

# REPORT III

## 低迷するドイツ経済

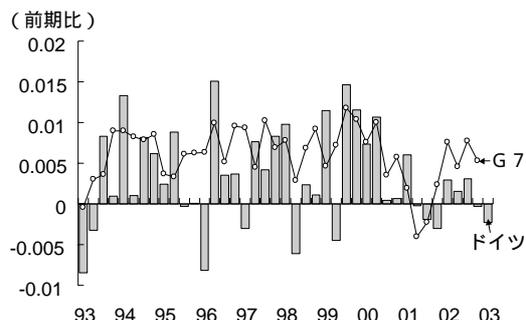
### - 欧州統合の深化・拡大との関わりについて -

経済調査部門 伊藤 さゆり  
ito@nli-research.co.jp

#### 1. はじめに～ドイツ経済の低迷と 欧州統合の進展

ドイツ経済の低迷が長期化の様相を呈している。2003年1～3月期のマイナス成長後も景気の停滞は続き、2003年の成長率は2002年の0.2%をさらに下回る可能性も出てきた。過去数年をさかのぼって見ても、ドイツの景気拡大の期間は短く、落ち込みは相対的に大きい。G7諸国の平均的なパフォーマンスに見劣りする状況が続いている（図表-1）

図表-1 ドイツとG7の実質GDP成長率

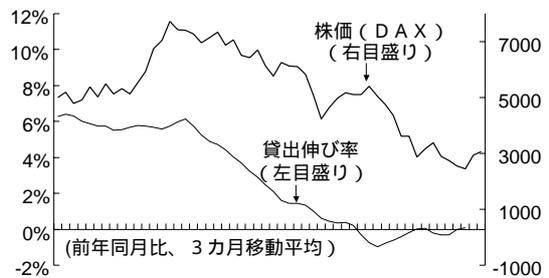


(資料) ドイツ統計局、OECD

マイナス成長、企業収益・雇用の悪化、金融システムの機能低下、資産価格の下落（図表-2）などが見られる中で、消費者物価（HICP）は5月に0.7%へと低下、耐久消費財等の価格はすでに前年割れとなっている（図表-3）。ドイツがデフレ・スパイラルに陥り、「第二の日本」になるとの懸念が現実味を帯びつつあるようだ。

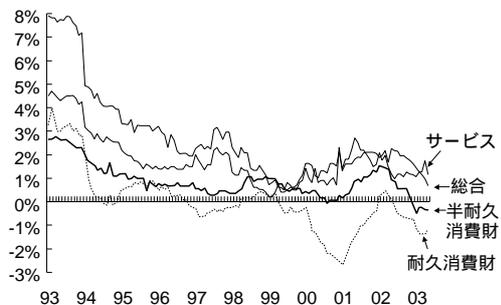
ドイツと日本には基本構造や景気停滞の背景に共通点があるが、低迷からの脱却はドイツの方が困難かもしれない。ドイツの低迷には、東西ドイツ統一（90年）後の旧東独地域の産業再生の遅れ、欧州連合（EU）の統合進展による競争激化で構造調整圧力が強まる一方、自律的政策の幅が狭められている特殊性があるからだ。

図表-2 ドイツ：銀行貸出と株価



(資料) Datastream

図表-3 ドイツ：消費者物価の推移



通貨統合とEU拡大のベネフィット、すなわち市場の一体化や信用力向上の効果は、小国や、

キャッチ・アップの過程にある低所得国ほど享受しやすい。中核国のドイツは、域内諸国との直接的な競合にさらされる製造業中心の産業構造を有していることもあり、統合の深化が経済停滞へのきっかけとなった面もある。

通貨統合による政策面での自由度低下もドイツにとって深刻な問題である。低所得国では貿易財部門における賃金と生産性の上昇率が高く、生産性が低いサービス部門の賃金は貿易財の価格よりも早いスピードで上昇、結果的に消費者物価を押し上げる「バラッサ＝サミュエルソン効果」により、インフレ率は高めになりやすい。従って、政策金利が低所得国の物価水準に配慮して決められれば、ドイツにとって政策金利は割高化しやすいのである。

財政政策にも強い制約を受けている。ドイツの財政赤字は景気低迷による税収不足から「成長安定協定」に規定された上限（GDP比3%）を突破、今年度は「過剰な財政赤字」の是正のために具体的な措置を講じる必要に迫られた。不況期における緊縮財政は一層の内需抑制、税収減、さらなる財政赤字の拡大という悪循環のリスクを伴うものである。

本稿では、ドイツの低迷は、統合の深化と拡大に伴う環境変化に対して国内の構造改革による対応が遅れていることによるものであるとの問題意識から、90年代後半以降の対外経済関係の変容と構造改革の取り組みについて見ていく。

## 2. 90年代後半以降の対外経済関係の変容

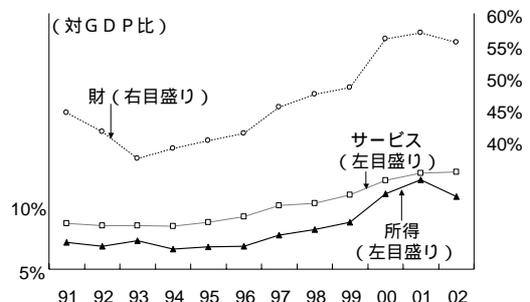
90年代後半における財・サービス・資本移動の双方向の拡大ぶりは、ドイツ経済のグローバル化、域内経済との統合の進展を示すものである。

財・サービス取引は92年～93年の不況脱却後、2000年にかけて速いテンポで拡大した。ドイツの貿易依存度（（輸出＋輸入）/GDP）は、

EU域内貿易の発達により、日本や米国に比べてそもそも高水準にあったが、ピークの2001年には実にGDPの56.9%に達した（図表 - 4）

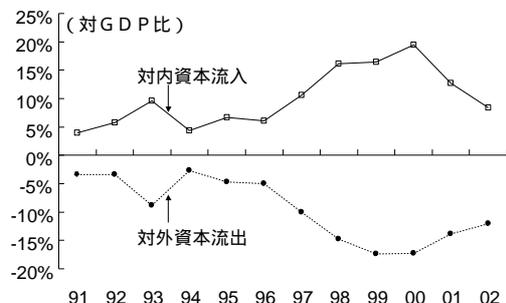
貿易取引に比べて低調であった資本取引も、通貨統合への準備が本格化した90年代後半に、ITブームやクロスボーダーM&Aの活発化などを背景に流出入ともに急テンポで拡大した（図表 - 5）。直接投資は99年、株式投資は2000年をピークに縮小に転じているが、貸出等その他投資を含めた資本取引の規模は市場統合以前の比較では高い水準にある（図表 - 6）

図表 - 4 ドイツ：経常取引の推移



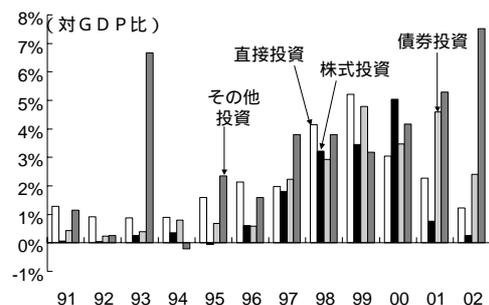
(注) いずれも (輸出+輸入) / GDP (資料) ドイツ連邦銀行

図表 - 5 ドイツ：資本取引



(注) 直接投資、証券投資、貸付の合計 (資料) ドイツ連邦銀行

図表 - 6 ドイツ：形態別資本流出



(注) その他投資は貿易信用、貸出・預金、その他資産・負債 (資料) ドイツ連邦銀行

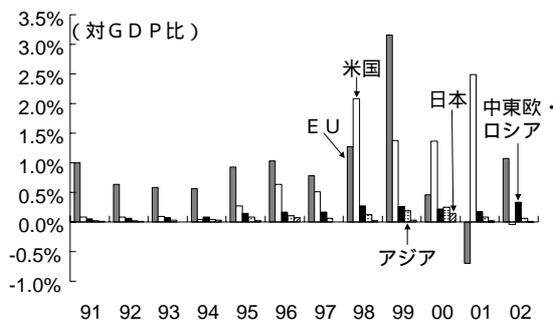
(1) 資本取引面での変化

直接投資

90年代後半の直接投資は大きく2つの目的に分類できる。1つは生産コスト削減を目的とする低賃金国への生産移転である。もう1つは技術獲得、新たな収益基盤の確立を目的とする欧州域内や米国との大規模なM&Aの増加である。

地域別には1件あたり投資金額の大きいEU域内、米国向けのウェイトが高いが、エマージング市場諸国向けにもポーランド、チェコ、ハンガリーを中心とする中東欧への投資が90年代を通じて一貫して増加した(図表-7)

図表-7 ドイツ：地域別対外直接投資



(資料) ドイツ連邦銀行

中東欧向け投資の増加は、1989年にスタートした市場経済化のプロセスで実施された民営化への応札と、生産コスト削減を目的とする自動車、電機・電子分野の生産拠点増強が進展したことによるものである。とくに後者のタイプの投資は、ドイツ-中東欧間の貿易関係に大きな変容をもたらした。この点は、次節で詳しく見ていくことにしたい。

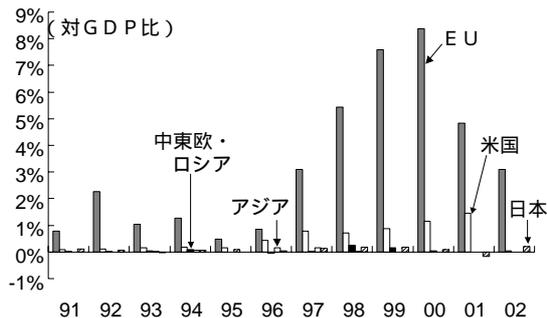
証券投資

株式、債券などの証券投資はEU域内を中心に拡大した(図表-8)。99~2000年にかけての増加は単一通貨ユーロ導入に伴う域内の為替リスクの消滅による効果が顕れたものと考えられる。

同時に通貨統合によって域内金利が低下し、域内における通貨分散投資が不可能になったこ

とは、EU域外への投資を促進する要因ともなった。域外では資本市場に厚みがあり、長期景気拡大局面で高い投資収益率が見込まれた米国に投資が集中した。これに対し、資本市場が整備途上にあるエマージング市場諸国への証券投資形態による資本流出は、限定的なものにとどまった。

図表-8 ドイツ：地域別対外証券投資

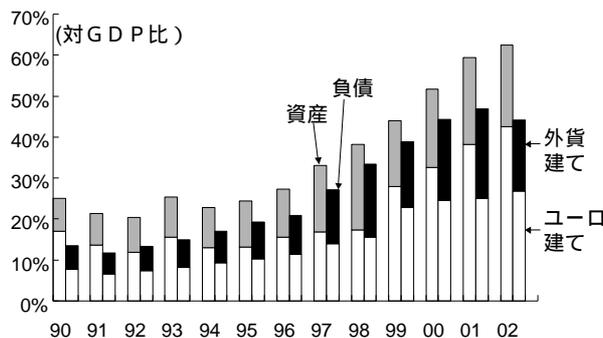


(資料) ドイツ連邦銀行

銀行を通じた資金流出入

ドイツ国内銀行の対外資産・負債残高の変化からは、銀行を通じた内外資金取引は、ユーロ圏内におけるユーロ建ての短期資金取引を中心に拡大したことがわかる(図表-9)。単一通貨導入でユーロ圏内で国境を越える資金取引が円滑になったことが、90年代後半に銀行セクターの対外資産・負債の増加を加速させたものと思われる。ユーロ圏内およびユーロ市場においてドイツの銀行の対外資産は対外負債を上回っており、ユーロ圏内で資金の出し手としての役割を担っていることがわかる。

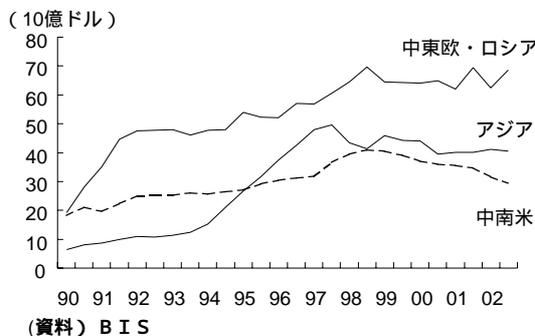
図表-9 ドイツ国内銀行の対外資産・負債残高



(資料) ドイツ連邦銀行

国際決済銀行（BIS）統計によると、ドイツの銀行の対外資産のうち84.2%が先進工業国向けでエマージング市場諸国向けは全体の1割に過ぎない。地域別に見ると、97年のアジア通貨危機以後、中南米向けは圧縮、アジア向けもピーク比で縮小しているのに対して、中東欧向けは横ばいとなっている（図表 - 10）。中東欧市場では市場経済にふさわしい金融システムへの転換のために国営銀行の民営化などを通じて積極的な外資導入を行った。こうした対外開放政策に、ドイツを含むEU加盟国の銀行は、市場一体化と銀行ビジネスの潜在的な成長性への期待から積極的に対応してきた。この結果、新規EU加盟予定国の銀行市場では外資のシェアが6割を超えるなど著しく構造が変化した。しかし、与信残高の推移を見る限り、ドイツの銀行は中東欧におけるビジネス拡大には、今のところ慎重な姿勢で臨んでいることが推察される。

図表 - 10 ドイツの銀行のエマージング諸国市場向け与信残高の推移

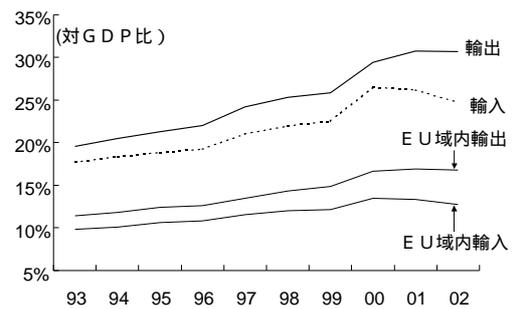


(資料) BIS

## (2) 貿易構造の変化

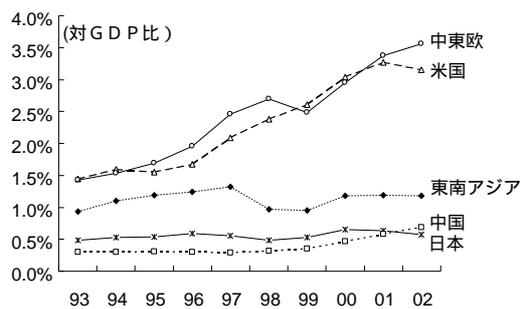
財貿易の拡大テンポに弾みがついた93年は、EU域内の非関税障壁などが撤廃され市場統合が完成した年である。しかし、90年代後半における財貿易の構造変化は、以下に見るとおり、EU域内市場統合の深化以上にグローバルなレベルでの分業関係の変容が反映されたものとなっている。

図表 - 11 輸出入依存度の推移



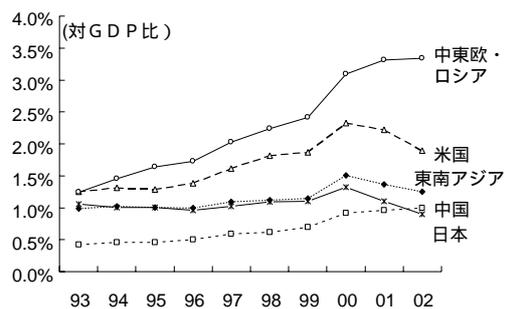
(資料) ドイツ連邦銀行

図表 - 12 地域別輸出依存度の推移



(資料) ドイツ連邦銀行

図表 - 13 地域別輸入依存度の推移



(資料) ドイツ連邦銀行

## 貿易相手地域の変化

2002年時点でドイツの貿易は、55.4%が対EU向けである。EU域内貿易の規模は対GDP比で30%と高い水準にある（図表 - 11）。しかし貿易全体に占めるEUのシェアは、スペインやアイルランドなどの高い伸びに対して、フランスやイタリアなど主要国との貿易の伸びが低く留まったことで、むしろ低下している。EU域内貿易は93年から2002年までに年平均6.6%（名目・ユーロ建て）増加したが、中東欧・ロシアとの貿易が同14.4%、対中貿易が同12.9%、対米貿易も輸出を中心に同10.2%拡大したからである。91年6月のコメコン体制の崩壊、95年

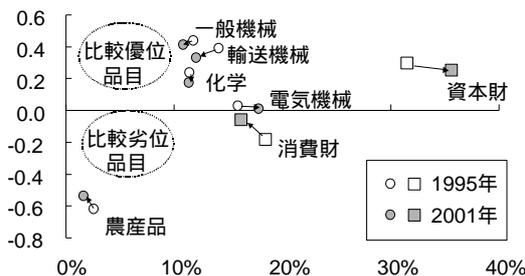
のEUとの連合協定締結、あるいは中国の世界の生産基地としての台頭や米国の長期に亘る好況といった諸要因は、ドイツにとってEU市場統合の完成以上に強いインパクトを持ったと考えることができよう(図表-12、13)。

### 品目構成の変化

財・品目別の貿易動向からは、ドイツ企業の生産コスト削減を目的とする生産ラインの国外移管により構築された垂直的分業による双方向貿易の増加ぶりがわかる。

95~2001年の財・品目別の貿易額のシェアと特化係数を比べると、資本財の輸出特化、消費財の輸入特化、一般機械、輸送機械、化学等が主力輸出品目とする基本構造は変わっていない。しかし、一般機械や輸送機械の輸出特化係数はやや低下、すなわち輸入が増大し、資本財と電気機械では特化係数に大きな変化が見られないが、貿易額が増加、つまり双方向の貿易が拡大したことがわかる(図表-14)。これは生産増強を目的とする対外直接投資によって引き起こされる物流の変化、すなわち資本財輸出の誘発や製品の逆輸入の増加などによるものと捉えることができる。

図表-14 ドイツの品目別貿易シェアと特化係



(注)シェア = 当該品目の(輸出 + 輸入)/(総輸出 + 総輸入)

特化係数 = (輸出 - 輸入)/(輸出 + 輸入)

(資料) ドイツ連邦銀行

エマージング市場諸国の主要貿易相手国との貿易品目構成をさらに詳しく見ると、90年代後半以降、チェコ・ポーランド・ハンガリーとの間では輸送機械・電気機械分野で輸出入がともに拡大、いわば「産業内垂直分業」が急速に深

化し、貿易額が押し上げられたことがわかる。より細かい品目分類で見ると、ドイツからは自動車エンジン用の部品や電子部品類が、中東欧からはディーゼル・エンジンや部品、完成車、ケーブル、スイッチ、ヒューズなどの部品輸入が増加している。例えば、輸送機械・部品の輸出入拡大は、チェコとの間ではフォルクスワーゲン(VW)が買収したシェコダ社、ハンガリーとの間ではオベルやアウディーなどの出資企業との取引拡大が直接的に影響を及ぼしているものと思われる。

### 3. 中東欧経済との統合深化による構造調整圧力

こうした財・サービス、資本取引面での域内市場との統合やグローバル化の進展により、ドイツ経済は外部環境の変化をより受けやすくなったと考えることができる。とくに、ユーロ圏内ではスペインやアイルランド、さらに中東欧圏などの供給力が増大し、そのかなりの部分がドイツからの直接投資によってもたらされたことは、ドイツ国内における生産の低迷、失業の増大、物価低下の背景を理解する上で重要なポイントであろう。

#### (1) 相対的に大きいドイツへの影響

地理的に隣接するエマージング市場諸国の供給力増強に伴う輸入の増加は米国や日本においても観察され、世界的なデスインフレ傾向の一因と考えられている。図表-15は、この影響の相対的な違いを把握するために、米国、日本、ドイツのエマージング市場諸国からの輸入規模を比較したものである。ここからは、ドイツの中東欧からの輸入額対GDP比3%という水準が日本の対中輸入よりもはるかに大きいことや、エマージング市場諸国全体からの輸入は原油比率が高いロシアを除いたベースでも米国の5.1%を上回るほど高いことなどがわかる。さら

図表 - 15 米・日・独のエマージング市場からの輸入

(2001年)	米国	日本	ドイツ
中国	1.1%	1.4%	1.0%
その他アジア	1.8%	2.2%	1.6%
ロシア	0.1%	0.1%	0.7%
中東欧	0.1%	0.0%	3.0%
中南米	2.0%	0.2%	0.5%
上記計	5.1%	3.9%	6.8%

(注) 対GDP比

(資料) IMF

に中東欧・ロシアに中国を加えた体制移行国全体の供給力拡大のインパクトという点でもドイツは最大であり、相対的に大きな影響を受けていると理解される。

## (2) 今後も圧力は増大へ

中東欧の供給力増強によるドイツ経済へのインパクトは、以下の理由により、今後一層増大すると予想される。

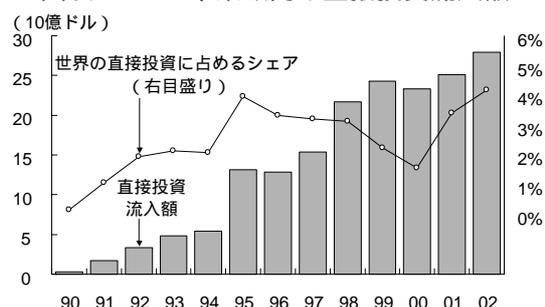
### 進展する生産能力の増強

第1の理由は、中東欧におけるインフラの整備や生産能力の増強は、今後さらに進展し、生産性の向上が期待されることである。

EU加盟を控えた中東欧諸国では、EU加盟条件を充足するため法規制の見直しが急ピッチで進んでいる。EU新規加盟予定国の経常収支はGDP比3.9%（2002年）の赤字で、EU市場との一体化をさらに推し進めることでEUからの資金流入、とりわけ、返済負担を伴わず技術移転効果も期待される直接投資を誘致しようとの熱意は高い。近隣諸国間での投資誘致競争が激化しており、財政事情が苦しい中でも、投資環境の優位性を維持するためのインフラ投資には力を入れている。

実際の直接投資の流入も中東欧圏内での主役交代を伴いながら、全体としては順調に拡大している。世界の直接投資はクロスボーダーM&Aの一巡により2001年に大きく減少、2002年も前年割れとなり、エマージング市場諸国への直接投資もアジアや中南米向けは前年比で減少した。その中において中東欧向け直接投資は2001

図表 - 16 中東欧向け直接投資流入額



(注) 2002年の世界の直接投資額はOECDの推定などを基にした推定値  
(資料) EBRD、UNCTAD、OECD

年以後も増加基調が続いている。2002年はチェコ、スロバキアへの自動車関連投資が押し上げ、過去最高水準を更新した（図表 - 16）、これらの投資が立ち上がることで、ドイツの中東欧圏からの輸入は一段と増加することになるだろう。

### 視野に入る中東欧のユーロ参加

第2の理由は、2004年5月に新たにEUに加わる中東欧などの10カ国はEU加盟後にユーロ参加条件の充足に取り組むことになり、ユーロ圏との間で生産性の上昇に見合った為替レートの調整は行われにくくなることである。

新規加盟国のユーロへの早期参加の意欲はおしなべて高いものとなっている。中東欧はドイツを始めとするEUに対し、貿易で45.1%、直接投資は主要3カ国で8割前後、銀行を通じた資金調達では76.9%と結びつきが強い（図表 - 17、18）。ユーロへの参加は、域内における為替リスクの消滅やEU市場との真の一体化につながることから、EU域内の財・資本取引を一層円滑化するだけでなく、米国や日本など域外投資家に対しても信用力の向上につながることを期待されるからだ。新規加盟国がユーロに参加する場合、物価、財政赤字、政府債務残高、長期金利、為替相場に関する5つの条件をクリアする必要がある。この条件と主要国の現状を照らし合わせると、クリアすべきハードルは2つあることがわかる。

1つは財政赤字の削減である。中東欧諸国で

図表 - 17 エマージング市場諸国の輸出相手地域

(2001年)	米国	日本	EU		域内
				ドイツ	
アジア	20.5%	11.9%	15.4%	3.5%	39.3%
中東欧・ロシア	4.4%	0.9%	45.1%	17.2%	24.4%
中南米	59.0%	1.9%	12.6%	2.4%	18.0%
上記計	24.4%	8.1%	20.5%	5.9%	32.7%

(注) 各国・地域向け輸出金額/輸出総額 (資料) IMF

図表 - 18 エマージング市場諸国の銀行借入

(2002年末)	米国	日本	EU	
				ドイツ
アジア	8.4%	17.1%	49.6%	17.0%
中東欧・ロシア	4.4%	1.8%	76.9%	34.0%
中南米	19.8%	4.2%	61.5%	12.9%
上記計	11.1%	8.1%	61.9%	20.8%

(資料) BIS

図表 - 19 ユーロ参加条件と新規加盟国の現状

	政府 債務残高	財政収支	物価
EU15	62.7	1.9	2.3
ユーロ圏	69.2	2.2	2.4
新規加盟予定国平均	38.1	5.3	2.7
チェコ	25.0	6.5	1.4
ハンガリー	54.2	9.1	5.3
ポーランド	43.3	4.2	1.9
ユーロ参加条件	60.0	3.0	3.1

(注) 政府債務残高: 2002年末、新規加盟国は2002年計画

物価: 2003年3月、新規加盟国は2002年実績

ユーロ参加条件の物価は2003年3月時点

他に長期金利、為替の安定に関わる項目がある

(資料) 欧州委員会, "Eurostat", "Main results of the April 2002

fiscal notification presented by the candidate countries", Nov 2002

"Economic forecast for the candidate countries", April 2003

は税収基盤が脆弱な一方、社会保障支出やインフラ支出、さらにEU加盟関連支出などが増加している。このため、財政赤字はハンガリーの対GDP比9.1%をはじめとして新規加盟国平均で同5.3%と基準を大きく上回っている(図表-19)

もう一つは、為替相場の条件、すなわち対ユーロ相場での為替相場の安定を図るプログラム(ERM)に2年参加し、変動幅を一定の範囲内(現行制度では±15%)に抑制することである。この点については、すでにハンガリーなどがユーロ参加を視野に入れた為替相場制度や金融政策運営方式の手直しを行い、対ユーロの為替変動幅を抑制する運営を行うなど事前の準備段階に入っている。これと共に外国投資家の間でユーロ参加による大幅な金利低下期待が高まり、コンバージェンス・トレードと呼ばれる投機的な

資本流入が増大、為替相場の安定とインフレ・ターゲットのどちらを優先すべきかという政策的なジレンマに直面するようになっている。

新規加盟国のユーロ参加条件の具体的な内容や時期は未確定だが、中東欧圏との障壁が一層削減されることは間違いなく、その過程でドイツには国内産業の空洞化、持続的な財価格の低下圧力が加わりやすいと考えるべきであろう。

#### 4. ドイツ国内における構造問題と改革への取り組み

生産拠点の域外シフトは、とりわけ旧東独地域の産業再生という課題を抱えるドイツにとって悩ましい問題である。しかし、欧州統合の深化と拡大という不可逆的な流れの中で生じる調整圧力に、人為的に歯止めをかけるには限界がある。唯一の有効な政策的選択肢は、生産性がより高い分野に生産要素のシフトが進むよう構造改革を進めることである。ここでは、労働市場と金融システムの現状と改革の動きについて見ていく。

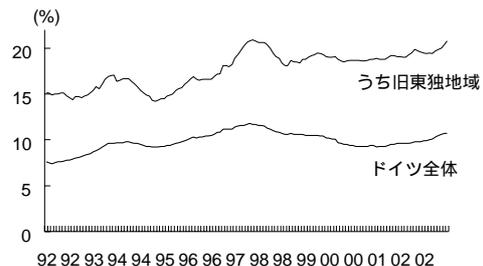
##### (1) 労働市場改革

###### 労働市場の現状

景気低迷の長期化によってドイツ全体の失業率は4月に10.7%、うち旧東独地域の失業率は20.8%と過去最高の水準を更新しようとしている。失業者数も全体で446万人とおよそ5年ぶりの高水準に達した。(図表-20)

失業問題の背景には、厳しい解雇規制や賃金の硬直性、手厚い雇用保険や失業給付が企業に

図表 - 20 ドイツ：失業率



(資料) ドイツ統計局

としては高負担となり、失業者の就業インセンティブを低下させていることなどがある。また各種規制の存在が雇用吸収力の高いサービス産業の発展や雇用の受け皿となる起業の妨げとなっていることも、雇用創出力が乏しい原因となっている。

#### 第二次シュレーダー政権発足後の改革

高コスト、硬直的な労働市場の改革は、2002年10月に発足した第二次シュレーダー政権の構造改革の最優先の課題と位置づけられている。組閣時に労働社会問題省と経済省を統合して創設された「労働経済省」の下、首相の諮問機関であるハルツ委員会がまとめた労働市場改革に関する答申（2002年8月）の内容が実行に移されている。

2003年1月1日からは、公共職業安定所のマッチング機能向上のためのジョブセンターへの改編、職業紹介の迅速化、高齢者の就業に関わる賃金保障、補助金による失業者の起業支援などに関する法案が施行された。

さらに、現在、シュレーダー首相のイニシアティブで推進されている構造改革計画「アジェンダ2010」では雇用関連の主要施策として就業インセンティブの拡大と歳出削減のための雇用保険給付期間見直し、雇用創出の障害となっている解雇規制の緩和、地方財政の改善のための雇用保険給付金の財源見直しなどが実行に移されようとしている。

雇用保険給付見直しと解雇規制の緩和は与党社会民主党（以下、SPD）の支持基盤である労働総同盟（DBG）や傘下の労組から強い反発があったが、シュレーダー首相の不退転の決意表明で6月1日にSPD臨時党大会にて採択された。与党の連邦議会での議席数は過半数を僅かに超す程度であり、州代表からなる連邦参議院では重要な州選挙での敗北が続き野党キリ

スト教民主・社会同盟（以下、CDU・CSU）との協力が必要である。「アジェンダ2010」については、CDU・CSUや経済界は内容は不十分としながらも、方向性は評価しており、9月を目処に可決される公算である。

これら構造改革案は財政赤字の削減という意図も持つため、景気にはマイナスに働く可能性がある。雇用対策の中でも短期雇用創出効果が期待できるのはKfWによる低利貸付制度に留まる。中長期的な観点からは不可欠な取り組みであるが、短期的には景気を下押しする可能性があることから、現在検討されている減税の前倒し実施などマクロ政策面でのサポートが併せて講じられることが望ましいと考えられる。

#### （2）金融システムの基本構造と課題

##### 金融システムの基本構造

ドイツの金融システムの特徴はユニバーサルバンク制度、銀行を中心とする間接金融の優位、公的金融のウェイトの高さにある。

主力銀行（Hausbank）は主要貸出先の株式を保有し、日本のメインバンク以上の影響力を行使してきた。企業は長短金融の両面で銀行に依存してきたため、企業の資金調達経路としての債券市場の役割は限定的なものにとどまってきた。さらに、株式市場も、企業間の株式持ち合いが盛んで、流通株式が少ないこと、同族企業が多く、株式会社に組織変更することで買収や経営権の希薄化することを嫌い、有限会社形態を選好する企業が多かったことなどから、発展は制約されてきた。

##### 課題

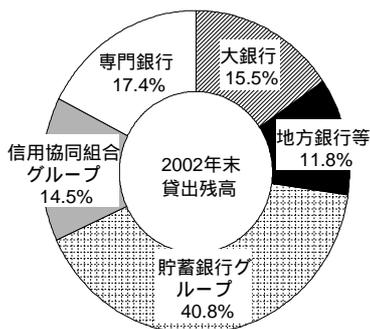
##### （銀行セクターの低収益体質の改善）

ドイツの銀行は伝統的銀行業務のほか証券業務などほとんどすべての金融業務を営むことができるユニバーサルバンクと、業務が限定された専門銀行に分類できる。ユニバーサルバンク

には、商業銀行グループ、貯蓄銀行グループ、信用協同組合グループの3つのグループがある。歴史的には商業銀行グループは企業金融、貯蓄銀行グループは個人と中小企業、信用共同組合グループは中小企業、農業貸付中心などの棲み分けがあったが、現在では相互の乗り入れにより同質化が進展している。

銀行制度上の特徴である公的金融のウェイトの高さは日本を上回るものである。もっとも高いウェイトを占めるのは、地方自治体が所有し各地域をベースにリテール業務を展開する貯蓄銀行（スーパーカッセン）とその上部組織の州銀行・振替中央銀行（ランデスバンク/ジロチェントラーレ）、さらに頂上機関という三層の連合組織からなる貯蓄銀行グループである。貯蓄銀行グループは、債務に関わる自治体の保証が付与されたことも手伝い、企業向け貸出全体の4割のシェアを占めている（図表-21）。この他、専門銀行として公的所有、政策性業務を営む銀行が存在する。

図表 - 21 ドイツ：企業向け貸出市場におけるシェア



(資料) ドイツ連邦銀行

競争条件の不公平は、貯蓄銀行グループの経営体質の改善を遅らせる一方、商業銀行グループの収益を圧迫する要因となってきた。この結果、銀行セクターは全体として預貸利鞘が薄く、自己資本比率も低い。過当競争の国内市場の中で、大銀行は大企業や資本市場などいわゆるホールセール市場で強い影響力を保持してきた

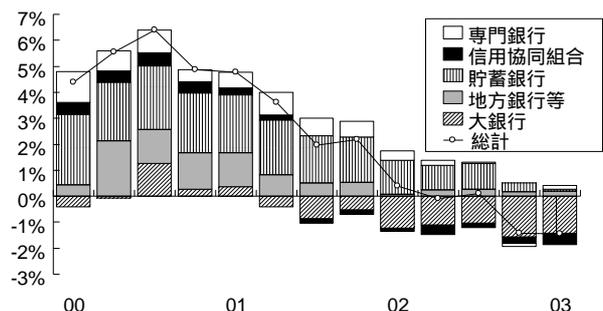
が、この分野では近年米系を含むクロスボーダーな競争が激化した。図表-9で見た資本流出が示したドイツの銀行のユーロ圏内での業務拡大や、成長が期待される中東欧市場での基盤確立、さらにM&Aなどを通じた投資銀行業務の拡充などの動きは、新たな市場や業務に活路を見出す必要性から生じたものなのである。

最近における銀行貸出の減少は、資金需要の低迷とともに、不良債権問題による貸出態度の慎重化も一因である。ドイツの不良債権問題は、ドイツ統一後の建設バブルの後遺症、ITバブルの崩壊、景気低迷を背景とするものである。ドイツの銀行の収益は、株価の下落により株式含み益や手数料収入、自己勘定取引の収益減少を通じても圧迫されている。株式持ち合いの慣行があるため、株式の保有はそもそも多額である上に、近年、リスク分散の観点から業務の多様化を図った結果、株式関連業務のウェイトが高まったことで、収益は株価下落の影響を受けやすくなった面がある。

銀行貸出は、業種別には2000～2001年の伸びを支えた金融・サービス、運輸通信等に加え、製造業向けも減少している。銀行の形態別には大銀行の減少が目立つ（図表-22）。これは、大銀行が不採算部門の売却、リストラ、グループの再編などの収益力強化に力を入れていることの反映と捉えられる。

この間、貯蓄銀行グループ、専門銀行の貸出

図表 - 22 ドイツ：銀行形態別貸出増加寄与度



(資料) ドイツ連邦銀行

の伸びも低下はしているが、減少には転じておらず、信用収縮の緩和に一定の役割を果たしているように思われる。しかし、貯蓄銀行グループの債務に対する保証は、欧州委員会との合意により2005年の廃止が決まっており、今後の再編・淘汰や経営体質の改善の行方ならびに主たる顧客層である中小企業への影響は、注意深く見守る必要がある。

#### （資本市場の強化）

90年代のドイツでは市場間、金融機関間、企業間の競争激化と、高齢化と人口減少という社会構造の変化に対応すべく、資本市場振興に重点を置いた制度改革が推進された。すでに見たとおり、個人や中小企業を対象とする公的金融の枠組みは維持しながら、グローバルな競争にさらされる大手企業やハイテク・ベンチャー企業のファイナンスについては、市場調達の機会を拡充する政策が推進されたのである。

こうした政策的な取り組みに加え、金利の低下、株価の上昇、金融機関の資産運用業務の強化との相乗効果で、家計の金融資産における株式のシェアは大きく上昇した。同時に、企業の資金調達においても株式の重要性が高まりを見せた。しかし、2001年以降はITバブルの崩壊と企業業績の悪化による株価の低迷という環境で、株式市場を通じた資金調達は減少している。債券市場ではユーロ導入による市場規模拡大の効果もあり社債発行金額は増加基調が続いているが、依然として相対的な規模は依然小さい。

雇用創出力を高めるための起業促進や公的金融の削減への対応という観点からも市場の多様化、厚みの向上は引き続き取り組むべき課題と考えられる。

国際通貨基金（IMF）は、世界各国のデフレ・リスクを検証したレポートの中で、ドイツを相対的にリスクが高い国に分類した。政策対応力への制約の強さが主な理由の一つである。

たしかに、ユーロ圏内の金融・財政政策の枠組みが硬直的に運用されることで、事態が悪化するリスクは存在する。ドイツが独自に実行しうる構造改革は、短期的には景気を下押しする可能性があり、改革の効果が顕われるには一定の時間を要する。他方、米国経済の低迷やユーロ高の影響から、輸出の力強い拡大は期待できないからだ。

金融政策はドイツに軸足を置いた運営、財政面では「安定成長協定」をある程度弾力的に運営し、悪循環を回避する必要性が高まっている。デフレには事前の予防が重要であり、欧州統合やグローバル経済との結びつきの強化で、ドイツ経済のスパイラル的な悪化が、ユーロ圏内や中東欧に波及するリスクも高まっているからだ。

景気停滞、デフレーション傾向の明確化に対して、欧州中央銀行は金融政策運営の方針を見直し、6月5日に市場介入金利を50bp引き下げ2.0%とした。当面、デフレ・リスクに配慮した政策運営が継続される見通しだ。

財政面での規律の緩和は、相互監視による財政健全化メカニズムを損なうおそれやモラル低下、大国優遇への小国の反発などの問題をはらむものである。しかし、「ユーロ導入以来、財政政策運営にとって最も厳しい時期」（欧州委員会）を乗り越え、ユーロ圏の安定的発展、EU拡大を成功裏に実現する観点から、弾力的な財政運営は現在必要であり、取られるべき選択肢だと思われる。