Promotional material of Metzler Asset Management GmbH

METZLER Asset Management

market:update

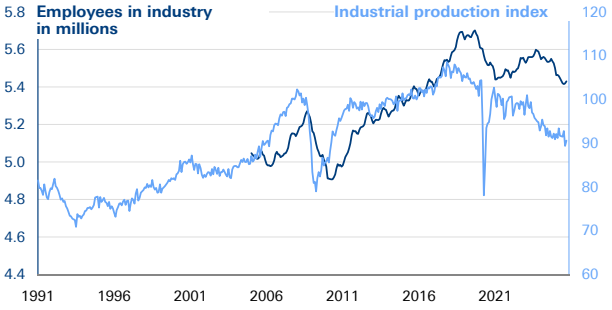
Capital market outlook for calendar week 49

2025 年 12 月 4 日

ドイツ経済：2026 年を楽観する理由

近時、ドイツ経済について発表されるニュースは、産業部門でのレイオフ実施や工場閉鎖の増加など懸念すべき内容が続いてきました。実際に、ドイツでは、自動車、機械、金属を中心とする工業セクターで、2018 年頃のピークとの比較で 25 万人以上の雇用が失われ、工業生産は、化学や金属などエネルギー集約型産業を中心に 15%以上減少しました。今週発表される 2025 年 10 月のドイツの新規受注統計の内容も、この状況を大きく変えることは無いのではないかと見ています。

ドイツにおける産業空洞化の進行



出所：Bloomberg、Metzler　　2025年9月30日時点

足元のドイツが、このような不振に喘ぐ要因の一部は国内にあると考えられ、不十分なインフラ、弱い教育制度、過剰な規制、新興企業向けの資金調達インフラ不足などの構造的な要因が、長期に亘り徐々に競争力を失わせてきたと考えられます。

一方、ドイツ経済にとって、中国政府の後押しによる過度に積極的な輸出政策（国内消費を抑制しても輸出競争力を高める等）によるドイツ産業界への強い圧力が脅威となっており、これに米国との貿易摩擦による負担が、収益圧迫、生産縮小、投資抑制という形となって重く圧し掛かっています。これらの外的要因は、国内の構造問題と比べて、より急速かつ強烈にマイナスの影響を及ぼすと思われる為、事態を注視しています。

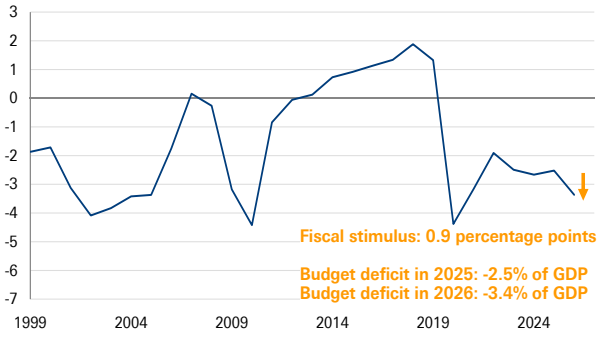
経済安定化の代償としての政府債務増加

日本の過去数十年の経験から、停滞する経済に対して外部ショックが加わると、実体経済の均衡が容易に崩れて深刻な不況に陥ることが例示されていると言えます。日本政府は、繰り返し短期的な大規模支出プログラムを実施しましたが、規模の割に有効需要を十分に押し上げられず、経済の長期停滞とデフレによる税収の伸び悩みや社会保障給付の増加等と相俟った結果として公的債務が著しく増加しました。

これをドイツに当てはめると、もし連邦政府が今年 3 月にインフラや防衛分野への支出拡大を決定していなければ、ドイツ経済は足元で既に日本のような下降スパイラルに陥っていた可能性が高かったのではないかと思われます。従って、債務増加は事実上不可避なものであったと思われ、今年発足したドイツ新政権にとって、政治的決断の要諦は「債務を負うか否か」ではなく「いつ、どのように追加的な財政支出を構築するか」であったと考えられます。

この観点から、ドイツ政府にとって、深刻な経済危機が到来する前に財政支出の拡大を決定したことは合理的な判断と言えるものであり、これは政治家や企業に新規の投資計画を実行する必要性を生じさせるものになると考えられます。実際に、防衛支出増加の期待はすでに防衛企業の投資を押し上げ、経済を安定化させていると見られます。

ドイツ：2026 年の財政刺激は GDP 比約 0.9％



出所：International Monetary Fund, Metzler　　2025年9月30日時点

国際通貨基金（IMF）によると、ドイツの政府予算収支（財政赤字）が 2025 年の GDP 比約 2.5%から 2026 年には同約 3.4%へ拡大すると見込まれており、来年に向けた増加分の約 0.9%ポイントが「財政刺激」と呼ばれるものになります。ドイツでは、世界金融危機の影響下の 2009 年やコロナ禍の 2020 年にも強力な財政刺激が実施されましたが、これらは主に減税や時限的給付、広汎な企業支援等を含む民間需要の急速な減少を下支えすることに主眼が置かれていました。

但し、今回 2025 年以降の財政刺激は、憲法改正と特別基金を通じて、防衛・インフラ・気候投資・デジタル化等、成長力や供給力の強化に重心が置かれている為、以前に見られたものと比較して、より目的が明確で中期的色彩の強い財政拡張になっていると思われます。かように拡張的な財政と実質賃金の回復に、2026 年以降の民間消費を押し上げる効果が期待されている他、経済の下降スパイラルを未然に防ぐことが目的とされていることは、現在見られる後ろ向きのニュースにもかかわらず、来年に向けてドイツ経済の先行きに対し慎重ながらも合理的に楽観できる根拠になると考えています。

財政乗数が重要な理由

追加的な政府支出（“財政刺激”）の規模を確保することは重要ですが、当該政府支出が GDP に対してどの程度寄与するか、即ち単位当たりの政府支出が GDP をどの程度増加させるか、実体経済へのインパクトを考えるうえで、財政乗数の概念は極めて重要と考えています。財政刺激それ自体は、政府によってどれだけ追加的な需要が生み出されるかを表すに過ぎませんが、GDP に対する効果はこの額より小さい場合も大きい場合もあり、かように、財政乗数が 1 とは異なる場合の背景には、以下の要因が考えられます：

1. 貯蓄による消費抑制：家計への移転は全額消費されず、一部は貯蓄される。

2. 国外流出：支出の一部が輸入に回り、国内生産を刺激しない。

3. 設備稼働率と代替効果：設備がすでに高稼働なら、支出は価格上昇を招き、金利上昇を通じて民需を抑制。

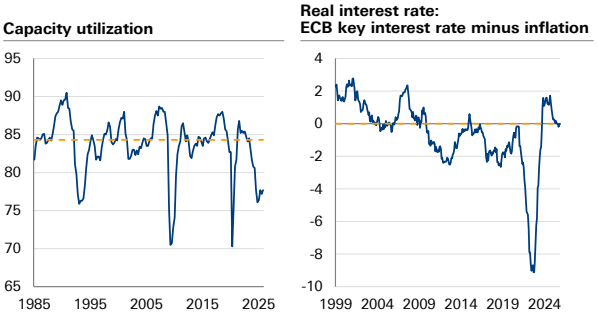
4. 民間投資刺激：政府のインフラ投資は民間投資を誘発、GDP 効果が大きくなる。（財政乗数 1 以上）

5. 信頼感と雇用効果：雇用安定は家計の信頼感を高め、消費増加につながる。（財政乗数が高まる）

ドイツでは、第二次世界大戦後の平均的な財政乗数が約 0.3 と推定されていますが、大方の調査機関による 2026 年の成長率予測 1.0%もこの低い乗数を前提としていると見られます。しかし環境次第で、当該乗数は大きく変わる点に留意が必要です。

現在のドイツでは、政府支出は防衛とインフラに集中しており、構造的に輸入比率が低いと言えます。ドイツ産業界全体の設備稼働率は、経済の低迷期を経た現在、異常な程低水準にある為、政府支出による追加的な需要が民需を押し退ける可能性は小さいと考えられます。さらに実質金利は僅かにマイナスであり、これは投資や消費を刺激し得る水準と言えます。かように特殊な状況に置かれていると見られる条件下、財政乗数は 0.3 よりも 1.0 に近い水準である可能性が高いと見ています。

ドイツ：高い財政乗数を示唆する基礎データ(%)



出所：Eurostat、ECB、Metzler

但し、稼働率が低い一部の産業については、政府支出による恩恵を限定的にしか受けないと思われる為、ドイツ経済が有意な成長軌道を回復するには、政府支出拡大に加えて構造改革を伴わせることが重要だと思われます。歴史的に、インフラ投資は民間投資を誘発し、財政乗数を1.0以上に押し上げることが確認されています。さらに、ドイツの家計は長らく慎重モードにあって消費を抑制してきた為、追加的な政府支出が景気回復と心理改善をもたらせば、近年積み上げられた高水準の貯蓄が消費に転換されることで、財政乗数が1.0を超えるシナリオも考えられます。

結論として、政府支出拡大がよりダイナミックな景気回復を引き起こすことで、2026 年のドイツの経済成長率は約 1.5%に達する現実的な可能性があると考えています。また、この勢いはユーロ圏にも波及し、同成長率を約 1.5%に押し上げると見ています。近年、ゼロ近辺の経済成長でも失業率は低下してきた経緯もあることから、前述のように顕著な成長加速は失業率を 6.0%未満に押し下げ、賃金上昇をもたらす可能性があると考えられます。この環境では、2026 年のインフレ率は 2.0%程度で安定し、大きく低下しない見込みですが、賃金上昇が進めば、2027 年のインフレリスクも高まると思われます。以上から、財政乗数の潜在的な変化が、今後のドイツ経済の状況が「緩やかな回復」か「力強いがインフレリスクを伴う拡張」のどちらになるかを決定する最大の要因となるとみて留意しています。

米国：焦点はインフレ

近年、米国ではISM指数における経済成長予測の有効性が低下しています。一方、ISMサービス価格支払指数は、依然としてインフレ予測に対する有効性があると見られます。当該指数では、直近の調査値がインフレ率4.0～5.0%に一致する結果が示唆されていた為、今後はインフレ緩和の兆しが表れてくるか、今週発表されるコアPCEデフレーター（個人消費支出、食品とエネルギーを除く）のデータ等も注視して行きます。当該指数は、米連邦準備制度理事会（FRB）が米国のインフレ動向を把握する際に重視するとされる指標ですが、当面は3.0%をわずかに下回る水準に留まるのではないかと見ています。

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
加入協会　一般社団法人　日本投資顧問業協会
W25- 042