

Investment
Institute

ドイツ産業の復活

Cross Asset Investment Strategy

2026年7月・8月号 ・ 機関投資家向けマーケティング資料

目次

ドイツ産業のルネッサンスへの期待増大

3

ドイツの改革：欧州株式市場への影響

6



Monica Defend

Head of Amundi Investment Institute

「ドイツの改革パッケージは、重要な政策転換を意味する。これらの構造改革は、大規模な公共投資と共に、将来的には、経済の信頼感を高め、成長を促進する可能性がある。モメンタムが加速するにつれ、ドイツの復活は、欧州全体の競争力を高め、強靱な経済の未来を支えることになるだろう。」



Vincent Mortier

Group Chief Investment Officer

「ドイツの、投資主導型の成長モデルへの転換は、欧州の設備投資の長期的な展望の強化に繋がる。最大の投資機会は、ドイツの中小型株や、欧州の再産業化の恩恵を受ける企業にあると見ている。」

焦点となる政策

ドイツ産業のルネッサンスへの期待の増大

Didier BorowskiHead of Macro Policy
Research, Amundi
Investment Institute

重要ポイント

7月2日、連立政権（CDU/CSU+SPD）は、経済の活性化、競争力の強化、福祉国家の維持、そしてAfD（ドイツのための選択派）の影響拡大への対抗を目的とした34の構造改革において、包括的な合意に達した。

供給側改革に、しばしば見られるJ字型の経路やドイツの過去の経験を勘案すると、これらの改革が短期的にGDPに及ぼす直接的な影響は限定的となろう。しかし、今回は、インフラや防衛分野への大規模な財政刺激策を伴っているため、信頼感の上昇を通じて成長がわずかながら押し上げられる可能性（2027年で0.2%ポイント程度）や、特定の産業において早期にセクター別の効果が現れる可能性が考えられる。

連立政権が、政治的合意を効果的な実施に結びつけることができれば、ドイツは長年にわたるいくつかの障害（労働、官僚主義、投資、行政、イノベーション）を取り除き、2020年代初頭以降の状況より好ましい成長軌道に戻ることができると期待できる。

欧州全体についても同様の期待が持てる。政策担当者が、進行中のすべてのプロジェクトを効果的に実施することができれば、欧州大陸における投資プロジェクトへの資金の調達や新たな成長レジームの確立が、より容易に実現できるようになる。

経済政策のUターン

ドイツ経済においては、依然として、脆弱な回復、生産性の低迷、そして継続的な供給制約といった特徴が見られるものの、大規模なインフラ・防衛支出プログラムと34の構造改革パッケージの組み合わせにより、中期的な見通しは改善しつつある。2027年の成長への直接的な影響は限定的となる見込みだが、改革が効果的に実施されれば、長期的には、より大きな成果が期待される。

2026年の大きな変化は、財政支援と供給側改革の組み合わせである。フリードリヒ・メルツ首相が率いる連立政権は、12年間にわたっての5,000億ユーロ規模のインフラ・気候変動対策投資プログラムに加え、GDPの1%を超える防衛支出を「債務ブレーキ」の適用対象から除外するという、異例の財政刺激策を打ち出した。7月初旬、連立政権は、税制、年金、労働市場、規制緩和、住宅、エネルギー、テクノロジー分野を網羅する34の措置からなるプログラムを採択した。その目的は2つある。競争力を回復すること、そして経済を人口動態やテクノロジーの変化に適応させることである。これは間違いなく、2003年にシュレーダー首相が提示した「アジェンダ2010」以来、最も大胆な計画である。

財政支援と供給側改革の組み合わせは不可欠である。ドイツが直面しているのは、単なる景気循環上の問題というよりも、構造的な制約による苦境である。具体的には、労働力不足、行政の硬直化、生産性向上のための投資の低迷、高いエネルギーコスト、そして従来の輸出主導型モデルの衰退などが挙げられる。こうした状況下では、公共支出によって需要を支え、生産能力を拡大することは可能だが、景気刺激策がボトルネックによって無駄にならないよう、改革もまた必要不可欠である。

改革こそが、成長の阻害要因を除去するための唯一の選択肢

明確な経済への波及経路：

- **第一の経路としての労働力：**高齢化と技能不足で潜在成長率が低下している。年金改革、労働供給の拡大、および硬直化した労働市場の緩和への取り組みは、この構造的なボトルネックに直接対処するものである。
- **第二の経路として生産性：**競争に対する規制上の障壁や煩雑な手続きが供給を抑制している。ドイツは、官僚主義を削減し、プロジェクトの承認を迅速化し、イノベーションに向けて、より多くの資本を誘導することで、テクノロジーの普及と民間投資のための環境を改善することができる。
- **3つ目の経路として公共投資：**インフラ支出の増加が持続的な効果をもたらすには、特に政府の調達、計画策定、地方行政の能力といった分野における行政上のボトルネックを緩和する必要がある。これは、ドイツの現在の政策論争において最も重要な論点の一つである。課題は、単に支出を増やすことなく、予算案を実際に投入される公共資本へと転換することにある。
- **第4の経路としてセクター別の競争力：**連邦政府の年次経済報告書は、エネルギーコスト、イノベーション、輸出産業、そしてエネルギー集約型およびテクノロジー主導型のセクターを支援する必要性を強調している。中国との競争、地政学的緊張、世界的な産業再編に直面する経済において、改革は資本と労働力を最も生産性の高いセクターへと再配分するのに役立つだろう。

2027年の成長への影響は限定的

構造改革には本質的に時間的遅れが伴うため、来年の成長への影響は限定的となろう。供給側改革は、企業、家計、公共部門による段階的な調整や、法規制の実施に時間を要するため、一般的に、GDPに、即刻、影響を与えることはない。競争環境の改善、手続きの簡素化、あるいは技能不足への対応は、まずは、生産条件の改善、そして、その後、生産性の向上につながる。

また、ドイツ連邦議会において、年末までに個々の法案が可決される必要があるため、2027年初頭から即座にマクロ経済が押し上げられるというよりは、徐々に効果が現れてくることになる。成長に最も寄与する措置（規制緩和、特定の契約の柔軟化、年金改革、対象を絞った減税）でさえ、その効果は、期待改善、労働供給、投資、生産性といったメカニズムを通じて波及するため、顕在化までには時間を要する。

ドイツの過去の経験からも、慎重な見方が求められることが示唆されている。2003年にシュレーダー首相によって導入された「アジェンダ2010」も、ドイツの成長を、即時に加速するものではなかった。そのマクロ経済への影響が顕在化したのは、労働市場やインセンティブの変化が経済全体に波及し始めた2006年以降と、かなり後になってからであった。状況は異なるものの、これは「J字型の軌跡」という考え方と一致するものである。すなわち、即時の影響はほとんどないが、数年後には目に見える成果が現れるというものである。2027～28年を見据えると、改善は劇的というよりは、漸進的なものになるとの見方が最も妥当な想定である。

信頼感の向上につながるか？

改革そのものが短期的にGDPに大きな影響を与える可能性は低いものの、その導入により、ビジネス環境、投資の期待、そして企業や市場のドイツ経済の見通し等が急速に改善される可能性がある。初期の調査によると、発表された措置は、ドイツが投資や雇用創出にとってより魅力的な国になるというシグナルであるとして、企業から歓迎されている。

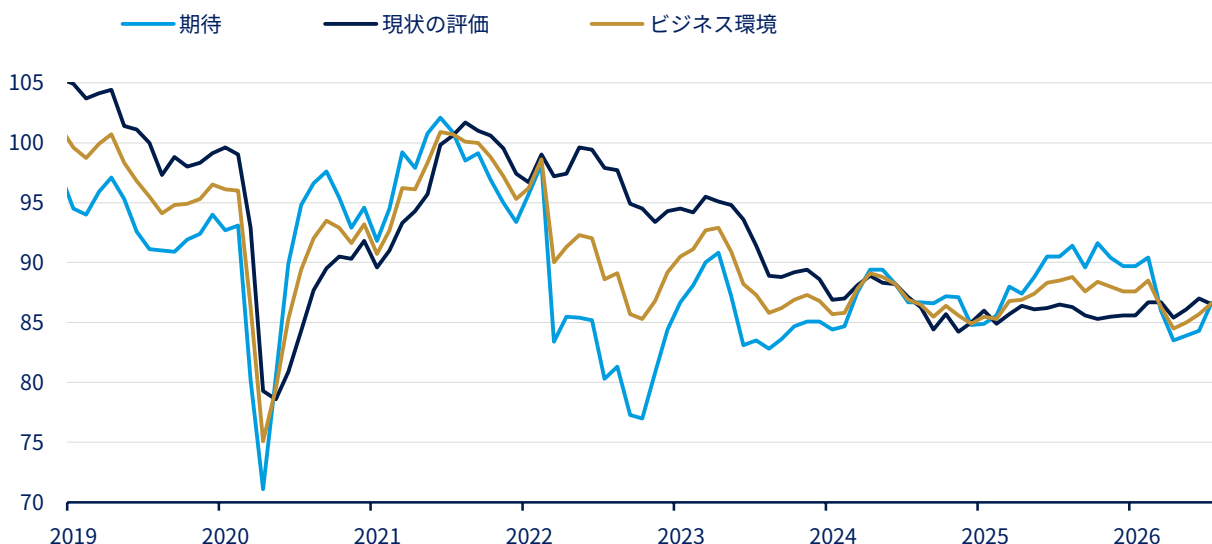
この観点から、2027年に約0.2%ポイントの追加的成長が見込まれるという見通しは現実的であろう。これは構造改革そのものによるものではなく、むしろ財政刺激策との相乗効果、経済政策の明確化、および特定のセクターにおける利益率や市場機会の漸進的な改善への期待によるものである。ドイツのシンクタンクは、新たな債務余地を、より活用することで、2026年以降、年間のGDPを約0.5%ポイント押し上げることができると、すでに試算していた。これにより、信頼感や改革の信憑性に関連して、より穏やかながら、追加的な効果の可能性が期待できる。

とはいえ、特定のセクターでは、より迅速に効果が現れる可能性がある。最初の目に見える効果は、ミクロ経済レベルやセクターレベルで顕在化するであろう。防衛、インフラ、エネルギー、住宅、電気機器、半導体、バッテリー、および公共投資関連サービスといったセクターでは、受注残高、予想利益率、あるいは企業価値の向上が、早々に現れる可能性が高い。

政策の実行と、その一貫性は、当初の発表と同様に重要となる。2030年代初頭までに、インフラが効果的に近代化され、行政上のボトルネックが解消され、労働力供給の縮小が緩和され、資本が、引き続き、革新的なセクターに再配分されれば、ドイツは成長のポテンシャルを高め、産業競争力をある程度回復させることができるだろう。一部のエコノミストは、2030年までに、トレンド成長率が年率0.4%から0.7%に、ほぼ倍増する可能性があると予想している。これは、絶対値としては、依然、高くないものの、近年の停滞からの明確な脱却を意味する。

経済の奇跡が起こるというほどの見込みではないものの、引き続き、強力な産業基盤と高いテクノロジー力を誇り、また、政府が再び投資家としての役割を果たすようになったことを追い風として、信頼感の高い回復が可能となるだろう。

改革による、ドイツの投資の魅力上昇と成長見通しの改善を反映して、IFOの景況感は回復



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2026年7月29日時点。IFO研究所が算出するIFOドイツ企業景気指数は、ドイツ企業全体の現在の経営状況と将来の見通しを反映している。

ドイツにおける改革は、欧州全域で進行中の改革と軌を一にしている

ドラギ報告書とレッタ報告書は、具体的な計画へと進展したが、その実施状況には、依然、バラつきがある。重要原材料と交通分野で大きな進捗が見られる一方、産業調整やイノベーションへの資金提供は遅れをとっている。レッタ報告書の「One Europe, One Market」イニシアチブは、資本、エネルギー、デジタルの各分野では、2027年から2028年に期限を設定している。2026年前半には、第28次制度（「EU Inc.」）、貯蓄・投資連合（SIU）パッケージ、証券化改革、および産業加速法の4つの立法プロセスが開始された。

これらのイニシアチブは、現在、親欧州的なストーリーの基盤となっている。欧州の主権は、もはや単なる政治スローガンではなく、資本支出プログラムとなった。SIUと証券化は資金調達ルートを開拓し、「産業加速法」は需要側のインセンティブを再構築し、「欧州のための安全保障行動」、「欧州防衛産業プログラム」、および欧州投資銀行が防衛調達を支えている。一方、炭素エネルギーのコスト上昇により、エレクトリフィケーション（電化）は収益性の高い事業となっている。

市場の見通しは明確だ。防衛関連企業、送電網事業者、エネルギー貯蔵事業者、そして分断化された産業バリューチェーンにおける重要素材の加工・集約事業者は、補助金付きでの調達で裏打ちされた投資の波が数年にわたり続くことから、恩恵を受けることになる。

株式

ドイツの改革：欧州株式市場への影響

Federico CesariniHead of DM Equity, FX
and Digital Assets,
Amundi Investment
Institute

今回の改革と財政措置を組み合わせたパッケージは、その規模が非常に大きく、レジーム転換につながる可能性もあるが、現時点では「ドイツ株、欧州株は買い」の無条件のシグナルとは言い難い。主な上振れリスクとして、信頼感に牽引された民間設備投資サイクルの発生を挙げられるが、その一方で、主要な下振れリスクとして、施策の実施不備や債券利回りの上昇が挙げられ、このような事態が起これば、生産的な投資プログラムが、株式市場にとってあまり好ましくない財政拡大策と評価される恐れがある。とはいえ、信頼感の低迷、改革のレバレッジ効果、為替による限定的な追い風といった要因は、いずれも明確に相対的な勝者と敗者を示唆している。アムンディは、大規模な国際輸出企業よりも、ドイツ国内株および中小型株を、また、中国向けやディフェンシブな輸出企業群よりも、欧州の再産業化サプライチェーン銘柄を好んでおり、周縁国における上昇モメンタムも継続すると予想している。短期的な懸念材料であるイラン／ホルムズ海峡をめぐるエネルギーショックが、ECBを利下げではなく、利上げへと追い込む可能性は、市場全体の再評価を阻む要因となり得るが、まだ、相対的なレジームまで変えるものではない。

ドイツの経済対策と株式を支えるメカニズム

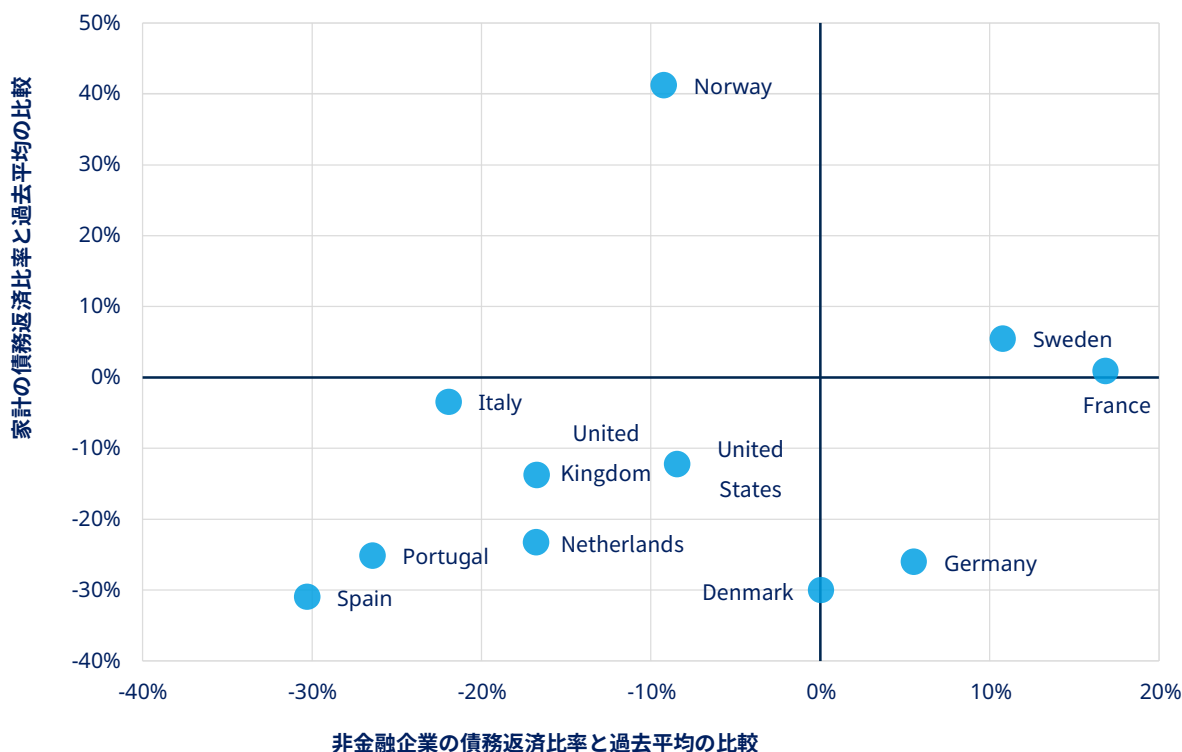
ドイツは、財政緊縮と対外依存から、投資主導型の経済モデルへと徐々に移行しつつある。これらの改革は、成長のスピードとクオリティの両方を向上させ得る。また、官民の連携により、この経済対策は通常の財政刺激策よりも、株式市場にとって重要度が高い。なぜなら、単に一時的な財政乗数効果を生み出すだけでなく、需要と供給の両方に影響し、民間設備投資を誘引する可能性があるためである。重要なのは、インフラおよび防衛支出が従来の一時的な刺激策ではないという点だ。これらは政府の借入の方向性と産業需要の見通しを変えるものであり、「アジェンダ2030」改革は既存の基盤への追い風となる。

信用力とバランスシートの余力も重要である。国際決済銀行（BIS）は、家計、および企業（民間部門）の所得のうち、利払い、および元本返済に充てられる割合を計測している。ドイツの場合（欧州の周縁国や英国も同様）、過去の水準に比べての民間部門の債務返済比率の上昇が限定的な範囲に留まっているが、これは、レバレッジ再拡大の余地があることを意味する。この余地は潜在的なものであり、銀行のリスク選好という「ゲート」によって制限されているが（そのゲートを開く要因は、エネルギー情勢の緩和とECBの引き締め終了である）、信用サイクルをさらに拡大させ、成長を現在の想定以上に押し上げる可能性がある。

長期的な効果は、依然として、不透明である。それは、企業が、投資、賃金、資本配分の行動を変化させるかどうか、銀行が融資を加速させるかどうか、そして投資収益率が魅力的であるかどうかによって左右される。現時点では、信頼感の伝達経路こそが、真の伝達バルブとなる可能性を秘めている。そして、信頼感の広がりの変化は、その水準よりも強力な引き金となる可能性がある。企業、および消費者の信頼感が数年ぶりの低水準にあり、ようやく回復の兆しを見せ始めたばかりである（イランでの戦争やエネルギー価格の上昇が影響した）ため、改革の成果は、まだ市場センチメントに反映されていない。信頼感の回復は地政学的要因に左右されるものの、それが真のオプション価値の源泉である。

「ドイツは、財政緊縮と対外依存から、投資主導型の経済モデルへと徐々に移行しつつある。」

低水準にある債務返済負担は、債務再編の余地を示唆



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、BIS。最新データは2025年第4四半期時点。債務返済比率に関するデータセットは、家計、非金融企業、および民間非金融セクター全体の所得のうち、債務返済に充てられる割合を反映している。

メカニズム：ドライバーは、収益と株式リスクプレミアム

基本的には、株式のリターンは、利益予想の変化と、通常は株価収益率（P/E）で表されるバリュエーションの変化によって左右される。P/E比率は、通常、無リスク金利や株式リスクプレミアム（ERP）*と逆相関を示す一方で、長期成長見通しの上方修正による恩恵を受ける。

ドイツでは、供給側改革と財政パッケージの相乗効果により、ほぼ完全にバリュエーションの拡大に依存する長期保有株よりも、早期に業績見通しの上方修正が発表される企業が優位に立つ。

その理由を以下に説明する：

- 業績予想の修正こそが、最も信頼できる要因：**この経済対策は、生産性を刺激すると同時に、売上高と営業レバレッジを押し上げる可能性が高い。ドイツ株は営業レバレッジが高いため、一定のGDP増加が、国内の景気敏感株のEPSの大幅な増加につながる可能性がある。ただし、2026年のEPSが予想を上回るためのハードルは高い（予想水準が高く、「アジェンダ2030」が決算発表に影響を与えないため）が、（1）エネルギー部門を除くEPS成長率は、引き続き、1桁前半半にとどまっており、（2）国内株における2027年のコンセンサス予想修正の広がり、はまだ見られない。したがって、この改革は国内銘柄に有利に働く可能性が高い。
- 倍率（P/E）への影響はより複雑：**現水準からのさらなる見直しは、リスクフリー金利の限定的な低下を差し引いたERPの圧縮によってもたらされる必要があり、この点において、2024/25年と比較して、状況はわずかに不利となっている。
- ERPの側面：**改革の信憑性、政治的安定、テールリスクの低減は、いずれも投資家が求めるプレミアムを縮小させる可能性がある。ここが「低迷していた信頼感の回復」が効果を発揮する点であり、そのオプション価値は、まだ価格に織り込まれていない。

無リスク金利要因：最近のエネルギーショックにより、ECBのスタンスは利下げから利上げへと転換し、これがP/E倍率の上昇を抑制している。アムンディはECBが市場に織り込まれているような政策（連続的な利上げ）は進めないと見ているが、成長率に上方サプライズが生じれば、2027年後半の積極的な利下げは見直される可能性が高い。

*ERP＝予想株式リターン－無リスク金利。

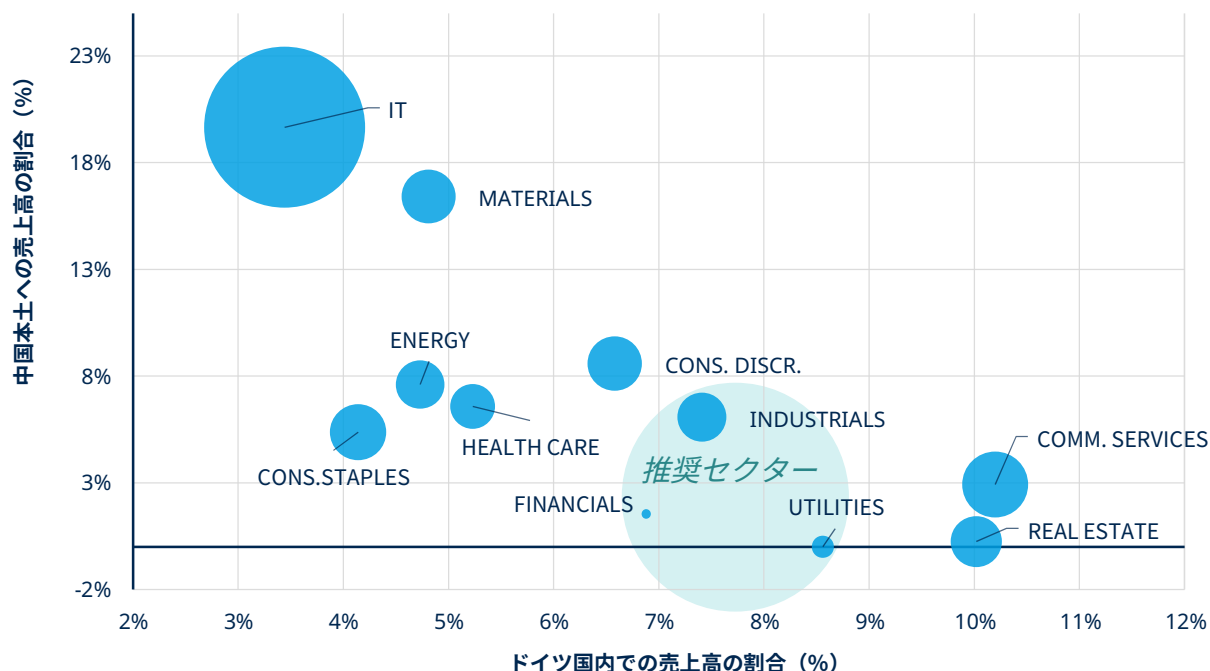
投資へのインプリケーション：ドイツ国内および欧州全体におけるポジション構築

アムンディは、最も魅力的で重要度が最も高い投資対象は、ドイツ国内での売上高の依存度が高く、従来のドイツ／欧州モデル（安価なエネルギー、中国の需要、および弱い為替レートに依存する輸出志向型事業）への依存度が相対的に低く、かつAIの展開が期待外れに終わった場合でも強力な分散効果が得られる銘柄と考えている。

- 国内売上高が高く、財務体質が堅調なドイツの中小型企业は、多国籍大企業を上回るパフォーマンスを示すと予想される。中小型企业は最も直接的な財政レバレッジを有しており、ユーロ高の恩恵を受ける（あるいは少なくとも悪影響を受けない）上、低迷した水準から最も高いコンフィデンス・ベータを示している。
- 政府支出は、欧州の再産業化に向けたサプライチェーンを引き続き下支えしている。アムンディは、引き続き、資本財、電力網・発電設備、インフラ供給業者（セキュリティ関連サプライチェーンを含む）を選好している。
- 銀行セクターは、引き続き、欧州においてアムンディの確信度の高い主要銘柄である。改革パッケージが、国内の設備投資および信用サイクルを喚起した場合、銀行セクターは主要な二次的受益者となる。
- 消費関連銘柄への投資は時期尚早だと思料している。これらの銘柄は、ドイツの改革ストーリーを反映する指標としては、依然として不十分だ。このセクターが魅力的になるには、消費者が、改革を信頼できるものと認識し（予防的貯蓄の減少）、自動車セクターの逆風（中国からのEV競争、関税）が解消される必要がある。
- セクターの集中度（金融株および国内の景気循環株）や、相対的なマクロ経済・政治的背景から判断すると、イタリアとスペインは、他の市場よりも、引き続き、ドイツのリフレストーリーから大きな影響を受け続ける可能性がある。

中国、ドイツ、およびAIインフラ整備に対する欧州セクターの売上高依存度

*バブルの大きさは、台湾、韓国、オランダにおけるAIファブの建設による収益の割合



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ファクトセット、GeoRev。データは2026年7月15日時点。

AII* Contributors

Didier Borowski

Head of Macro Policy Research, AII*

Federico Cesarini

Head of DM Equity, FX and Digital Assets, AII*

Chief Editors

Monica Defend

Head of Amundi Investment Institute

Vincent Mortier

Group CIO

Editors

Claudia Bertino

Head of Amundi Investment Insights and Publishing, AII*

Laura Fiorot

Head of Investment Insights & Client Division, AII*

Deputy Editor

Cy Crosby Tremmel

Investment Insights, AII*

Design Editor

Chiara Benetti

Digital Art Director and Senior Designer, AII*

Alice Girondeau

Junior Digital Publishing Specialist, AII*

* Amundi Investment Institute

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 SAS and is as of 30 July 2026. 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 SAS 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 any person involved in the production of this document have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, lost profits) or any other damages.

Date of first use: 30 July 2026.

Document ID: 5486604

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: 90-93 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

Photo credit: Rhenizara S @Getty Images Plus

Amundi Investment Institute

In an increasingly 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.

Get the latest updates on:



- Geopolitics
- Economy and Markets
- Portfolio Strategy
- ESG Insights
- Capital Market Assumptions
- Cross Asset Research
- Real and Alternative Assets

Visit us on



[Visit the Research Center](#)

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 資産運用業協会
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