Promotional material published by Metzler Asset Management

METZLER Asset Management

market:update

Capital market outlook week 13

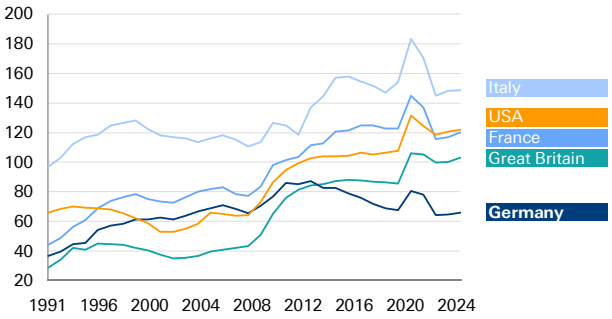
March 26, 2025

ドイツ：5,000 億ユーロの債務をどうするべきか？

ドイツ国債の残高は相対的に低水準だが、、、

OECD のデータによると、2024 年末時点でドイツ国債の残高は、GDP の約 66%に相当でした。これは国際的な基準で見ると、非常に低い水準です。

相対的に国債残高が低いドイツ
OECD 基準による公的債務（GDP 比）



Sources: OECD, Metzler; as of December 12, 2024

メッツラーの推計によると、ドイツ国債の残高は今後 12 年間でインフラ基金と軍事支出の増加によって、GDP 比で約 70～90%にまで上昇する可能性があります。

予想の幅が大きいのは、追加的な政府支出によって強く影響を受ける経済成長とインフレが、債務動向に大きく関与するためです。また、政府支出を抑える措置が必要だと考えていますが、それが実際に実行されるかは現時点では不透明です。

過去を振り返ると、ドイツは 2012 年に国債が GDP 比約 87%、2020 年には約 81%に達しましたが、その後は債務の削減を行ってきました。こうした債務削減のおかげで、今後予想される債務増加は金融市場にとって大きな問題ではなく、影響は限定的だと考えています。

格付け機関の S&P も最近、ドイツの最上位格付け「AAA/A-1+」を安定的な見通しで維持しました。同社は、このインフラや防衛に対する投資プログラムがドイツ国内の経済を押し上げることで、信用格付けに対してプラスの効果をもたらすと考えています。

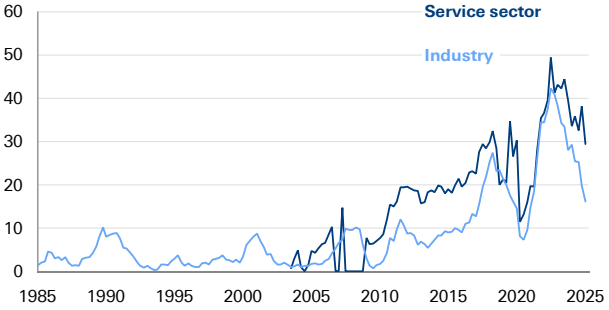
インフレ再燃の方がリスクである。

ドイツ経済諮問会議によると、ドイツの潜在成長率は 2018 年の 1.25%から 2023 年にはわずか 0.5%まで低下しました。その要因は、高齢化による労働力の減少と、従業員 1 人あたりの平均労働時間の減少と考えられています。

仮に今後 1 年に、新たな政府支出によってドイツ経済が 3.0%成長すれば、潜在成長率を大きく上回ることになり、インフレリスクを引き起こす可能性があります。しかし、ドイツで高い失業率が続くならば、失業者を現在の賃金で雇うことができるため、インフレリスクを伴わずに力強い成長が可能です。

欧州委員会の経済・財務総局が 1 月初旬に実施したドイツの製造業およびサービス業の企業調査では、依然として多くの企業が熟練労働者の不足に直面していることが明らかになりました。それでも、2022 年第 3 四半期のピーク時と比べると、その数はすでに減少しています。

ドイツ：需要の大幅な低迷にもかかわらず労働力不足が続く
ドイツ企業における労働力不足に関する調査（指数）



Sources: Directorate-General for Economic and Financial Affairs of the European Commission, Metzler; as of January 31, 2025

これは、多くの企業が、防衛およびインフラへの財政支出を高い生産に結びつけるための必要なキャパシティを持っていないことを意味しており、価格を引き上げる必要があるということです。ドイツでインフレが急激に進行することは非常に危険です。なぜなら、欧州中央銀行（ECB）は政策金利の引き上げによって対応しなければならなくなるからです。イタリアやフランスのような政

府債務が大きい国々では、金利コストの上昇は、国債市場のリスクに繋がりかねません。

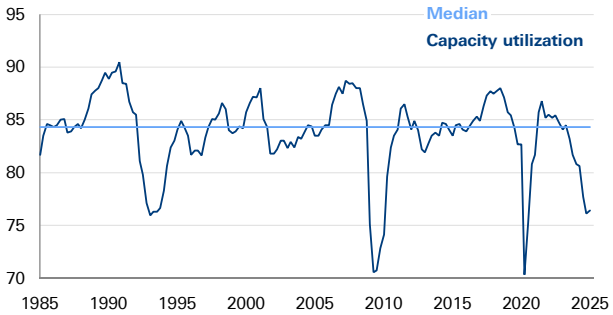
したがって、新しいドイツ政府は、追加的な政府支出がインフレではなく実質経済成長を生み出すように努めなければなりません。この場合、隣国も恩恵を受け、高い税収を達成することができるでしょう。結果として、政府債務も減少する可能性があります。

したがって、次の点が重要と考えています：

1. 労働時間の延長 - より多く、長時間働くためのインセンティブを提供する。
2. 有効な移民政策 - 熟練した技術労働者をドイツ国内に呼び込む。
3. 構造的変革の促進 - 労働者は縮小している業界から成長している業界に移動する必要がある（例：短時間勤務制度の一時的な停止によって）。
4. 投資インセンティブ - 企業が長期的な投資を行うようインセンティブを与えられなければならない。
5. 規制緩和 - 官僚的な障害を取り除く。
6. 自動化の促進 - 生産性の向上が労働力不足を補うことができる。
7. 民間のインフラ投資の促進 - 国家だけでは全てを財政的に支えることはできない。
8. 緊縮措置 -政府消費支出の削減

緊縮措置は全体的な経済需要を若干減少させる一方で、他の措置は労働供給の増加と生産性の向上により潜在成長を改善することになります。

ドイツの産業：大量の不稼働設備
ドイツの製造業企業に関する調査（ネット値）



Sources: Directorate-General for Economic and Financial Affairs of the European Commission, Metzler; as of January 31, 2025

現在、ドイツ経済は二分化されています。一方では、熟練労働者の不足に悩む生産性の高い優良企業があり、他方では、労働力を抱え込み、大量の不稼働設備に悩む企業があります。

前述の措置は、構造的変革を加速させるでしょう。不稼働設備は、軍需品やインフラ拡充に必要な製品を生産するために活用できるでしょう。これにより、ドイツは今後数年間で大きなインフレを引き起こすことなく力強く成長することができると考えられます。

楽観主義の復活？

ドイツの財政転換に反応して、Sentix 経済センチメント指数や ZEW 指数は最近すでに上昇しています。長期的に見た軍事的およびインフラへの政府支出の増加の見通しは、企業が将来の需要に対する予測の精度を高め、安心して実際に生産能力を拡大できるようにするはずだと考えています。4 月に高い米国関税が課されても、政府支出が経済を安定させることで、足元の非常に高い不確実性は低下するでしょう。不確実性が低下すると消費や投資支出が増加すると考えています。

興味深いことに、金融市場において、ドイツの期待インフレ率はこれまでほとんど反応していません。金融市場の参加者は、ユーロ圏に対して今後のインフレ圧力の変化をわずかなものと見ているか、ECB が潜在的なインフレ圧力を迅速に抑制するだろうと見ているのでしょう。インフレシナリオは価格に織り込まれていませんが、リスクシナリオとして考慮する必要があります。

また、銀行貸出（3 月 27 日発表予定、日本時間）の回復が 2 月も続いたかどうかも注目されます。貸出の回復

はすでにユーロ圏の景気回復を支える前向きな信用インパルスを示しています。

ドイツ国債に大きなリスクはあるか？

現在のドイツの政府債務の増加に関する議論に関連して、メッツラーは 10 年物ドイツ国債の利回りを予測するためのモデルを更新しました。このモデルの主な要素は、金融政策、インフレ、経済成長、10 年物米国債利回り、および AAA 格付けに対する希少性プレミアムです。

その結果、当モデル上では、政府債務残高は統計的に重要ではないことが示されました。日本はその象徴的なサンプルを提供していると考えています。日本では、政府債務が増加するにつれて利回りが低下しました。モデルは、現在の不確実性にもかかわらず、年末までの利回りが 2.3%で安定することを予測しています。極端な仮定（ECB の主要金利 5.0%、インフレ 5.0%）を置いた場合でも、予測される利回りは 3.0%にとどまります。モデルでは、ドイツ国債の利回りが大幅に上昇するかもしれないという懸念は現時点では見当たりませんでした。

国債市場の誇張？
10 年物ドイツ国債の利回り（%）

Sources: Bloomberg, Metzler; as of February 28, 2025

アメリカはスタグフレーションの道を進んでいるのだろうか？

米国連邦準備制度（FRB）は、消費者物価デフレーターに基づくコアインフレ率が今年 2.8%に上昇すると予想しています。しかし、3%台に達する可能性を予測する声もあります。言い換えれば、不安定なインフレ動向の兆しがあります。

関税は確かに重要な役割を果たしており、関税によるインフレへの直接的な影響は一時的であるものの、これが継続的なインフレの引き金となるリスクがあります。そのため、メッツラーは、FRB は今年金利を引き下げるべきではないと考えていますが、利下げを行わなければ、FRB とトランプ大統領との衝突は避けられなくなります。

一方で、経済データは弱含む可能性が高いです。新築住宅販売（予想 679 千件/結果 676 千件）、消費者信頼感指数（予想 94.2/結果 92.9）はいずれも事前の市場予想を下回りました。製造業新規受注（3 月 26 日発表予定、日本時間）、消費支出（3 月 28 日発表予定、日本時間）にも注目です。

メッツラー・アセット・マネジメントGmbH
チーフ・エコノミスト
エドガー・ヴァルク

1.) 本資料は、投資一任契約を踏まえた上で、メッツラーグループが提供する情報をメッツラー・アセット・マネジメント株式会社が翻訳・作成したものです。
2.) 本資料は、特定の年金基金及び機関投資家向けに作成したものです。
3.) 本資料は、当社が金融市場に関する情報提供のために作成した資料であり法令に基づく開示資料ではありません。
4.) 実際の投資には、有価証券の価格変動、流動性、信用、カントリー、為替変動等の諸リスクが発生し、損失が生じる場合があり、投資元本を割り込むこともあります。
5.) 手数料・費用等の投資家の負担は、個別の投資一任契約により異なりますので、その合計額や上限額をあらかじめ表示することはできません。
6.) 契約の際には事前に契約締結前交付書面等を必ずお読みください。