

2025年3月25日

KCM Management Insight：ドイツの上下両院で基本法改正案を可決、財政規律緩和へ

ドイツは、トランプ政権の対ウクライナ政策の方針変更により、より大きな財政負担に直面する可能性が高まり、防衛力を大幅に強化して欧州の安全保障に対する責任を果たすという課題に直面している。加えて、ドイツの指導者たちは、長引く不況から脱却するためには、構造改革とともに、様々なインフラ整備の大規模投資が必要になると考えている。

斯かる状況下、ドイツ連邦議会選挙が2月23日、投開票された。投票率は82.5%。

1. 中道右派のキリスト教民主・社会同盟（CDU／CSU）が28.6%（前回2021年選挙比4.4ポイント増）
2. 極右のドイツのための選択肢（AfD）が20.8%（10.4ポイント増）
3. 中道左派の社会民主党（SPD）が16.4%（9.3ポイント減）
4. 緑の党が11.6%（3.1ポイント減）
5. 左派の左翼党が8.8%（3.9ポイント増）、極左のザーラ・ワーゲンクネヒト同盟（BSW）が4.97%（比較なし）
6. 自由民主党（FDP）が4.3%（7.1ポイント減）

BSWとFDPが議席獲得に必要な5%を超えられなかった結果、今後の連邦議会の獲得議席数は

1. CDU／CSUが208議席（全630議席のうち33.0%）
2. AfDが152議席（24.1%）
3. SPDが120議席（19.0%）
4. 緑の党が85議席（13.5%）
5. 左翼党が64議席（10.2%）
6. 南シュレースビヒ選挙人同盟（SSW）1議席（0.2%）

与党SPDは、議席数割合を激減させて初めて第3党に転落、同じく与党の緑の党は、議席数割合こそ微減にとどまったものの、票を伸ばせなかった。2024年11月に政権から離脱したFDPは議席を完全に失った。CDU／CSUは、第1党に返り咲いたものの、思うようには支持を伸ばせなかったというのが正直なところだろう。今回の選挙で注目すべきは、何と言ってもAfDの躍進だろう。AfDは、現政権への不満や移民・難民問題の高まりなどを背景に東部を中心に支持を集め、議席数割合を倍増、第2党に躍進。また、左翼党が若年層の支持を得て議席数割合を6割増やしたことも注目すべきだろう。尚、少数民族政党であるSSWは5%のルールは不適用となるため、1議席を獲得することになった。

メルツCDU党首は、1、劇的に変化する大西洋関係を念頭に米国に依存しない欧州の強化、2、移民問題、3、経済回復、の3つを優先分野として掲げており、イースター（2025年4月20日）までにCDU／CSUと第3党のSPDの2党連立を主軸に連立政権を樹立させたいとの意向。

>>>

連立交渉の最大の論点となっていた基本法（憲法に相当）に基づく財務規律である債務ブレーキ（連邦政府の債務をGDPの0.35%未満に抑えるという財政規律のルール）の見直しについては、ドイツ連邦議会（下院）は3月18日、連邦参議院（上院）は3月21日に、それぞれ基本法（憲法に相当）の改正案を可決した。

同改正案は財政規律を緩和するもので、2月23日の総選挙（2025年2月26日記事参照）で第1党となったキリスト教民主・社会同盟（CDU/CSU）が連立交渉中の社会民主党（SPD）とともに提出していた。総選挙で選ばれた新連邦議会は3月25日に発足するが、今回の改正案は、2021年に選出された現連邦議会の特別議会で審議・可決された。改正案の主な内容は次のとおり。

GDP比で1%を超える防衛費を債務ブレーキの適用対象外になり、従来は連邦予算全体に債務ブレーキを適用していたが、今回の改正により、GDP比1%を超える防衛費については、借入れにより賄えるようになった。

インフラ投資のため、5,000億ユーロの特別基金創設については、インフラへの追加投資（インフラ投資に関する追加性の基準では、「各会計年度で、連邦予算で適切な割合で投資が達成された場合、追加性が存在する」と記載されており、その割合は「特別基金および金融取引を除く連邦予算の10%を超える場合」とされている。）のために12年間にわたって運用し、うち1,000億ユーロは気候変動対策に充てることとなった。さらに、1,000億ユーロは州にも配分し、各州が12年間にわたってこの基金からインフラへの投資ができるようになった。CDU/CSUとSPDの間で交わした予備協議合意書によると、対象となるインフラは交通、エネルギー、医療・教育・介護、デジタル化・研究としている。各連邦州政府予算の財政規律緩和については、これまで債務が許されていなかった州予算で、GDPの0.35%までの債務を可能とすることになった。

斯かる状況下、弊社会長のDr. Meyerは以下のように語っている。

先週承認されたドイツのインフラ特別基金5,000億ユーロについては、金融・投資業界から支持と批判の両方を受けていると考えている。

良い点

景気刺激策：ケルン経済研究所（IW）は、この特別基金が投資ブームを引き起こし、経済成長を短期的に押し上げる可能性があると予測している。年間500億ユーロのインフラ公共支出は、ドイツの年間GDP（現在4兆1000億ユーロ）を1.2%押し上げる効果があるという。

インフラの近代化：建設技術者たちは、数十年にわたる投資不足に対処し、さらなるインフラ老朽化という問題に取り組むためには、この基金が必要だと強調している。私の個人的な見解では、ドイツは過去20年間、あまりにも多くの貯蓄をしてきたため、公的債務はG7で過去最低の62%だが、インフラは一貫して老朽化している。

悪い点

不透明な経済効果：一部の専門家は、特別基金の経済効果は依然として不透明であり、主に政治的駆け引きの道具として使われてきたと主張している。

構造的問題の未解決： 根深い構造的課題に対処するには財源だけでは不十分であり、必要な改革は追加資金だけでは代替できないと批判する。私見だが、これはもっともな指摘ではあるものの、特別基金とは関係ない話だろう。官僚的な要件（多くの場合、単に書類作成の要件）を減らすことは急務であるのは事実であり、異なる官公庁がすべて同じ案件を扱うという非常に大きな重複を減らす必要がある。

国家債務の増加： 反対派は、特別基金によってドイツの債務比率が大幅に上昇し、長期的な財政負担につながる可能性があると警告している。私見だが、資金が投資に使われる限り、ドイツの債務について大きな心配はないだろう。それに、借金は少なくともインフラは劣化しているという組み合わせよりも、限られた借金増と競争力のあるインフラを次世代に残した方が良いのではないかと考える。

Dr. Meyerのコメントを要約すると、以下の通りだ。

専門家の間では、特別基金が経済を刺激し、インフラを改善する可能性があると考えると同時に債務増のリスクについては懸念があるようだ。年間500億ユーロのインフラ支出は、現在のドイツの債務に年率2%上乗せされるものの、そのリスクは限定的だと私は考えている。この特別基金とは別に、ドイツは経済成長を確保するための構造改革を必要であり、特別基金の有効性を確保するためにも構造改革を進める必要がある。

筆者が気になっているのは以下の点だ。

インフラ特別基金の発表以来、ドイツ国債金利が上昇し、10年債が2.75-3.00%の水準を試す展開となっている。グローバルマーケットの参加者にとって、ドイツの財政状況について議論することは今まで殆どなかったが、インフラ特別基金5,000億ユーロという報道が流れると、さすがに売り圧力が高まった。この金利上昇が他のアセットクラスにどのような影響を与えるかはわからないが、今後のキャピタルアロケーションに与える影響があることは確かだ。インフラという言葉は非常に曖昧であるということにも留意の要だろう。何が含まれ、何が含まれないのか、今のところはまだはっきりしていない。

東京/ミュンヘン 2025年3月25日

篠原 竜一 (Ryuichi Shinohara)
代表取締役社長

Dr. Leonard Meyer zu Brickwedde
会長

KENSHO Capital Management
Sanno Park Tower 3F
2-11-1 Nagata-cho,
Chiyoda-ku, Tokyo 100-6162

Tel: +81(0)3-6205-3109
contact@ken-sho-investment.com