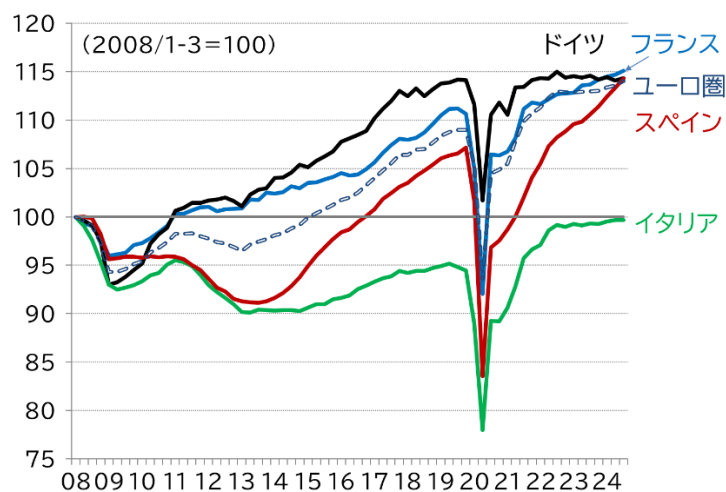


Weekly
エコノミスト・
レター低下する独仏経済の牽引力
ー政治の分断がブレーキにー

経済研究部 常務理事 伊藤 さゆり
(03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

1. ユーロ圏の景気減速懸念が強まっている。国別にはドイツの停滞が目立ってきたが、フランスにも失速の兆候が見られるようになってきた。
2. これまでの独仏間の成長格差は主に個人消費によるもので、フランスの方が実質可処分所得の伸びが高く、購買力の回復局面に転じるのも早かった。
3. 輸出のパフォーマンスもフランスの方が良好だった。ドイツは「産業立地としての競争力」が低下、主力輸出製品が軒並み沈み、サービス輸出も財関連の足取りが重い。
4. 投資は、EUが目指すグリーン移行、デジタル移行、循環型経済への移行、産業の戦略的自律性の向上のために不可欠だが、独仏ともに減少傾向にある。エネルギーコストの高騰、賃金コスト、税負担、官僚主義的負担の増大で、特にドイツの産業立地としての競争力が低下し、産業空洞化懸念が強まっている。
5. 議会が3つに割れたフランスでは、政治・政策の不確実性が経済活動のブレーキとなる可能性がある。ドイツのシュルツ政権は分裂含みで、立地競争力の回復のための一貫性のある大胆な行動は期待し辛い。解散総選挙でも問題は解消しない。
6. これまでEUの統合を牽引してきた独仏が、国内における合意形成により多くの政治的資源を割り当てざるを得なくなることは、EUレベルの競争力強化のために必要な改革や政策の協調も進み辛いことを示唆する

ユーロ圏主要国の実質GDP



(資料) 欧州委員会統計局 (eurostat)

（ 減速傾向を強めるユーロ圏 ）

10月30日公表のユーロ圏の7～9月期実質GDP（速報値）は前期比0.4%（前期比年率1.5%）と4～6月期の同0.2%（同0.8%）を上回った。主要国では、イタリアが同0.0%（同マイナス0.0%）は4～6月期の同0.2%（同0.6%）から失速したが、スペインは前期比0.8%（同3.4%）で前期に続く高い成長を維持、フランスとドイツは4～6月期よりも改善した。フランスはパリ五輪の押し上げ効果が働いたことで、同0.4%（同1.5%）と4～6月期の同0.2%（同0.8%）を上回った。一進一退の推移が続いたドイツも同0.2%（同0.7%）と4～6月期の同マイナス0.3%（同マイナス1.1%）からプラスに転じた（表紙図表参照）。

7～9月期の実質GDPは改善したものの、足もとではユーロ圏の景気減速懸念が強まっている。実質GDPとの連動性が高い総合PMI（購買担当者指数）は、9月は49.6、10月（速報値、以下同じ）は49.7と2カ月連続で活動の拡大と縮小の分かれ目となる50を下回り、10～12月期のマイナス成長すら意識される。

（ 停滞が続くドイツ経済、フランス経済にも鈍化の兆し ）

ユーロ圏経済には部門毎のばらつきが観察されてきたが、ここに来て製造業の停滞が続く一方、堅調を保ってきたサービス業が勢いを失いつつある。

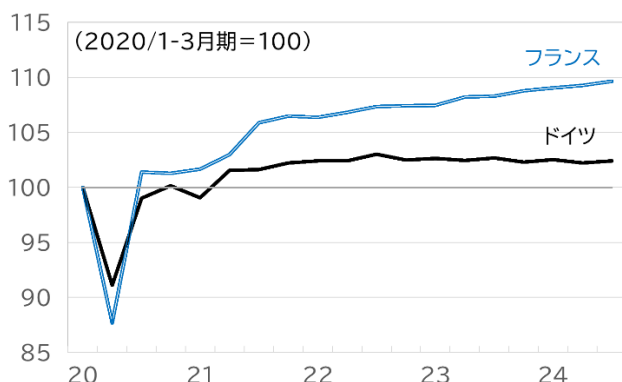
国別には、ドイツの停滞が目立ってきたが、フランスも失速の兆候が見られるようになってきた。ドイツの総合PMIは、今年7月以降、4カ月連続で50を下回っている。ドイツ経済の屋台骨である製造業が、22年7月以降、50を割り込んだままで、10月も42.4という低空飛行が続き足を引っ張った。フランスの総合PMIも、10月は47.3とドイツの48.4%を下回る水準に沈んだ。フランスも製造業は振るわず、サービス業は、8月が五輪要因で55まで押し上げられた反動もあり、50を割り込む水準まで低下した。

（ この間の独仏間の成長格差の主な要因は個人消費 ）

7～9月期までのフランス経済は、ドイツ経済に比べて順調だった（図表1）。この間の独仏間の成長格差は主に個人消費によるものだ（図表2）。

個人消費の基調を決めるのはインフレ要因を調整した実質可処分所得である。コロナ禍やエネルギー危機によるインフレと所得支援などの危機対策の影響で振れ幅が大きくなっているが、均してみるとフランスの伸びがドイツよりも高かった。2022年秋をピークとするインフレの高進による実質可処分所得の減少局面を脱して、購買力を回復する局面に入るタイミングも、フランスの方が早かった（図表3、図表4）。

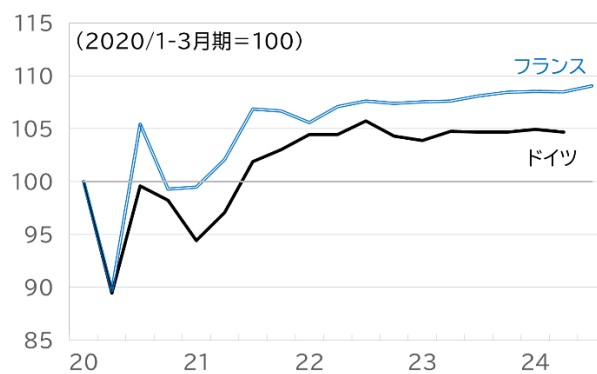
図表1 独仏実質GDP



(注) 直近は 24 年 7～9 月期速報値

(資料) 欧州委員会統計局 (eurostat)

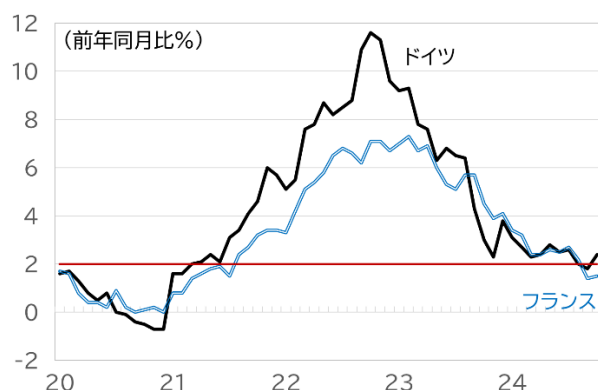
図表2 独仏実質個人消費



(注) 直近は、フランスは 24 年 7～9 月期、ドイツは 24 年 4～6 月期

(資料) 欧州委員会統計局 (eurostat)

図表3 独仏HICP



(資料) 欧州委員会統計局 (eurostat)

図表4 独仏実質家計可処分所得



(資料) 欧州委員会統計局 (eurostat)、欧州中央銀行 (ECB)

(財輸出の不振がドイツ停滞の原因。サービス輸出も財に関わるサービスが伸び悩む)

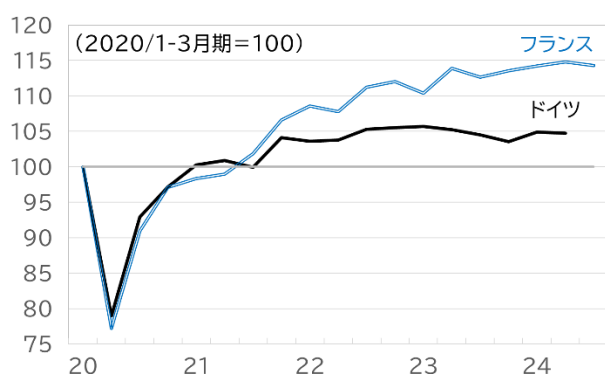
輸出のパフォーマンスもフランスの方が良好だった(図表5)。ドイツ経済の最大の特徴は輸出型製造業への依存度の高さにある。ドイツの輸出依存度(財・サービス輸出のGDP比)は、40%を超え、およそ30%のフランスを大きく上回る。サービス輸出の依存度はGDP比10%程度で独仏間に大きな差はない。GDP比で10%に達する輸出依存度の差は、経済活動に占める財輸出の重みの違いによるものである。

近年の輸出パフォーマンスの差の多くはサービス輸出によるものだ(図表6)。フランスのサービス輸出は「その他業務サービス(研究開発サービス、専門・経営・コンサルティング・サービス、技術・貿易関連・その他業務サービス)」が最も多く、「旅行」「輸送」「通信・コンピューター・情報サービス」「金融サービス」が続く(図表7-右)。「その他業務サービス」と「金融サービス」輸出は拡大傾向にある。「その他業務サービス」と「金融サービス」の収支の黒字幅は旅行に続いて大きく、稼ぎ頭となっている。

ドイツも、輸出額は、技術・貿易関連・その他業務サービスを中心とする「その他業務サービス」

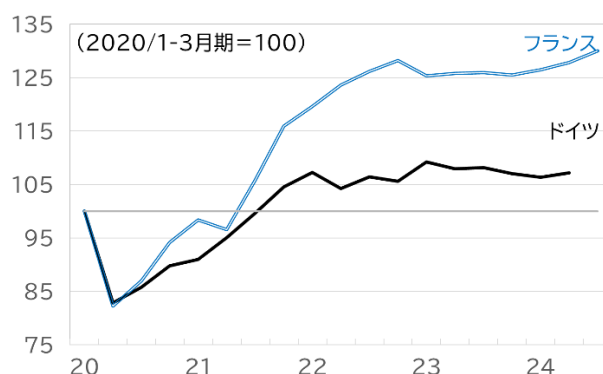
がトップで、「輸送」、「通信・コンピューター・情報サービス」、「知的財産権等使用料」、「旅行」、「金融サービス」が続く（図表7-左）。「その他業務サービス」、「通信・コンピューター・情報サービス」、「旅行」、「金融サービス」の輸出は堅調だ。しかし、ドイツのサービス輸出「輸送」や「知的財産権等使用料」など財に関わるサービスの輸出の比重がフランスに比べて高く、これらが伸び悩んでいる。フランスとは異なり、ドイツの「旅行収支」は赤字である。いわゆる「デジタル赤字」の多くを占める「通信・コンピューター・情報サービス」は独仏ともに赤字で拡大傾向にある。「その他業務サービス」は、先述のとおりフランスは黒字だが、ドイツは赤字基調で、かつ、赤字が拡大している。

図表5 独仏実質財・サービス輸出



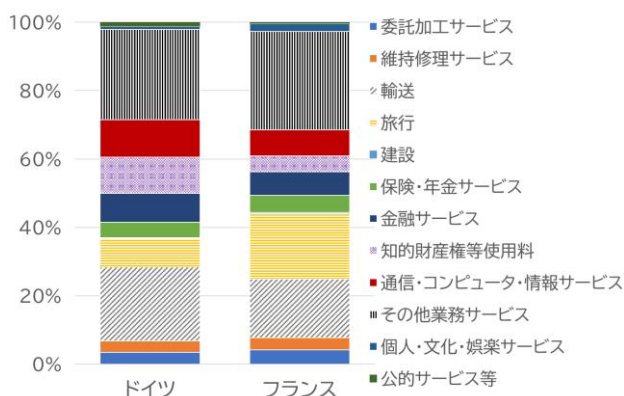
(注) 及び (資料) 図表2と同じ

図表6 独仏実質サービス輸出



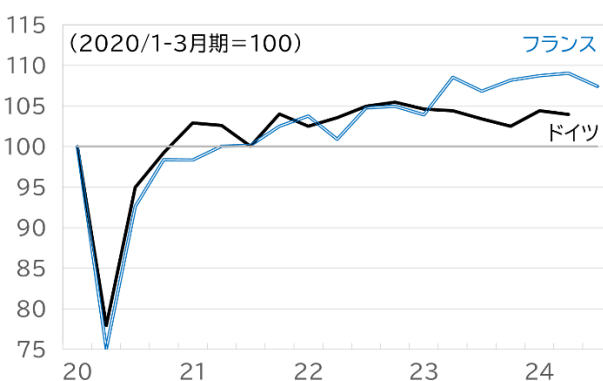
(注) 及び (資料) 図表2と同じ

図表7 独仏サービス輸出構成比 (2023年)



(資料) ドイツ連邦銀行 (Bundesbank)、仏国立統計経済研究所 (INSEE)

図表8 独仏実質財輸出



(注) 及び (資料) 図表2と同じ

(立地競争力の低下でドイツの主力輸出製品は医薬品を除いて総崩れ)

財輸出は、コロナ禍による落ち込みと回復のプロセスでは、独仏が同じようなトレンドで推移してきた。しかし、2023年以降、緩やかな拡大が続いたフランスと伸び悩むドイツという構図となっていたが、7～9月期はフランスも減少に転じた（図表8）。

ドイツ連邦統計局の「対外貿易統計」によれば、2024年のドイツの1～8月期の輸出は前年同期を0.8%下回っている。輸出全体の67.6%を占める上位7品目（自動車、機械類、化学製品、データ処理機器・電気製品・光学製品、医薬品・医薬用化学物質、植物性製品、電気機器、金属）のう

ち、輸出額が前年を上回っているのは医薬用化学物質のみである。

2024 年 9 月に公表されたドイツ産業連盟（B D I）とボストンコンサルティンググループ（G C G）、ドイツ経済研究所（I W）による報告書（以下、B D I・G C G・I W報告書）は、付加価値ベースで高いシェアを占める産業は2つの脅威から、「産業立地としてのドイツ」が競争力を失っており、産業空洞化（deindustrialization）のリスクが増大しているという。脅威の1つは、ロシア産パイプラインガスの供給停止によるエネルギーコストの上昇であり、化学、金属などのエネルギー集約型の装置産業は永続的な競争条件の悪化に見舞われている。もう1つの脅威はドイツ企業が技術的な優位を確立した市場の縮小であり、内燃機関車の市場縮小圧力に直面する自動車関連産業が直面している。2つの脅威に直接さらされていないセクターも、産業連関を通じて脅威に晒されているセクターからの間接的な圧力を受けている。医薬品等をごく少数の例外に輸出が総崩れとなっている理由である。

（ 景気停滞下でドイツは大幅な経常黒字を維持、フランスの経常収支はほぼ均衡 ）

ドイツは、経済の屋台骨である財の輸出が構造的な要因から停滞、競争力の危機が叫ばれているものの、これまでのところ財の貿易収支は大幅な黒字である。貿易黒字が、拡大傾向にあるサービス赤字を大きく上回っているため、経常収支は 2023 年時点でG D P比 6.2%という大幅な黒字である。他方、フランスはサービスの黒字と財の赤字がほぼ均衡している。

国際通貨基金（I M F）の「世界経済見通し（2024 年 10 月）」では、2024 年のドイツの経常収支は同 6.6%に拡大、フランスは 2023 年の同 1 %の赤字から 2024 年は同 0.1%の黒字に転化すると予測している（図表 9）。ドイツ連銀の「国際収支統計」によれば、2024 年入り後のサービス赤字は拡大しているが、輸出を上回るペースで輸入が減少しており、サービス赤字を上回るペースでの貿易黒字の拡大が見込まれる。フランス中銀の「国際収支統計」によれば、貿易赤字はエネルギー価格の低下とエネルギー以外の財の収支の改善で縮小する一方、サービス黒字は拡大しており、経常赤字の解消が見込める状況にあることがわかる。

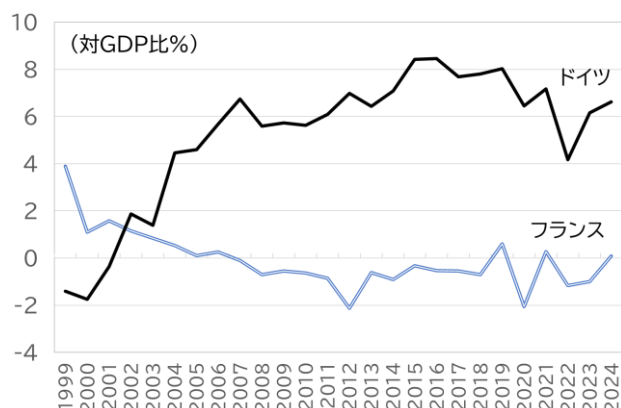
（ 固定資本形成は独仏ともに減少傾向、投資計画も慎重化 ）

固定資本形成はともに減少基調にある（図表 10）。先行して減少に転じたのはドイツである。ドイツではコロナ禍による落ち込みからの反動増が一巡した後、緩やかな減少基調を辿ってきた。フランスは、コロナ禍後の回復一巡後の減少から持ち直す動きも見られたが、7～9月期までの直近5四半期は連続で前期の水準を下回っている。

欧州委員会が年4回実施している投資計画調査でも、独仏ともに製造業、サービス業共に投資計画が弱気になっているが、ドイツの動きが先行し、より慎重なことがわかる（図表 11、図表 12）。

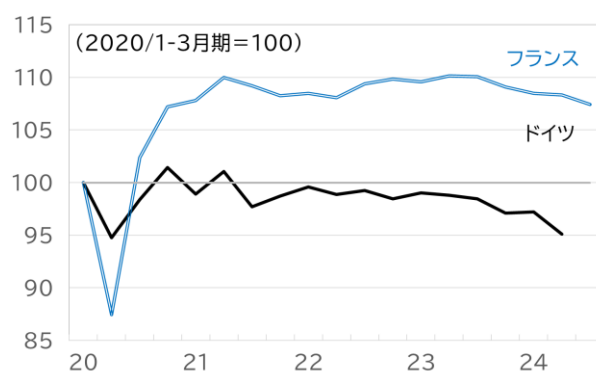
ドイツの製造業企業の計画は、土地・建物・インフラへの投資は前年比4%減、機械設備投資は同6%増、無形資産（研究開発、データ、知的財産、職業訓練など）は同12%増となっており、投資の内容による濃淡が見られる。研究開発やデータ、知的財産などへの投資に関しては、「産業立地としてのドイツ」の競争力の問題の影響は相対的に小さいのかもしれない。フランスの製造業企業の場合、機械設備投資は同22%増で最も高く、土地・建物・インフラへの投資は前年比10%増、無形資産は同12%増であり、5四半期にわたり縮小する固定資本形成のデータとはギャップがある（図表 10）。今後、計画通りに投資が上向き、固定資本形成の減少傾向に歯止めがかかるのか、10～11月期の調査以降、計画が下方修正されることでギャップが縮まるのか注目される。

図表 9 独仏経常収支対GDP比



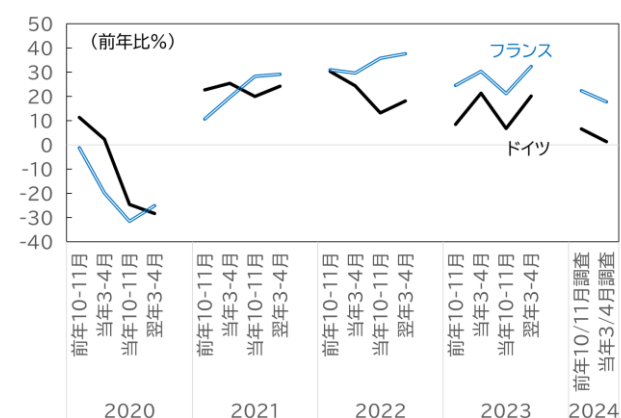
(資料) 国際通貨基金 (IMF) 「世界経済見通しデータ
ベース (2024 年 10 月)

図表 10 独仏実質固定資本形成



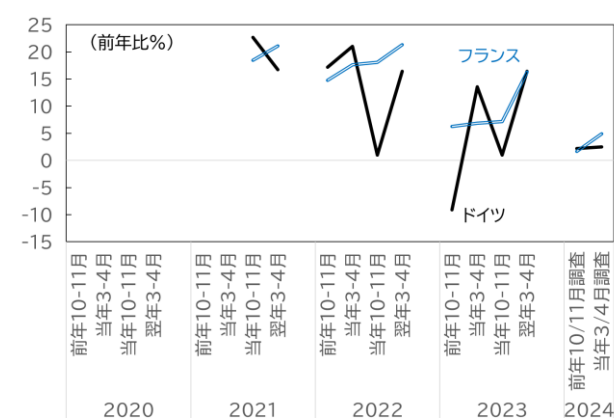
(注) 及び (資料) 図表 2 と同じ

図表 11 独仏投資計画 (製造業)



(資料) 欧州委員会「企業・消費者サーベイ・データベ
ース」

図表 12 独仏投資計画 (サービス業)



(注) 2021 年 3～4 月以前は調査が実施されていない

(資料) 欧州委員会「企業・消費者サーベイ・データベ
ース」

(何が投資を阻んでいるのか？)

ドイツに次いでフランスでも投資が伸び悩むようになった理由は複数ある。コロナ禍による供給網の混乱、原材料や人件費、エネルギーコストの上昇。さらに、2022 年 7 月の利上げ開始と合わせて中銀預金金利の 0.5%のマイナス金利解消、2023 年 9 月までに 4%まで引き上げ、その後、2024 年 6 月の 0.25%利下げ開始まで維持してきたことである。9 月、10 月連続利下げで中銀預金金利は 3.25%まで低下したが、なお引き締めの水準にある。ECBの「銀行貸出サーベイ」でも、2022～2023 年にかけて、金利水準と固定資本投資を理由とする企業の資金需要の減少が確認できる (図表 13)。

投資は、2020 年以降、「欧州グリーンディール」の看板の下で展開してきたグリーン移行、デジタル移行、循環型経済への移行、産業の戦略的自律性の向上のために不可欠である。EUが、2019 年からの 5 年間の立法サイクルで「欧州グリーンディール」関連の法整備を意欲的に進めたのは、予見可能性を高めて、投資を喚起する狙いがあった。半導体やクリーン技術などの戦略分野では、米中との産業政策競争も意識し、民間投資の呼び水とするための公的資金の投入も強化した。EU

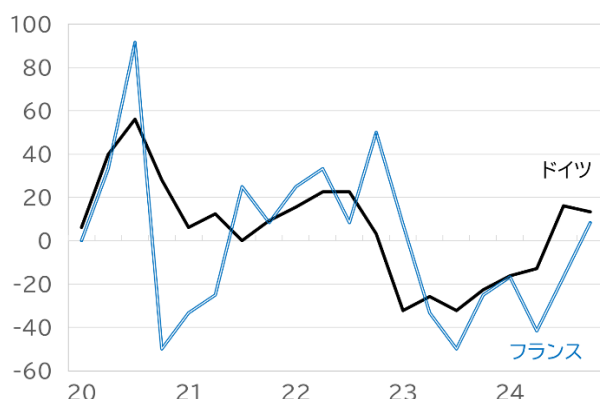
予算の各種プログラムの活用、E U運営条約（T F T U）第 107 条 1 項が原則禁止とする加盟国による補助金についても、同条第 2 項が規定する例外措置の適用や第 3 項の「欧州の共通利益に適合する重要プロジェクト（I P C E I）」の適用などで強化してきた。公共投資は、ドイツが 10 月 15 日に欧州委員会に提出した「2025 年暫定財政計画」にも、「2010 年代平均の GDP 比 2.5%から、2024 年度には同 2.8%まで上昇、2025 年度は 3%に達する」との記載があり、増加傾向が確認できる。

これらの取り組みにも関わらず、独仏の両大国で固定資本形成は減少基調にあり、投資計画も弱気に傾いていることは気掛かりである。競争力の強化が E U 共通の課題として位置づけられる背景である。

高金利を理由に先送りされた投資は利下げの進展によって、動きやすくなるだろう。ユーロ圏の中核である独仏でインフレがピークアウトし、景気減速が懸念されるようになったことで、E C B は追加利下げを進めやすくなった。

但し、ドイツにおける投資の不振は「産業立地としてのドイツ」の競争力の低下と表裏一体の現象であり、より根深いものと言えよう。前項で触れた B D I ・ G C G ・ I W 報告書では、ドイツには、「クリーン技術や産業の自動化、健康などの領域での先進性、熟練した技術者の伝統、高い技術的専門知識を持つ企業群、強力な技術革新の基盤、優れた研究機関」などの「産業立地としての強み」がある。しかし、エネルギーコストが高騰し、賃金コスト、税負担、さらに投資の許認可手続きや行政手続き、規制適合など官僚主義的な負担の増大が「産業立地としての強み」を上回るようになったと警鐘を鳴らしている。

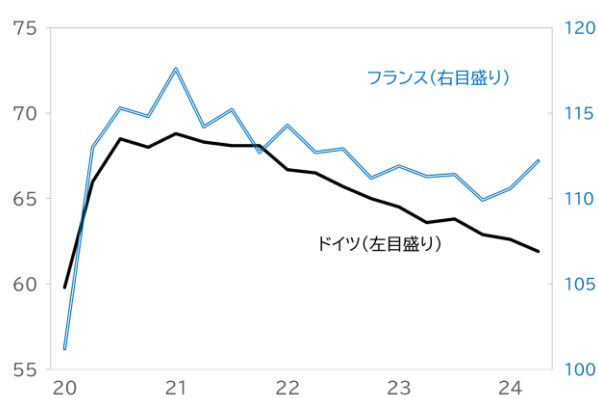
図表 13 独仏企業の資金需要



(注) 需要の増加を報告した銀行の割合 (ネット)

(資料) 欧州中央銀行 (E C B) 「銀行貸出サーベイ (B L S)」

図表 14 独仏政府債務残高 GDP 比



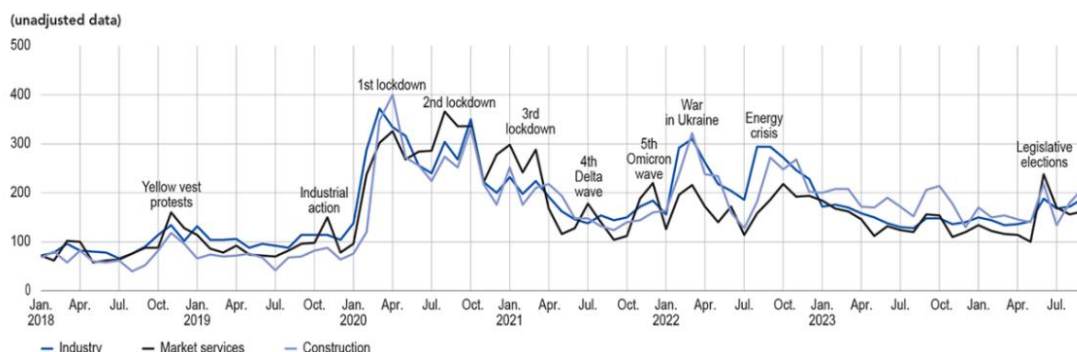
(資料) 欧州委員会統計局

（ フランスでも不確実性の高まりは投資手控えの要因 ）

仏中銀が 10 月 23 日に公表した「月次ビジネス調査 (8500 社を対象に 9 月 26 日～10 月 3 日に実施した調査)」の 10 月の予測では、サービス業が緩やかな鈍化、製造業、建設業は変わらずという結果であった。調査のコメントに基づいて作成する「不確実性指数」は、突然の解散を受けて急遽実施された下院選挙 (6～7 月) を受けて上昇した (図表 15)。コロナ禍やウクライナ侵攻、エネルギー危機時に比べれば、山は低い、下院選以前よりも指数は高めのレベルに留まっている。

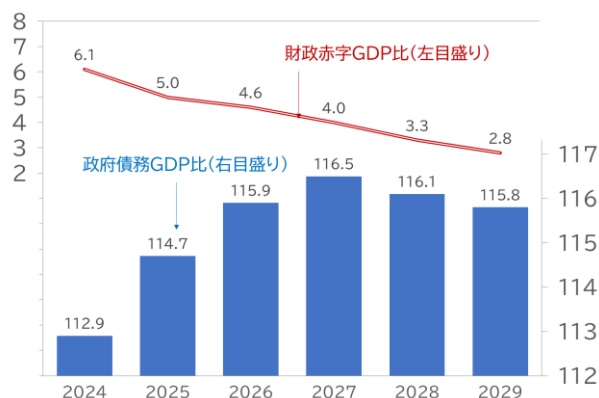
仏中銀によれば、経済財政政策と地政学的な不安定性に関するコメントが増加しているとのことである。

図表 15 仏中銀「月次ビジネス調査」のコメント欄に基づく不確実性指数



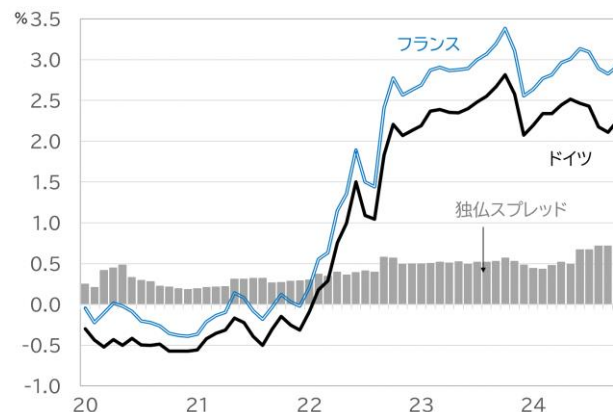
(出所) 仏中銀「[月次ビジネス調査](#)」(24 年 10 月)

図表 16 フランスの財政計画



(資料) 仏政府「2025 年暫定予算計画」

図表 17 独仏 10 年国債利回りとスプレッド



(注) 月中平均値

(資料) Datastream

(政治の分断が経済活動のブレーキとなる可能性)

外部環境の不透明感は増している上に、フランス国内の政治・政策の不確実性も高まっている。下院選の結果、議席は左派連合、極右、大統領与党連合の 3 つに分散し、バルニエ内閣は少数与党として発足した。10 月 18 日からは下院小委員会で「2025 年度予算案」の審議が始まった。予算案には富裕層や大企業への増税と支出の削減による 600 億ユーロ相当の財政措置を盛り込み、財政赤字を 2024 年度の 6.1% から 5.0% に削減する。フランスは、財政赤字の GDP 比が 3% を超えており、EU の過剰な財政赤字是正手続き (EDP) の対象国となっている。欧州委員会に提出した暫定予算計画によれば、向こう 5 年かけて過剰な財政赤字を解消し、政府債務残高の対 GDP 比も 2027 年をピークに徐々に減少する目標圏に向けた取り組みを実施する (図表 16)。

市場も格付け会社もフランスの財政健全化の取り組みを注視する構えである。対ドイツでの信用力の格差を示す対独国債スプレッドは総選挙前よりも高い水準となっている (図表 17)。10 月に実施された格付け会社の 2 社のレビューでは、格下げは免れたものの、ともに見通しを「ネガティブ」とし、監視を継続する姿勢を示した。

2025 年度に 600 億ユーロの財政措置が必要という認識は、党派を横断して共有されており、見解の対立は、その方法を巡るものである。予算案は 2025 年も 2024 年と同じく、実質 GDP 前年比 1.1% を前提とする。しかし、景気が下振れ、税収が期待ほどには伸びず、追加措置が必要となる可能性がある。大企業への負担の増大は、投資余力を減らし、政策の先行き不透明感も加わって、投資への姿勢が抑制的になる可能性がある。生産性の向上を通じた賃金上昇の機会も失われることになる。

（ 一貫性のある大胆な行動を求める独産業界、専門家 ）

B D I ・ G C G ・ I W 報告書では、「米国と中国を念頭に強力な産業政策で未来指向の産業を支援している国々と競争」していることから、良好な基盤を実際の成長に結びつけるための「新たな産業価値の創造の進展への政治的な支援」を求めるものだ。

具体的には「立地の競争力回復策」としてエネルギー供給の強化、インフラ近代化、デジタル化への積極的取組み、手続きの迅速化と官僚主義の削減、スキルギャップを埋める、重要な依存関係の最小化の 6 つの行動、「産業基盤の確保策」として、産業転換と脱炭素化支援、脱炭素化のための選択肢の拡大、循環型経済の推進、カーボンリーケージ／外部保護策の 4 つの行動、「新たな成長を加速させる」ではグリーン技術の需要拡大、未来の技術の革新の促進、（補助金と税制優遇措置による的を絞った）新規生産の現地化促進、公平な自由貿易の拡大の 4 つの行動を求める。これらに「未来のための協定としてのファイナンス」を加えた 15 の行動を、同時、かつ、一貫性のある形で、大胆に実行に移すことが必要と訴える。

産業立地としてのドイツの競争力の回復と産業構造の変革の実現には、多額の投資も必要になる。追加投資の所要額は、2030 年までに交通インフラ建設や民間企業の呼び水とするための公的投資 4570 億ユーロと民間投資 9750 億ユーロで合計 1 兆 4300 億ユーロ（2023 年実質価格）、実質 GDP で 5% 弱に相当である。第 2 次世界大戦後のマーシャルプラン（同 1.3%）や東ドイツ復興のための直接援助（同 1%）を遥かに上回る金額であり、新たな特別基金も選択肢になるという。

B D I ・ G C G ・ I W 報告書に盛り込まれた同時、かつ、一貫性のある大胆な行動や、マーシャルプランを超える多額の投資などの提言は、9 月に公表された前 E C B 総裁・前イタリア首相がまとめた「欧州の競争力の未来」の報告書（以下、ドラギ報告書）と相通じるものである。

（ ショルツ政権は分裂含み。経済相と財務相が経済対策を巡り対立 ）

社会民主党（S P D）のショルツ首相が率いる 3 党連立政権は、分裂含みとなっており、産業界や専門家が求める一貫性のある行動は期待し辛い状況にある。そもそも 3 党、特に環境政党の「緑の党」と財政規律重視の「自由民主党（F D P）」の間には、経済政策を巡る考え方に隔たりがある。来年秋の次の連邦議会選挙まで 1 年を切り、支持率が揃って低迷する 3 党の妥協の余地は狭まっている。9 月の東部 3 州の議会選挙でも厳しい評価を突き付けられた。10 月 23 日、緑の党のハベック経済相は、予算の制約が投資を抑え込んでいるとして、財政赤字を一定の規模に抑える「債務ブレーキ」の影響を受けない基金の創設という独自の構想を打ち出した。基金はインフラの近代化や、戦略分野への投資促進のための税負担軽減の財源に活用するものである。これに対し、F D P のリントナー財務相は、「借金では持続的な成長は買えない」として経済相の構想を批判、財政ルールを順守してユーロ圏の模範となることこそが重要という立場を改めて表明した。成長モデルの転換のための政策としては、法人税の引き下げや社会保障費の抑制、過度に野心的な気候目標や過

剰な規制の見直しが有効との考えである。

経済相の構想にあるインフラの近代化も、財務相が主張する減税や規制負担の軽減もB D I・G C G・I W報告書の15の行動計画に盛り込まれた政策である。双方の歩み寄りによる包括的な対策こそが、立地競争力の回復を願う産業界の期待するところだろう。本稿執筆時点では、ショルツ首相とハベック経済相、リントナー財務相が対応を協議している。その結果が待たれる。

（ 独政権が交代しても一貫性のない踏み込み不足の立地競争力の危機対策が続くおそれ ）

F D Pが連立を離脱し、早期の解散総選挙観測も燦るが、政権が交代しても、立地競争力の危機対策は、一貫性を欠いた踏み込み不足の状況から脱却できないおそれがある。総選挙が実施されれば、キリスト教民主社会同盟（C D U/C S U）が第1党となる見通しだが、経済政策の理念が重なるF D Pは5%という議席獲得の閾値に届かない可能性もある。C D U／C S U主導の政権もまた、理念の異なる政党との連立を組まざるを得ないことを意味する。B D I・G C G・I W報告書では、転換に成功した場合には2035年の産業の付加価値は増大するが、転換が実現しなければ現在よりも縮小しているという2つのシナリオを描く。政治の分断による政策対応の遅れが、転換の実現を阻むリスクが憂慮される。

（ 独仏の政治の分断は、ドラギ報告書が指摘したE Uレベルの改革や政策協調も阻害 ）

E Uのレベルでも、ドラギ報告書が指摘した通り、立地競争力の強化のための抜本的な対策を必要としている。これまでE Uの統合を牽引してきた独仏が、国内における合意形成により多くの政治的資源を割り当てざるを得なくなることは、E Uレベルの競争力強化のために必要な改革や政策の協調も進み辛いことを示唆する。

この問題については、別稿にて論じることにした。

（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。