

## ドイツ経済：年内の景気回復に暗雲

※6月26日時点で入手可能なデータを使用しております。

### ポイント

ドイツ経済の先行きは、個人消費を中心とする内需が外需鈍化をカバーできるかが鍵となっている。しかし、消費関連指標にも弱含みの兆候がみられるほか、先行きの雇用判断の悪化を受け、外需鈍化による製造業不振の悪影響が内需にも波及する懸念が強まりつつある。

生産・輸出については、中間財や資本財の外需減速を受けて、在庫が高水準まで積み上がっている。当面在庫調整が必要なことから、生産水準の回復にまだ時間を要する見込みである。米中貿易戦争や英国EU離脱動向などの影響を通じた需要減や、海外経済の先行き不透明感の増大により、国内外の企業センチメントが悪化し、調整を一層遅らせる懸念がある。

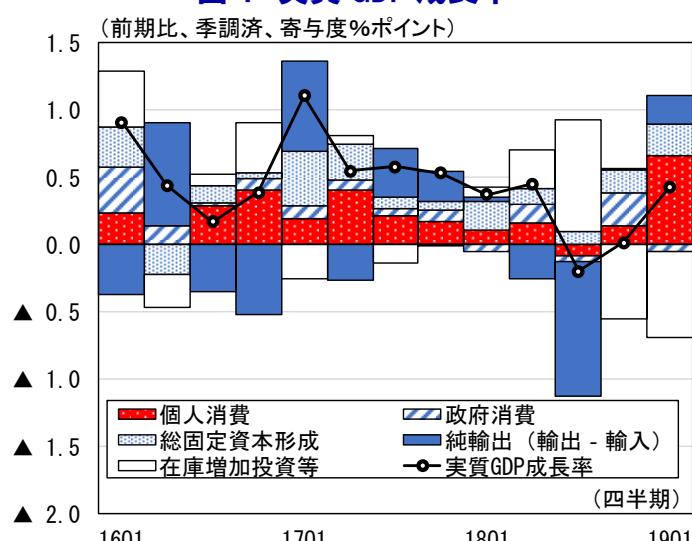
今後、欧州中央銀行(ECB)の金融政策の緩和方向への転換が、ドイツ経済に対して一定の底支え効果をもたらす可能性がある一方、年内の景気回復ペースは緩やかにとどまるとみられる。現状では、ドイツ経済の景気後退入りをメインシナリオとして想定していない。しかし、米中貿易戦争の激化や米国による自動車の追加関税導入のほか、貿易や進出企業などを通じて影響を受けやすい中国経済の減速といった下方リスクが顕在化すれば、景気後退のリスクが高まる点に留意が必要である。

### (1) GDP・景況感：個人消費が成長を下支え。先行き不透明感は強い

#### ① 実質GDP成長率

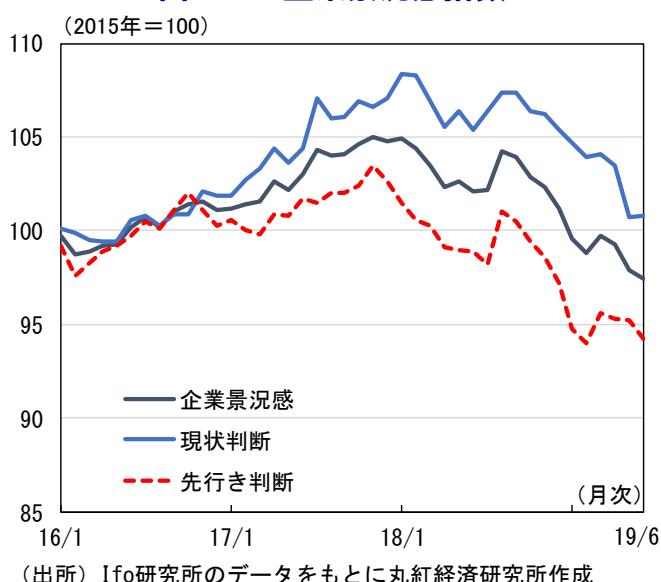
- 2019年第1四半期(1-3月期)の実質GDP成長率は、前期比+0.4%（前期同+0.0%）となり、昨年第3四半期の急減速以降、成長が緩やかに回復した（図1）。低迷が続いている純輸出（輸出-輸入）が足元でプラスの伸びに転化したほか、個人消費を中心とする内需が足元の成長率を押し上げた格好である。なお、前年比でみれば、19年第1四半期の成長率は+0.7%（前期同+0.6%）であり、13年第3四半期以来の低成長率にとどまっている。

図1 実質GDP成長率



(出所) CEICのデータをもとに丸紅経済研究所作成

図2 Ifo企業景況感指数



(出所) Ifo研究所のデータをもとに丸紅経済研究所作成

- ドイツの19年の成長率見通しについて、欧州委員会(5月最新)が+0.5%（2月対比▲0.6%pt）と4回連続で下方修正したほか、OECD(5月最新)が+0.7%（11月対比▲0.9%pt）、ドイツ連邦銀行(6月最新)が+0.6%（12月対比▲1.0%）といずれも見通しを大幅に引き下げた。ドイツ連邦銀行は、最新の見通しの中で、輸出需要の鈍さが製造業に打撃を与えていたとしても、今年下半期以降に緩やかに回復に向かうとの見解を示している。

## ② 景況感

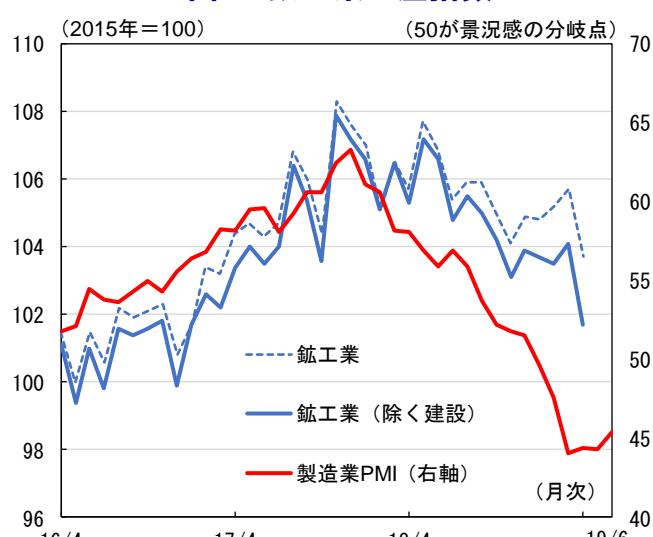
- 6月のIfo企業景況感指数は97.4（前月差▲0.5）となり、2014年11月以降で最低となった（図2）。内訳をみると、現状判断が100.8（前月差+0.1）となり、大幅に低下した前月からわずかに改善した一方、先行き判断については94.2（前月差▲1.0）と低下が続いている。先行き判断がまだ下げ止まっておらず、さらに、米中貿易戦争や英国EU離脱（Brexit）などの海外動向次第では企業センチメントが一層悪化する懸念もある。

## (2)生産・受注動向：生産減が継続。底入れはまだこれから

### ① 鉱工業生産指標

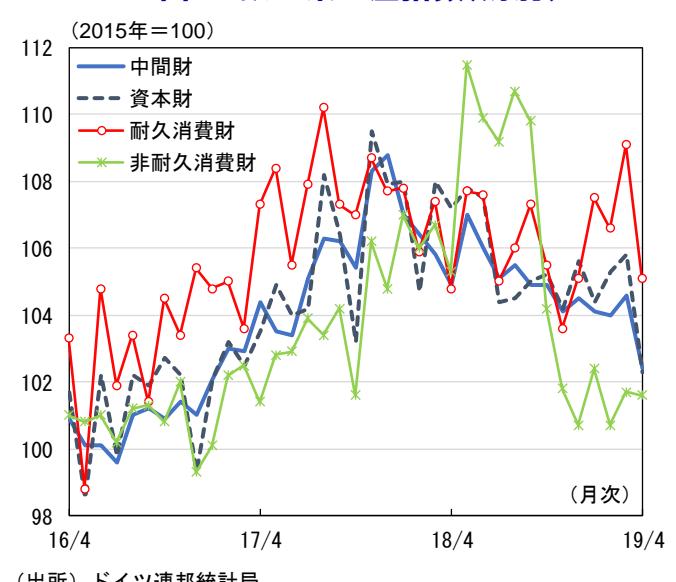
- 4月の鉱工業生産指数は、前月比▲1.9%（前月同+0.5%）と低下し、変化率でみると15年8月以来で最大の下げ幅を記録した（図3）。また、建設を除くと、前月比▲2.3%（前月同+0.6%）となり、製造業自体の生産はさらに悪化した。なお、昨年から下落し続けていた製造業購買担当者景気指数（PMI, Purchasing Manager's Index）が、6月に45.4（前月差+1.1）と上昇し、唯一底打ちの兆しを見せた生産関連指標となっている。今後、生産指数も低下基調の鈍化を示すのかに注目が集まる。
- 財別にみると、中間財の生産指数が前月比▲2.1%（前月同+0.6%）、資本財が前月比▲3.3%（前月同+0.5%）、消費財が前月比▲0.8%（前月同+1.3%）となり、中間財と資本財の大幅低下が目立つ（図4）。中間財と資本財は、外需依存度がそれぞれ6割、5割（受注額ベース）と非常に高く、外需鈍化の影響を受けて生産減が継続しているとみられる。

図3 鉱工業生産指標



(出所) ドイツ連邦統計局

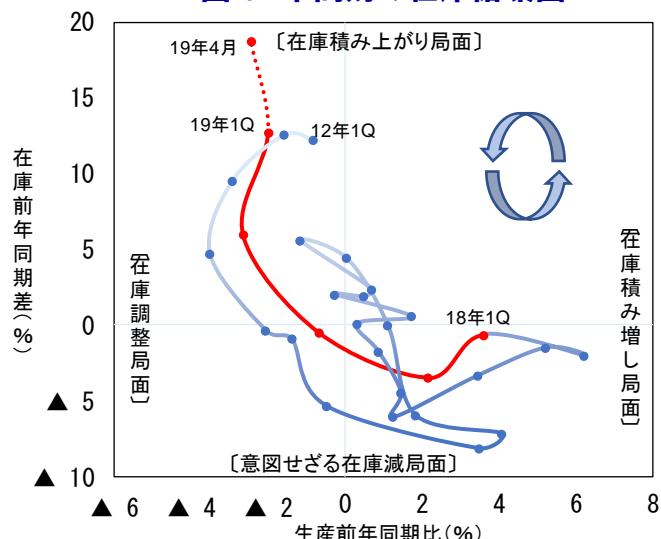
図4 鉱工業生産指標(財別)



(出所) ドイツ連邦統計局

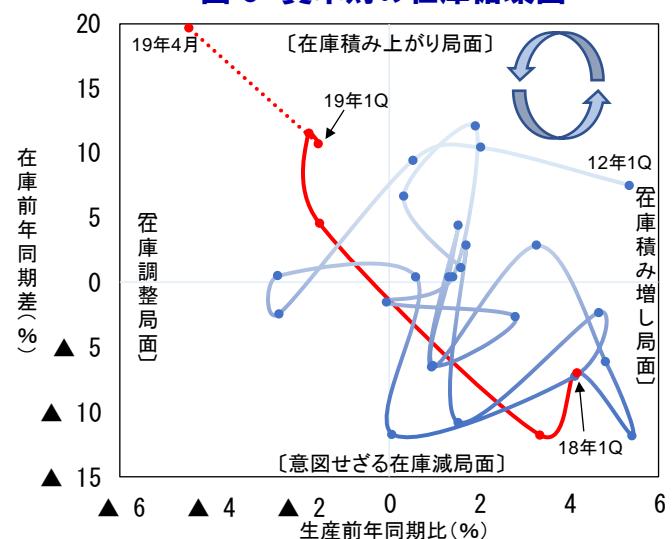
- 中間財・資本財の在庫循環をみると、昨年以降、需要鈍化によって急速に在庫が積み上がっており、急激な需要鈍化に生産抑制のペースが追いついていない（図5、6中の「在庫積み上がり局面」）。中間財・資本財とともに現在の在庫水準が非常に高く、今後生産を抑制しながら在庫を調整する局面（「在庫調整局面」）に向かうため、循環的に見ると生産の底入れは「まだこれから」だと考えられる。さらに、米中貿易戦争やBrexit動向などの影響を通じた需要減や、海外経済の先行き不透明感増大による国内外の企業のセンチメント悪化が、調整を一層遅らせる懸念もあり、先行きは慎重に見ておく必要がある。

図5 中間財の在庫循環図



(注)生産は鉱工業生産指数、在庫は最終製品在庫Dを用いた。  
(出所)Ifo研究所、CEICのデータをもとに丸紅経済研究所作成

図6 資本財の在庫循環図



(注)生産は鉱工業生産指数、在庫は最終製品在庫Dを用いた。  
(出所)Ifo研究所、CEICのデータをもとに丸紅経済研究所作成

## ② 製造業受注数量指標

- 4月の製造業受注数量指標は、前月比+0.3%（前月同+0.8%）と2カ月連続で上昇した。ただ、前年比でみると▲4.2%（前月同▲4.7%）となり、9月連続で前年割れが続いている。財別では、中間財が前年比▲8.7%（前月同▲6.0%）、資本財が前年比▲1.8%（前月同▲4.2%）、消費財が前年比+1.0%（前月同▲0.4%）となり、消費財受注の水準に回復の兆しがみられる一方、中間財・資本財受注は内需・外需ともに依然低水準にとどまっている（図7）。

図7 製造業受注指標(財別、数量ベース)



(注)日数調整済みの指標の前年比を表示。  
(出所)ドイツ連邦統計局、CEICのデータをもとに丸紅経済研究所作成

### (3)貿易動向：製造業関連輸出は引き続き鈍い

- 4月の輸出額は前月比▲3.7%、輸入額は同▲1.3%となり、貿易黒字は同▲14.6%の170億ユーロとなった（図8）。前述のとおり、19年第1四半期の実質GDP成長率の純輸出の伸びがプラスに転化したが、足元で再び減速感が強まっている。輸出数量をみると2月、3月に前年比で増加したが、その要因は製造業以外（エネルギーなど）の輸出増である（図9）。中間財・資本財などはマイナス寄与が続いている、製造業関連需要は引き続き鈍い。
- 今後の外需を占う上で、米中貿易戦争やBrexitに加え、中国経済の動向にも注意が必要である。对中国輸出は、中国製造業の受注・在庫バランスと同様の動きをしており、中国で在庫過剰感が強まれば輸出は鈍化する（図10）。中国の受注・在庫バランスは昨年末から一時改善に向かったが、5月に大きく悪化し、まだ輸出鈍化が続く懸念が残る。なお、4月の对中国輸出額は前年比+11.6%と増加したが、寄与の半分は航空機などの輸送機関連の一時的要因である。
- 輸出額に占める对中国の割合は約7%（18年）と大きくないが、中国経済の影響は貿易以外にも、進出企業や世界経済への影響を通じてドイツ経済に波及する。OECD景気先行指数はGDPに対して半年程度先行すると言われるが、過去の推移をみると中国の先行指数はドイツのそれをさらに先行する（図11）。中国の先行指数が底打ちしつつあることは、ドイツも景気循環の転換点を迎えるサインとも捉えられるが、それでも「回復は半年以上先」ということになる。

図8 貿易収支

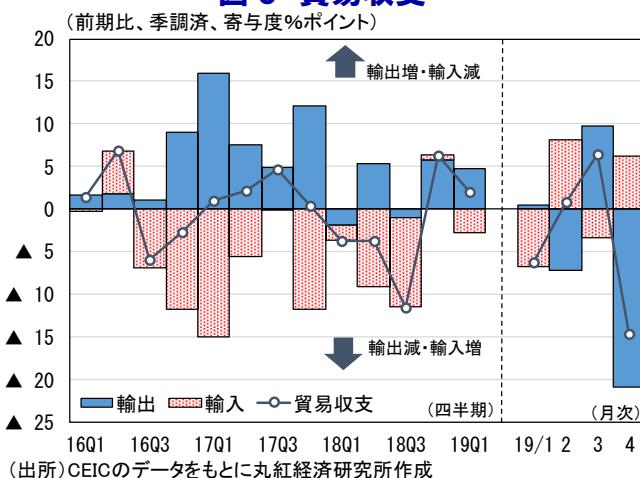


図9 輸出数量

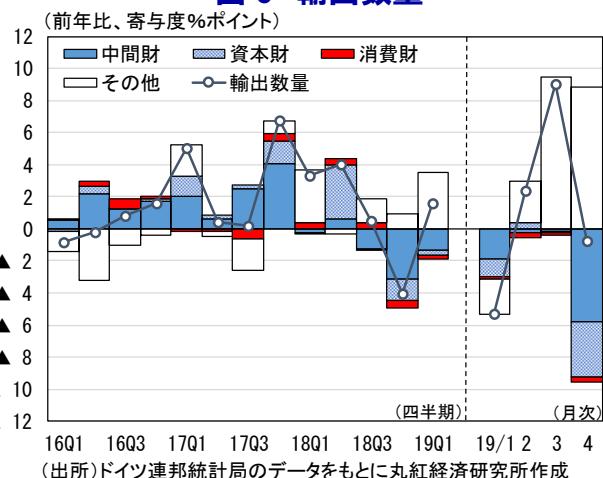


図10 対世界・对中国の輸出額

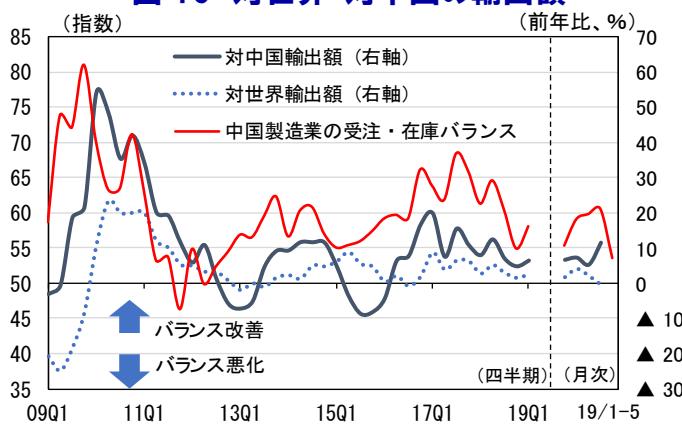
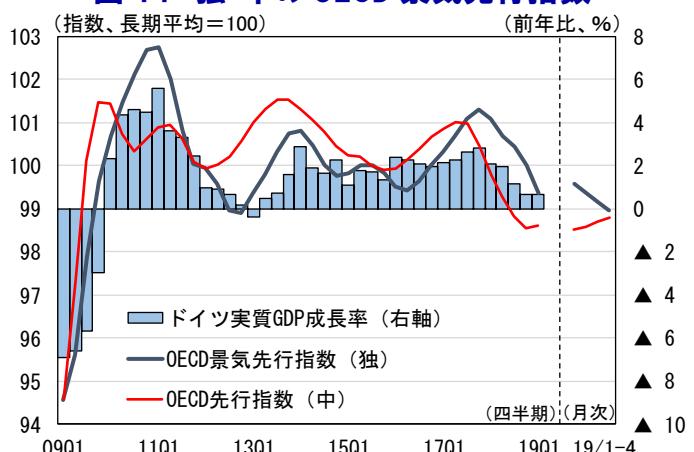


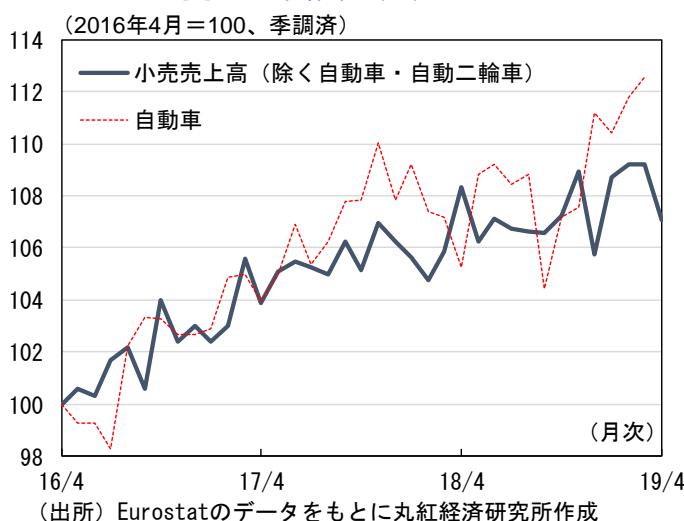
図11 独・中のOECD景気先行指数



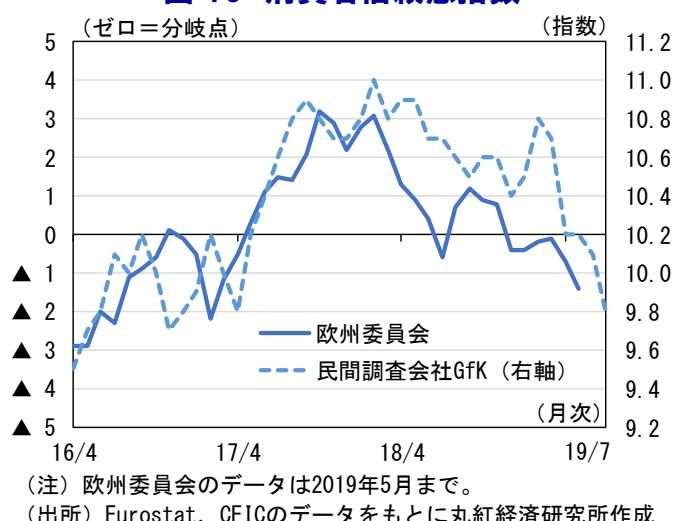
#### (4)消費動向：内需は弱含みの兆候も

- 4月の小売売上高（除く自動車・自動二輪車）は、前月比▲2.0%（前月同横ばい）と低下した（図12）。また、EU委員会公表の5月の消費者信頼感指数は▲1.4（前月▲0.7）となり、17年3月以降で最低となった（図13）。また、民間調査会社GfKがEU委員会に先んじて公表した6月、7月の数値も引き続き低下し続けている。当面のドイツ経済の先行きは、外需鈍化を内需がカバーできるかどうかが鍵となるが、肝心の個人消費にも弱含みの兆候がみられている。
- なお、昨年9月導入の新燃費測定基準への対応遅れにより、同月以降、新車販売が大幅に減少していたが、5月の新車登録台数は前年比+9.1%（前月同▲1.1%）の33.3万台となり、プラスの伸びに復した（図14）。自動車輸出<sup>1</sup>が7カ月連続で前年割れが続く中（図15）、国内では一時的ショックによって抑えられていた需要がようやく持ち直してきた格好である。

**図12 実質小売売上高**



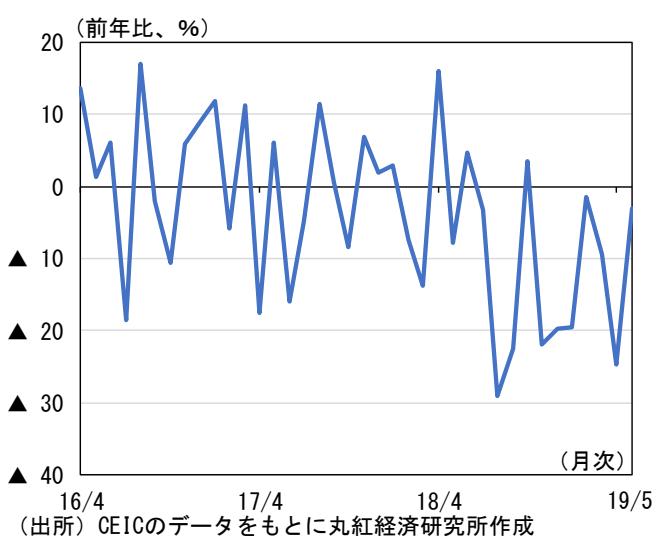
**図13 消費者信頼感指数**



**図14 新車登録台数**



**図15 自動車輸出台数(参考)**

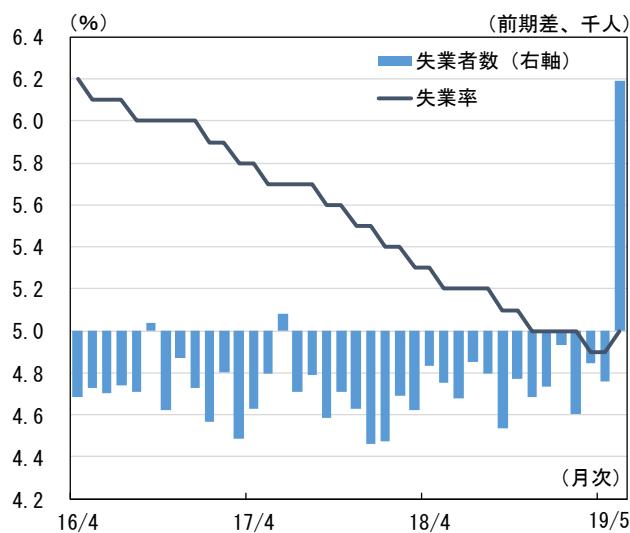


<sup>1</sup> トランプ米大統領は1962年通商拡大法232条に基づく自動車の追加関税措置導入を延期しているが、Ifo研究所は、もし米国が自動車輸入に25%の関税を課した場合、ドイツの対米自動車輸出が長期的に最大50%減少する可能性を指摘している。ドイツの主要産業である自動車産業が大きな打撃を受ける懸念がある。

## (5)雇用動向：5月の失業者数が大幅増。製造業不振が内需に波及する懸念

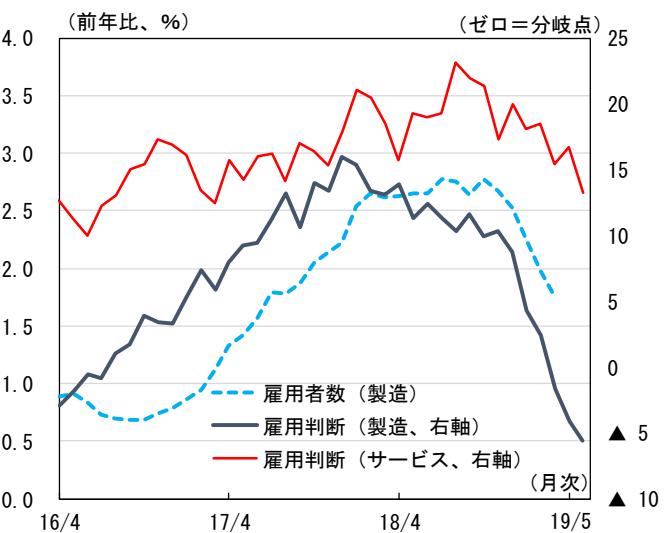
- 5月の失業者数は前月比+6万人と大幅に増加した（図16）。雇用庁によれば統計の再分類が影響を与えたとされるが、製造業の雇用者数の増加基調は昨年末から鈍化しており、製造業の雇用減少も影響を与えている（図17）。また、Ifo研究所公表の先行きの雇用判断も悪化が続いている。製造業について3月以降、分岐点のゼロを下回っている。製造業不振が雇用環境を悪化させ、小売りやサービス業などの内需型産業にも悪影響を及ぼす懸念が強まりつつある。

**図16 失業率と失業者数**



（出所）ドイツ連邦統計局、CEICのデータをもとに丸紅経済研究所作成

**図17 製造業の雇用者数と雇用判断**



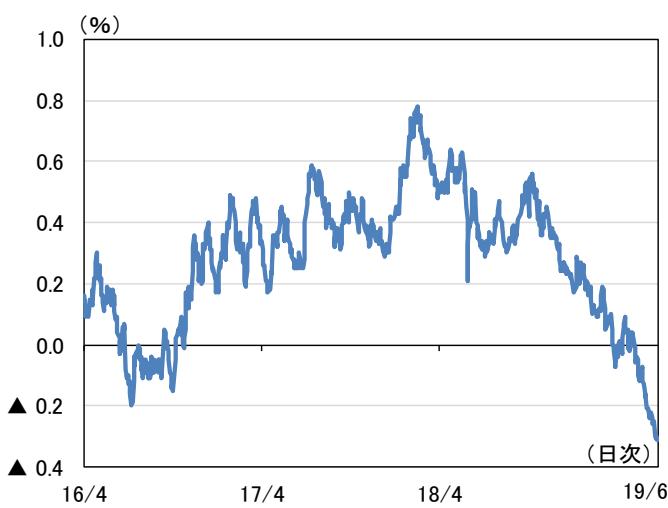
（出所）Ifo研究所、CEICのデータをもとに丸紅経済研究所作成

## (6)金利・物価動向：長期金利は最低水準。インフレ圧力は弱まる

### ① 長期金利

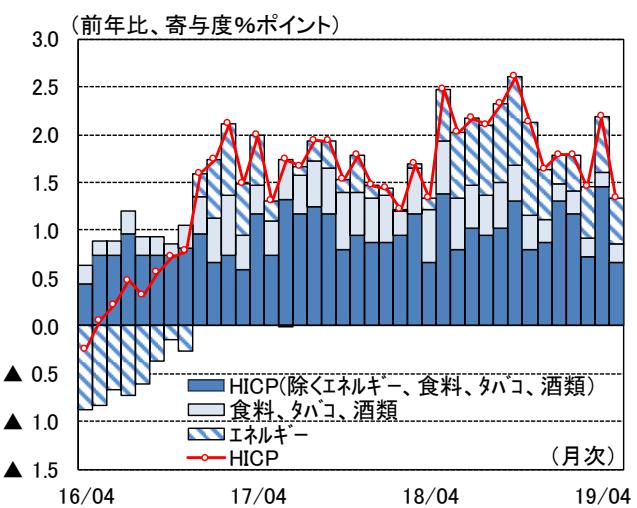
- 10年物国債利回りは3月に約2年半ぶりにマイナス圏に突入し、足元では▲0.2%台の過去最低水準を記録した（図18）。世界経済の悪化懸念や米中貿易戦争、Brexit動向の先行き不透明感などが背景にあるほか、欧州中央銀行（ECB）の金融緩和観測の高まりも金利低下につながったとみられる。

**図18 10年物国債利回り**



（出所）CEICのデータをもとに丸紅経済研究所作成

**図19 消費者物価指数(HICP)**



（出所）Eurostatのデータをもとに丸紅経済研究所作成

## ② 消費者物価指数

- 5月のEU基準消費者物価指数（HICP, Harmonized Indices of Consumer Prices）は、前月比+1.3%（前月同+2.1%）と低下し、約1年ぶりの低水準となった（図19）。内訳をみると、価格変動の大きいエネルギー、食料、たばこ、酒類を除いた指数が同+0.9%（前月同+2.0%）となり、落ち込み幅が大きい。また、原油価格が4月以降下落しており、今後も低迷が続ければエネルギー価格が物価を押し下げる可能性が高まる。
- ECBは6月6日の理事会で、政策金利の据え置きを従来の「年末まで」から「来年前半まで」に延長することを決定した。また、6月18日のECB年次フォーラムでは、ドラギ総裁が「(このまま見通しが改善しなければ)追加の刺激策が必要になる」と発言し、金融緩和への転換を明確に示唆した。こうした背景には、ドイツ経済を中心とするユーロ圏経済の減速感とインフレ圧力の弱さ、そして米中貿易戦争やBrexit動向などの下方リスクの存在が大きい。ECBの緩和方向への転換が、今後ドイツ経済に対して一定の底支え効果をもたらす可能性がある。

担当	丸紅経済研究所 経済調査チーム エコノミスト 堅川 陽平	TEL:03-3282-7682 E-mail:KATAKAWA-Y@marubeni.com
住所	〒103-6060 東京都中央区日本橋2丁目7番1号	
WEB	<a href="https://www.marubeni.com/jp/research/">https://www.marubeni.com/jp/research/</a>	

(注記)

- ・本資料は丸紅グループ内の利用を目的としたものであり、対外的な利用に関しては担当までご連絡願います。
- ・本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正当性、相当性、完全性を保証するものではありません。
- ・本資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰するもので、当社は何らの責任を負うものではありません。
- ・本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。
- ・本資料に掲載している個々の文章、写真、イラストなど(以下「情報」といいます)は、当社の著作物であり、日本の著作権法及びベルヌ条約などの国際条約により、著作権の保護を受けています。個人の私的使用及び引用など、著作権法により認められている場合を除き、本資料に掲載している情報を、著作権者に無断で複製、頒布、改変、翻訳、翻案、公衆送信、送信可能化などすることは著作権法違反となります。