Promotional material of Metzler Asset Management GmbH

METZLER Asset Management

market:update

Capital market outlook for calendar week 39

September 25, 2025

ドイツの大規模投資プログラムの有効性は

ドイツ政府への失望

ドイツ政府は「インフラ・気候中立特別基金（SVIK）」（連邦予算以外の最大 5 千億ユーロ規模の投資枠）を、同国経済を活性化させる画期的な政策として打ち出しています。しかし、ドイツ経済研究所の分析によれば、SVIK は、新規の投資資金の投入が大規模に行われる外観をもちながら、実際には既存予算の付け替えとしての性格が強いもので、追加的な経済効果は限定的ではないかとの見方になるようです。

実際に、2026 年に予定されている約 589 億ユーロの新規貸出・拠出計画のうち、純粋に追加的な新規投資に振り向けられるのはごく一部の拠出に限られ、その大部分は既存の中核予算における不足分を補う為に用いられるものと見られます。

例えば、交通インフラの分野では、SVIK から約 25 億ユーロが高速道路の橋の改修に充当される予定ですが、その一方、既存予算からの同種のインフラに対する投資が約 17 億ユーロも削減されることが分かっています。鉄道分野についても同様で、SVIK から約 188 億ユーロの資金が割り当てられる一方、中核予算では約 137 億ユーロの削減が行われる予定であることから、ネットで見た純粋な新規投資額は、然程大きくないとの指摘がなされています。

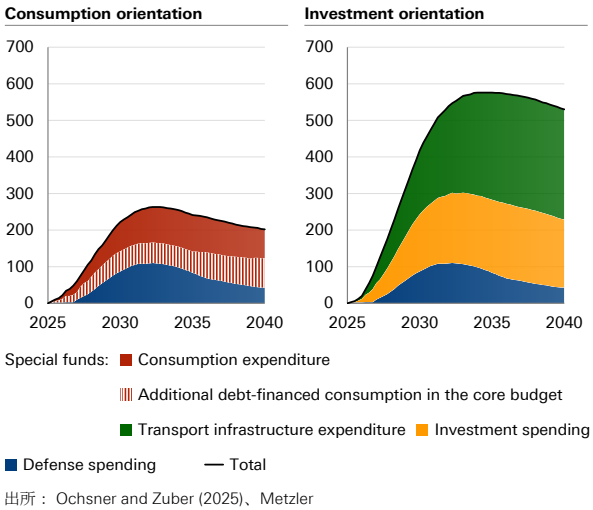
ドイツの投資比率（総固定資本形成の対 GDP 比）を見ると、2024 年に約 11.9%であったものが、2025 年には約 9.4%まで下がる見通しが示されています。この数値は、政府が掲げる最低目標である同 10%の近辺をかろうじて維持できるものとする解釈も可能ですが、クレジット財源による防衛関連支出が統計上除外されていることなど考慮に値する留意点も指摘されています。

さらに、2026 年は、ブロードバンドの整備に関して SVIK に約 23 億ユーロが計上される予定ですが、その分中核予算から同額が削減されると見られており、実質的な追加投資とは言えないと思われます。また、SVIK からは毎年約 83 億ユーロが各州に配分されると見られますが、これらには、具体的な資金使途の制約がなく、州政府が自由に使える仕組みになっていることに留意が必要です。

総じて、2026 年も交通インフラだけで約 213 億ユーロの債務が増加する一方、公共投資の実質的な水準は殆ど変わらないと思われ、事実上、予算のラベルを貼りかえるだけで経済成長が加速すると考えるのは、統計上の事象と現実を、混同することになると言えます。何れにしろ、SVIK からの拠出に関連して、拡大が期待されている新規インフラ投資額は、実体のある投資拡大ではなく、数字上で作られた“見かけの投資ブーム”に過ぎない可能性があると考えられます。

ドイツ経済専門家評議会の研究によれば、政府支出に関して、これが消費型か投資型かによって、実質 GDP への影響は本質的に規模が異なるとされています。消費型支出が中心の場合、2032 年初頭までの GDP の増加は約 2,500 億ユーロに留まると試算されていますが、投資型支出が中心であれば、GDP は最大で 6,000 億ユーロ近く増加する可能性があるとの結果が示されています。

投資主導の資金活用ほど GDP への効果が高い
単位：百万ユーロ（実質、年率）



出所： Ochsner and Zuber (2025)、Metzler

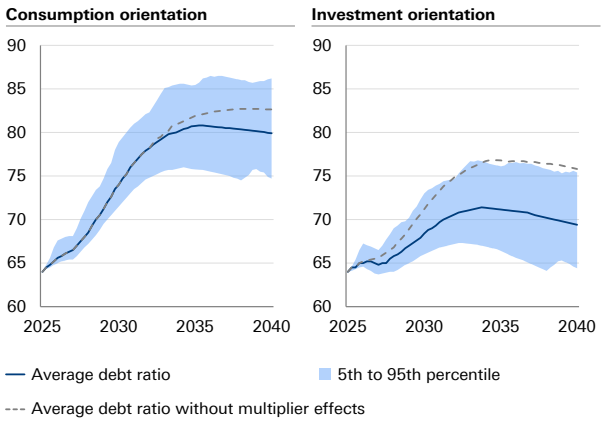
しかし、現在の政府の予算運用では、多くの資金が消費支出に回る懸念があり、それが経済成長の見通しを不透明にし、さらには、インフレの急激な上昇を引き起こすリスクも指摘されています。

歴史を振り返ると、ドイツ再統一の際には、多くの資金が東ドイツの家計支援に充当されたことで、新規の投資には殆ど資金が還流しなかったことが分かっています。その結果、消費が急増してインフレが加速し、ドイツ連邦銀行は、政策金利を 8.75%まで引き上げる事態となりました。このことは、当時として、その後の欧州通貨制度創設に向けた道筋に試練をもたらす一因にもなったと考えられます。

今回の経済サイクルでも、ドイツのインフレ率が高止まりする状況となれば、欧州中央銀行（ECB）は政策金利の引き上げを余儀なくされる可能性があります。しかし、そのような状況は、フランスやイタリアなど他のユーロ加盟国にとって大きな負担となり、各国の経済運営に深刻な影響を及ぼす恐れがあると思われます。

現在のドイツは、失業率が低く、労働市場が逼迫している状況にある為、このような環境でインフレを抑制するには、供給側の積極的な対応が不可欠と考えられます。つまり、公共・民間の投資を促進し、構造改革を推し進めることが、経済政策を成功に導くうえで肝要ですが、もし経済成長が鈍化するシナリオとなれば、税収の伸び悩みなどを通じて政府債務がさらに膨らむ可能性があり懸念されます。

投資支出に重点を置けば債務比率は上昇しない可能性
単位：%



出所： Ochsner and Zuber (2025)、Metzler

今後は、こうした政策上の失態が、企業や消費者の心理にどのような影響を及ぼすかという点が注目されると思われます。直近、2025 年 8 月のユーロ圏購買担当者指数は、製造業・サービス業ともに景気判断の分岐点である 50 を上回り、全体として拡大傾向が示されましたが、今後は発表される ifo 景況感指数、GfK 消費者信頼感指数など経済の先行きを占う重要指標の他、マネーサプライや融資に関する統計等、とりわけ金融面の動向も注視して行きます。

米国：注目はコアインフレ率

今週金曜日は、米連邦準備制度理事会（FRB）が目標とするインフレ率 2.0%の判断基準となる「コア個人消費支出（PCE）デフレーター」の最新データが発表されますが、目下、市場では、前月比で約 0.25%の上昇が予想されていると見られます。FRB は、最近のインフレの高止まりは一時的な関税引き上げの影響によるものと見ているようですが、過去のブレグジット（英国の EU 離脱）の際に見られたように、供給ショック後の物価上昇が長期化し、インフレが粘着性をもつ可能性も否定出来ないと思われます。

尚、住宅市場の動向にも広く注目が集まっており、新築住宅販売データのほか、既存住宅販売データも注視しています。とりわけ 2025 年 8 月に、これら住宅販売の数値に増加が見られる場合、それが政策金利の引き下げ期待によるものであるか、或いは実需に基づく動きであるか等、政策判断のうえで重要な示唆が与えられるのではないかと考えています。

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。
7.) 本資料に掲載された内容、意見、予測は今後予告なしに変更される場合があり、当社はその変更等に起因する損
8.) 害について一切責任を負いません。
9.) 本資料は信頼できると判断される情報に基づき作成していますが、当社はこれら情報の正確性や信頼性、完全性を保証するものではありません。
10.)本資料に紹介している運用実績等は、過去の実績によるものであり、将来の運用成果の獲得を示唆あるいは保証するものではありません。
11.)本資料の全部又は一部を、当社の事前承諾なしに複写、複製若しくは配布することを禁じます。
12.)本資料に引用した各インデックス（指数）の商標、著作権、知的財産権その他一切の権利は、各算出元に帰属します。また、各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利および発表を停止する権利を有しています。

メッツラー・アセット・マネジメント株式会社
〒100-0011
東京都千代田区内幸町2-2-2　富国生命ビル23階
Tel：03-3502-6610（代表）Fax：03-3502-6616
金融商品取引業者　関東財務局長（金商）第467号

W25-033