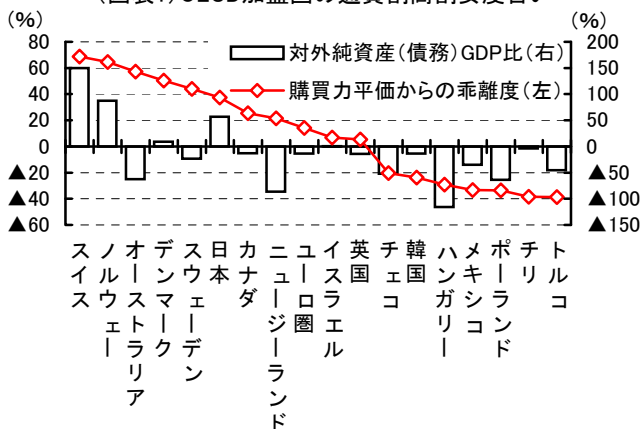


## 究極の選択を迫られるドイツ

～ユーロを離脱すれば、大幅な自国通貨高は必至～

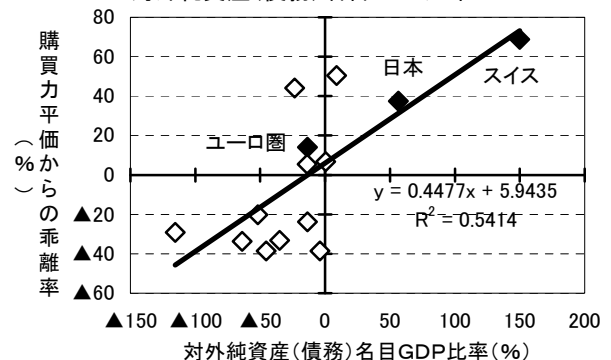
- (1) 欧州債務問題が深刻化するなか、ドイツやギリシャのユーロ離脱の思惑が浮上。ユーロ導入に至るまでの経緯、経済的コスト等を踏まえると、ユーロ解体には至らないとみられるものの、債務問題解決への展望が描けないなか、最悪のシナリオも一概には否定できなくなりつつある状況。
- (2) そこで、ドイツやギリシャがユーロ離脱した場合の欧州通貨の動向について検討。はじめに、2011年1～8月までのOECD加盟国通貨をみると、スイスフランを筆頭に、対外債権国・資源国で購買力平価（2010年）を大幅に上回る自国通貨高が進行（図表1）。購買力平価からの乖離率と対外純資産（債務）名目GDP比率との関係を見ると、資源国通貨を除き、対外純資産名目GDP比10%につき4.5%購買力平価対比上振れするという結果（図表2）。
- (3) 以上の関係を基に、ユーロが分裂した場合の為替相場水準を試算すると、ユーロが「ドイツ」と「それ以外」に分かれた場合、ドイツでは、GDP比+40%強の対外純資産を抱え、ユーロ換算で少なくとも1.53ドル前後まで通貨高が進行する可能性。スイスフランと同様に逃避資金が流入すれば、2.0ドル台も視野に。一方、ドイツを除いたユーロ圏では、対外純債務がGDP比▲20%強に拡大し、1.2ドル割れまで弱含む可能性。ちなみに、「ギリシャ」と「それ以外」に分かれた場合は、ギリシャはGDP比▲100%近い対外純債務を抱え、ユーロ換算で0.9ドル割れまで通貨安が進行する一方、ギリシャを除いたユーロ圏では、1.2ドル台後半を下限にユーロ高に振れやすい展開へ（図表3、4）。
- (4) ドイツは、①ギリシャへの財政移転等を余儀なくされつつも、実力対比弱めの通貨のメリットを享受するのか（ユーロ存続）、あるいは、②他国への財政移転は免れるものの、大幅な通貨高により輸出の低迷やデフレのリスクを受け入れるのか（ユーロ離脱）、厳しい選択を迫られている状況。

(図表1)OECD加盟国の通貨割高割安度合い



(資料)OECD, IMF, Bloomberg L.P.

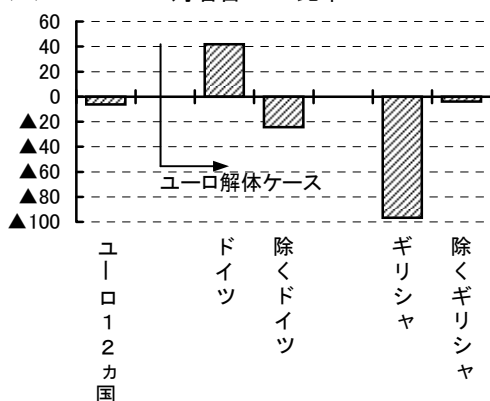
(図表2)OECD加盟国の通貨割高割安度合いと対外純資産(債務)名目GDP比率



(資料)OECD, IMF, Bloomberg L.P.

(注)購買力平価からの乖離率は、2011年1～8月実績の2010年購買力平価からの乖離率。ルウェー、オーストラリア、カナダ、ニュージーランドを除く。

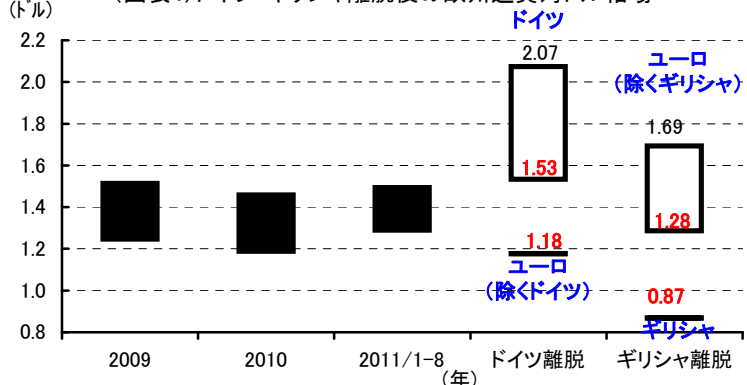
(図表3)ユーロ圏の対外純資産(債務)対名目GDP比率



(資料)OECD, IMF, Bloomberg L.P.

(注)ユーロ12カ国は当初加盟国+ギリシャ。

(図表4)ドイツ・ギリシャ離脱後の欧州通貨対ドル相場



(資料)OECD, IMF, Bloomberg L.P.を基に日本総研作成。

(注)太字は対外純債権(債務)を基にした適正相場水準。

細字は、ドイツはスイス並みの上振れ、ユーロ(除くギリシャ)は日本並みの上振れを想定。