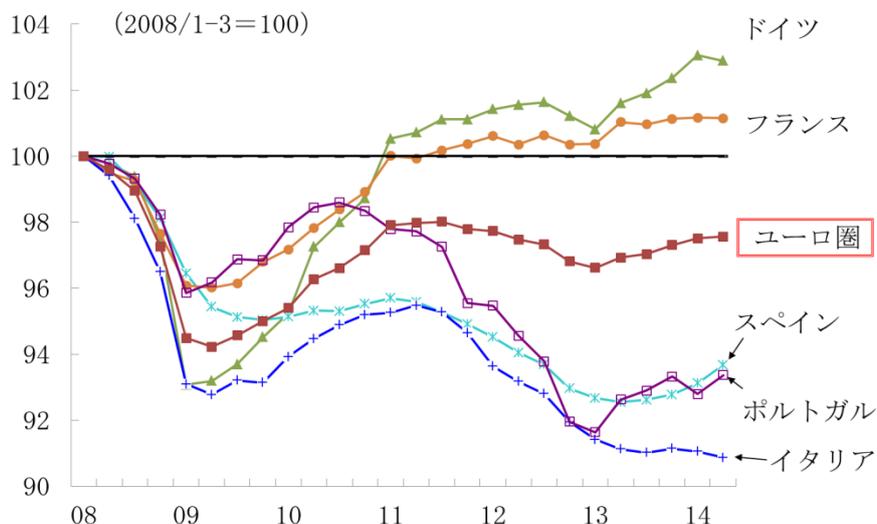
Weekly エコノミスト・ レター

「独り勝ち」ドイツのマイナス成長の 波紋

経済研究部 上席研究員 伊藤 さゆり
(03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

1. 4～6月期のユーロ圏の実質GDPは前期比ゼロ成長に失速、ドイツも循環的な調整に天候やカレンダーなどの特殊要因が加わり、前期比0.2%のマイナス成長となった。
2. ファンダメンタルズから考えて、ドイツ経済の落ち込みは一時的と見るのが自然だが、受注やZEW指数など先行性の高いサーベイ調査が大きく悪化し、その原因が「地政学的リスク」と説明されたことで、波紋が広がっている。
3. ウクライナを巡るロシアとの対立が極めて深刻なものへと発展しない限り、ドイツ経済が、地政学的リスクによって大きな打撃を受けることは考え難い。ドイツにとってのロシア市場は、景気の基調を大きく変えるほどの規模ではなく、現段階ではEUの制裁・報復措置の範囲も限定されているからだ。
4. しかし、この先、ウクライナを巡るロシアとの対立が解消しなければ、制裁と報復の領域がさらに広がる懸念は消えず、企業マインドの萎縮が長く続くおそれがある。また、冷戦終結以降、ドイツが結びつきを強めてきた中東欧は押し並べてロシアと深く関わっている。中東欧の景気減速を通じた間接的な影響がドイツに及ぶおそれもある。しばらくは注意深く見守る必要がある。

ユーロ圏の実質GDP～ファンダメンタルズからは考え難いドイツの景気後退局面入り～



(注) ドイツのみ2010年基準への改定後 (資料) 欧州委員会統計局

(4～6月期のユーロ圏は失速、ドイツはマイナス成長)

14日公表の4～6月期の実質GDPで、緩やかな回復を続けてきたユーロ圏の前期比ゼロ、前期比年率0.2%への失速が確認された。4～6月期の失速は「想定内」と「想定外」の要因が交錯した結果である(表紙図表参照)。

「想定内」の要因は、スペイン、ポルトガルなど債務危機国の緩やかな回復基調の持続と、構造改革が遅れるフランス、イタリアの低迷持続である。スペインとポルトガルはともに前期比0.6%と加速、一方、フランスはゼロ成長で、イタリアは2四半期連続のマイナスであった。

「想定外」と受け止められたのは、「独り勝ち」してきたドイツが前期比0.2%のマイナス成長となったことだ。ただ、ドイツも、3つの理由から、ある程度の鈍化は「想定内」であった。第1の理由は、年初の段階から景気循環的な鈍化の兆候が表れ始めていたこと。第2の理由は、暖冬による建設投資の伸びにより押し上げられた1～3月期の前期比0.7%(2010年基準への改定後)の高成長からの反動が予想されたこと。第3の理由は、4～6月期は祝日の関係で、カレンダー要因も下押し要因になると考えられていたことだ。

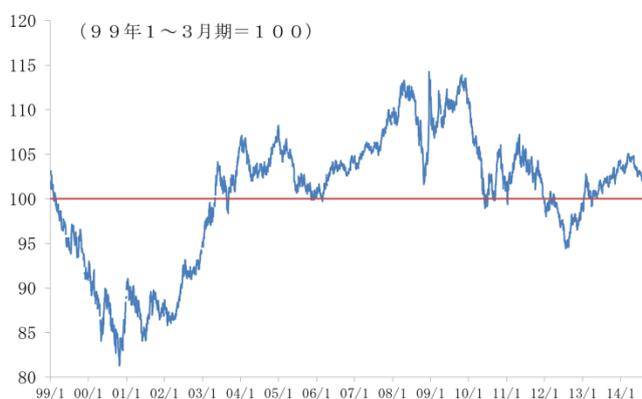
(ファンダメンタルズから考えてドイツの落ち込みは一時的と見るのが自然)

このように循環的な調整に天候やカレンダーなどの特殊要因でドイツの成長率が一時的にマイナスに振れても、ドイツ経済のファンダメンタルズからは、落ち込みは一時的と見るのが自然だ。

ドイツの企業収益は好調で、失業率は東西統一後で最低の5.1%で推移、失業者数の減少も続くなど雇用・所得環境は堅調。財政は2013年には均衡を達成した。欧州中央銀行(ECB)は9月から最長4年のターゲット型長期資金供給(TLTRO)を開始、金融緩和を強化する。

ECBの追加緩和決定もあり、ユーロ相場は3月のピークの水準から名目実効為替相場で3%減価している(図表1)。同じユーロ相場の水準でも割高か割安かは国によって異なり、貿易相手国とのインフレ格差で調整した実質実効為替相場が競争力の目安となる。図表2は、インフレ指標として単位労働コストを用いた実質実効為替相場を示しているが、ドイツは2000年代半ばのユーロ高局面でも単位労働コストを抑制し、実質的な競争力を維持したため、フランス、イタリアに比べてユーロ高に強い体質となっており、競争力の面でも問題はない(図表2)。

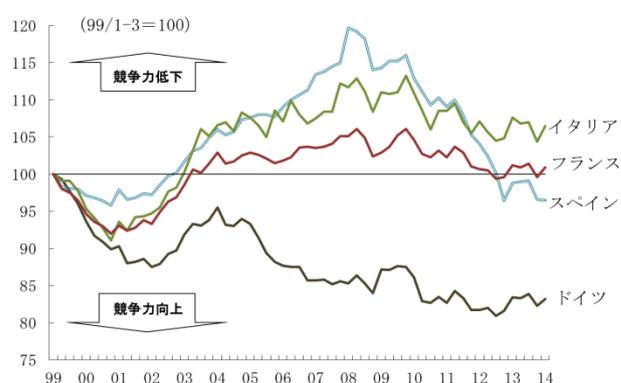
図表1 ユーロの名目実効為替相場



(注) 主要貿易相手国の20通貨に対する為替相場の加重平均値

(資料) ECB

図表2 ユーロ参加国の実質実効為替相場



(注) 単位労働コストベース

(資料) ECB

（重石となったロシアとの関係悪化）

ファンダメンタルズからは一時的と見られる、ドイツのマイナス成長だが、そのインパクトは大きかった。GDPに先立って公表された月次指標に加えて、先行性の高いサーベイ調査が軒並み大きく悪化し、その原因が「地政学的リスクにある」と説明されたことで、インパクトが増幅されたように思われる。

イラク、イスラエル、シリアなど各地で広がる地政学的リスクのうち、ドイツ経済に最も影響を及ぼしているのは、ウクライナ情勢を巡るロシアとの関係の悪化であろう。欧州連合（EU）は、7月17日のウクライナ上空でのマレーシア航空機の撃墜事件後、米国に歩調を合わせる形でロシアに対する制裁のレベルを引き上げた。ロシアが、事件に関わったと見られる東部の親ロシア武装勢力への支援を継続しているとの理由である。他方、ロシアは、事件の責任はウクライナ政府にあるとの立場を崩しておらず、欧米の圧力への対抗措置として、EUなどからの1年間の農産物輸入禁止を決めた^{（注1）}。

撃墜事件から1カ月余りが経過したが、今も真相の究明は進んでおらず、ウクライナ東部では、政府軍と親ロシア武装勢力との戦闘が続く。今月26日には、ロシアのプーチン大統領とウクライナのポロシェンコ大統領、EUのアシュトン外交安全保障上級代表などとの会談が予定されている。この会談が事態の悪化に歯止めを掛ける糸口となる期待はあるが、これを機に一気にウクライナ情勢が安定に向かい、EUーロシア間の緊張が緩和すると見るのは楽観的過ぎるだろう。

（注1）欧米の対ロシア制裁、ロシアの対抗措置については基礎研レター「[新たな段階に入った欧米の対ロシア制裁](#)」をご参照下さい。

（大きく悪化した先行指標）

経済データのうち、景気の動きに一致する輸出、生産のデータは、6月が最新値。7月以降の制裁レベルの引き上げ、報復への流れは反映されていないが、4～6月期のマイナス成長につながった停滞は確認できる（図表3）。

ドイツ連邦統計局は、ドイツのロシア向け輸出は、関係悪化以前の13年5月からすでに減少に転じており、14年1～5月期は前年同期比比マイナス15%も減少している。ロシア向け輸出の22%を機械設備、20%を輸送機械、10%を化学品が占める。減少幅が最も大きいのは輸送機械であり、前年同月比で22%減っている。1～5月期のロシア向け輸出の大幅な落ち込みはユーロ圏全体、EU全体についても観察される。制裁や関係の悪化ばかりでなく、ロシア経済の減速や、ルーブル安も響いたと思われる。

生産、輸出の先行指標の製造業受注は8月6日に公表された6月のデータで前月比マイナス3.2%という大幅な減少が確認された（図表2）。受注統計は、月次の振れ幅の大きさに注意する必要があるが、5月も前月比マイナス1.6%と落ち込み、減少は2カ月連続となっている。減少幅は、国外からの資本財受注が大きく、国内の消費財受注は比較的堅調を保っている（図表3）。内需が底堅さを保っているのに対して、輸出環境が悪化していることを窺わせる内容だ。

ドイツの経済技術省は受注の落ち込みについて「地政学的な情勢とリスクが一定の影響を及ぼし始めており、マインド指標が悪化傾向を示していることから見ても、向こう数ヶ月の製造業はかなり穏やかな伸びに留まる」と説明、生産、輸出の伸びの鈍化はしばらく続くとの見通しを示した。

図表3 ドイツ：製造業生産と輸出額



(資料) ドイツ連邦銀行、ドイツ連邦統計局

図表4 ドイツ：製造業受注



(資料) ドイツ連邦統計局

さらに先行性の高いサーベイ調査であるZEW指数も大きく悪化した。同指数は、ドイツの欧州経済研究センターが作成しており、後述のIfo企業景況感指数よりも公表のタイミングが早い。環境変化に敏感な金融市場参加者の6カ月先の見通しについて「良くなる」と回答した割合と「悪くなる」と回答した割合のバランスを示すものだ。12日に公表された8月調査は、調査期間が7月28日から8月11日とEUとロシアの制裁・報復決定の時期と重なったこともあり、2012年12月以来の水準まで低下、悪化幅はユーロ危機の最悪期であった12年6月以来の大きさであった(図表5)。ただ、ZEW指数は、調査対象が製造業、建設業、卸小売業と幅広く、対象企業数も多いIfo企業景況感指数に比べて振幅が大きく、好悪材料にやや過剰に反応する傾向があるため注意が必要だ。

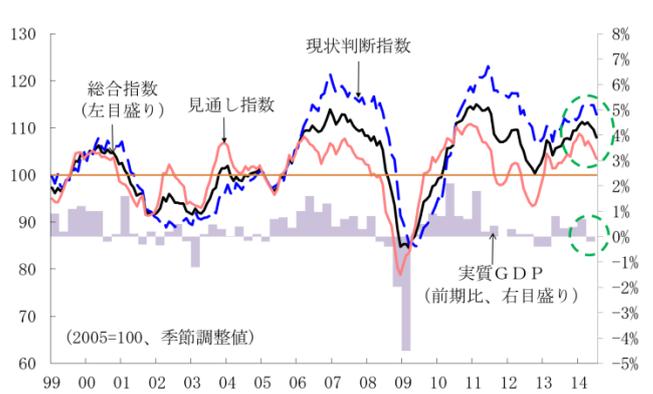
図表5 ドイツZEW指数



(注) アナリスト、機関投資家、市場関係者などを対象(14年8月は222名が参加)とするサーベイ調査。良くなる(良い)という回答から悪くなる(悪い)という回答を差し引いたバランス

(資料) ZEW

図表6 独Ifo企業景況感指数^(*)



(*) 製造業、建設業、卸小売業の約7000社を対象とするサーベイ調査。「良い(良くなる)」、「普通(変わらない)」、「悪い(悪くなる)」の3つから選択、「良い(良くなる)」と「悪い(悪くなる)」と答えた社数の構成比の差(DI)を2005年=100として指数化したもの

(資料) Ifo経済研究所

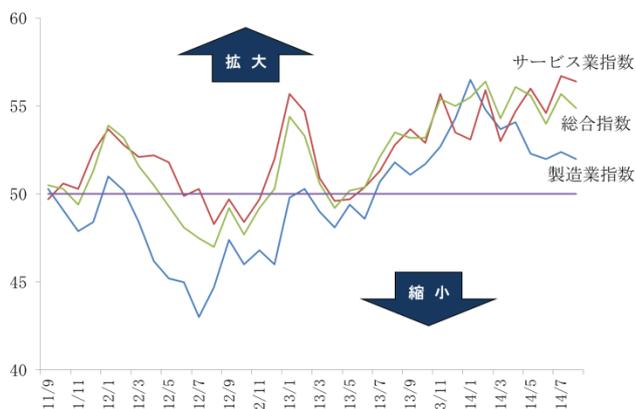
Ifo企業景況感指数は、本稿執筆時点での直近のデータは7月25日に公表の7月調査である。

7月末～8月の始めの制裁と報復のレベル引き上げを織り込んだ調査は25日公表の8月調査を待たなければならない。7月の段階で、6カ月先の見通しに関するDIを基に作成された「見通し指数」は14年初からの悪化傾向に拍車が掛かり、高いレベルを保ってきた現状判断に関する指数も軟化、見通し指数と現状判断指数の平均値である景況感指数は3カ月連続で悪化している(図表6)。同調査を実施しているIfo経済研究所は、この結果を「地政学的な緊張がドイツ経済に影響を及ぼしつつある」と説明している。8月調査は、ZEW指数と同様に見通し指数の大幅悪化は免れないだろう。問題は、現状判断指数が、それなりの水準を保つかどうかだ。現状判断指数が持ちこたえれば、足もとの景気が急失速している訳ではなく、一時的な要因が剥落した後は、景気が緩やかに回復するという期待を裏付ける。

(8月総合PMIはプラス成長復帰を示唆)

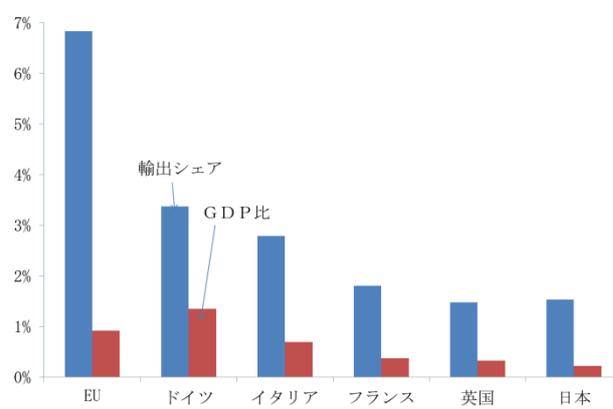
先行指標にはドイツ経済の底堅さを裏付けるものもある。21日公表の購買担当者指数(PMI)は、GDPと連動性が高い総合指数が54.9、サービス指数が56.4、製造業指数が52.0であった。PMIは50が生産活動の拡大と縮小の分かれ目となる。製造業は14年初をピークに伸びが鈍化しているが、また活動が縮小する領域には入っていない。製造業の鈍化をサービス業が補い、総合指数は水準を保っている。PMIの結果は、4～6月期のマイナス成長は、あくまでも特殊要因による一時的なもので、7～9月期にはプラス成長に復帰することを示唆する。

図表7 ドイツ購買担当者指数(PMI)



(資料)market

図表8 ロシア向け輸出のウェイト



(資料)Ifo経済研究所

(ドイツのロシア市場への依存度は欧州主要国では高いが基調を大きく変える規模ではない)

ドイツ経済が、良好なファンダメンタルズを保ちながらも、地政学的要因で失速するリスクは、ウクライナを巡るロシアとの対立の今後の展開に依存する。基本的には、極めて深刻な対立に発展しない限り、大きな打撃を受けることは考え難い。

最大の理由は、ドイツにとってのロシア市場は、輸出総額に占めるシェアは3.4%、対GDP比では1.3%で他の欧州主要国に比べれば高い(図表8)とは言え、景気の基調を大きく変えるほどの規模ではないことだ。国内や域内、さらに域外では米国や中国が、ドイツにとって遥かに重みのある市場である。

また、現時点では、輸出額全体に対して影響を受ける範囲は絞り込まれていることも深刻な打撃は考え難い理由だ。EUは、制裁の範囲を国営銀行の資金調達や、軍事関連、エネルギー関連に引き上げたが、8月1日以降の新規取引のみを対象とすることや、天然ガス関連を対象外とするなど、

対ロシア・ビジネスに深刻なダメージが生じないよう「抜け穴」が設けられた。EUの制裁品目に、ロシアが報復措置として導入した農産物輸入禁止措置の対象品目を加えても、GDP比で見た金額はGDP比で0.03%程度に留まる。

(注意を要する企業マインドの萎縮が長引くリスク、中東欧の減速の間接的影響が及ぶリスク)

そうは言っても、ドイツ経済への地政学的リスクの影響については、しばらくは注意深く見守る必要があるだろう。

この先、ウクライナを巡るロシアとの対立が解消しなければ、制裁と報復の領域がさらに広がる懸念は消えない。企業マインドの萎縮が長く続くおそれがある。

また、冷戦終結以降、ドイツ経済が結びつきを強めてきた中東欧は押し並べてロシアとの結びつきが強い。中東欧の景気減速を通じた間接的な影響がドイツに及ぶおそれもある。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。