

みずほマーケット・トピック(2023年9月19日)

## 「欧州の病人」は戻って来たのか？

8月の英 The Economist 誌は『Is Germany once again the sick man of Europe?』と題し、メルケル前政権発足以降の16年間を通して1人勝ちが批判されていたドイツが一転して域内の落第生になりつつあることを論評した。その後、様々なメディアが類似報道に傾いており、過去にユーロ圏やドイツを分析した著書を上梓している経緯もあって、筆者に対する照会もにわかには増えている。ドイツの政治・経済に関する問題意識はとて 1 回の本欄で語りきれものではないが、本日は簡単にドイツ経済の現在地を整理しておきたいと思う。客観的に見て、「戻って来た病人 (the sick man returns)」と言われても仕方ない状況は確かに浮上している。現在の苦境はメルケル政権による地政学リスクを度外視した経済外交の揺り戻しという側面が大きい。その上で国民の半数が反対する脱原発方針を貫いたことも不安定な電力事情に寄与している。このように考えるとドイツ経済の不調は「これまでよりも高価で不安定なエネルギー」に起因している部分が大きそうだが、それはある程度「自ら選んだ道」でもある。ある程度は「自ら選んだ道」である以上、これを修正するつもりがあるのかどうか今後のドイツを展望する上で重要になる。

～「戻って来た病人 (the sick man returns)」～

8月の英 The Economist 誌は『Is Germany once again the sick man of Europe? (ドイツは再び欧州の病人なのか?)』と題し、メルケル前政権発足以降の16年間を通して1人勝ちが批判されていたドイツが一転して域内の落第生になりつつあることを論評した。その後、様々なメディアが類似報道に傾いており、過去にユーロ圏やドイツを分析した著書を上梓している経緯もあって、筆者に対する照会もにわかには増えている。ドイツの政治・経済に関する問題意識はとて 1 回の本欄で語りきれものではないが、本日は簡単にドイツ経済の現在地を整理しておきたいと思う。客観的に見て、「戻って来た病人 (the sick man returns)」と言われても仕方ない状況は確かに浮上している。

そもそも「欧州の病人 (the sick man of Europe)」というフレーズはEU経済の変遷を考える上で節目となってきたフレーズであり、実は過去にはドイツだけではなくイタリアやEU本体にも向けられてきた。この辺りの議論は2021年刊行の拙著『アフター・メルケル

欧州そしてドイツを巡るイメージの変遷: The Economist誌より

Date	Title	対象
1999/6/3	The sick man of the euro (欧州の病人)	ドイツ
2003/12/18	Sick man walking (歩く欧州の病人)	ドイツ
2004/11/17	Germany on the mend (快方に向かう欧州の病人)	ドイツ
2005/5/19	The real sick man of Europe (欧州の本当の病人)	イタリア
2007/4/12	A new sick man of Europe (欧州の新しい病人)	EU
2007/7/25	Sick man no more (もはや病人ではない)	ドイツ
2010/3/11	Europe's engine (欧州のエンジン)	ドイツ
2013/6/13	Europe's reluctant hegemon (欧州の不本意な覇権国)	ドイツ
2023/8/17	Is Germany once again the sick man of Europe? (ドイツは再び欧州の病人なのか?)	ドイツ

(資料) The Economist

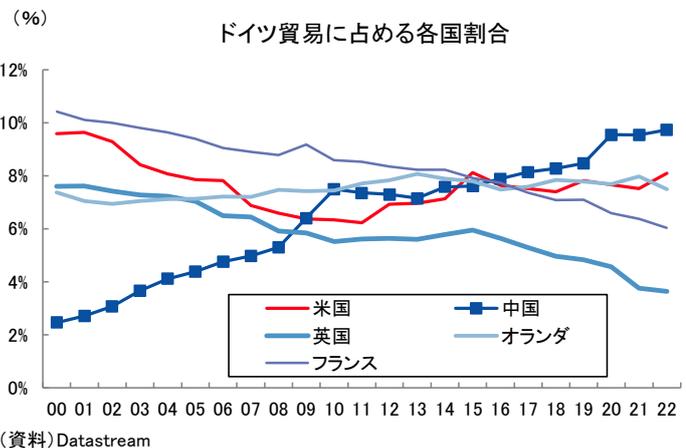
「最強」の次にあるもの(日本経済新聞出版)』が詳しいが、東西ドイツ統合のコスト(具体的には財政赤字拡大、高インフレ、高金利)に喘いだ 1990 年代後半から 2000 年代前半、英 The Economist 誌は「The sick man of the euro」というフレーズでドイツを揶揄した。その後、シュレーダー政権における労働市場改革を経た単位労働コストの低下、単一通貨ユーロの背景とするドイツ輸出の加速などを背景に病人は快方へ向かい、欧州債務危機が概ね終息した 2013 年以降、「勝ち過ぎ」が問題視されるまでに至った。厳密には 2009～2013 年頃まで続いた欧州債務危機はドイツ以外の国を弱くしたが、ドイツは政治・経済的に権勢を強めたとさえ言える状況だった。

やがて「勝ち過ぎ」を背景とする自分勝手な振る舞いは中途半端な覇権国として周辺に厄介をまき散らす存在だと指差されるようになった。例えば、メルケル政権下の中国やロシアへの高い依存度はユーロ圏にとってリスクだという指摘は常にあったが、これが修正されることは無かった。2015 年 9 月、メルケル政権が突然国境を開いて難民の無制限受け入れに踏み切った際も通商となるその他加盟国は大変な影響を強いられた。ドイツはいち加盟国として振る舞うには強過ぎるが、他の加盟国に原理・原則を説いて強いるほどには強くない。その状況を指して「半覇権国 (half-hegemony)」ないし「準覇権国 (semi-hegemony)」と皮肉ったフレーズも生まれた。

しかし、主に地政学リスクの顕現化を理由としてドイツの病人化が再び争点化している(後述するように、それだけではなく因果応報の部分も相当あるが)。ドイツの不調を引きずったままユーロ圏が本格的に復調するのは難しいため、「戻って来た病人 (the sick man returns)」の容態は必然的に ECB の金融政策運営ひいてはユーロ相場全体の動きにとっては重要な論点となる。

### ～中国とロシアに賭け過ぎたメルケル～

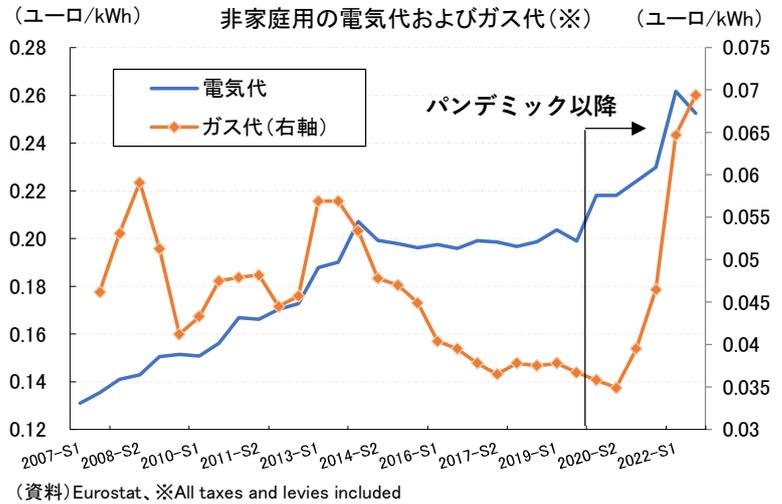
上述の拙著でも論じた点だが、メルケル政権下でドイツ経済が繁栄を謳歌した要因は複数ある。その 1 つに地政学リスクを度外視した経済外交があったのは論を待たない。資源の調達先としてはロシア、主要な輸出先としては中国に大きなウェイトを置いたことがドイツ経済の好調をけん引した。とりわけ中国向け輸出のシェアはメルケル時代の 16 年間で(2005 年から 2021 年)で 2.5 倍程度(約 4%→約 10%)に拡大している。貿易総額(輸出+輸入)で見た場合も 2 倍程度(約 5%→約 10%)になっており(図)、ドイツ高級車の 3 台に 1 台が中国で販売されるとも言われる状況になった。これこそ媚中外交とも揶揄されたメルケル外交の最大の成果である。シュルツ独首相は昨年 6 月のダボス会議で「ドイツは今サプライチェーンと輸出市場を急いで分散化する必要がある」、「ビジネススクールで最初に学ぶこと、つまり全ての卵を 1 つのかごに盛ってはならないという鉄則に反していたことが多々あった」と話し、暗にメルケル政権が「中国とロシアにベットし過ぎた」ことについて批判と後悔を吐露している。輸出先と資源調達先という実体経済にとって非常に重要な「卵」を地政学リスクの高い国・地域という 1 つの「かご」



に盛っていたところ、その「卵」が今、軒並み割れてしまったという状況になる。

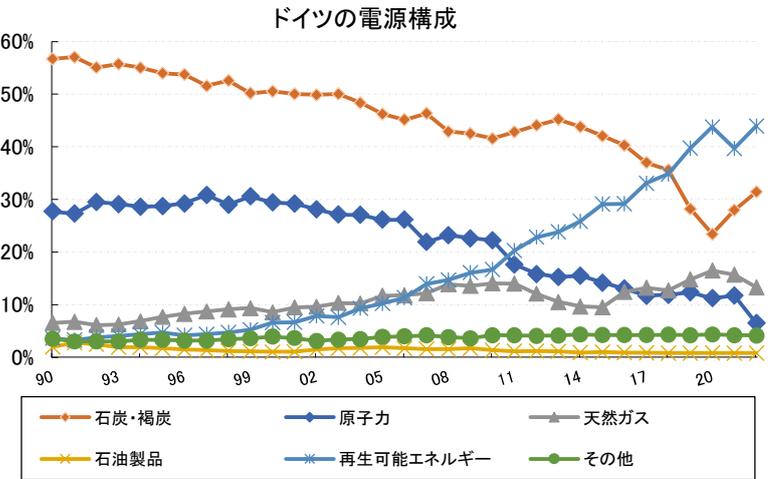
### ～「自ら選んだ道」でもあるエネルギー不安～

脱ロシアを図ることで資源調達環境が大変な苦境に陥っているのは既報の通りである。ロシアのウクライナ侵攻を境としてドイツでは家庭用・産業用の電気代・ガス代が膨れ上がっており、2023 年以降、政府が上限を設けるに至っている(2024 年 4 月まで続けられる予定)。右図はドイツにおける非家庭用(産業用など)の電気代やガス代の推移を見たものだ。パンデミック以降、電気代は 1.3 倍、ガス代は 2.0 倍に膨れ上がっている。もちろん、



見る指標によってはさらに騰勢を強めているケースもあろうが、ドイツ経済が強烈な光熱費高騰に直面しているのは厳然たる事実である。これは家庭用の電気代・ガス代でも同じイメージになる。

なお、光熱費高騰はパンデミックやウクライナ侵攻に伴う供給制約の強まりだけではなく、ドイツが「自ら選んだ道」でもある。今年 4 月 15 日、メルケル政権で掲げられた脱原発方針に基づき、最後の 3 基が稼働停止に至った。2011 年 3 月の福島第一原発事故の直後、メルケル前首相が突然宣言した脱原発方針が本人不在の今、実現した格好である。ドイツの電源構成に占める原子力発電の割合は 2000 年の 30%弱から 2022



年には 6%強まで落ち込んでいる。同じ期間に再生可能エネルギーは 2000 年の 6%強から 2022 年には 46%強まで拡大している。再生エネルギー法改正を経てドイツは「2030 年までに電力消費量の 80%を自然エネルギーで供給し、さらに 2035 年までに国全体の電力を完全に脱炭素化する」という目標に向けて走っている最中だが、数字上は着々とこれが進んでいるということになる。しかし、その代償が「戻って来た病人 (the sick man returns)」ではないのかというのが現状である。

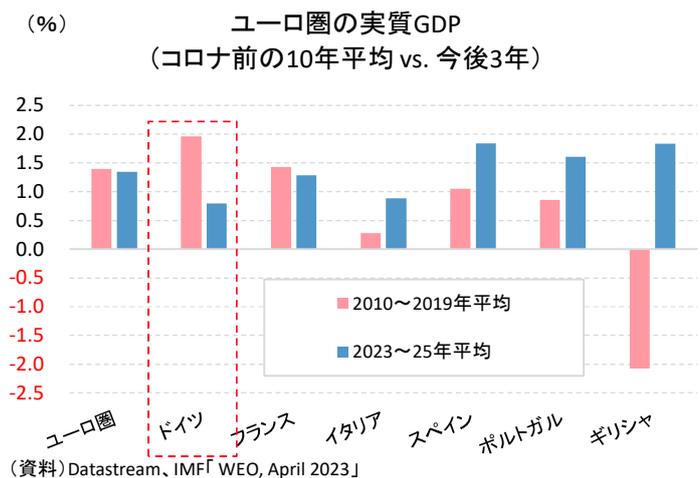
ちなみに、原子力発電の割合は前年(2021 年)には 12%弱あったので、1 年で半減させたことになる。もちろん、脱原発を主張する立場から見れば「6%強まで落としても経済が回っていた」という見方は可能かもしれない。しかし、エネルギー供給の危うさが懸念される戦時下において再生可能エネルギーという必ずしも供給が安定しない電源への依存度を敢えて高めた結果が、今のドイツ経

済の惨状を招いた部分もある。再生可能エネルギーは当該国の気候・地形に大きく左右される以上、戦時下で主たる電源として運用するのは一種の賭けであったはずだ。今回、その賭けが（一応は）大事に至らずに済んだのは、2022～23年の冬が暖冬だったからに他ならない。仮に、暖冬ではなく例年通りの冬が来ていたらどうなっていたのか。計画停電など実質的にはロックダウンと同様の経済効果をもたらすような措置が取られていたかもしれない。それでも2023年4月、ドイツは原発の完全停止を決断しただろうか。歴史にイフはないが、暖冬ではないかもしれない今年の冬、原発抜きでどれほど実体経済が耐えられるかどうかは注目したい。仮に資源価格の高止まりがリセッションを招いた場合、それを「耐えられた」というかは議論があるはずだ。

ドイツ経済が「これまでよりも高価で不安定なエネルギー」に依存しなければならない背景には、ロシアやウクライナ、そして中国を巡る地政学リスクの急速な台頭は当然大きい。その状況をドイツの自力で覆すことは難しい。しかし、「これまでよりも高価で不安定なエネルギー」はある程度、「自ら選んだ道」であることも押さえておくべき事実である。

～「高いコストを強いられたうえ、最大のお得意先を失った」という状況～

中国への輸出が鈍化し、ロシアから天然ガスや石油を調達できなくなったことで、ドイツ経済のパフォーマンスが著しく悪化している。こうした状況を「病人の始まり」と見るべきか、「一過性の体調不良」と見るべきかは議論が分かれるが、見通せる将来においては前者の議論が優勢になる。2023年について言えば、唯一、G7でリセッションがメインシナリオに据え置かれている（IMF世界経済見通し）。より長い目で見てもドイツ経済の変調は明らかである。例えば実質GDP成長率に関し、パンデミック直



前の10年間(2010～2019年)の平均と今後3年間(2023～25年)の平均を比較してみると、前者で一番高いのがドイツ、後者で一番低いのもドイツになる。凋落という表現はあながち間違いでもあるまい。これが地政学リスクを受けた過渡期ゆえの一過性の現象なのか、それとも相応の持続性を伴う現象なのか。残念ながらロシアからの資源調達も、中国への輸出も、近い将来に元の姿に戻ることは難しいと思われ、ドイツからすれば高い資源価格を前提に自国の商品を中国以外の新規市場に売り込まなければならない状況が続くだろう。ラフに言えば「高いコストを強いられたうえで、最大のお得意先を失った」という状況が続く結果、成長率の押し下げは必然の帰結である。

もちろん、対応策は打たれ始めており、EUはロシアの代替供給源として米国は元より、カタール産のガスに狙いを定めている。ドイツもカタールと2022年5月にエネルギー協力に関するパートナーシップ協定に合意しており、液化天然ガス(LNG)に関する貿易関係を発展させることを目指している。だが、天然ガスの完全な脱ロシア化は2024年4月まで時間を要すると言われている上、そもそもロシアからパイプライン経由で調達していた天然ガスは安価であったという事情もある。「量」の

面で他国・地域からの調達に間に合ったとしても、「価格」の面で資源調達環境が正常化するという話にはならない。現在が過渡期であることは間違いないだろうが、「どこまで戻るのか」という点については相当、不透明感が色濃いと云わざるを得ない。

ある程度は「自ら選んだ道」である以上、これを修正するつもりがあるのかどうかも今後のドイツを展望する上で重要になる。ちなみに4月に原発3基が停止する直前、ドイツ世論調査では半数がその決断を「間違っている」と回答していた。国民は選んだ道を修正したがついてというのが現状にも見受けられる。それは病人ゆえの心境の変化だろう。シュルツ政権(もしくはその次の政権)はこの意を汲んで動くだろうか。今回はドイツが「病人」と呼ばれている現状を整理・提示することと定めるが、次回以降、ドイツ経済が抱え始めている問題点やその解決策などに関し掘り下げていきたい。

金融市場部  
チーフマーケット・エコノミスト  
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)  
[daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp](mailto:daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp)

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年9月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「事実上の利上げ停止宣言」の読み方～)
2023年9月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年8月分)
2023年9月13日	ECB政策理事会プレビュー～「見送り+α」の公算～
2023年9月12日	日銀の政策運営に関するQ&A～読売報道を受けて～
2023年9月11日	7月国際収支の読み方～為替需給変わらず～
2023年9月8日	週末版
2023年9月7日	日本の貿易収支が直面する2つの想定外
2023年9月6日	海外出張で体感した内外価格差について
2023年9月4日	BRICS共通通貨は「いつか来た道」
2023年9月1日	週末版(ECB政策理事会議事要旨と8月消費者物価指数について～9月利上げの行方～)
2023年8月30日	夏を終えても変わらなかった円の独歩安
2023年8月28日	ジャクソンホールで浮き彫りになるインフレに対する「当事者」感
2023年8月25日	週末版
2023年8月24日	ユーロ圏経済の悪化とユーロ相場現状
2023年8月23日	なぜ購買力平価は使えなくなっているのか
2023年8月22日	力強さが続くユーロ圏の雇用・賃金情勢
2023年8月21日	「持たざるリスク」に直面する日本の家計部門
2023年8月18日	週末版(本邦7月貿易収支を受けて～中国不振が阻害する収支改善～)
2023年8月17日	本邦4～6月期GDPの読み方～冴えない内需～
2023年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年7月分)
	年初来安値で確認する円の立ち現在地
2023年8月14日	再投資柔軟化から1年～フランスに並んだイタリア～
2023年8月10日	週末版(アマゾン「プライム」値上げの意味するもの～デジタルサービスへの外貨流出～)
2023年8月9日	緩和持続を約束する実質賃金の低迷～円安の余韻～
2023年8月8日	23年上半年の国際収支統計を受けて～CFベースでは赤字～
2023年8月7日	マイナス金利解除の実現可能性～日銀に迫る円売りゲーム～
2023年8月4日	週末版
2023年8月2日	ユーロ圏経済の近況～経済・物価情勢はECBハト派化を示唆～
2023年7月31日	日銀会合を終えて～今後の課題は「円売りによる挑発」～
2023年7月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～急速に薄らいだタカ派色～)
2023年7月27日	FOMC(7月25～26日)を終えて～現状維持に備え～
2023年7月25日	日銀金融政策決定会合(7月27～28日)プレビュー
2023年7月21日	週末版(正常化が近づくインバウンド需要～労働で稼いだ外貨はどこへ行くのか…～)
2023年7月20日	23年上半年の貿易収支を受けて～構造変化を直視～
2023年7月19日	残る円安・資源高の余波～物価「変化率」だけでなく「水準」も～
2023年7月18日	ICEドルインデックスの100割れをどう読むべきか？
2023年7月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年6月分)
	週末版
2023年7月13日	実効ベースで見た為替相場～最強「フラン」と最弱「円」～
2023年7月12日	円高の読み方～自律反発後にどこまで戻るか～
2023年7月11日	経常収支の正しい読み方～符号ではなくキャッシュフローを～
2023年7月10日	イノベーションボックス税制はBrain freezeの処方箋か
2023年7月7日	週末版(金利差拡大で円安が進まない背景～日本株下落とポジションの偏り～)
2023年7月6日	「投機の円売り」と「夏枯れ相場」～進むキャリー取引～
2023年7月5日	ユーロ圏6月消費者物価指数～雇用・賃金情勢の逼迫～
2023年7月3日	シミュレーション進む「ドル抜きの世界」～COFERの近況～
2023年6月30日	週末版
2023年6月29日	金融政策と通貨政策、動くのはどっちが先か
2023年6月27日	23年3月末時点の「資金循環統計」を受けて
2023年6月26日	「2005-07年の円安バブル」と現在の違い
2023年6月23日	週末版
2023年6月22日	ECBは利上げ停止後に何をするとするか
2023年6月21日	「Brain freeze(思考停止)」と研究開発サービス赤字
2023年6月20日	「2030年までに対内直接投資残高100兆円」の現実味
2023年6月19日	日本、「監視リスト」除外の読み方～国力低下の象徴～
2023年6月16日	週末版(ECB政策理事会を終えて～we're not at destination～)
2023年6月15日	FOMCを終えて～追い詰められる円高見通しと年内利下げ～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年5月分)
2023年6月14日	日銀はいつ動くのか～円安抑止策としてのYCC修正可否～
2023年6月13日	家計金融資産の「開放」は何を意味するか～骨太の方針～
2023年6月12日	FRBは他国・他中銀から影響を受けるのか？
2023年6月9日	週末版
2023年6月8日	本邦4月国際収支統計を受けて～「新しい赤字」の影～
2023年6月7日	ユーロ圏のインフレ期待について～6月会合プレビュー～
2023年6月6日	「弱い円」への諦観は日本人を動かすか？
2023年6月5日	米5月雇用統計を受けて～遥か遠のく年内利下げ～
2023年6月2日	週末版(コアベースでも鈍化し始めたユーロ圏インフレ率～ハト派転化には十分と言えず～)
2023年6月1日	FRB、6月利上げ見送りの受け止め方～円高到来か？～
2023年5月30日	ユーロ圏の賃金・物価情勢～賃金は峠、エネルギー環境は脆弱～
2023年5月26日	週末版(32年連続世界最大の対外純資産国の意味～過去最高を記録した直接投資比率～)
2023年5月24日	構造的に薄れるPPPを見る意味～「成熟した債権国」と共に～
2023年5月23日	「世界中が欲しがれる財・サービス」は「高嶺の花」～「弱い円」の価値～
2023年5月22日	資産価格が上がっているのか、円が下がっているのか
2023年5月19日	週末版
2023年5月18日	1～3月期GDPを受けて～ベントアップ需要を阻む円安～
2023年5月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年4月分)
2023年5月16日	4月国内企業物価指数を受けて～変化率と水準の違い～
2023年5月15日	新しい外貨流出源～デジタル・コンサル・研究開発～
2023年5月12日	週末版(米連邦債務上限問題について～政府機関閉鎖は一時的な円高材料に～)
2023年5月11日	3月国際収支統計を受けて～インバウンドの功罪～
2023年5月9日	ECB政策理事会を終えて～持続する利上げ路線～
2023年5月8日	FOMCを終えて～利上げ停止でも円安持続という現実～
2023年5月2日	円相場の現在地～下がり続ける購買力、最強通貨はフランに～
2023年5月1日	植田体制初会合のレビューと円相場への影響
2023年4月28日	週末版
2023年4月26日	ユーロ/円相場、8年4か月ぶり高値の背景整理
2023年4月25日	日銀、初会合プレビュー～YCC撤廃確率は40%～
2023年4月24日	ECB政策理事会議事要旨と5月会合プレビュー
2023年4月21日	週末版(インバウンドの現状と展望～量、質ともに復調しつつあるインバウンド需要～)
2023年4月20日	本邦3月貿易収支～赤字は3か月で5兆円超え～
2023年4月18日	EU-ロシア貿易の構造変化～戦争の余波～
2023年4月17日	GFSRも重要性を訴える地経学的な思考
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年3月分)