

market:update

Capital Markets Outlook, Week 36

2026年9月2日

ドイツによるユーロ圏離脱シナリオとその影響

離脱のシナリオ

現在、ドイツでは政治的理由から欧州通貨同盟（EMU: Economic and Monetary Union）離脱の可能性について、議論が再燃しています。しかし、その経済的影響についての議論はほとんどされていません。

経済的な影響がどの程度か、正確に見積もることは不可能ですが、予想されるシナリオを分析することで一定の示唆を得ることは可能であると考えられます。本稿では、ドイツだけがユーロを離脱してドイツマルクを再導入し、他のユーロ諸国はユーロを維持すると仮定します。この場合、外国為替市場において、ドイツマルクがユーロに対して大幅に上昇する可能性が極めて高いと考えられます。

その理由としては、以下の点が挙げられます：

- ドイツの生産性が他のユーロ諸国の平均を大幅に上回っていること
- 公的債務が少ないこと
- 高水準の対外純資産残高を有していること
- 構造的に経常収支が黒字であること
- EMU 離脱後にはおそらくより引き締めの金融政策がとられること
- 新たなドイツマルクが「安全資産」とみなされ得ること

これらの点を勘案すると、ドイツマルクがユーロに対して約 30% 上昇するというシナリオは、十分に現実的であると考えられます。グローバルな投資家は、ドイツのユーロ離脱をかなり早い段階から見越すと考えられ、ユーロ建て資産への投資による為替差損を回避し、新ドイツマルクによる為替差益獲得のために、他のユーロ圏諸国からドイツへと大規模に資金を移動させることが予想されます。その規模は、1 兆ユーロに達する可能性があります。

ユーロ圏内での資金移動は、中央銀行間の決済システムである「TARGET2」を通じて処理されることとなりますが、ドイツ連邦銀行が欧州中央銀行（ECB）に対して保有する TARGET2 債権の額は、これまでの約 1 兆ユーロから 2 兆ユーロへと、ほぼ倍増する見通しです。

ドイツ連邦銀行への影響

もしドイツが実際に欧州通貨システムを離脱し、ドイツマルクの切り上げに踏み切った場合、ドイツ連邦銀行が保有する TARGET2 債権の価値は一晩にして約 6,000 億ユーロも目減りすることになります。これはドイツの GDP の約 13% に相当する巨額の損失です。その結果、ドイツ政府はドイツ連邦銀行の資本を増強するために、公的債務を現在の GDP 比約 65% から 78% へと急増させなければならなくなります。こうした一連の流れは、かつて Brexit 時にイギリスでも見られました。

また、ECB はドイツ連邦銀行で保管する TARGET2 債権を ECB の口座へ移管することが予想され、ドイツ連邦銀行はこの資金を永久にユーロ建てのまま維持することを余儀なくされるという意味です。もちろん、ドイツ連邦銀行がそのユーロを市場で売却してドイツマルクに交換することは可能ですが、それはマルクの通貨価値をさらに押し上げ、為替レート of のさらなる急騰を招くことになってしまいます。

ドイツの金融システムへの影響

ドイツの銀行システム全体の総資産は、約 11.4 兆ユーロに達しています。もしドイツがユーロ圏から離脱することになれば、普通預金や当座預金口座をはじめとするドイツの銀行の負債すべてが、自動的にドイツマルクへと変換される可能性が極めて高いと考えられます。

また、ドイツの銀行の多くは有価証券やデリバティブを保有しているほか、他のユーロ圏諸国の企業や政府に対しても融資を行っています。その結果、銀行が保有する資産の一部はドイツマルクへ変換することができず、ユーロ建てのまま保有することを余儀なくされます。仮に、ドイツの銀行が持つ 11.4 兆ユーロの総資産のうち、約 2.0 兆ユーロがユーロ建てのまま残された場合、ドイツマルクの切り上げによって銀行側には約 6,000 億ユーロもの潜在的な損失が発生するリスクがあります。

この場合、先ほどの例と同様に、ドイツ政府は民間銀行の資本を救済するために、国債などの国家債務を GDP 比 78% から 91% へとさらに拡大させなければならなくなります。さらに、ドイツの保険会社や年金基金、その他の年金制度にも極めて深刻な損失が上乘せられることとなります。これらの損失を正確に見積もることは困難ですが、その規模は数千億ユーロに達する可能性があります。

market:update

ます。参考までに、ドイツ連邦銀行の推計によると、こうした保険会社や年金基金が保有する金融資産の残高は、2025年第4四半期（10～12月期）時点で約3.3兆ユーロという巨額の規模にのぼっています。

ドイツ経済への影響

ドイツ連邦銀行のマクロ経済モデルによれば、ユーロの名目実効為替レートが10%上昇すると、ドイツのGDPは1.5%押し下げられます。このシナリオ分析では、ドイツマルクはユーロに対して30%上昇し、米ドルなど他通貨に対してはほぼ横ばい、あるいはやや上昇する見通しであることから、ドイツマルクの実効為替レートが20%上昇するというのが妥当な想定であり、モデルのパラメータが同一であると仮定すれば、ドイツのGDPは3.0%押し下げられることになります。

欧州委員会が算出する債務弾力性に基けば、これにより公的債務はGDP比で約4.0ポイント上昇し、91%から95%に達することになります。

このように、非常に大まかな試算にとどめた場合であっても、EMU離脱に係る総コストはGDP比で約30パーセントポイントという巨額の規模にのぼります。したがって、ドイツがユーロ圏から離脱する場合の主要なリスクとは、大規模なマルク高、大幅な資金移動、資産や負債を新通貨へ呼称変更する際の法的不確実性、金融システムへの深刻な負荷、そして大幅な競争力の低下といった要因が複合的に生じることです。比較的保守的な前提を置いた場合でも、ドイツは深刻な景気後退に見舞われ、政府債務の対GDP比は大幅に上昇する可能性が高いと言えます。

離脱によるメリット

一方で、ドイツマルクへの回復は、ドイツに以下のような利点をもたらします。

- 金融政策の自主性、
- ユーロ圏における潜在的な「財政ドミナンス」からの保護
- 負債およびバランスシートリスクの低減
- 長期的に、通貨の信認がより高まる可能性

ユーロ導入以降、ドイツの平均インフレ率は約2.0%近辺で推移しており、ユーロが構造的に『弱い通貨（ソフトカレンシー）』になってしまうのではないかと懸念は、これまでのところ現実にはなっていません。

経験則的に、中央銀行による国債買い入れそれ自体が、自動的に高インフレを招くわけではないことが知られています。とはいえ、ユーロ圏において高インフレ発生の可能性を完全に排除することはできません。つまり、もしフランスやイタリアなどで深刻な財政危機が起こり、『財政ドミナンス』に陥って、金融政策が恒久的に財政赤字のマネタイズを強いられるような事態になれば、ユーロは「ソフトカレンシー」化し、外国為替市場に大混乱をもたらす、高インフレを引き起こす可能性があります。高債務国が、債務削減にほとんど取り組んでいない現状を考えると、このリスクは極めて現実的であると思われる。

しかしながら、欧州中央銀行の独立性は法律によって強固に守られています。ECBには検証が容易なインフレ目標があり、意思決定は主に『加盟国1票』の原則（各国の民間中央銀行総裁による輪番制を導入）に基づいて行われています。そのため、ECBは債務危機が発生した場合でもどちらかと言えば慎重に介入するとみられ、対象国が財政緊縮策で大きな譲歩を示した後に初めて、その国の国債を買い入れると考えられます。その結果、政府の財政緊縮策によるデフレ効果が、中央銀行の国債買い入れによるインフレ効果によって相殺されることになります。

世界経済は成長が加速する局面

世界経済は、過去数十年に典型的だった消費主導型の景気拡大とは異なる、投資主導型の景気拡大局面に入っていると考えられます。以前はこの好景気はAIインフラ関連に大きく偏っていましたが、現在は他のセクターや資本財にも広がりを見せており、今年の下半期には世界経済の成長がさらに加速すると予想しています。今週発表予定の世界購買担当者景気指数（PMI）はさらに上昇する可能性が高く、見通し改善の裏付けとなるでしょう。

例外的に、7月の中国はマイナスであり、購買担当者景気指数の低下は国内経済の劇的な悪化を示唆していました。現時点で、中国政府は特別な対応をしておらず、中国経済が自律的に安定化し得るのか、それとも最終的に政府による景気対策が必要になるのかが焦点になっています。そのため、8月の中国PMIは、中国国内の経済政策担当者にとって特に注目される指標になると思われます。

労働市場に関しても、こうした流れの恩恵を今後ますます受けると予想されます。米国では、失業率が2025年12月にピークに達して以来、低下し続けています。8

market:update

月には、4.1%から4.0%へとさらに低下した可能性があります。ユーロ圏でも、ここ数ヶ月は経済成長への逆風に直面しているにもかかわらず、失業率は過去最低水準を維持しています。景気上昇が持続すれば、賃金の伸びが再び加速する可能性があり、それは同時にインフレ見通しへのリスクをもたらすことになります。

労働市場：ユーロ圏は安定、米国は加速中
失業率（％）



出所：FRED 経済データ、メッツラー

2026年7月31日時点

ユーロ圏のインフレ率は8月に3.3%に上昇したとみられ、ECBは9月に利上げを行わざるを得ない状況にあると考えられます。直近のユーロ圏の強い経済データを踏まえると、メッツラーは12月にも利上げが行われ、政策金利は2.75%に達すると予想していますが、これは市場コンセンサスとほぼ同水準です。



Edgar Walli

メッツラー・アセット・マネジメント GmbH
チーフ・エコノミスト
エドガー・ヴァルク

- 1.) 本資料は、投資一任契約を踏まえた上で、メッツラーグループが提供する情報をメッツラー・アセット・マネジメント株式会社が翻訳・作成したものです。
- 2.) 本資料は、特定の年金基金及び機関投資家向けに作成したものです。
- 3.) 本資料は、当社が金融市場に関する情報提供のために作成した資料であり法令に基づく開示資料ではありません。
- 4.) 実際の投資には、有価証券の価格変動、流動性、信用、カントリー、為替変動等の諸リスクが発生し、損失が生じる場合があります、投資元本を割り込むこともあります。
- 5.) 手数料・費用等の投資家の負担は、個別の投資一任契約により異なりますので、その合計額や上限額をあらかじめ表示することはできません。
- 6.) 契約の際には事前に契約締結前交付書面等を必ずお読みください。
- 7.) 本資料に掲載された内容、意見、予測は今後予告なしに変更される場合があります、当社はその変更等に起因する損
- 8.) 害について一切責任を負いません。
- 9.) 本資料は信頼できると判断される情報に基づき作成していますが、当社はこれら情報の正確性や信頼性、完全性を保証するものではありません。
- 10.) 本資料に紹介している運用実績等は、過去の実績によるものであり、将来の運用成果の獲得を示唆あるいは保証するものではありません。
- 11.) 本資料の全部又は一部を、当社の事前承諾なしに複写、複製若しくは配布することを禁じます。
- 12.) 本資料に引用した各インデックス（指数）の商標、著作権、知的財産権その他一切の権利は、各算出元に帰属します。また、各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利および発表を停止する権利を有しています

メッツラー・アセット・マネジメント株式会社

〒100-0011

東京都千代田区内幸町2-2-2 富国生命ビル23階

Tel : 03-3502-6610（代表）Fax : 03-3502-6616

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第467号

加入協会 一般社団法人 資産運用業協会

W26-030