

# ドイツの製造業の低迷の要因と先行きの展望

## Topics

- ▶ 中国経済の減速懸念の高まりなどから、ドイツ製造業の低迷が懸念されています。また、LNGへの転換や脱原発、クリーンエネルギーへの移行は、電力価格の上昇要因になっているとみられ、こうした構造的な変化もドイツ製造業が低迷する要因になっています。
- ▶ 新規受注の減少や在庫の積み上がりなどが懸念されるが、今後、積み上がった受注残の消化が期待されることや足元の自動車の好調さなどを踏まえると、当面、製造業は持ちこたえとみられます。
- ▶ 電力価格の高止まりに加え、賃金コストの上昇や人手不足などの問題は、長期的にはドイツの産業空洞化につながる可能性があります。

エコノミスト 門脇 大知

### 景況感指数はドイツ製造業の低迷を示唆

年初より高まっていたドイツ経済に対する楽観的な見方は、足元で後退しています。6月のドイツIfo企業景況感指数は、前月から低下しました（図表1）。特に、今後6カ月間の見通しを反映する期待指数は、中国経済の減速観測が高まったことなどから大幅に低下しており、先行きのドイツ経済に対する懸念が高まっています。セクター別では、全てのセクターで景況感が悪化していますが、中でも製造業は、現況、期待指数ともに落ち込みが顕著となっており、ドイツ製造業の低迷を示唆しています。

ドイツの23年1-3月期実質GDPは2四半期連続のマイナス成長と景気後退（テクニカル・リセッション）入りとなる中、同国の強みである製造業の低迷からリセッションの長期化が懸念されています。そこで、輸出動向、鉱工業生産を確認したうえで、在庫や受注残などから先行きのドイツ製造業について考察してみたいと思います。

### 世界的な財需要の減少から輸出は鈍化

輸出依存度が高いドイツの輸出動向をみると、世界的な財需要の減少などの影響を受けて、鈍化傾向にあるとみられます（図表2）。地域別に寄与度を算出してみると、輸出シェアが高いユーロ圏内や米国向けの輸出が鈍化していることが大きく寄与しているとみられます。

中国向け輸出については、小幅マイナス寄与となっていますが、現時点では、米国やユーロ圏内向け輸出鈍化ほどの下押し圧力とはなっていないようです。

### エネルギー要因が生産の足かせに

ドイツの重要産業である自動車・トレーラーの生産は、昨年からの反動増や供給制約の緩和などにより、回復傾向にあります（図表3）。しかし、全体の生産は、足元で低下傾向にあるとみられます。特に、天然ガス価格が落ち着きつつある中でも、化学や金属などエネルギーを多く使用するエネルギー集約型産業の生産の低迷が鮮明となっています。

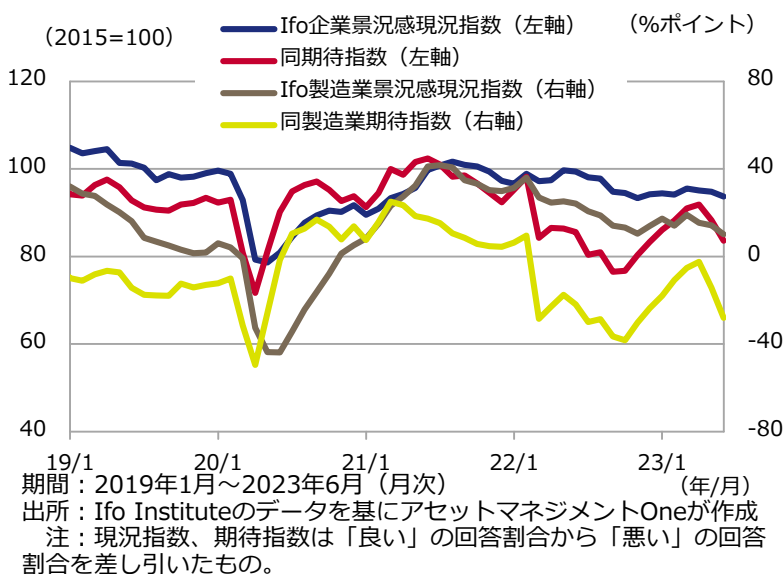
低迷の1つの要因として、電力価格の上昇があります。これまでドイツは発電燃料としてロシアからパイプライン経由で安価な天然ガスを手に入っていました。ウクライナ侵攻以降、輸送や再気化のコストがかかるLNG（液化天然ガス）に転換したことなどにより、電力価格が上昇している

次ページへ続く

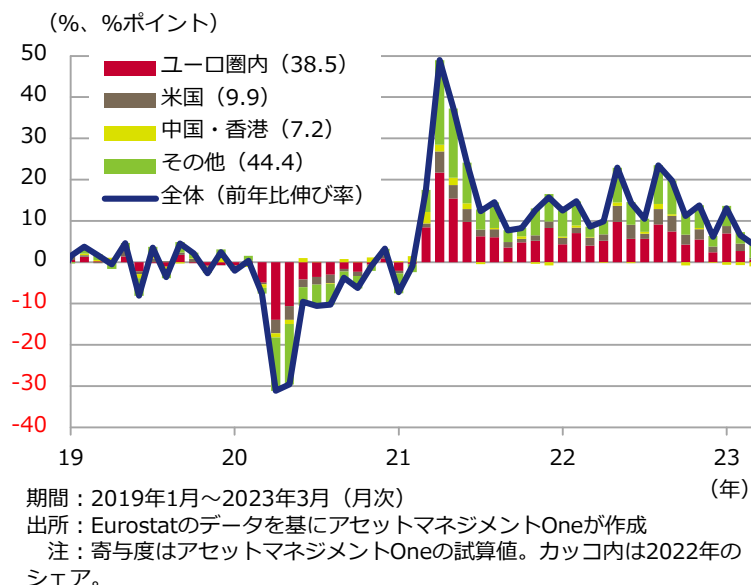
※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表1 Ifo企業景況感指数の推移



図表2 ドイツ輸出推移および地域別寄与度



とみられます。

また、脱原発やクリーンエネルギーへの完全な移行に時間がかかることも、電力価格が下がりづらい要因になるとみられます。ドイツでは23年4月に稼働していた3基の原子力発電所が運転を停止し、脱原発が完了しました。今後、再生可能エネルギーで電力を賄うとしていますが、電力の安定供給に課題があるだけでなく、欧州の中でも発電コストが高いことが課題としてあります。需要の鈍化だけでなく、こうした構造的な変化もドイツ製造業が低迷する要因になっているとみられます。

## 製造業は当面持ちこたえる見込み

ドイツの鉱工業受注はここ数カ月で軟調な推移に推移しています。また、欧州委員会による製造業向けの月次サーベイの在庫指数をみると、製造業全体では在庫が積み上がりつつあるとみられます（図表4）。

一方、主力産業である自動車・トレーラーなどの在庫は、積み上がっていないとみられます。また、ドイツ製造業の受注残（受注した商品を納品していない未出荷の状態）は、コロナ禍前と比較して大きく積み上がっています。ドイツの主要輸出先の経済情勢を展望しても、ユーロ圏内では賃金上昇やインフレ鈍化による実質所得の上昇などから、景気は緩やかに回復していくとみられます。中国景気の先行きは懸念されるものの、米国景気は労働市場の調整は限定的とみられるため、今後緩やかな減速に留まるとみられます。

電力価格の上昇はしばらくドイツ製造業の重しになるとみられますが、自動車産業が好調であることや積み上がった受注残の消化が期待されることなどを踏まえると、当面、製造業は持ちこたえるとみられます。

なお、ドイツ連邦銀行は6月の月報にて、今後、エネルギー価格の低下と供給制約の緩和の継続が工業部門の生産を支えるとしています。その上で、足元の外需の減少に対しても、受注残の消化で克服することができるとしています。また、年後半には中国経済回復などによる外需の増加により、輸出は勢いを得ると展望しています。

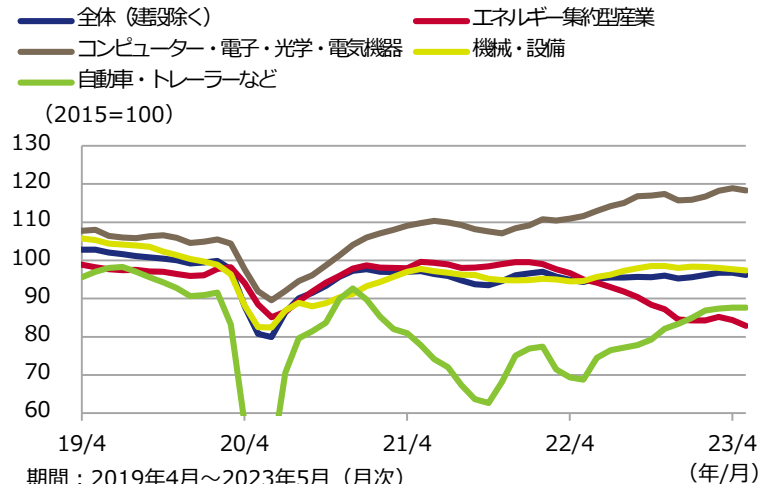
## 長期的には産業空洞化への懸念がくすぶる

電力価格の高止まりや賃金コストの上昇や人手不足などの問題は、長期的にはドイツの産業空洞化につながる可能性が指摘されています。ドイツ最大の経済団体であるBDI（ドイツ産業連盟）が6月に公表した国内工業部門の中堅・中小企業向けアンケート調査では、回答企業の16%が生産拠点の一部を国外に移転することで既に動いている他、30%が国外で新規の設備投資を行う計画を立てています（図表5）。

また、米国のIRA（インフレ抑制法）の影響も産業空洞化につながる可能性が懸念されています。すでにVW（フォルクスワーゲン）やBMWなど大手完成車メーカーを中心に、同法の補助金を活用した北米での投資計画を発表しています。欧州委員会も対抗策として、グリーンディール産業計画を発表していますが、エネルギーや原材料供給を巡る問題などもあるため、どの程度有効かは不透明です。

産業空洞化はドイツ製造業の国際競争力の低下に繋がるため、今後、欧州委員会のグリーンディール産業計画に関する議論の動向やドイツの産業支援策などが注目されます。

図表3 ドイツの鉱工業生産推移



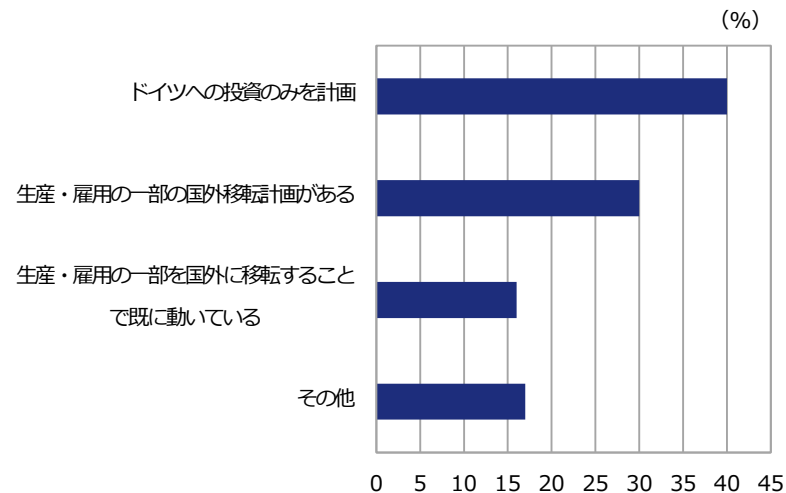
期間：2019年4月～2023年5月（月次）  
出所：ドイツ連邦銀行のデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
注：エネルギー集約型産業はドイツ連邦銀行が化学産業や金属産業などエネルギーを多く使用する産業の鉱工業生産指数を加重平均して算出。数値は後方3カ月移動平均。

図表4 製造業の在庫指数：欧州委員会サーベイ



期間：2017年1月～2023年6月（月次）  
出所：欧州委員会のデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
注：在庫指数は、現在の在庫品の状況に対する質問に対して、「多い」という回答から「少ない」という回答を差し引き、回答全体に対する割合で算出。数値は後方3カ月移動平均。

図表5 工業部門の中堅・中小企業向けアンケート調査



出所：BDIの中堅・中小企業向けアンケート調査を基にアセットマネジメントOneが作成  
注：グラフは立地に関する質問に対する企業の回答割合

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

## 投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

### 【投資信託に係るリスクと費用】

#### ● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

#### ● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

##### ■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

##### ■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

### 【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
  1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
  2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
  3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。