

ドイツ経済：景気後退の懸念増大。財政出動のハードルはなお高い

※9月3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

ドイツ経済は、外需鈍化が長引いていることで製造業の生産回復に遅れが生じており、第3四半期（7-9月期）も製造業の景気悪化が続く見通しである。景気後退を回避できるか否かについては、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る。しかし、一部のサービス業には製造業不振にともなう景気悪化の影響が波及しているとみられるほか、景気見通しの悪化を受けて消費者マインドも悪化しているため、内需が下押しされる懸念は強い。

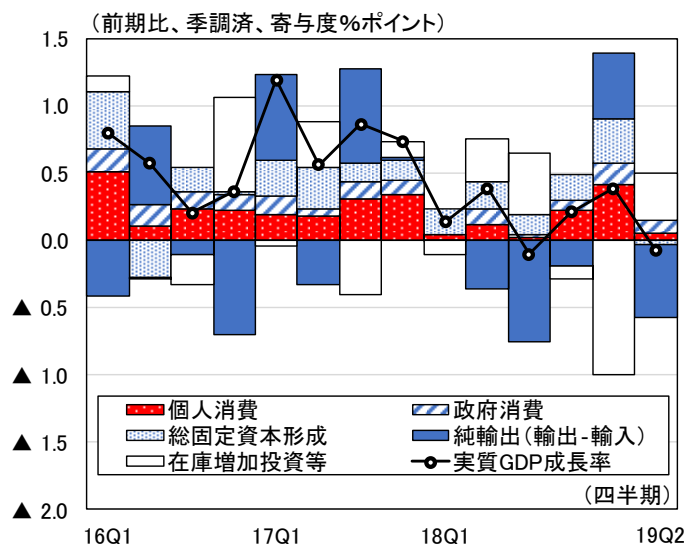
欧州中央銀行（ECB）は9月の理事会で新たな金融緩和パッケージを発表するとみられる。ドイツ連邦政府による財政出動の実施如何は政治的なハードルもあり不透明だが、気候変動対策などの特別な名目で実施される可能性はある。金融・財政政策による景気刺激が期待されるものの、足元の景気悪化の根本的要因は、世界経済の減速感・先行き不透明感の増大にともなう外需鈍化である。米中貿易戦争の激化や不確実な英国EU離脱（Brexit）動向次第では、世界経済の先行き不透明感が一層強まる可能性があり、その場合、ドイツの生産・輸出の本格回復がさらに遅れ、一時的な景気後退入りにとどまらず、景気後退が長引くリスクが高まる。

（1）GDP・景況感

① 実質 GDP 成長率:4-6 月期は 3 四半期ぶりのマイナス成長

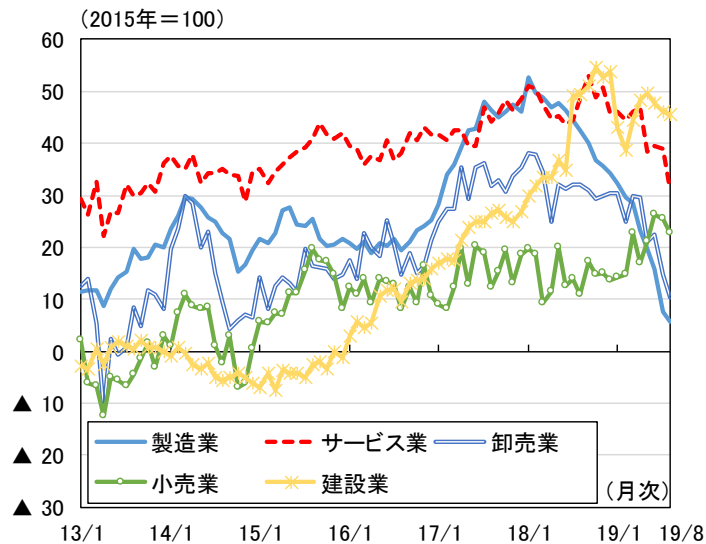
- 2019 年第 2 四半期（4-6 月期）の実質 GDP 成長率は、前期比▲0.1%（前期同+0.4%）となり、昨年第 3 四半期以来のマイナス成長となった（図 1）。個人消費などの内需のプラスの寄与が前期から縮小したほか、外需鈍化によって純輸出（輸出－輸入）がマイナス寄与に転化した。なお、前年比では+0.4%（前期同+0.9%）となり、6 年ぶりの低成長率となっている。

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(セクター別)



（出所）Ifo研究所のデータをもとに丸紅経済研究所作成

② 景況感:景気後退入りの懸念強まる

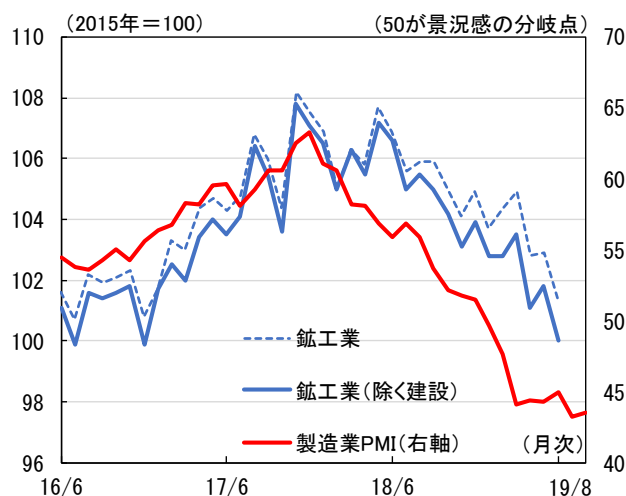
- 8月のIfo企業景況感指数は94.3（前月差▲1.5）と5カ月連続で低下し、約7年ぶりの低水準となっている。セクター別では、昨年以降、製造業が大幅に低下している（前頁図2）。今年に入ってから、サービス業と卸売業も低下傾向が鮮明になってきており、製造業不振にともなう景気悪化が内需の一部に波及しているとみられる。
- 足元の景況感指数の低下継続は、第3四半期も企業マインドの悪化が継続していることを示している。とりわけ、ドイツ経済を牽引する製造業の景況感の落ち込みが深刻であり、米中貿易戦争の激化や10月末に期限が迫る英国EU離脱（Brexit）などの海外動向次第では、製造業を中心とする景気悪化が一層長引くリスクもある。
- ドイツ連邦銀行も8月の月報において、製造業不振の影響が一部のサービス業や卸売業などに波及していると分析、外需については英国内で3月末（当初）のBrexitに備えて在庫積み増し（ドイツにとっての輸出増）の動きがあったことで、第2四半期はその反動が出たと指摘している。同行は第3四半期の成長率も低調との見通しを示し、景気後退入り¹の懸念を強めている。

(2)生産・受注動向

① 鉱工業生産指数:生産の底入れは来年に持ち越しか

- 6月の鉱工業生産指数は、前月比▲1.5%（前月同+0.1%）と低下し、約2年半ぶりの低水準となっている（図3）。建設を除くと前月比▲1.8%（前月同+0.7%）となった。また、8月の製造業購買担当者景気指数（PMI）は43.5（前月差+0.3）と8カ月連続で分岐点の50を下回っている。前述のIfo企業景況感指数（製造業）などの生産関連の先行指標を見ても、第3四半期はまだ生産の底入れには至らず、本格的な回復は来年に持ち越す可能性が高い。なお、財別では中間財が同▲2.0%（前月同▲0.6%）、資本財が同▲1.8%（前月同+2.0%）、消費財が同▲1.4%（前月同+0.6%）となった（図4）。

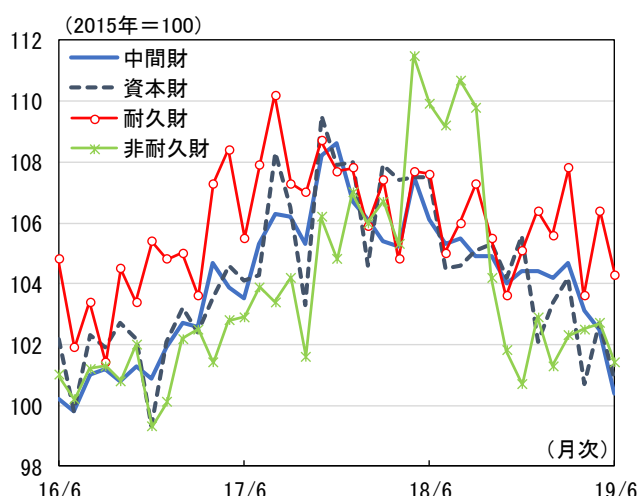
図3 鉱工業生産指数と製造業PMI



(注) 鉱工業生産指数のデータは2019年6月まで。

(出所) ドイツ連邦統計局、ロ이터のデータをもとに丸紅経済研究所作成

図4 鉱工業生産指数(財別)



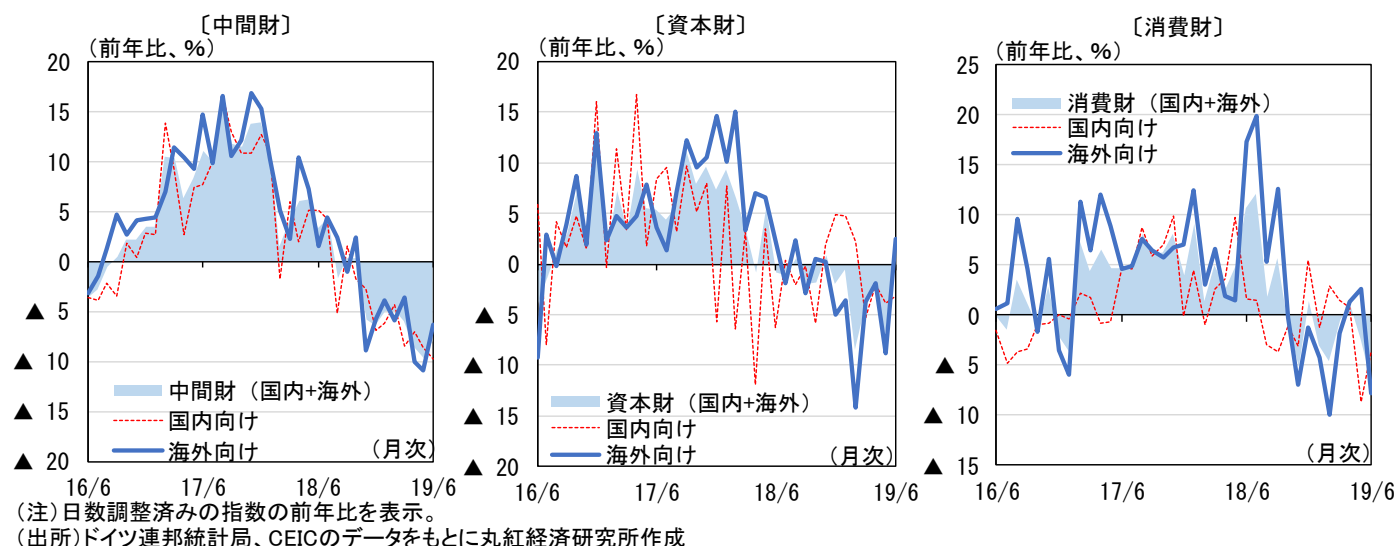
(出所) ドイツ連邦統計局のデータをもとに丸紅経済研究所作成

¹ 一般的に、実質 GDP 成長率が2四半期以上連続で前期比マイナスとなった場合に「テクニカル・リセッション」と判断される。

② 製造業受注数量指数:受注も回復の兆しが見えず

- 6月の製造業受注数量指数は、前年比▲3.2%（前月同▲7.7%）となり、11カ月連続で前年割れが続いている（図5）。財別では、中間財が前年比▲8.0%（前月同▲9.7%）、消費財が前年比▲6.3%（前月同▲2.3%）と減少が続いている。他方、資本財は前年比+0.5%（前月同▲7.0%）となり、輸出向けが7カ月ぶりに対前年比で増加に転じた。しかし、資本財受注の増加は、船舶・鉄道に関連する一時的要因によるものであるため、外需が弱い状況に変わりはない。

図5 製造業受注指数(財別、数量ベース)



③ 自動車生産・販売:国内向けは持ち直し。輸出向けは前年割れ継続

- 7月の自動車生産台数は前年比▲5.1%（前月同▲24%）の35.9万台となった（図6）。昨秋導入の新排ガス測定基準（WLTP）への対応遅れや海外市場の縮小などの影響を受け、生産台数は減少傾向にある。なお、7月の国内乗用車販売台数（新車登録台数）は同+4.7%（前月同▲4.7%）の33.3万台となり、国内需要は持ち直しに向かっているものの、輸出向けは同▲6.3%（前月同▲29%）の28.8万台と9カ月連続で前年割れが続いている（図7）。

図6 自動車生産

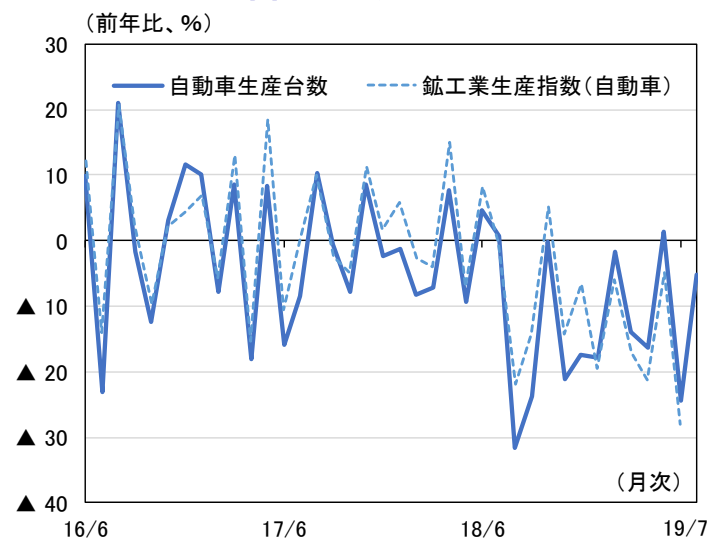
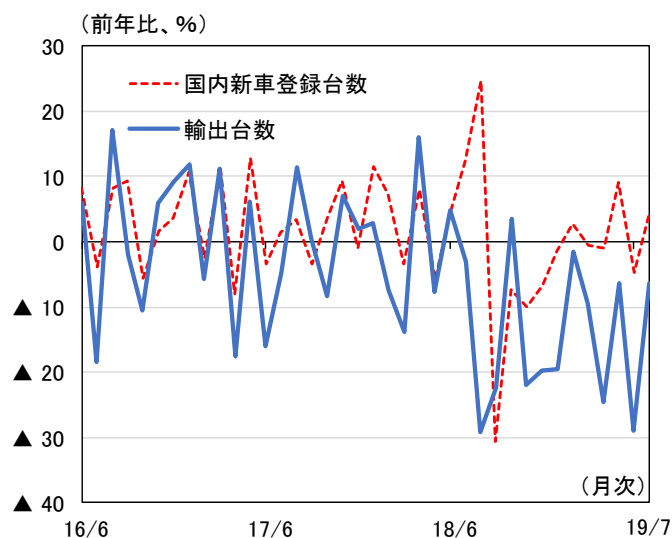


図7 自動車販売・輸出



(3)消費動向:消費マインドにも景気悪化の影響

- 7月の実質小売売上高（除く自動車・自動二輪車）は、前月比▲2.2%（前月同+3.0%）と低下した（図8）。また、欧州委員会公表の8月の消費者信頼感指数は▲3.9（前月▲2.9）と低下、民間調査会社GfKが欧州委員会に先んじて公表する9月の指数は9.7（前月9.7）と横ばいとなったものの約3年ぶりの低水準である（図9）。両指標に共通して、「将来の景気見通し」の項目が悪化しており、製造業不振にともなう景気悪化が消費者マインドにも影響を与えている。

図8 実質小売売上高

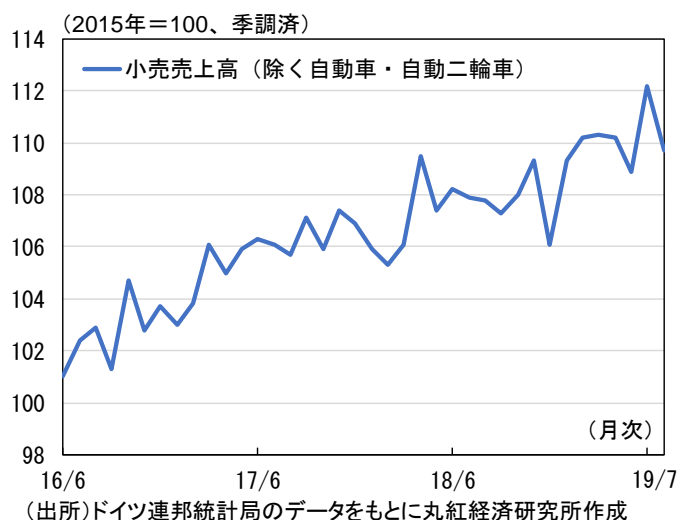
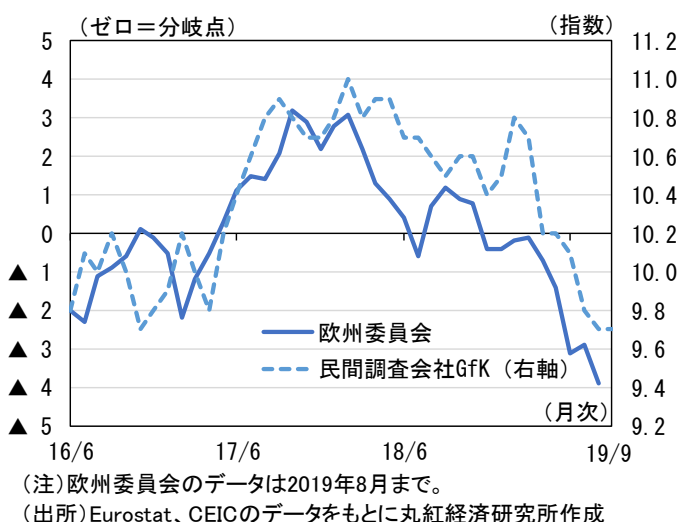


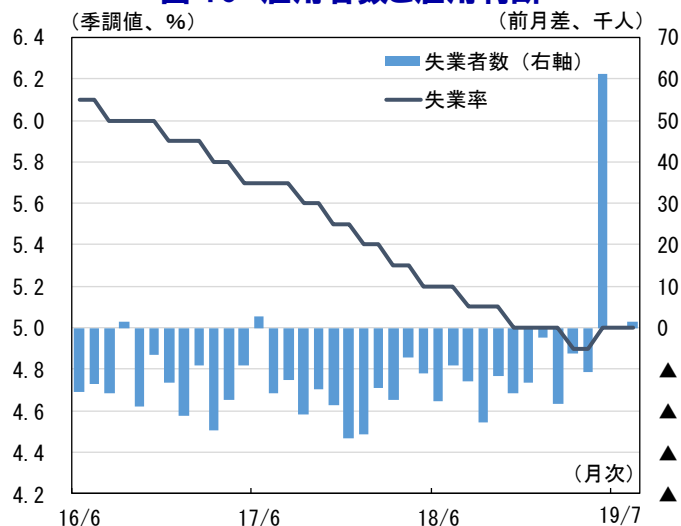
図9 消費者信頼感指数



(4)雇用動向:失業率は下げ止まり。製造業で雇用環境悪化

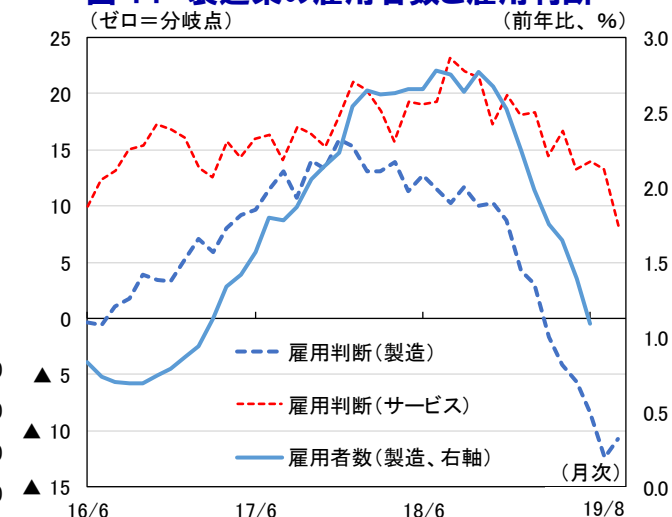
- 失業者数は5月以降、前月比増加に転じており、失業率（ドイツ国内基準）は過去最低水準の5%前後で下げ止まっている（図10）。Ifo研究所公表の先行きの雇用判断によると、製造業は3月以降分岐点のゼロを下回り雇用環境が悪化、一方、サービス業は分岐点を上回っているものの悪化方向に向かいつつある。製造業不振の影響が労働市場にも波及しつつあり、サービス業などの内需型産業にも悪影響を及ぼす懸念が強まっている。

図10 雇用者数と雇用判断



(注)失業率はドイツ国内の基準。
(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11 製造業の雇用者数と雇用判断



(注)雇用者数のデータは2019年6月まで。
(出所)Ifo研究所、CEICのデータをもとに丸紅経済研究所作成

(5)金利・物価動向

① 長期金利:最低水準で推移

- 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▲0.7～▲0.6%台の過去最低水準を記録した(図12)。世界経済の減速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り、世界的に債権利回りが低下している。

② 消費者物価指数:インフレ圧力低下

- 8月のEU基準消費者物価指数(HICP)は、前年比+1.0%(前年同+1.1%)と低下している(図13)。内訳をみると、原油価格の下落によってエネルギー価格の寄与が縮小しているほか、価格変動の大きいエネルギー、食料、たばこ、酒類を除いた物価の伸びも鈍化している。ユーロ圏の同月のHICPも同+1.0%となっており、欧州中央銀行(ECB)が目標とする2%未満(かつその近傍)から大きく乖離している。

図12 10年物国債利回り

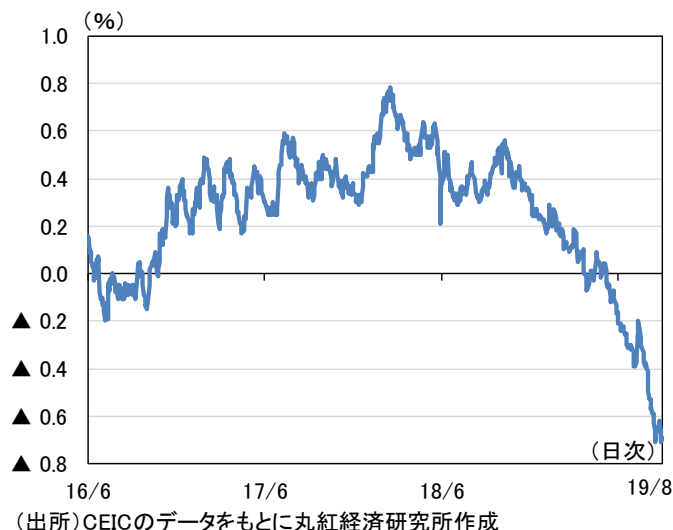
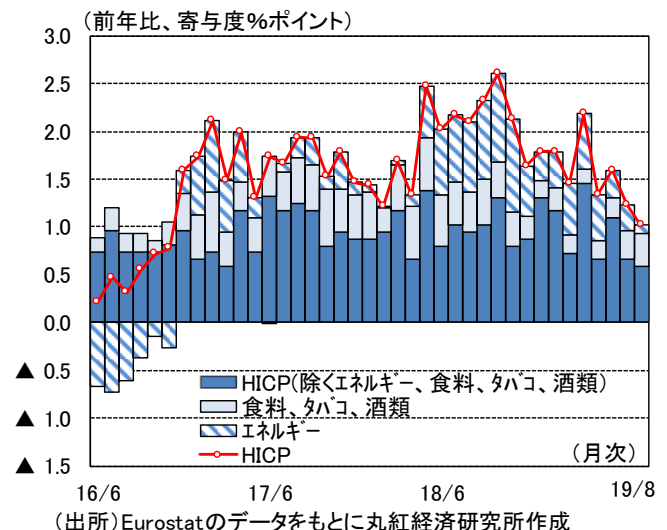


図13 消費者物価指数(HICP)



③ ユーロ圏の金融政策動向:次回理事会で金融緩和パッケージ発表か

- ECBは7月25日の理事会で、利下げや量的金融緩和の再開を検討する方針を示した。8月22日に公表された同理事会の議事要旨では、ユーロ圏経済が第2四半期に続いて第3四半期も減速する可能性があるとし、従来予想されていた「年後半の景気回復」への疑念が強まっていることが指摘された。金融政策については、「利下げや資産買い入れなどの複数の緩和策を個別に実施するよりもパッケージとして実施するべき」との意見も示された。
- また、理事会で議論を主導したレーン・フィンランド中銀総裁は、ウォール・ストリート・ジャーナルのインタビューで、次回(9月12日)の理事会で一連の景気刺激策を発表すべきとの見解を示した。これらを踏まえると、ECBは次回の理事会で、現状▲0.4%の中銀預金金利に対して▲0.1%ptの利下げ実施、資産買い入れ再開、フォワードガイダンス強化、9月から実施予定の銀行向け貸出支援策(TLTRO)の条件緩和などをパッケージとして発表することが想定される。

(6) 財政出動の可能性: 政治的ハードルは高い。ただし、気候変動対策の名目で実施可能か

- ドイツ経済の景気後退懸念が高まっていることを受け、産業団体などから連邦政府に対して財政を活用した景気刺激策（財政出動）を求める声が強まっている。しかし、連邦政府が財政出動を実施するにあたっては、「Black Zero（黒いゼロ政策）」と「Debt Brake（債務の歯止め）」の2つの低くないハードルを乗り越える必要があり、政治的な難しさがある（図14）。

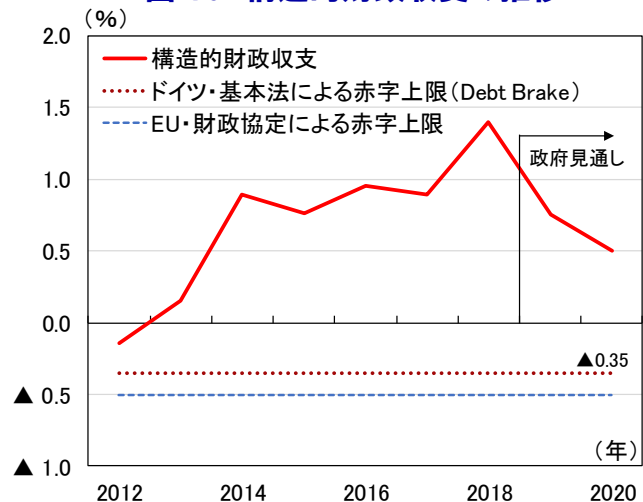
図14 財政出動のハードル

Black Zero (黒いゼロ政策: 若干の黒字による財政均衡)
連立政権を構成するキリスト教民主同盟 (CDU) と社会民主党 (SPD) との間で、財政均衡を目指す合意が交わされている。とりわけ財政均衡を重視するCDUにとって最重要政策の一つであり、簡単に取り下げることができない公約である。
Debt Brake (債務の歯止め: 構造的財政赤字の上限をGDP比0.35%と規定)
連邦政府の基本法（憲法）において、2016年以降、構造的財政赤字の上限を「GDP比0.35%」とする原則が規定されている。この例外として、自然災害が深刻な不況の場合とされている。この法律を改正するには上下両院で3分の2の賛成が必要である。

(注) 構造的財政収支とは、財政収支から景気変動によって変動する要因及び一時的要因を除いたもの。

(出所) 各種資料をもとに丸紅経済研究所作成

図15 構造的財政収支の推移



(出所) Ifo研究所、CEICのデータをもとに丸紅経済研究所作成

- 上記2つのハードルのうち、特に「Debt Brake」に係る法改正は政治的に非常に困難である。社会民主党 (SPD) の一部左派勢力や最近急激に支持率を伸ばした緑の党などが財政規律の緩和に前向きだとみられるが、議席数最大のキリスト教民主同盟 (CDU) の議員の賛同がなければ基本的に法改正に必要な3分の2には届かない。「財政均衡」はCDUのイデオロギーとも言える政策であり、余程の方針転換がない限り、党として法改正に動く可能性は非常に低い。
- 「Debt Brake」には「深刻な不況の場合」の例外規定があるため、政府が例外規定を適用する可能性は否定できない。ただ、足元の景気は減速感が強いとはいえ、1四半期マイナス成長となったに過ぎない。例外の定義自体曖昧だが、初めて例外を適用するには根拠不十分とみられる。景気後退に陥り、さらに深刻な事態とならない限り、適用の可能性は低いと考えられる。
- したがって、もし財政出動が実施されるならば、政府が「Black Zero」を取り下げ、「Debt Brake」で決められた財政赤字の上限「GDP比0.35%」と黒字分（2020年見込み：GDP比0.5%（図15））を含めた最大300億ユーロ程度²を超えない範囲で追加支出・国債発行を進める可能性が高い。ただし、その場合も、財政均衡を重視してきたCDUが、「Debt Brake」ほど法的拘束力はないにしろ、「Black Zero」の取り下げを認めるためには、支持者が納得できる相応の理由が必要であり、やはり現段階での「景気減速」は理由として不十分に思われる。

² 一般政府の構造的財政黒字のGDP比0.5%（2020年見込み）は、主に州・地方政府などの財政黒字によるものであり、連邦政府に直接紐づく財源に限定すると「GDP比0.35%（Debt Brake）」の120億ユーロ程度が支出の上限となる。なお、先月18日、SPD所属のショルツ財務大臣が経済危機への備えとして500億ユーロの追加支出の必要性に言及したが、その後メルケル首相などCDU側からは財政均衡政策を取り下げる旨の発言など具体的な動きはみられておらず、支出規模や実現性に関して疑問の余地は大きい。

- 一方、連立政権を支える二大政党の CDU と SPD は支持率低下にあえいでおり、政権基盤が不安定化しつつある状況下で景気後退目前に何もしないという選択肢をとりづらいのも確かである。そこで、最近の緑の党の躍進にみられるように、気候変動に対する国民の関心の高まりを考慮し、緊急性の高い気候変動対策の一環としての「Black Zero」の緩和・見直しに動く可能性はありうるかもしれない。その場合、政府が 9/20 に発表予定とされている気候変動対策パッケージの中に、減税・補助金や赤字国債発行などの実質的な景気刺激策を盛り込むことが想定される。また、来年予算審議が本格化する年末にかけて、気候変動対策と財政に係る中長期的な政策の検討・見直しが進む可能性もあり、政府の財政政策に引き続き要注目である。

(7)まとめ

- ドイツ経済は、外需鈍化が長引いていることで製造業の生産回復が遅れており、第3四半期も景気低迷が続く見込みである。景気後退を回避できるか否かについては、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る。一部のサービス業には製造業不振にともなう景気悪化の影響が波及しているとみられる一方、小売業への影響はまだ限定的である。ただし、先行きの景気見通しの悪化が消費者マインドにも影響を与え始めており、外需鈍化がさらに長引けば内需を下押しする懸念は強い。
- ECB は 9 月の理事会で新たな金融緩和パッケージを発表するとみられる。一方、連邦政府による財政出動については政治的なハードルが存在するため、実施の如何はまだ不透明である。仮に実施されれば、金融・財政の両面からドイツ経済に一定の下支え効果をもたらすことが期待される。また、足元のユーロ安進展がドイツの輸出拡大の追い風になる可能性もある。
- 現状の筆者の見通しでは、ドイツ経済が第3四半期もマイナス成長となって景気後退（テクニカル・リセッション）に陥ったとしても、年内一時的にとどまり、ECB の金融政策による効果や、製造業の生産調整の進展によって来年は景気が緩やかに回復するとみている。
- しかし、足元の景気悪化の根本的要因は、外需鈍化にともなう製造業の生産・輸出の減少、さらに言えば、世界経済の減速感・先行き不透明感が増大しているために世界の製造業の生産活動・設備投資が抑制されていることにある。そのため、下振れリスクとして、米中貿易戦争の激化や不確実な Brexit 動向を受けて世界経済の減速感・先行き不透明感が一層強まり、実需が予想以上に低下し続けた場合、一時的な景気後退入りにとどまらず景気後退が長引く可能性が高まる点には留意が必要である。

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	https://www.marubeni.com/jp/research/	

(注記)

- 本資料は丸紅グループ内で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。