

MURC Focus

不況下のドイツの株高はバブルの様相

～米国による圧迫もあり底割れするリスクも～

調査部 副主任研究員 土田 陽介

○ドイツの不況は深刻だが、一方で株価は高騰している。この株高は AI ブーム(ソフトウェア産業やテレコム)や長期金利上昇(銀行、保険サービス、金融サービス)がけん引しており、実体経済との乖離が大きい。
 ○ドイツの雇用・所得環境は悪化していることから、株高による資産効果が生じるとしても一部の投資家に限定されるため、個人消費全体の回復にはつながりにくい。
 ○そもそも米国のトランプ新政権による圧迫が、ドイツの株価の底割れリスクをはらんでいる。ドイツで進む「不景気下での株式バブル」は、極めて危うい性格を持つ現象だといわざるをえない。

1. 不況下のドイツで好調な株価

ドイツ連邦統計局(FSO)によると、ドイツの2024年の実質GDP(国内総生産)は前年比▲0.2%と、昨年(同▲0.3%)に続いてマイナス成長となった。2025年もマイナス成長が続くという観測もあるなど、ドイツの不況は深刻だが、一方で株価は高騰している。つまりドイツを代表する株価指数であるドイツ株価指数(DAX 指数)は、2024年に入って急騰しており、2025年に入っても高値を更新し続けている(図表1)。

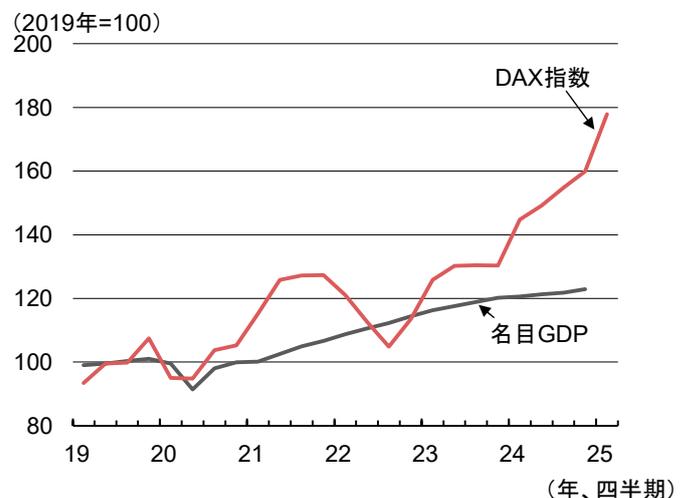
株価は名目GDPと連動して推移するが、DAX 指数はドイツの名目GDPを遥かに上回るテンポで上昇している(図表2)。特にその乖離幅は2024年に入って以降大きくなっており、株式はバブル化の様相を呈している。マクロ経済的には、欧州中銀(ECB)が2024年6月から利下げを進めていることや、高インフレを受けて企業の決算もおおむね良好であることが「不景気下での株式バブル」の主因だと考えられる。

図表1. ドイツ株価指数(DAX 指数)



(注) 週次ベース
 (出所) ドイツ証券取引所(Deutsche Börse)

図表2. ドイツの株価とGDPの関係



(注1) 名目GDPは季節調整済
 (注2) 25年1～3月期の水準は1月の終値
 (出所) Deutsche Börse、ドイツ連邦統計局(FSO)

2. AIブームと長期金利の上昇が株価上昇のけん引役

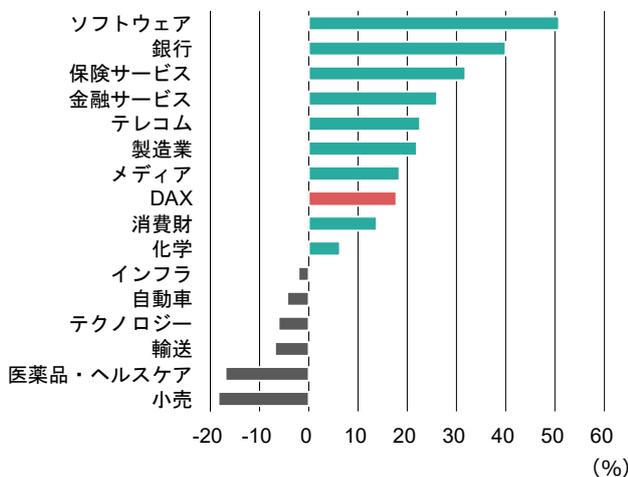
他方で、主要セクター別に 2024 年の前年比騰落率を確認すると、上昇のけん引役はソフトウェア(SAP、ネメチェク、ベトチルなど)、銀行(ドイツ銀行、コメルツ銀行、ドイツファンドブリーフ銀行など)、保険サービス(アリアンツ、ミュンヘン再保険、ハノーバー再保険など)、金融サービス(ドイツ証券取引所、ヴォノヴィア、LEG イモビリエンなど)、テレコム(ドイツテレコム、フリーネット、ユナイテッドインターネットなど)である(図表 3)。

ソフトウェア産業の好調は、欧州連合(EU)におけるデジタル化ニーズに加えて、いわゆる人工知能(AI)ブームの恩恵を受けたものである。とりわけドイツ最大手のソフトウェア会社である SAP は、米国の GAFAM と呼ばれるビッグテック企業とも協業関係にあるため、米国発の AI ブームの恩恵を強く受けている。また建設テック企業であるネメチェク、情報通信(IT)大手ベトチルも好調を謳歌している。

テレコムも好調だが、これも AIブームにけん引されたものである。他方で銀行業の場合は、長期金利の上昇による収益改善の流れや、再編(コメルツ銀行)に向けた期待が株価の押し上げ要因になっている。保険サービスの場合も、長期金利の上昇による収益改善の流れが株価の好調につながっている。一連の産業に関しては、日本においても株価が堅調を維持している。

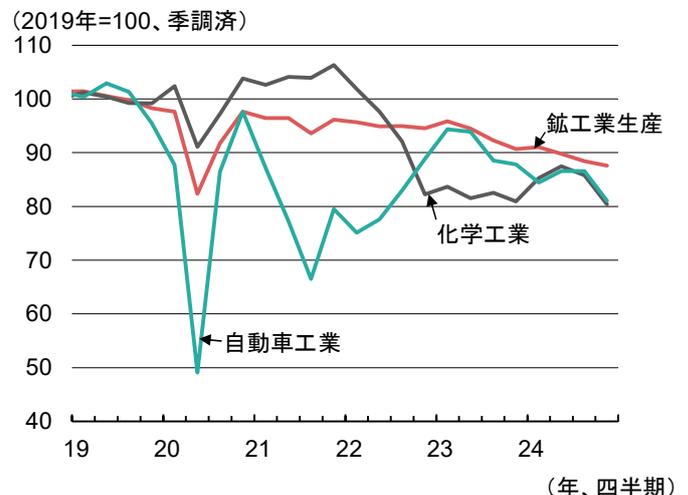
反面で、これまでドイツ経済の成長をけん引してきた化学や自動車の株価はさえない。生産指数の動きを確認しても、両業種の生産水準は持ち直すことなく、全体の重荷となっている(図表 4)。化学工学に関しては、天然ガスの価格高騰による悪影響が長期化している。また自動車工業に関しては、電気自動車(EV)シフトに伴う事業の再構築コストなどがネックになっている。

図表3. 主要セクター別騰落率(2023/24年)



(出所) Deutsche Börse

図表4. ドイツの鉱工業生産



(出所) FSO

3. 消費刺激にはつながらない株高

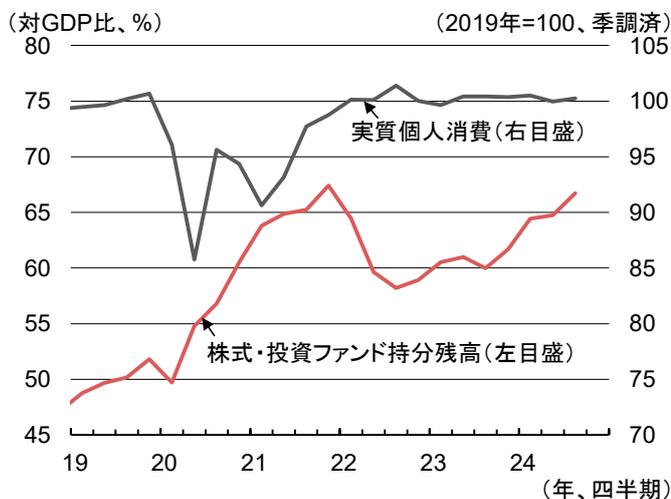
株高で期待されることは、資産効果が個人消費を刺激することである。資金循環統計より家計部門が保有する株式・投資ファンド持分残高の動きを確認すると、最新 2024 年 9 月末時点の水準は名目 GDP の 66.8% となっており、直近の最高水準だった 21 年 12 月末 (67.4%) に次ぐレベルまで回復している (図表 5)。10 月以降も株価は上昇しているため、家計の株式・投資ファンド持分残高はさらに増加していると考えられる。

またドイツの家計部門が保有する株式・投資ファンド持分残高の増加は、株価そのものが上昇していること (時価総額の増加) に加えて、株式投資を行う国民が増えて資金流入が増加したことを反映している。事実、ドイツ株式研究所 (DAI) のデータによると、コロナショック前の 2019 年時点で株式を保有していたドイツ国民は 970 万人だったが、翌 20 年に 1,240 万人に急増した。

株式を保有するドイツ国民は最新 2024 年時点でも 1,210 万人と、5 年連続で 1,200 万人台をキープしている。とはいえ、もともとドイツの個人消費と株価の間に、強い相関関係は確認できない。それに、この間に株を購入した個人投資家の多くが若年層とされ、そうした人々は、主に長期的な資産運用という観点から株式を購入している。したがって、株高が消費を刺激することは想定しにくい。

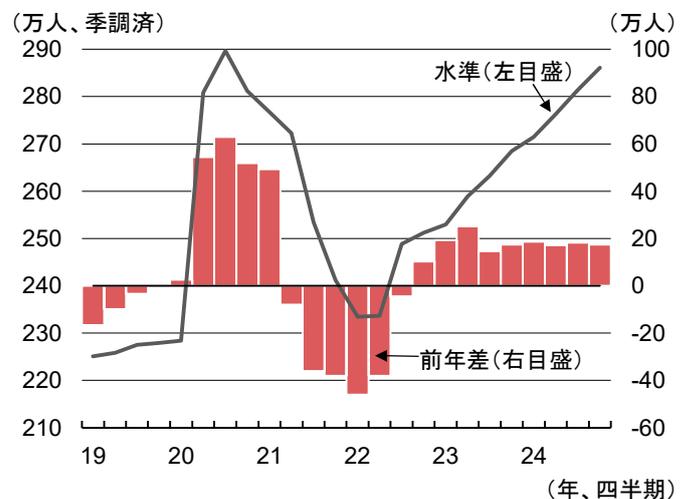
むしろドイツでは、2023 年以降、失業者数が増加するなど、業績が不調な産業を中心に雇用情勢の悪化が顕著である (図表 6)。今後も人員整理を含むリストラを進めるドイツ企業は多いため、雇用情勢はさらに悪化すると予想される。こうした雇用・所得環境に鑑みれば、仮に株高による資産効果が生じるとしても一部の投資家に限定されるため、個人消費全体の回復にはつながりにくい。

図表 5. 家計の株式資産保有残高と個人消費の推移



(出所) FSO、ドイツ連銀

図表 6. 登録失業者数の推移



(出所) ドイツ連邦雇用庁

4. 拭えない株価底割れリスク

ドイツの株価は、AI 関連(ソフトウェア産業やテレコム)や金融業(銀行や保険サービス、金融サービス)がけん引しているが、一方で実体経済との乖離が大きいと、調整の余地が大きいという危うさをはらんでいる。特に AI 関連の株価に関しては、外的ショックにぜい弱だという問題がある。つまり AI 関連の株価は、そもそも期待先行で上昇してきた性格が強く、実際に米国のビッグテック企業の業績に大きく左右される。

さらに 1 月末に生じたディープシークショックのように、米国以外の企業による技術革新の可能性にも大きな影響を受ける。ドイツが好景気であれば、株価が底割れしてもそのショックをある程度は消化できる。しかし現在のドイツは不景気であるため、株価の暴落が生じた場合、そのショックが企業部門を直撃する恐れがある。仮にそうなれば、企業部門のさらなるリストラにつながると懸念される。

そもそも米国のトランプ新政権による圧迫が、ドイツの株価を底割れさせるリスクを有している。貿易赤字の是正に野心を燃やすドナルド・トランプ大統領が、巨額の対米貿易黒字を抱えるドイツに対して何らかの圧力を加える展開も十分に予想される。こう整理すると、ドイツで進む「不景気下での株式バブル」は、極めて危うい性格を持つ現象であるといわざるをえない。

— ご利用に際して —

- 本資料は、執筆時点で信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客さまの決定、行為、およびその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱 UFJ リサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。