

みずほマーケット・トピック(2023年11月9日)

## 「欧州の病人」は戻って来たのか？～企業の「ドイツ離れ」～

今年9月の本欄では『「欧州の病人」は戻って来たのか？』と題し、ドイツ経済が長期停滞局面に入った可能性を取り上げた。日本では2023年のドル建て名目GDPに関し、人口規模で勝る日本がドイツに追い抜かれそうであることが話題だが、「日本がドイツに追い抜かれる」という事実をもってドイツ経済の現状と展望が明るくなるわけではない。今年に入りドイツ経済の不調を指摘する声は強いが、具体的には何が起きているのか。例えば対内直接投資の激減は今のドイツに対する評価を象徴的に示す動きだ。エネルギー高によりドイツで経済活動を展開するコストが高まっており、文字通り外国企業の「ドイツ離れ」は進んでいる。GDP比▲4%に迫る直接投資の純流出はサブプライムショック直後、リスク許容度が大きく棄損していた07～08年以来、経験したことが無い規模。対内直接投資が盛り上がらない一方、対外直接投資が盛り上がると、産業空洞化が進む。日本が過去10年余りで経験した現象であり、ドイツがこれを食い止めることができるかどうか注目論点に。ユーロ相場の需給を考える上でも重要な論点になる。

### ～直接投資に映る「ドイツ離れ」～

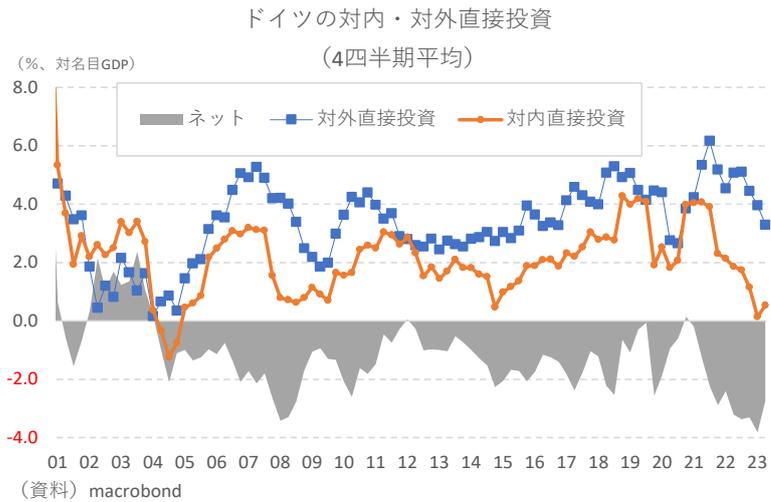
本欄9月19日号では『「欧州の病人」は戻って来たのか？』と題し、ドイツ経済が長期停滞局面に入った可能性を取り上げた。最近の日本では2023年のドル建て名目GDPの仕上がりに関し、人口規模で圧倒的に勝る日本がドイツに追い抜かれそうであることが話題だが、「日本がドイツに追い抜かれる」という事実をもってドイツ経済の現状と展望が明るくなるわけではない。2023年、先進国では唯一のリセッション見通しに陥っているのがドイツであり(図)、そのドイツにも追い抜かれて

IMFの成長率見通し(暦年ベース、%)	見通し		
	2022	2023	2024
世界	3.5	3.0	2.9
先進国	2.6	1.5	1.4
米国	2.1	2.1	1.5
ユーロ圏	3.3	0.7	1.2
ドイツ	1.8	▲0.5	0.9
フランス	2.5	1.0	1.3
イタリア	3.7	0.7	0.7
スペイン	5.8	2.5	1.7
日本	1.0	2.0	1.0
英国	4.1	0.5	0.6
カナダ	3.4	1.3	1.6
その他先進国	2.6	1.8	2.2

※IMF、みずほ銀行

しまいそうな日本の状況がとりわけ深刻だという目線を持ちたい(それほどまでに円安の影響は大きいのである)。この点、上述の本欄ではドイツが中国やロシアといったこれまでリスクを背負って距離を縮めてきた国々と疎遠になったことで「戻って来た病人(the sick man returns)」と呼ばれる悲惨な状況に追い込まれている現状を確認した。自動車産業を筆頭とする多くのドイツ企業にとっての「最大のお得意様」であった中国を失い、ロシアとの関係も悪化したことで「これまでよりも高価で不安定なエネルギー」を前提に経済活動を強いられるようになった。これがドイツの端的な現状である。

ドイツ経済の不調を指摘する声は強いが、具体的には何が起きているのか。個別論点を挙げれば枚挙に暇がないが、例えば対内直接投資の激減は今のドイツに対する評価を象徴的に示す動きと言える。「これまでよりも高価で不安定なエネルギー」の利用を強いられるということは、ドイツ国内で経済活動を展開するコストが高まっていることを意味する。合理的な経済主体であれば、わざわざコストの高い国で消費・投資活動をしよ

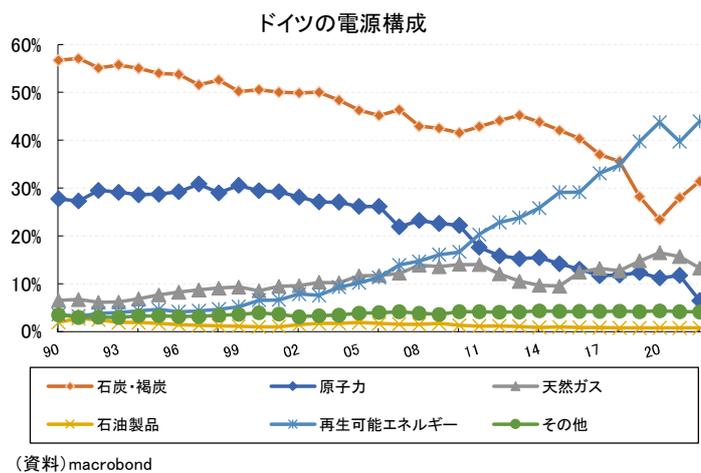


うとは思わない。図示するように、ドイツへの対内直接投資は 2021 年後半以降、著しく減少しており、純流出が目立つ状況になりつつある。文字通り、外国企業の「ドイツ離れ」は進んでいる。結果としてネットで見た直接投資(対外直接投資-対内直接投資)は資本流出の度を強めており、純流出の GDP 比は▲4%に迫っている。これは過去を振り返ってもサブプライムショック直後、リスク許容度が大きく棄損していた 2007～08 年以來、経験したことが無いほどの規模である。当時は未曾有の金融危機前夜という特殊な時期にあったが、今回はどう評価すべきか。対中・対ロ関係を拗らせた末の「ドイツ離れ」と読めば、これが一過性で終わる保証はない。

対内直接投資が盛り上がらない一方、対外直接投資が高止まりすると、端的に産業空洞化が進みやすくなる。他でもない日本が過去 10 年余りで経験した現象であり、ドイツがこれを食い止めることができるかどうかは注目の論点だろう。

### ～病人快復に必要なエネルギー政策の修正～

世論調査上、ドイツ国民の半数はもはや脱原発方針を支持していない。脱原発を進めるほど不安定な再生可能エネルギーへの依存が高まり、直接投資先としてのドイツは魅力を失う。結果として進む産業空洞化は時間を置いて雇用・賃金環境の問題として浮上するだろう。「戻って来た病人」と呼ばれてまで脱原発を推進すべきなのかという点に関し、少なくとも国民が理想よりも目先の生活を問題視し始めているのが現状と見受けられ



る。また、過去の本欄でも確認した通り、脱原発は再生可能エネルギーだけではなく石炭火力発電への依存度を押し上げている。石炭・褐炭を用いた発電割合は 2020 年の約 23%から 2022 年には約 31%まで再上昇している。ドイツが標榜する「2030 年までに石炭火力発電の廃止」は難しくな

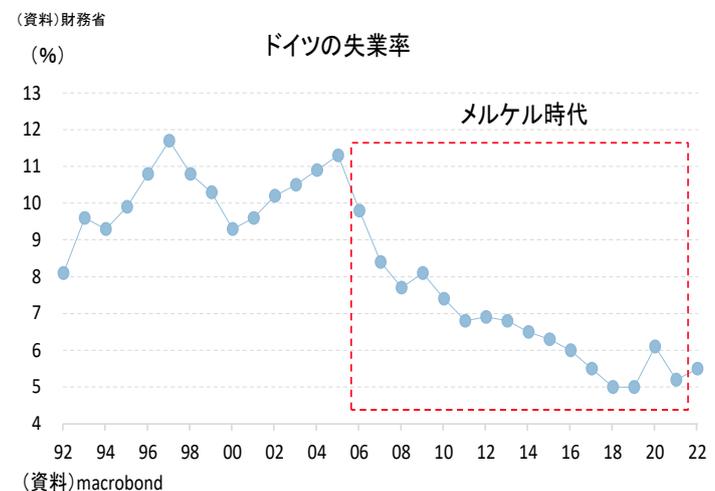
っているように見える。脱原発はあくまでロシアから安価な天然ガスを輸入できた時代ゆえに可能だった政策思想であり、今のドイツに脱原発と脱炭素を両立する術はない。しかし、その現実を直視した「解」をドイツはまだ見つけられていない。

本来、温室効果ガスの排出量が少ない原発が脱炭素と電力の安定供給を同時に実現できる「解」になるはずだが、そうなっていない。脱原発や脱炭素に固執して沈むドイツ経済を指して、「左派思想が実体経済を食い潰す状況」と揶揄されやすい。確かに、脱炭素は左派色の強い思想であるものの、もはや右派・左派関係なく、ドイツ政治の思想信条として「原発は NG」と拒絶される現状がある（脱原発を決めたのは他ならぬメルケル前首相だ）。経済合理性は元より、地球温暖化抑止の合理性に照らしてもドイツの脱原発方針は説明が難しい。どうすれば修正に至るか分からない。

いずれにせよ、人間でも病人が快方に向かうためには日常生活の改善が必要である。それが国の場合でも同様であり、ドイツが本当に病人と揶揄される状況を修正したければ、問題含みの現行のエネルギー政策にメスを入れ、日常の経済活動を改善する必要がある。もちろん、論点はエネルギー政策だけではないはずだが、近年のドイツ経済が直面する苦境がエネルギー政策に端を発していることは議論の余地がない。対口関係が一夜にして改善するのは難しいのだとすれば、高効率な石炭火力発電や原子力発電の活用は検討に至るのが自然な流れだ。上述の通り、現状は前者への依存度が再度高まりつつある。これがドイツ国民が最も望んでいる道には見えないが、ドイツ政府は振り上げた拳を下ろす場所が見つけられず、頭を抱えている状況かと思われる。

### ～日本の二の舞？～

対内直接投資が減少する一方、対外直接投資が増加することになれば、空洞化が進むことになる。2010 年以降、日本では円高や税金の高さ、自然災害の多さなどを理由に対外直接投資が急増し、それが貿易黒字消滅の直接的な原因になったと考えられる（右図・上）。エネルギー価格の高止まりが新常态とすれば、ドイツも同じような境遇に嵌まる可能性がある。そもそも東西統合から 2000 年代前半まで「欧州の病人」と呼ばれたドイツが復活したのはシュレーダー政権による労働市場改革が奏功したこと（筆者は「シュレーダーの果実」と呼んでいる）や、ドイツにとっては「永遠の割安通貨」であるユーロが導入されたという経緯があった。つまり、煎じ詰めれば「高コスト体質の改善」が快方に向かうための要諦だったと言える。「高コスト体質の改善」を手にしたメルケル政権の 16 年



間、失業率が前年比で上昇したのはリーマンショック翌年の 2009 年、欧州債務危機が最悪期を迎えた 2012 年、そしてパンデミック初年度の 2020 年の 3 回しかなかった(前頁図・下)。就任年(2005 年)と退任年(2021 年)の失業率を比較すれば 11.3%から 5.2%へと半分以下だ。その上で成長率も安定していたゆえ、文字通り、経済的には黄金時代と呼べるものだった。

このような黄金時代は「シュレーダーの果実」と「永遠の割安通貨」で強化された対外競争力が、媚中と揶揄されたメルケル外交を通じて中国という巨大な市場で花開いた結果である。なお、ドイツがパイプライン経由でロシア産天然ガスを大量購入する状況については、EU 内外から地政学リスクを懸念する声は元々あった。しかし、メルケル政権は行動を変えなかった。2018 年、トランプ元米大統領がそうしたドイツのエネルギー事情を指して「ロシアの捕虜」と痛烈な批判をしたが、今の状況を見る限り、それは正しい批判だったと言わざるを得ない。それでも絶好調のドイツ経済において、そこを根本的に修正しようという機運が盛り上がることはなかった。

### ～病人とユーロ相場の関係～

周知の通り、日本は対外直接投資の増加を経て「円高になりにくい需給構造」が定着するようになった。そもそも対外直接投資自体がアウトライムの円売りフローを意味するが、対外直接投資により現地生産・現地販売が徹底されることで国内の製造拠点は当然薄くなる。結果、円安で輸出数量が増えなくなったのは周知の通りだ。ドイツの場合、「永遠の割安通貨」であるユーロ、東欧から流れ込んでくる安価で良質な労働力、分散された地方経済の厚みなど日本にはない生産拠点としての優位性があるのも事実であり、日本のように雪崩を打つような対外直接投資の増加が出てくるとは限らない。実際、今ドイツで見られているのは外国企業がドイツを見限る「対内直接投資の減少」であってドイツ企業がドイツを見限る「対外直接投資の増加」はまだ統計上は加速していない。だが、ドイツの経済活動が高コスト化しており、しかも政治的にそれを是正する望みが抱けないのだとしたら、外国企業に限らずドイツ企業も国外への脱出を考えるのではないか。

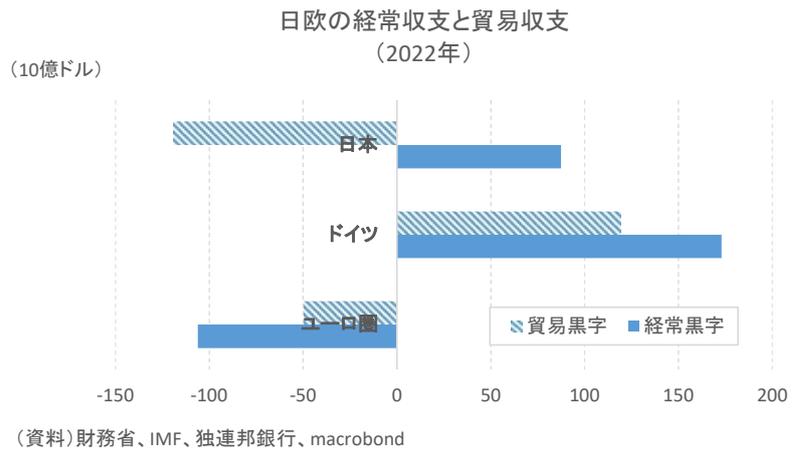
こうしたドイツ経済の現状と展望を踏まえると、ユーロ相場にはどのような影響が想定されるのか。実需環境への影響を考慮すれば、やはりネガティブな材料だろう。ドイツから海外へ脱出するドイツ企業の動きは既に多く報じられている。例えば 2022 年 9 月、ドイツの化学大手 BASF は 2030 年までに約 100 億ユーロをかけて中国に化学品統合生産拠点を建設し、運営することを発表している。この世相にあっても中国を行先を選ぶのは複雑な事情があるのだろうが、ドイツ経済の高コスト体質に耐えかねての経営判断であることは疑いの余地が無い。なお同社は今年 4 月、ドイツを含む全世界の従業員の約 2%に相当する 2600 名を解雇することを発表している。事実だけを見れば、産業空洞化による雇用喪失が生じているようにも見える。また、こうした動きはドイツ産業界の主軸とも言える自動車企業でも始まっており、やはり EV シフトが早い中国が行先として取りざたされている。このように企業がドイツ国内から海外へ流れる動きは今後も想定される。

2022 年、パンデミック直前までは世界最大を誇ったユーロ圏の経常黒字が一転して経常赤字に転じた(次頁図)。言うまでもなく天然ガス価格急騰とその後の高止まりを受けた輸入急増の結果であり、こうした需給の崩れも 2022 年のパリティ割れの遠因となったと筆者は考える立場である。2023 年は再び黒字を復元する過程にあり、それが実体経済の不調が指摘されながらもパリティ割れなどが起きていない理由だろう。しかし、ドイツの未来を考えるにつけ、不安は消えない。2022 年、あれ

ほどの状況になってもドイツの経常・貿易収支は黒字を維持することができた。よって、ドイツの貿易黒字なかりせばユーロ圏の貿易赤字ひいては経常赤字はさらに大きなものになっていたはずだ。そうであればユーロ/ドル相場の史上最大値更新もあったかもしれない。

上で見てきたように、ドイツ企業が国外脱出を着々と進める動きが今後も続くのだとしたら、対内直接

投資の減少に對外直接投資の増加も重なり、純流出の規模はさらに大きくなる。そうなれば、日本がそうであったように、10年ないし20年後に貿易収支主導で経常黒字が激減する未来に繋がる。それはユーロの強みだった需給が根本的に崩れることを意味する。また、ユーロ圏の3割を占めるドイツが不調のまま、ユーロ圏経済が躍動することも考えられず、これに相応しい政策金利(自然利子率もしくは中立金利)も徐々に切り下がっていく筋合いにある。金利面でもユーロが対ドルで投資妙味を失っていく話とも読める。ドイツの病人と呼ばれる状況が今後も不変とすれば、それはユーロ相場の中長期見通しにとって下値模索を強いる、大きな材料と言わざるを得ない。



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/egon.html> (Archives) [http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egon\\_backnumber.html](http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egon_backnumber.html)

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年11月2日	週末版
2023年10月30日	150円台定着を受けて～その背景と今後の論点整理～
2023年10月27日	週末版(EOB政策理事会を終えて～再投資停止を阻むイタリア国債利回りの上昇～)
2023年10月26日	ECBプレビュー～利上げ代替としてのMRR引き上げ～
2023年10月23日	サービス収支に逃げる製造業の行動変化
2023年10月20日	週末版
2023年10月19日	本邦9月貿易統計～起きるべくして起きた23年の円安～
2023年10月18日	再び直面する天然ガスリスク～ユーロ考察～
2023年10月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年9月分)
2023年10月13日	週末版(日独GDP逆転について～「弱い円」が原因としても・・・)
2023年10月12日	カネ関連収支でも広がるサービス赤字
2023年10月11日	赤字が広がるデジタル関連およびカネ関連の国際取引
2023年10月10日	円安シナリオを延命させる中東リスク
2023年10月6日	週末版
2023年10月5日	「底打ち懸念」も漂う米経済～米金利上昇の考え方～
2023年10月4日	続・インフレを輸入する日本～「人手不足」の波～
2023年10月3日	ユーロ圏のインフレ情勢とECBの「次の一手」について
2023年10月2日	インフレを輸入する日本～インフレ持続性の考え方～
2023年9月29日	週末版
2023年9月26日	円安シナリオを長続きさせる貿易赤字
2023年9月25日	日銀金融政策決定会合～マイナス金利解除の行方～
2023年9月22日	週末版
2023年9月21日	FOMCを終えて～「2024年こそ利下げの年」という危うさ～
2023年9月20日	23年4～6月期資金循環統計～「貯蓄から投資」の胎動～
2023年9月19日	「欧州の病人」は戻って来たのか？
2023年9月15日	週末版(EOB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(EOB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安の独歩安
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年上半期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(EOB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(正常化が近づきインバウンド需要～労働で稼いだ外貨はどこへ行くのか・・・)
2023年7月20日	23年上半期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」～進むキャリア取引～
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つもりか
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(EOB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～遅か遅の年内利下げ～
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？～