

連立政権樹立は、次期ドイツ首相の数あるチャレンジの中で最も容易なものに過ぎないだろう



DIDIER BOROWSKI
Head of Macro Policy Research and Deputy Head of Global Macro Economics, AII*



ANNA ROSENBERG
Head of Geopolitics, AII*



GRÉGOIRE PESQUES
CIO Global Fixed Income & Head of Aggregate Strategies, Amundi



BARRY GLAVIN
Head of Equity, Amundi

With the contribution of **SWAHA PATTANAİK**, Head of Publishing and Digital Strategy, AII*

* Amundi Investment Institute

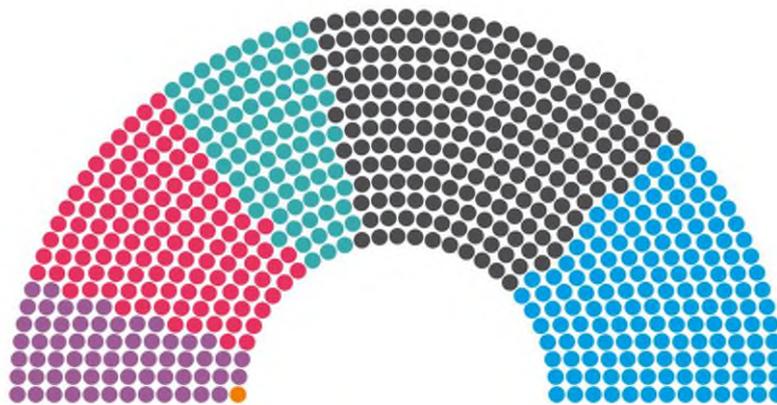
- 2月23日に行われたドイツの選挙で、中道右派のキリスト教民主同盟 (CDU) /キリスト教社会同盟 (CSU) が28.6%の得票率で勝利し、CDUのフリードリヒ・メルツ党首が次期首相になることが決まった。メルツ党首の最初の仕事は連立政権の樹立となる。
- 得票率16.4%で3位となった社会民主党 (SPD) との交渉は、財政改革や国内政策などの問題での意見の相違を埋めることに焦点が当てられる。国防支出増加など、財政スタンス変更の可能性はあろうが、大きな景気刺激策にはつながらないであろう。
- ドイツの債務ブレーキの改革や特別基金の設立には、少数派の阻止があるため時間がかかり、2026年より前の成長に影響を与える可能性は低い。
- 債券の発行が増える可能性があることから、ドイツ国債の利回りが魅力的な水準となるには、さらに上昇する必要があるかもしれない。優良銘柄のDAXは、過去1年間の好調なパフォーマンスにもかかわらず、バリュエーションは依然妥当な水準で、重要な改革が実施されれば恩恵を受ける可能性がある。

ドイツの選挙では、中道右派のCDUとその姉妹政党であるCSUが28.6%の得票率で勝利した。その結果、CDU党首のフリードリヒ・メルツ氏が次期首相に指名され、欧州最大の経済大国が経済、貿易、地政学的な課題に直面する中、政権樹立に向けた連立協議を主導することになる。

極右政党「ドイツのための選択肢」(AfD)の得票率は、世論調査とほぼ一致する20.8%と倍増した。理論的にはCDU/CSUが極右AfDと連立して政権を取ることも可能だが、メルツ氏はこれを否定している。したがって、メルツ首相が連立を組む可能性が最も高いのは社会民主党 (SPD) となるが、この中道左派政党の得票率は16.4%にとどまった。退任するオラフ・シヨルツ首相は、党内で前面に出ることはないとしている。

緑の党 (Greens) は11.6%で4位、極左政党のディ・リンケが8.8%で続いた。リベラル派のFDPと左派のBSWは、連邦議会入りの基準である5%に届かなかった。ディ・リンケは、強力な移民推進キャンペーンの結果、明らかに異質な政党として浮上した。

2025年選挙結果 - 議席分布



出典:連邦選挙管理委員会、2025年2月24日 11:00GMT 時点の暫定結果。

「今回は、交渉の複雑さにもよるが、4月から5月にかけて政権が発足する可能性が高い。」

どのような連立の選択肢があり、交渉にはどれくらいの時間がかかるのか？

3党連立だった前政権を崩壊させた緊張を考えると、必要な妥協を抑制するために2党連立が優先されるだろう。最も可能性が高いのはCDU/CSUとSPDの連立である。

ドイツでは、**連立交渉は通常2〜3カ月続く**。今回は、交渉の複雑さにもよるが、4月から5月にかけて政権が発足する可能性が高い。

通常の連立交渉期間



「信号機」連合

選挙は**2021年9月26日**に行われ、SPD、緑の党、FDPの連立合意は**2021年11月24日**に提示された。



大連立

選挙は**2017年9月**に実施されたが、当初の「ジャマイカ」連立（CDU/CSU、緑の党、FDP）の協議が不調に終わるなど交渉が複雑化したため、CDU/CSUとSPDの連立が最終合意に至ったのは選挙から**約半年後の2018年3月**となった。



大連立

2013年9月の選挙後、CDU/CSUとSPDは大連立を組むのに**約3カ月**を要し、最終合意の成立は**2013年12月**となった。



CDU/CSU-FDP 連合

選挙は**2009年9月27日**に行われ、2009年10月24日にCDU/CSUとFDPの連立合意がまとまった。アンゲラ・メルケル首相は**2009年10月28日**に2期目の首相に就任した。



大連立

連立選挙は**2005年9月18日**に行われたが、結果が厳しかったため、CDU/CSUとSPDの大連立の形成には時間がかかった。最終合意に達したのは**2005年11月11日**で、交渉は**約2カ月に及んだ**。

出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、2025年2月

連立によって政策がどの程度変わる可能性があるか？

中道政党の選挙マニフェストは、財政改革から国内政治に至るまで、姿勢はさまざまであるが、EU政策と対米姿勢は、ほぼ一致していた。（政策綱領の詳細は巻末の参考資料をご参照ください。）

両者のスタンスが異なることから、多くは連立の契約次第となる。財政改革が実施される可能性は高いが、その規模は交渉次第である。

全体として、以下のような政策変更が予想される：**ドイツは国防費を増やす可能性が高い**。SPDの公約を考えると、福祉支出の削減は難しいかもしれない。ドイツは、ロシア・ウクライナ紛争に関して、特に国防において、また停戦後のロシアとの関係管理においても、より主導的な役割を果たさなければならなくなるだろう。また、米国が、ロシアを中国から遠ざけたいのであれば、ロシアを米国

「財政改革が実施される可能性は高いが、その規模は交渉次第である。」

「熟練労働者の不足、人口の高齢化、低い生産性によって、潜在的な成長が押し下げられている。」

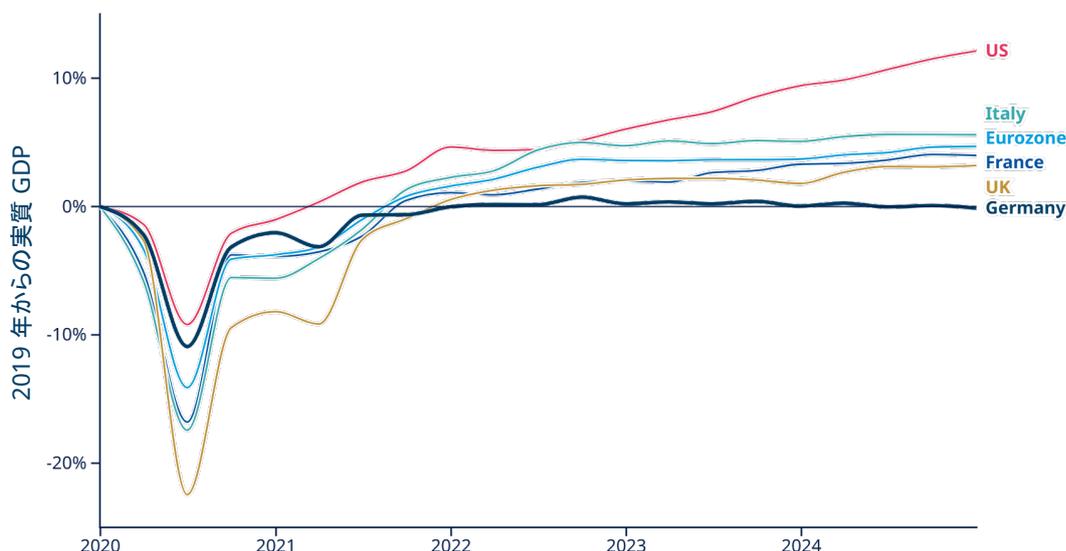
や欧州に近づけたいと考えている可能性がある。ロシアとドイツの歴史を考えれば、ドイツがその役割を果たす可能性は高い。少なくとも、エネルギー価格が安くなるという見通しは、ドイツ経済にとって歓迎すべきことだからだ。しかし、この姿勢は政治的な困難をもたらす可能性があり、時間がかかるだろう。

外交政策では、次期政権は EU との協力と貿易関係の分散化を優先する可能性が高い。中国に対しては、米国との関係がより困難となることから、貿易戦争を回避しつつ「リスク回避」を図るという微妙なアプローチをとるだろう。ドイツが対米関係で他の欧州諸国と一線を画すことはないだろう。

経済と財政の見通しは？

2024 年に 2 年連続で景気後退に陥ったドイツ経済は、ユーロ圏で最も弱い経済となった。**引き締めの金融環境、エネルギー価格の上昇、外需（特に中国）の脆弱化**などが経済不振の原因である。こうした問題よりも前から構造的な問題が生じている。手つかずの投資案件は膨大な額となり、インフラは老朽化している。一方、熟練労働者の不足、人口の高齢化、低い生産性の低さにより、潜在成長率は押し下げられている。

ドイツの経済成長の遅れ



出典: アムンディ・インベストメント・インスティテュート、LSEG データストリーム。2024 年第 4 四半期末までのデータ

関税をめぐる不透明感が、年初から景況感と内需に重くのしかかっている。その結果、**2025 年の経済見通しは暗いものとなっている**。政府は、最近、今年の成長率見通しを 0.3%（10 月の時点では 1.1%）に引き下げた。ドイツ産業連盟（BDI）はさらに悲観的で、今年の GDP はさらに 0.1%程度縮小すると予測している。

したがって、**次期政権は選挙戦の大半を占めた経済的懸念に取り組まなければならない**。成長を促進するために CDU が提案した改革の中には、予算的に負担のないものもある（官僚の業務の削減など）。しかし、次の連立を組む政党は、追加的な財政資金が必要になることも認識している。

次期政府が資金を調達する方法は 2 つある：

- 憲法で定められた債務ブレーキルールの改革
- 1 つまたは複数の予算外特別基金（防衛費および／またはインフラ整備費）の活用

「次期政権は、選挙戦の大半を占めた経済問題に取り組まなければならない。」

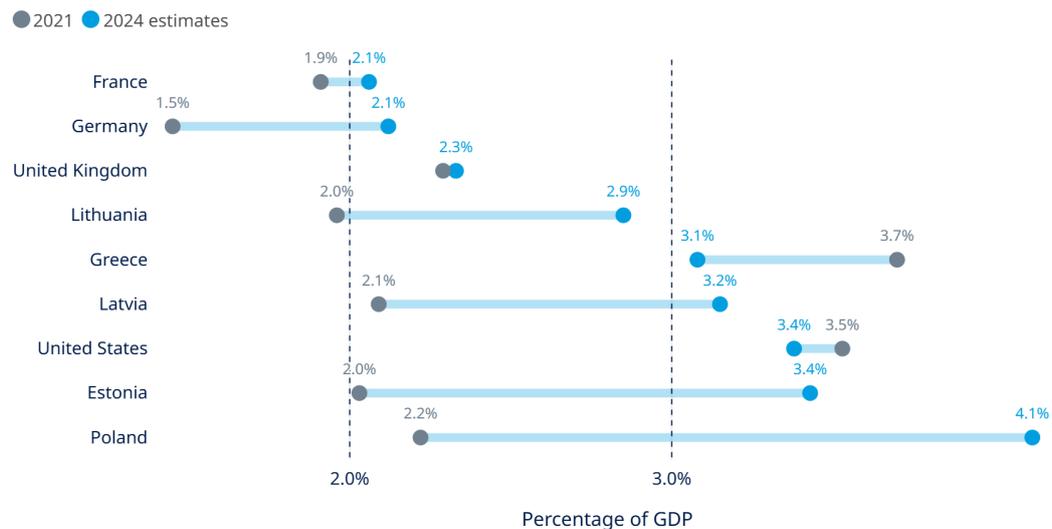
いずれの場合も、両院で3分の2以上の賛成が必要であり、経済的な算段よりも政治的な算段に基づいて選択されることになる。改革にある程度賛成している CDU、SPD、緑の党を合わせても連邦議会で必要な多数を占めてはいない。少数派の阻止は、特に国防分野での措置の実施を遅らせる可能性がある。一方の手段を使えば使うほど、他方の手段は使われなくなる。おそらく債務ブレーキルールの大膽な改革よりも、特別基金（SF）に関して、超多数を獲得する方が容易だろう。SF は「予算外」とあるとの批判もあるが、資金が後日他の目的に使用されることはないからだ（2023 年 11 月の憲法裁判所の判決はこれを保証している）。

したがって、財政スタンスが大幅に変更される可能性は高いが、これには何ヶ月もかかる見込みで、いずれにせよ、直近において大規模な景気刺激策を期待すべきではない。選択肢は、今後数ヶ月のドイツの経済状況だけでなく、外圧にも左右されるだろう。

CDU は社会支出への圧力を維持するつもりであるため、債務ブレーキルールが改革される可能性はあるが、放棄されることはないだろう。アムンディは、このルールの緩やかな緩和を期待している。構造的な赤字の上限は、例えば GDP 比 0.35%から 0.5%へと若干引き上げられる可能性がある。実現すれば、社会的支出の削減によって賄われるとは考えにくい、企業寄りの財政措置を講じることができるようになる。

特別基金に関しては、5年間で1,000億ユーロから2,000億ユーロになる可能性がある。サプライズがあるとすれば、防衛分野だろう。現段階で未解決の問題は、ウクライナ支援に反対するAfDが、ドイツの防衛力を高めるSFに反対するリスクを冒すかどうかだ。

ウクライナ戦争開戦後の国防費の推移



出典：NATO

ロシア・ウクライナ戦争が始まった直後、オラフ・ショルツ氏はドイツ軍の近代化のために1000億ユーロの特別基金を決議させた。しかし、この基金はまもなく枯渇する。CDUの選挙プログラムは慎重なものであったが、ミュンヘン安全保障会議が流れを変えた。

将来の首相となるメルツ氏は、GDPに占める国防費の割合を2%から3%に引き上げるべきだと宣言した。2026年からこの目標を達成するためには、今後5年間で2000億ユーロの予算が必要となる。

このような政策の経済的影響は？

憲法を改正し、新しい基金を創設するプロセスには時間がかかる。したがって、2026年より前に成長率への影響が見られるとは考えていない。実証研究によれば、公共投資は通常、初年度の平均乗数が約0.8、2~5年以内に約1.5となる。しかし、防衛費の軍備は、その多くが輸入であるため、ほとんど

「財政スタンスの変化はあるだろうが、だからといって、直近で、大きな景気刺激策を期待することはできない。」

「次の連立政権は、財政政策をより積極的に活用する可能性が高いが、この見方を確認するためには、連立政権の協議を注意深くモニターする必要がある。」

「ドイツ国債の利回りがより魅力的になるには、さらに上昇する必要がある。」

「過去 12 ヶ月の好調なパフォーマンスにもかかわらず、DAX のバリュエーションは依然として妥当。」

の欧州諸国では乗数が低い。過去 2 年間のドイツの国防費の増加（2024 年の軍事費は 4 分の 1 近く、GDP の 0.4% 増）は、経済を不況から脱却させるのに十分ではなかったことは注目に値する。

アムンディは、次期連立政権が財政政策をより積極的に活用し、それが来年のドイツの成長に大きく寄与すると予想している。しかし、この見方を確認するためには、今後数週間の連立契約交渉を注意深く見守る必要がある。

投資への影響は？

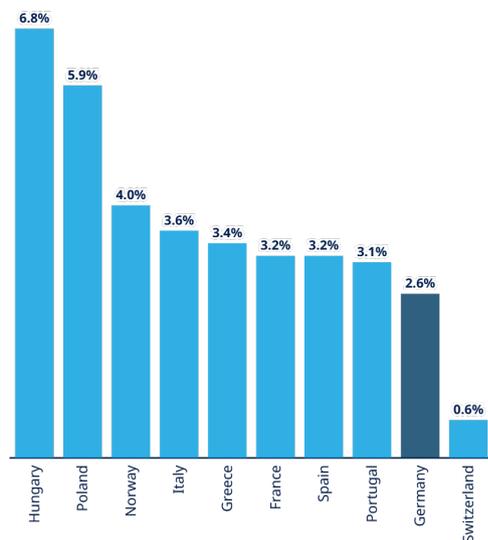
債券：グローバル債券ポートフォリオで、選挙前に、ドイツ国債に慎重であるべきと考えた 2 つの主な理由は、依然として、しっかり残っている。第一は、ドイツ国債の利回りはユーロ圏で最も低く、欧州でも最低水準にあるということだ。第二は、欧州最大の経済大国であるドイツは、経済成長で他国を下回っており、特に投資面で大幅な財政支援を必要としているということだ。

これは、世界の国債供給が、過去との比較において、すでに非常に多額になっており、中央銀行のバランスシートが拡大するどころか縮小しているときに、さらに国債が発行されることを意味する。こうした背景を踏まえると、ドイツの利回りがより魅力的になるには、さらなる利回りの上昇を待つ必要がある。その結果、ドイツのイールド・カーブはさらにスティーブ化する可能性があるが、ショート・エンドのポジショニングについては機敏に対応する必要がある。

カーブのこの部分においては、欧州中央銀行が今年中に政策金利を合計 75 ベーシスポイント引き下げるという市場の予想を覆すようなインフレ率の数字には敏感に反応するだろう。従前より安全な逃避先としての役割を持つドイツ国債の魅力が再評価されるのは、リスク回避の動きが持続した場合だけだろう。

投資家は例えば、見通しが良好なキャリー・トレードに価値を見出すかもしれない。潜在的候補としては、イタリア、スペイン、ギリシャの国債、次いでポーランドやハンガリーの国債が考えられる。

10 年国債利回り



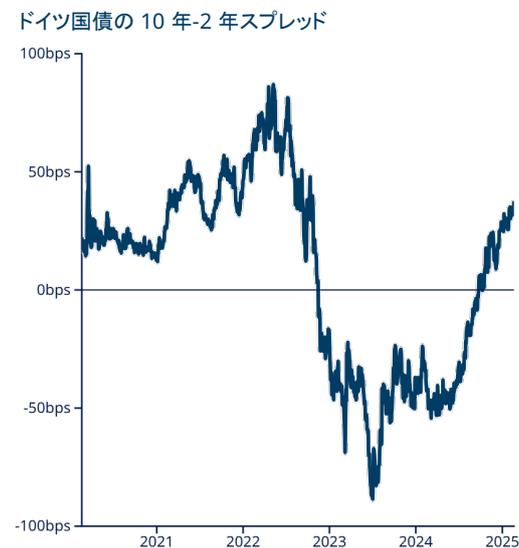
出典：AII*, LSEG データストリーム (2025 年 2 月 19 日現在)

*アムンディ・インベストメント・インスティテュート

株式：ドイツの優良株 DAX 指数は過去 12 ヶ月間好調に推移し、そのパフォーマンスは、他の主要欧州市場、さらには S&P500 指数をも上回り、トータル・リターンは約 30% に到達した。

国内経済が困難な状況にあることはよく知られているが、この上昇は、銘柄固有の問題、インデックス内のセクター別エクスポージャー（インデックスの 40% をわずかに 4 銘柄が占めている）、インデッ

ドイツのイールド・カーブ

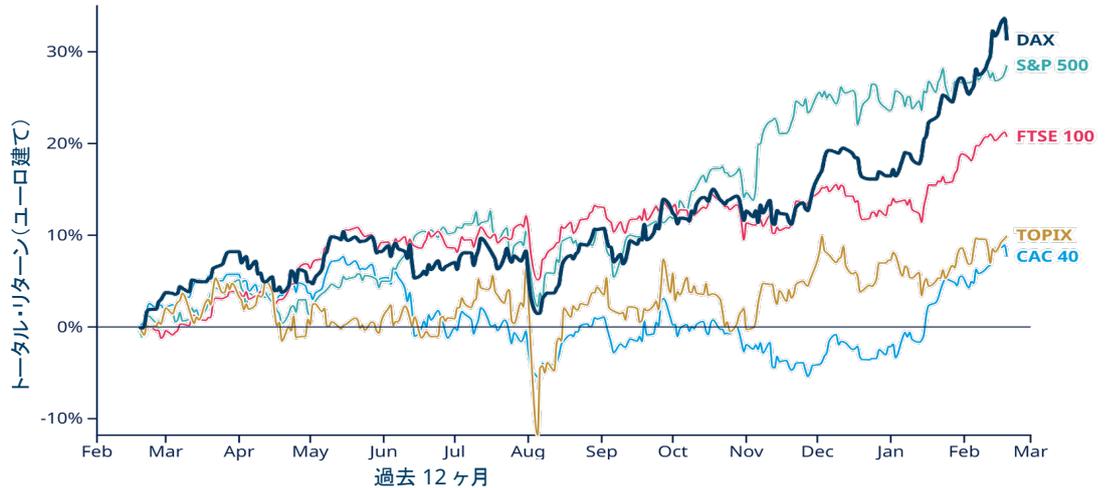


出典：AII*, LSEG データストリーム (2025 年 2 月 19 日現在)

クス構成銘柄の大幅なグローバル収益エクスポージャー（DAX 構成銘柄の売上の 80%はドイツ国外で生み出されている）によってもたらされた。

このような好調なパフォーマンスにもかかわらず、DAX 指数のフォワード PER は 13.7 倍と、過去水準や他市場との比較においても合理的な水準が継続している。さらに、コンセンサス予想では、今後 12 ヶ月間の DAX の EPS 成長率は 11%で、米国市場の予想 13%には及ばないものの、欧州市場全体の予想 8%を上回っている。

DAX のリターンは他市場を上回っている



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、LSEG データストリーム。データは 2025 年 2 月 19 日現在。

現在のバリュエーションが過度に楽観的とは思えず、投資家の関心は、今後、債務ブレーキ改革の可能性と、新政権の、国防、場合によってはインフラに焦点を当てた特別基金の設立に向けた取り組みに移るだろう。法人税減税の実現、企業の規制負担の軽減の可能性も注目される。

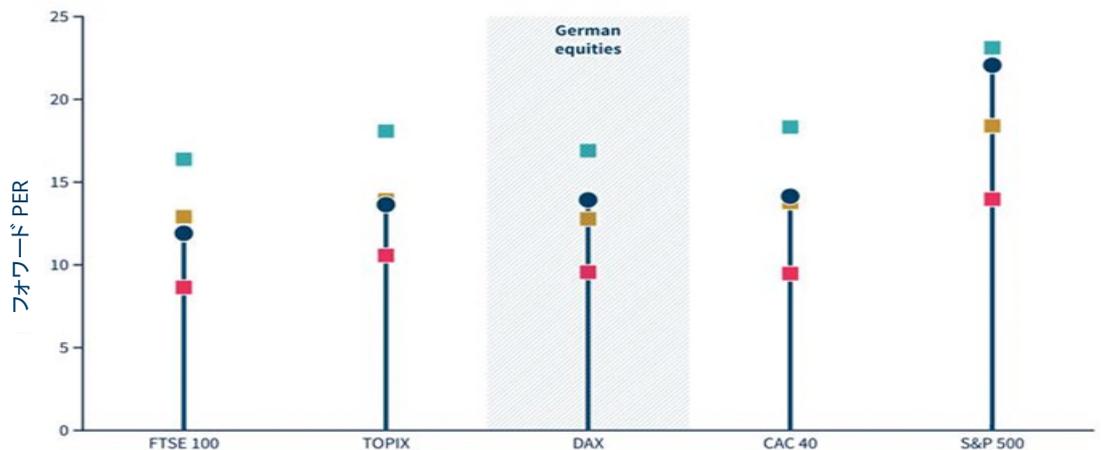
このような取り組みは、国内市場に特化した企業（中小型株は国内市場へのエクスポージャーが高い）、景気循環型の企業、特にインフラや国防支出を押し上げる可能性のある企業に恩恵をもたらすだろう。

より広い意味で、重要な改革が実現する可能性を示唆する連立交渉は、より広い欧州経済と地域の株式市場にとってプラスとなるだろう。

「投資家は、法人税減税と規制緩和を実現する政府の手腕に注目するだろう。」

ドイツ DAX のバリュエーションと先進国株価指数との比較

12 ヶ月先 PER : 直近 (黒丸) 最低 (赤丸) 平均 (黄丸) 最高 (過去 10 年において) (青丸)



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、LSEG データストリーム - 2025 年 2 月 19 日時点のデータ

参考資料

ドイツの主要政策綱領

CDU/CSU

政党名：キリスト教民主同盟／キリスト教社会同盟

アライメント：中道/右派



国内政策

債務ブレーキの維持、低・中所得者への減税、犯罪に対するゼロ容認政策や国境管理の強化など厳格な安全保障措置の実施を強調している。また、強制送還や亡命者への社会的給付の削減など、移民に対する強い姿勢も提唱している。



外交政策

ウクライナを支持し、大西洋間の関係を強化し、軍事費の増加と NATO 内の協力を求めている。さらに、EU におけるドイツの役割を強化する一方、欧州債務の連帯責任は否定し、より競争力のある欧州市場を提唱する。メルツ氏は大西洋を越えた関係の強化も目指すだろうが、予想されるアメリカの対 EU 政策を考えると、これは難しいだろう。メルツ氏は EU のルートを通じて米国と協力し、貿易摩擦の緩和を図り、アジアやラテンアメリカ諸国と新たな協定を結ぶ可能性が高い。



EU 政策

欧州の官僚主義を低減し、競争力を高め、フランスやポーランドとの関係を活性化させる。



財政状況

CDU/CSU の綱領では、NATO への支出を GDP の 2% と定めており、CDU 党首のフリードリヒ・メルツ氏は選挙前のテレビ討論で、この支出は GDP の「おそらく 3% に達するだろう」と示唆した。また、兵役義務の段階的な再導入を求め、軍備生産における欧州の協力強化で防衛産業の強化を目指す。

SPD

政党名：社会民主党

アライメント：中道/左派



国内政策

SPD の綱領は現行の債務規則を批判し、特にインフラと技術革新への公共投資を拡大するための改革を提案している。SPD は労働者保護と最低賃金の引き上げを望んでいる。また、中低所得者を対象とした減税を伴う所得税改革も求めている。同党は、電気料金の引き下げ、再生可能エネルギーへの支援、企業や家庭に対するエコロジー移行のインセンティブを求める。



外交政策

NATO とロシアの軍事的エスカレーションを避けつつ、軍事・人道支援を通じてウクライナを支援し続けたいと考えている。さらに 1000 億ユーロの国防基金を創設し、軍事費を GDP の 2% とする目標を掲げている。SPD はまた、ドイツの貿易相手国を多様化し、中国とアメリカへの依存度を下げたいと考えている。



EU 政策

単一市場の改革と欧州統合を支持し、欧州の産業基盤の強化を望んでいる。特に産業政策やエネルギー転換など、いくつかの分野でフランスとの協力を重視している。米国と中国の保護主義的政策に対抗するため、欧州が戦略的独立を追求することを提案している。



財政状況

現行の債務ルールを批判し、特にインフラやイノベーションへの公共投資を拡大するための改革を提案している。

出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、2025 年 2 月

Amundi Investment Institute

In an increasing complex and changing world, investors need to better understand their environment and the evolution of investment practices in order to define their asset allocation and help construct their portfolios.

This environment spans across economic, financial, geopolitical, societal and environmental dimensions. To help meet this need, Amundi has created the Amundi Investment Institute. This independent research platform brings together Amundi's research, market strategy, investment themes and asset allocation advisory activities under one umbrella; the Amundi Investment Institute. Its aim is to produce and disseminate research and Thought Leadership publications which anticipate and innovate for the benefit of investment teams and clients alike.

Discover more from Amundi at www.amundi.com or visit us on



Definitions

- **Asset purchase programme (APP):** A type of monetary policy wherein central banks purchase securities from the market to increase money supply and encourage lending and investment.
- **Basis points:** One basis point is a unit of measure equal to one one-hundredth of one percentage point (0.01%).
- **Curve flattening:** An environment in which the difference (spreads) between yields/rates of short-term and long-term bonds of the same credit quality reduces.
- **Curve steepening:** A steepening yield curve may be a result of long-term interest rates rising more than short-term interest rates or short-term rates dropping more than long-term rates.
- **FOMC:** Federal Open Market Committee.
- **PEPP:** Pandemic emergency purchase programme.
- **Quantitative tightening (QT):** QT is a contractionary monetary policy aimed to decrease the liquidity in the economy. It means that a CB reduces the pace of reinvestment of proceeds from maturing government bonds. It also means that the CB may increase interest rates as a tool to curb money supply.
- **Volatility:** A statistical measure of the dispersion of returns for a given security or market index. Usually, the higher the volatility, the riskier the security/market.

Important information

This document is solely for informational purposes. This document does not constitute an offer to sell, a solicitation of an offer to buy, or a recommendation of any security or any other product or service. Any securities, products, or services referenced may not be registered for sale with the relevant authority in your jurisdiction and may not be regulated or supervised by any governmental or similar authority in your jurisdiction. Any information contained in this document may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for or a component of any financial instruments or products or indices. Furthermore, nothing in this document is intended to provide tax, legal, or investment advice. Unless otherwise stated, all information contained in this document is from Amundi Asset Management S.A.S. and is as of 16 March 2023. Diversification does not guarantee a profit or protect against a loss. This document is provided on an "as is" basis and the user of this information assumes the entire risk of any use made of this information. Historical data and analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance analysis, forecast or prediction. The views expressed regarding market and economic trends are those of the author and not necessarily Amundi Asset Management S.A.S. and are subject to change at any time based on market and other conditions, and there can be no assurance that countries, markets or sectors will perform as expected. These views should not be relied upon as investment advice, a security recommendation, or as an indication of trading for any Amundi product. Investment involves risks, including market, political, liquidity and currency risks. Furthermore, in no event shall Amundi have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, lost profits) or any other damages due to its use.

Date of first use: 24 February 2025.

Document ID: 4266169

Document issued by Amundi Asset Management, "société par actions simplifiée"- SAS with a capital of €1,143,615,555 - Portfolio manager regulated by the AMF under number GP04000036 - Head office: 91-93 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com.

Image credits : @thenounproject.com: Afianroc, gravisio, Alexander Swowalsky, krisna arga muria. Photo by Amundi AM.

CHIEF EDITORS	EDITORS	DESIGN & DATA VISUALIZATION
<p>MONICA DEFEND Head of Amundi Investment Institute</p>	<p>CLAUDIA BERTINO Head of Investment Insights, Publishing and Client Development, Amundi Investment Institute</p>	<p>CHIARA BENETTI Digital Art Director and Strategy Designer, Amundi Investment Institute</p>
<p>VINCENT MORTIER Group CIO, Amundi</p>	<p>SWAHA PATTANAİK Head of Publishing and Digital Strategy, Amundi Investment Institute</p>	<p>VINCENT FLASSEUR Data Visualization Manager, Amundi Investment Institute</p>

Amundi
Investment Solutions

Trust must be earned

本資料のご利用に当たっての注意事項等

本資料は、アムンディ・インベストメント・インスティテュートが一般・参考情報の提供を目的として作成した資料を弊社が一部翻訳したものです。

本資料は、本資料に含まれるいかなる金融商品の販売や媒介を意図、または購入・売却の勧誘を目的としたものではありません。

本資料は法令に基づく開示資料ではありません。

本資料中に記載したアムンディ・インベストメント・インスティテュートの見通し、予想、予想意見等(以下、見通し等)は、当資料作成日現在のものであり、今後予告なしに変更されることがあります。また、見通し等や過去の運用実績を含むいかなる内容も、将来の投資収益等を示唆または保証するものではありません。

本資料は、信頼できると考えられる情報に基づき作成しておりますが、情報の正確性、完全性について保証するものではありません。

本資料に記載されている内容は、全て本資料作成日以前のものであり、今後予告なしに変更される可能性があります。

本資料に含まれる情報から生じるいかなる責務(直接的、間接的を問わず)を負うものではありません。弊社の許可なく、本資料を複製または再配布することはできません。

アムンディ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者登録番号: 関東財務局長(金商)第 350 号

加入協会: 一般社団法人投資信託協会 一般社団法人日本投資顧問業協会

日本証券業協会 一般社団法人第二種金融商品取引業協会