

# Today's Headline 今日のヘッドライン

“ジュネーブから今を見る”

梅澤 利文  
ストラテジスト



## ドイツ憲法裁判所の判断は連立政権に痛手

ドイツのGDP成長率は前期比ゼロ%前後での推移となっています。景気悪化への不満などから、連立与党への視線も厳しさを増しています。金融政策は当面、政策金利の高止まりが想定されるため、財政政策への期待が高いものの、財政政策にも規律が求められています。こうした中、ドイツ憲法裁判所の違憲判決は、連立与党には痛手となりそうです。

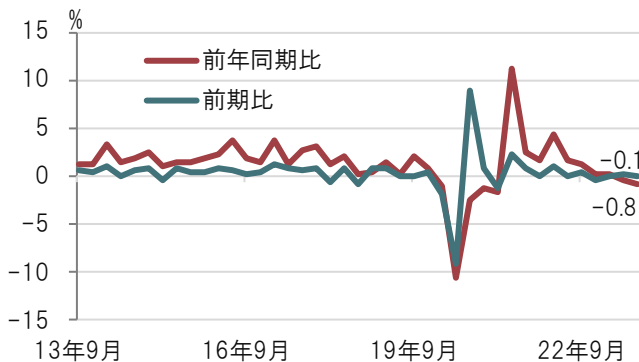
### ■ ドイツ憲法裁判所、未利用の財政資金の気候変動対策への転用は違憲

ドイツ連邦統計庁が2023年11月24日に発表した7-9月期のGDP(国内総生産、改定値)は前期比でマイナス0.1%と速報値、市場予想と一致しました(図表1参照)。4-6月期は横ばいでした。

ドイツ憲法裁判所は23年11月15日に、新型コロナ対策で未利用の財政資金の600億ユーロ(約9.8兆円)を気候変動対策の基金(KTF)に転用した21年分の補正予算は、基本法(憲法に相当)に違反すると判断しました。当時の予算は連邦議会で可決されましたが、最大野党のキリスト教民主・社会同盟(CDU/CSU)提訴を経て、無効が言い渡されました。憲法裁が問題視したのは、緊急だったはずのコロナ対策の資金が数年かけて使えるKTFに組み入れられた点です。

図表1:ドイツのGDP成長率の推移

四半期、期間:2013年7-9月期~2023年7-9月期



出所:ブルームバーグのデータを基にピクテ・ジャパン作成

### ■ ドイツの財政問題は連立政権にとり重い課題となりそう

ドイツの景気回復が鈍い中、ユーロ圏の政策金利は当面、高水準で推移する見通しであり、景気対策は財政政策への依存が想定されます。しかしドイツ連立政権は財政問題に直面しています。財政問題は今後の展開次第で、政権運営に打撃となる可能性もありそうです。

まず、今回の問題の背景を簡単に振り返ります。ドイツ基本法は、構造的財政収支(赤字)対GDP(国内総生産)比率を0.35%未満に抑えることが求められています(「債務ブレーキ」)。欧州連合(EU)では同比率は0.5%と赤字幅に余裕があり、ドイツの財政規律の厳しさがうかがえます。

債務ブレーキは構造的財政収支に適用されるため、景気変動要因や一時的要因による赤字拡大の場合、議会の承認により一時的な逸脱が認められることもあります。最近では巨額の財政出動を迫られたコロナ禍において緊急措置として債務ブレーキが棚上げされました。こうした中、ドイツ憲法裁判所は新型コロナ対策の未利用分を気候変動対策の基金に転用したことは違憲と判断しましたが、提訴を経て15日に無効を言い渡しました。

問題はそれだけにとどまらず、他の財政支出も違憲だと見なされる恐れがあるとして、議会予算委

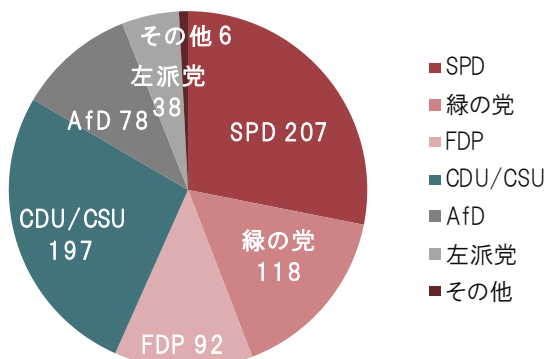
員会は、来年度予算案の採決を見送る事態となりました。

今後の展開は波乱含みですが、連立政権を率いるシュルツ首相は24日、23年度については補正予算を編成するとして、債務ブレーキの適用除外を連邦議会に要請する方針を説明しました。24年度の予算案については、財源確保のめどが立っておらず、苦しい対応が想定されます。

### ■ 支持率が低迷する連立与党にとり財政規律回復は最優先ではなさそうだ

今回の財政問題の影響を占うため、ドイツ連邦議会の議席数の構成を確認します(図表2参照)。社会民主党(SPD)のシュルツ首相率いる連立与党は、緑の党と自由民主党(FDP)の3党で構成されています。ドイツ連邦議会の議席数は736であることから、3党のうちどの党が離脱しても連立政権は議会での過半数を確保できない計算となります。そうした中、今回の気候変動対策の転用を違憲とする判断は、23年度について債務ブレーキの適用除外で補正予算を組めたとしても問題は残りそうです。FDPのレントナー財務相はこれまで財政規律を重視する立場を維持し、コロナ禍で適用除外となっていた債務ブレーキを今年から再開する予定でした。しかし与党の方針は債務ブレーキ適用除外の延長とみられたため、これを受けてドイツ国債利回りは先週末上昇しました。レントナー財務

図表2:ドイツ連邦議会政党別議席分布  
時点:2023年10月11日現在、AfD:ドイツのための選択肢



出所:ドイツ連邦議会のデータを基にピクテ・ジャパン作成

相は身内の与党内からは財政規律緩和の圧力を受けつつ、市場の洗礼も気になるようです。

支持率が低迷している連立与党にとっては他の政策への影響も気になるようです。例えば、エネルギー価格の高騰を背景に今年から開始した電気料金とガス料金の補助について、政府は来年も継続することを今月に決定したばかりです。しかし違憲判断の内容から今後は不透明です。

筆者の的外れな憶測なのかもしれませんが、今回の違憲判断が気候変動対策に関連していることから、あくまで長期的な話ですが、緑の党の政策にも間接的な影響があるのかもしれませんが、欧州では2030年までに温室効果ガスを90年比で55%削減するなど野心的な目標を掲げています。しかし、それを実現するには巨額の投資が求められ、欧州の様々な財政規律を緩める必要があることが指摘されています。そこで、一つのアイデアとして、財政ルールに使われる指標、財政赤字や政府債務から脱炭素など環境関連の投資を除外する「グリーン・ゴールデン・ルール」などが提案されています。欧州は環境対策で先行していますが、現実的には財政規律とバランスをとる必要もあり課題が残されているように思われます。

このように振り返ると、新型コロナ対策で未利用の財政資金を気候変動対策の基金に転用したことを違憲とした提訴は、思惑が微妙に異なる連立与党にとって、痛いところを突かれたのかもしれませんが。23年度は補正予算、来年度は制約がかかった中での予算編成となると、景気への影響も気になるようです。

ドイツの総選挙は予定通りであれば25年が見込まれます。CDU/CSUは虎視眈々と次回の政権奪取を目指すとみられます。また、景気後退や移民、脱炭素経済への移行を巡る懸念などから極右政党であるAfDの支持率が足元で急上昇しています。景気の行方とともに、ドイツの政治動向に注視が必要です。

## ピクテ・ジャパンの投資信託をご購入する際の留意事項

### 1. 投資信託に係るリスクについて

- (1) 投資信託は、値動きのある有価証券等(外貨建資産に投資する場合は、為替変動リスクもあります)に投資いたしますので、基準価額は変動します。したがって、投資者の皆様は投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
- (2) また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくご覧ください。

### 2. 投資信託に係る費用について (2023年9月末日現在)

ご投資いただくお客様には以下の費用をご負担いただきます。

- (1) お申込時に直接ご負担いただく費用: 申込手数料 上限3.85%(税込)  
※申込手数料上限は販売会社により異なります。  
※投資信託によっては、追加設定時信託財産留保額(上限0.6%)をご負担いただく場合があります。
- (2) ご解約時に直接ご負担いただく費用: 信託財産留保額 上限0.6%
- (3) 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用: 信託報酬 上限年率2.09%(税込)  
※ファンド・オブ・ファンズの場合、ここでは投資対象ファンドの信託報酬を含む実質的な負担を信託報酬とします。  
※別途成功報酬がかかる場合があります。
- (4) その他費用・手数料等: 監査費用を含む信託事務に要する諸費用、組入有価証券の売買委託手数料等、外国における資産の保管等に要する費用等は、信託財産から支払われます(これらの費用等は運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を記載することはできません)。  
ファンド・オブ・ファンズの場合、投資先ファンドにおいて、信託財産に課される税金、弁護士への報酬、監査費用、有価証券等の売買に係る手数料等の費用が当該投資先ファンドの信託財産から支払われることがあります。詳しくは、目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

当該費用の合計額については、投資者の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

#### 《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、ピクテ・ジャパン株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収する各費用における最高の料率を記載しています。投資信託に係るリスクや費用は、各投資信託により異なりますので、ご投資される際には、事前によく目論見書や契約締結前交付書面をご覧ください。

### 当資料をご利用にあたっての注意事項等

■当資料はピクテ・ジャパン株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。■運用による損益は、すべて投資者の皆様へ帰属します。■当資料に記載された過去の実績は、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。■当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。■当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は預金等ではなく、元本および利回りの保証はありません。■投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。■登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。■当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。

ピクテ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第380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

データ・分析等は過去の実績や将来の予測に基づくものであり、運用成果や市場環境等を示唆・保証するものではありません。