

欧州経済見通し

調査部

目 次

1. 欧州経済の現状
 - (1) ユーロ圏
 - (2) イギリス

2. 今後の欧州経済をみるうえでのポイント
 - (1) 住宅市場
 - (2) 不良債権問題
 - (3) 財政緊縮から経済成長へ
 - (4) 所得増・投資増に向けて

3. 2014～2015年の欧州経済見通し
 - (1) ユーロ圏
 - (2) イギリス

4. リスクシナリオ—欧州金融システム不安の再燃

要 約

1. 欧州経済は、債務危機再燃への懸念の後退による景況感の改善や、ユーロ圏外の景気持ち直しを受けた輸出の増加を背景に、緩やかな回復傾向が続いている。もっとも、雇用・所得環境に厳しさが残存しているため、持ち直しペースは緩慢にとどまっている。
2. 欧州経済の先行きを展望すると、住宅市場では、一部の国で今後も住宅価格の下落が続き、個人消費の下押し圧力として作用し続ける見込みである。また、銀行の信用力低下の主因である不良債権問題を巡っては、銀行同盟の設立による信用力の向上が模索されているものの、制度設計を巡る協議は難航が予想され、銀行の貸出姿勢慎重化を背景とした企業の資金調達難が続くとみられる。こうした状況下、欧州では、財政健全化一辺倒から経済成長にも配慮した政策への転換が徐々に進められているほか、域外景気の回復に伴う輸出の増加が、景気回復を下支えする見通しである。もっとも、ドイツ以外の国々では、所得や投資の増加を通じた成長の好循環は期待し難い状況である。とりわけ南欧諸国では、雇用環境の改善や企業のバランスシート調整の進展になお時間を要するとみられ、成長の牽引役を外需に頼らざるを得ない状況が続くだろう。
3. 以上を踏まえ、2014～2015年の欧州経済を展望すると、堅調な雇用・所得環境を背景に、ドイツの景気回復傾向が明確化する一方、フランスや南欧諸国では、内需の低迷が景気下押しに作用し続けるため、ユーロ圏全体では、1%前後の低成長が続くとみられる。
4. 上記メインシナリオに対するリスクシナリオとして、欧州金融システム不安の再燃を想定している。銀行同盟の一環として実施される銀行査定の結果、銀行への資本注入が必要となり、資金負担者や負担額を巡って混乱が生じた場合には、企業・消費者マインドが再び悪化し、域内需要の大幅な落ち込みを招く可能性がある。

1. 欧州経済の現状

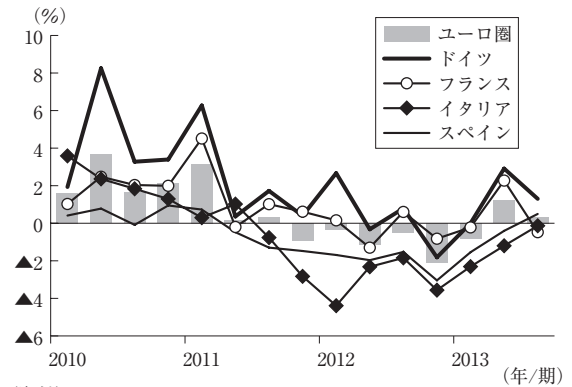
(1) ユーロ圏

ユーロ圏景気は、2013年7～9月期の実質GDPが2四半期連続で前期比プラスとなるなど、緩やかながらも回復傾向が続いている（図表1）。家計部門では、ECBが最後の貸し手になる意向を示した2012年夏のドラギECB総裁の発言以降、欧州債務危機再燃への懸念が和らぎ、消費者マインドが改善し、2013年4～6月期以降、個人消費が持ち直しに転じている。企業部門でも、ユーロ圏外の景気が、春以降、持ち直しに転じるなか、輸出が再び増加し、緩やかな回復傾向にある。

もっとも、景気の回復ペースは緩慢にとどまっている。失業者数は、増加幅こそ縮小したものの、引き続き増加し続けるなど、雇用・所得環境に厳しさが残存している（図表2）。こうした状況下、個人消費の持ち直しは力強さを欠いている。また、総固定資本形成の減少には歯止めがかかったものの、域内需要の低迷が続くなか、企業の設備投資抑制姿勢にも大きな変化はみられない。

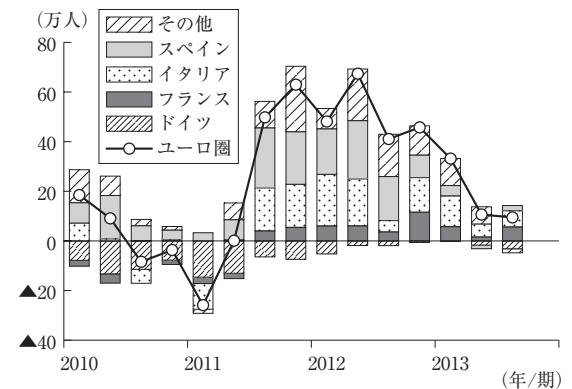
こうしたなか、2013年以降、消費者物価上昇率の鈍化傾向が続いており、10月には前年比+0.7%まで急速に鈍化している（図表3）。雇用・所

(図表1) ユーロ圏の実質GDP（前期比年率）



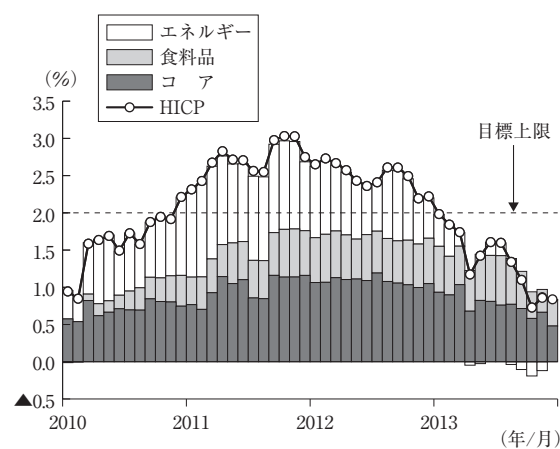
(資料) Eurostat

(図表2) 失業者数の増減（前月差、四半期平均）



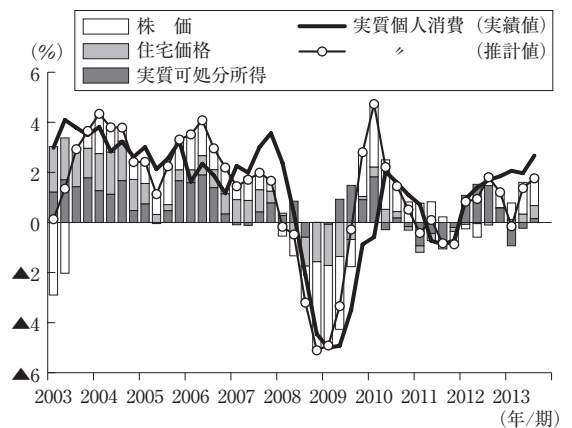
(資料) Eurostat

(図表3) ユーロ圏のHICP（前年比）



(資料) Eurostat

(図表4) イギリスの実質個人消費（前年比、寄与度分解）



(資料) ONS, Halifax, FTSE

(注) 実質個人消費の推計式は、 $\ln(\text{実質個人消費}) = 4.74 + 0.085 * \ln(\text{FTSE100}) + 0.87 * \ln(\text{Halifax住宅価格}) + 0.51 * \ln(\text{実質可処分所得})$ 。推計期間は、2002年1～3月期から2013年4～6月期。 $R^2 = 0.81$ 。

得環境の悪化による内需の低迷長期化が物価の下押しに作用しているとみられ、デフレへの懸念が台頭している。

(2) イギリス

一方、イギリスでは、2013年入り以降プラス成長が続くなか、2012年中の一進一退を脱し、回復基調が明確になっている。内訳をみると、個人消費が景気を牽引している。引き続き、賃金の伸び悩みを受けた実質賃金の減少が、個人消費の下押しに作用しているものの、BOEの融資促進策や政府の住宅購入支援策などによる住宅価格の大幅な上昇や、株価の上昇が、個人消費の押し上げに寄与している（図表4）。

2. 今後の欧州経済をみるうえでのポイント

以上のように、欧州景気は緩やかな回復傾向にあるものの、ユーロ圏では、住宅価格の下落や不良債権を抱える金融機関の貸出能力の低下が、家計や企業部門の回復の重石となっている。一方、欧州各国が財政健全化一辺倒から経済成長にも配慮した政策へ舵を切りつつあるなかで、財政緊縮と景気悪化の悪循環からの脱却が期待されている。そこで以下では、(1) 住宅市場および、(2) 不良債権問題の先行き、(3) 財政緊縮から経済成長への動きについてみたうえで、欧州経済が(4) 所得増・投資増という好循環を実現できるのかを検討したい。

(1) 住宅市場

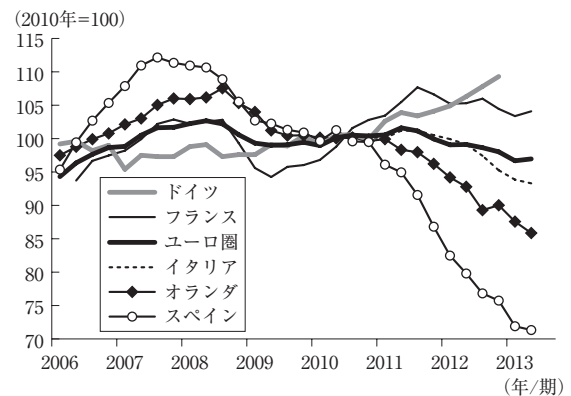
欧州各国では、2007～2008年の住宅バブル崩壊以降、長期にわたり資産価値の低下が個人消費の下押しに作用し続けている。とりわけ、スペインやオランダでは、住宅価格の上振れが大きかった分、その反動として下振れも極めて大きくなっている（図表5）。以下では、両国の住宅価格の調整がどこまで進んでいるのかについて検討した。

通常、住宅価格の伸びは、所得の伸びと一定の相関関係を有する。しかしながら、スペインやオランダでは、2000年以降、低金利や住宅購入支援策などを背景に住宅の購入需要が高まったことか

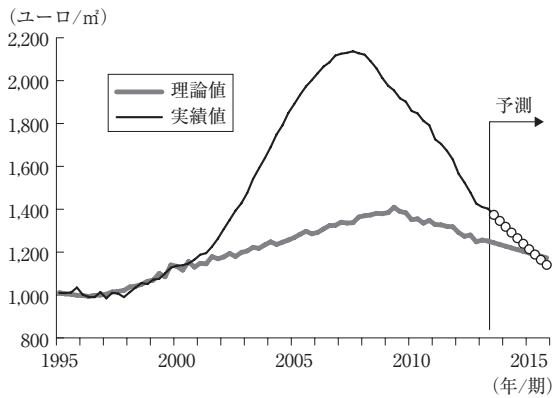
ら、住宅価格が所得の伸びを上回るスピードで上昇し、実際の住宅価格（実績値）と、所得水準から試算した住宅価格（理論値）に大幅な乖離が生じた（図表6、7）。その後の住宅バブルの崩壊によって、両国の住宅価格は大きく低下しているものの、依然として理論値を上回る水準にある。

先行き、足許の住宅価格の下落ペースが続くと想定すると、住宅価格が理論値付近に戻るのには、スペインでは2014年後半、オランダでは2016年になるとみられ、当面、両国では住宅市場の調整による資産価格の目減りが、個人消費の下押しに作用し続ける見込みである。

(図表5) ユーロ圏主要国の名目住宅価格

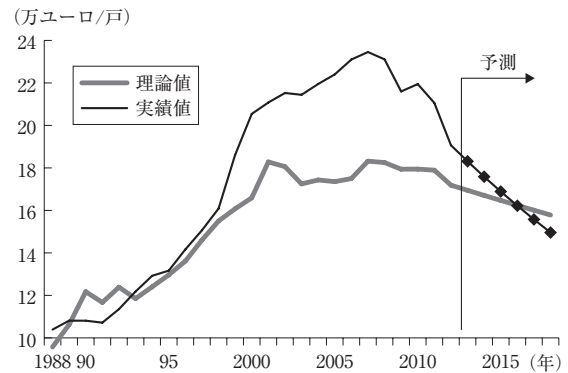


(図表6) スペインの実質住宅価格



(資料) スペイン住宅省、統計局を基に日本総合研究所作成
 (注) 実質住宅価格は、個人消費デフレーターで実質化。理論値は、1995～2000年の住宅価格と可処分所得の相関関係が2001年以降も続いたと仮定し算出。2013年7～9月期以降の住宅価格および可処分所得は、過去3年間と同ペースで下落が続くと仮定し算出。

(図表7) オランダの実質住宅価格

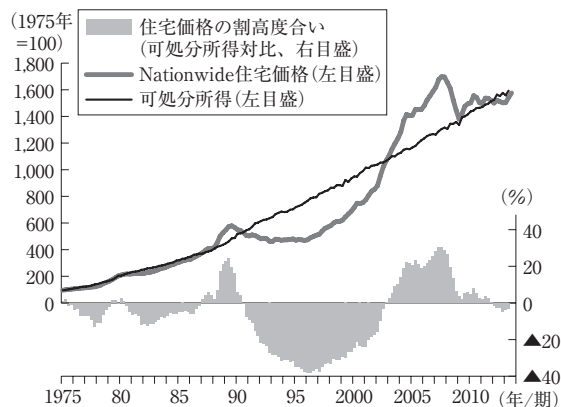


(資料) オランダ不動産業者協会、統計局を基に日本総合研究所作成
 (注) 実質住宅価格は、個人消費デフレーターで実質化。理論値は、1988～98年の住宅価格と可処分所得の相関関係が99年以降も続いたと仮定し算出。2013年以降の住宅価格および可処分所得は、過去3年間と同ペースで下落が続くと仮定し算出。

一方、イギリスでは、BOEの融資促進策や、「Help to Buy」と呼ばれる政府の住宅購入支援策などを背景に、2013年春以降、住宅価格が大幅に上昇している。さらに、政府は、2013年4月から実施している住宅担保ローンに加え、10月には住宅ローン保証を新たに導入するなど、住宅購入支援策を一段と拡充している。

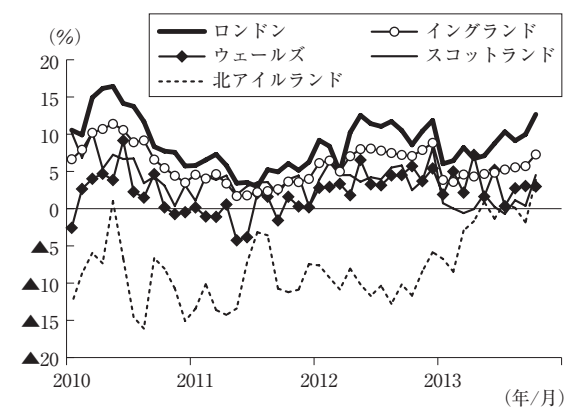
足許の住宅価格は、所得水準からみて必ずしも割高感が生じている状況ではないものの、ロンドン中心部では、投資資金の流入による価格高騰により、実需の住宅購入が難しくなるなど、一部地域で住宅バブルの懸念も台頭している(図表8、9)。こうしたなか、BOEは、住宅市場の過熱を未然に防ぐため、住宅向け融資促進策を2013年末で終了すると発表した。今後も、政府の住宅購入支援策は継続されることから、住宅価格の上昇基調は続くと思われるものの、BOEの政策変更により、上昇ペースは鈍化するとみられる。このため、資産効果や住宅購入を契機とした耐久財消費の増加など、住宅を通じた景気押し上げ効果は、徐々に縮小していく可能性が高い。

(図表8) イギリスの住宅価格の割高度合い



(資料) ONS, Nationwide

(図表9) イギリスの地域別住宅価格(前年比)

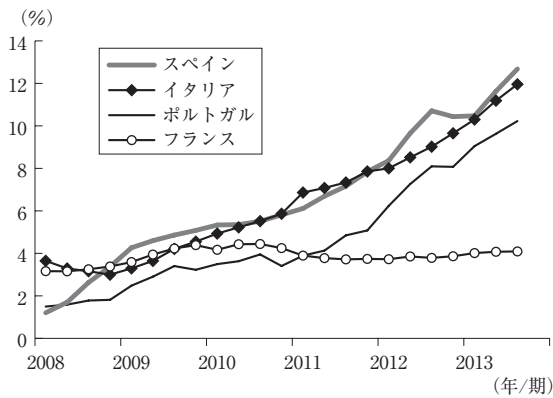


(資料) ONS

(2) 不良債権問題

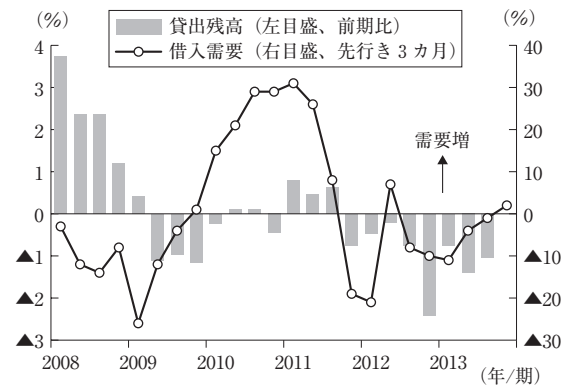
住宅価格の下落による悪影響は家計部門だけにとどまらず、金融システムにも及んでいる。建設・不動産向け貸出の焦げ付きだけでなく、景気悪化による企業業績の低迷を受け、南欧諸国の銀行を中心に不良債権の増加に歯止めがかかっていない（図表10）。足許、景気を持ち直しに伴い、企業の借入需要は好転の兆しがみられているものの、金融機関の自己資本が脆弱ななか、慎重な貸出姿勢を続けており、早期の貸出増加は見込み難い状況にある（図表11）。

(図表10) 各国銀行の企業向け融資における不良債権比率



(資料) 各国中央銀行

(図表11) ユーロ圏銀行の企業向け貸出残高と企業の借入需要



(資料) ECB

(注) 借入需要は、「増やす」の割合-「減らす」の割合。

こうしたなか、欧州では、銀行の信用力を高めるため、①単一銀行監督制度、②単一破たん処理制度、③単一預金保険制度からなる、銀行同盟の設立に向けて協議が進展している（図表12）。まず、銀行監督に関しては、従来の「各国による自国銀行の監督」では、その評価基準や信頼性が違うため、銀行の信用力に対する正確な評価が困難との考えから、銀行監督のECBへの一元化が決定された。これに先立ち、2014年秋にかけてECBが行うユーロ圏主要銀行の審査では、不良債権の定義が統一され、審査基準の明瞭化が期待されている。さらに、銀行審査について、「不合格にすることも躊躇しない」とのドラギ総裁の発言を踏まえると、審査の信頼性も十分に担保されるとみられる。また、破たん処理に関しても、EU経済財務相理事会が、単一破た

(図表12) 金融市場の安定化に向けた取り組み

欧州安定メカニズム (ESM) による銀行への直接資本注入 (2014年後半) <ul style="list-style-type: none"> ・600億ユーロを上限に、政府を介さず銀行へ直接資本を注入可能に ・銀行の経営難が国家の財政悪化に波及する「負の連鎖」の遮断が目的
銀行同盟 <ul style="list-style-type: none"> ① 単一銀行監督制度 (2014年11月上旬) <ul style="list-style-type: none"> ・ECBが域内6,000行のうち大手行130~150行を直接監督 ・ECBによるユーロ圏主要銀行の包括的審査 (2014年10月完了) <ul style="list-style-type: none"> ・対象：ユーロ圏の主要128行 (ユーロ圏の銀行資産の85%相当) ・統一基準による3段階の審査 <ol style="list-style-type: none"> (1) リスク審査 (流動性などの危険性を審査) (2) 資産の質の査定 (統一基準による不良債権評価など) (3) ストレステスト (ECBとEBAによる、経済危機などを想定したテスト) ② 単一破たん処理制度 (2015年1月) <ul style="list-style-type: none"> ・単一破たん処理権限を持つ、破たん処理委員会を創設 ・破たん処理プロセス <ol style="list-style-type: none"> (1) ECBが各銀行が存続可能かどうかを判断 (2) 破たん処理委員会が破たんの是非・処理方法を策定 (3) 欧州委員会が破たん処理委員会の決定を拒否または改変する場合には、EU理事会に提案書を提出 (4) 理事会が24時間以内に異議申し立てをしない場合、破たん処理委員会の決定が有効に。理事会は、28カ国のうち過半数の承認により、欧州委員会の提案を可決可能。 ・対象：上記包括的審査対象128行と母国以外の国でも活動する銀行 (これ以外の中小金融機関については母国当局が破たん処理権限保有) ・破たん処理基金は対象銀行が10年間で550億ユーロを積立。積立期間中は、各国の破たん処理基金や欧州安定メカニズムから資本注入。 ③ 単一預金保険制度 (時期未定) <ul style="list-style-type: none"> ・ドイツなどが預金保険基金の統合に反対

(資料) 欧州委員会、ECB、EU理事会などを基に日本総合研究所作成

ん処理委員会の創設と単一破たん処理基金の設立で合意するなど、協議が前進している。

もっとも、単一破たん処理制度について、手続きの方法や基金の規模に懸念が残るほか、単一預金保険制度については、費用負担の面などから、ドイツなどの反対が依然として根強い。このため、銀行同盟がスケジュール通りに完成するかは不透明であり、銀行の信用力回復には、なお時間を要すると見込まざるを得ない。

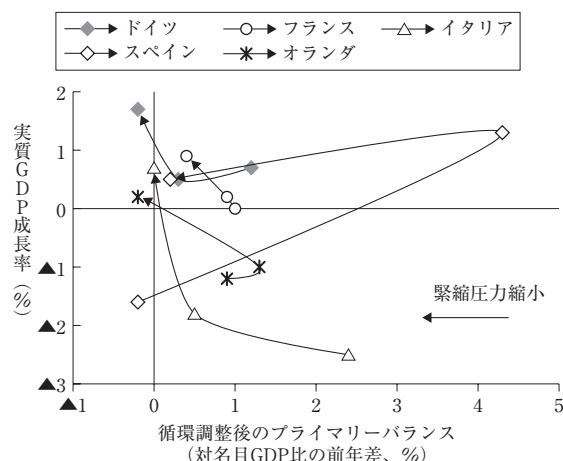
なお、ECBによる銀行審査の結果、救済が必要となった銀行に対して、欧州安定メカニズム（ESM）からの直接資金注入が認められたため、銀行救済が財政悪化を招き、それが各国の国債金利の上昇を招くという「負の連鎖」は断たれる方向にある。もっとも、破たん処理方法について合意がみられていないなか、ESMによる直接資金注入が効果的に行えず金融システム不安が再燃するリスクは、完全には払拭されていない（4. リスクシナリオを参照）。

(3) 財政緊縮から経済成長へ

以上のように、住宅市場の調整や不良債権問題が欧州景気の下押しに作用し続けるとみられる一方、財政緊縮の緩和や外需の持ち直しを契機とした景気回復への期待も徐々に高まっている。

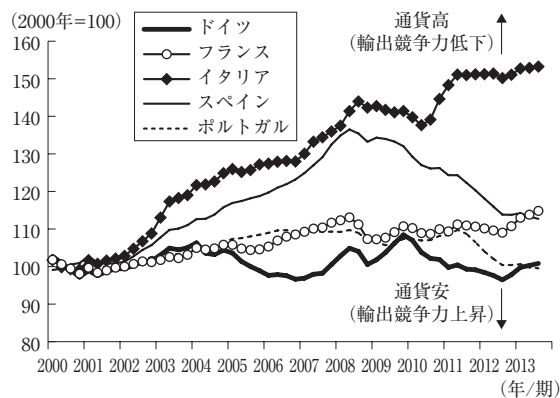
欧州では、財政緊縮と景気悪化の「悪循環」を断つべく、財政赤字削減目標の達成期限の延長を決定するなど、財政健全化一辺倒から、経済成長にも配慮した政策へ転換しつつある。このため、ユーロ圏主要国の財政緊縮度合いを示す、循環調整後のプライマリーバランスの前年差は、2014年にかけて、いずれの国も緊縮圧力が縮小する方向にある（図表13）。今後数年間は財政緊縮が継続

(図表13) ユーロ圏主要5カ国の経済・財政見通し



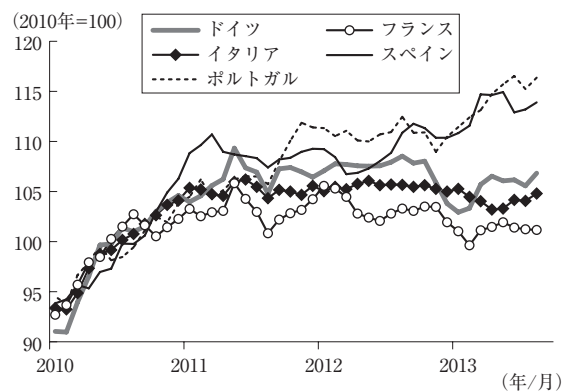
(資料) 欧州委員会「2013年秋季経済見通し」
(注) いずれも、始点が2012年、終点が2014年。

(図表14) ユーロ圏各国の実質実効為替レート (単位労働コストベース)



(資料) IMF

(図表15) ユーロ圏各国の実質輸出 (後方3カ月平均)



(資料) Eurostat

されることから、景気への下押し圧力は残るものの、その圧力は軽減される方向に向かうとみられる。

こうした状況下、域外景気の回復を背景とした外需の持ち直しが、景気の下支え役となりつつある。とりわけ、財政支援の条件として労働市場改革を課されたスペインやポルトガルでは、労働コストの大幅な低下が輸出競争力の向上に寄与し、足許で輸出が急増している（図表14、15）。さらに、両国では、旧宗主国としてのつながりを活かした南米やアフリカ諸国への進出も功を奏し、域外輸出が著しく伸びている（図表16）。先行き、低い労働コストと仕向地の多角化を背景に、両国の輸出は堅調な伸びが続くとみられる。

これに対し、有効な労働コスト削減策が示されていないフランスやイタリアでは、労働コストの高止まりが続いている。この結果、両国では、外需持ち直しの恩恵は限定的となる公算が大きい。

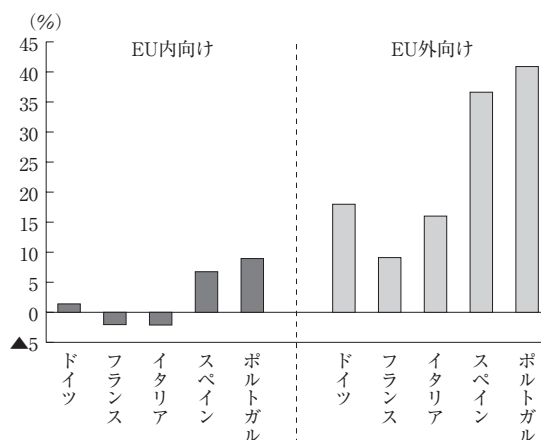
なお、厳しい財政緊縮の続くギリシャでは、2013年1～9月の外国人観光客数が前年比+10%と大幅に増加するなど、GDPの約2割を占める観光業が好調に推移している。このため、2014年には7年ぶりのプラス成長に転じる見込みながら、観光業以外に景気回復を牽引する主要な産業が見当たらないなか、高水準の利払い等財政面での不安を払しょくできるだけの高成長は見込めず、引き続き、トロイカ（EU・ECB・IMF）による財政支援に頼らざるを得ない状況にある。支援の条件として、引き続き財政緊縮が求められるのは不可避であり、財政緊縮と景気悪化の「悪循環」からの脱却には、なお時間を要するとみられる。

(4) 所得増・投資増に向けて

以上のように、これまで景気の悪化が続いてきた南欧諸国も、財政面からの下押し圧力の軽減と外需の持ち直しをきっかけに景気回復の糸口をつかみつつある。もっとも、景気回復の本格化には、内需の持ち直し、すなわち家計部門の所得の増加や企業部門の投資の増加といった内需の好循環の顕現化が不可欠である。そうした点から欧州各国の景気の先行きをみると、ドイツと南欧諸国を中心とした他の国々との間で、持ち直しペースに大きな差異が生じることが予想される。

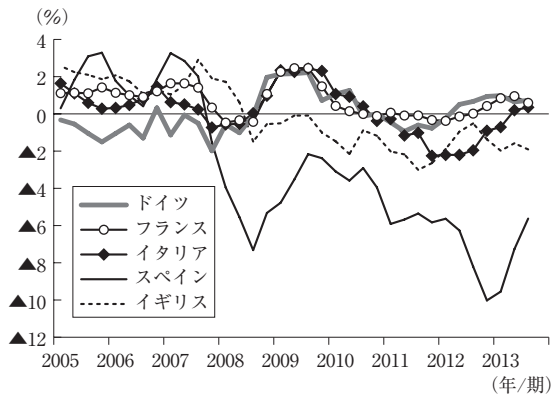
まず、ドイツでは、足許で緩やかな賃金上昇が続いているほか、先行きも、メルケル首相率いる与党CDU・CSUと最大与党SPDとの大連立によって導入が予定される最低賃金制度が、賃金の押し上げに寄与するとみられ、個人消費の回復傾向が続く見込みである（図表17）。一方、南欧諸国では、景気が持ち直しに転じているものの、これまでの深刻な景気後退によって低下していた労働参加率が今後は上昇に転じるとみられることから、当面、失業率の高止まりが続く公算が大きい。過去の失業率と賃金の伸び率の関係をみると、名目賃金の伸び上昇には、失業率の改善後、半年程度の時間を要しており、賃

(図表16) ユーロ圏各国のEU内外別実質輸出
(2010年1～9月平均から2013年1～9月平均への伸び率)



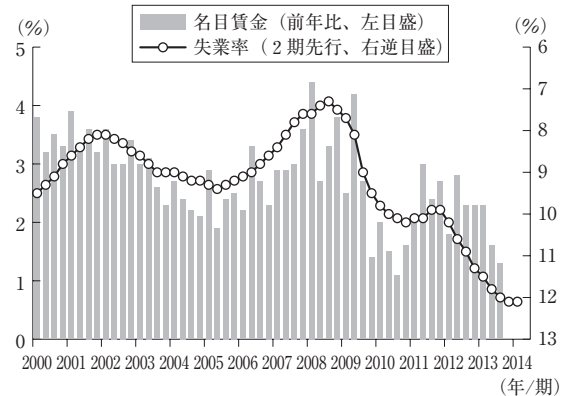
(資料) Eurostat

(図表17) 欧州主要国の実質賃金（前年比）



(資料) Eurostat、各国統計局
(注) HICPで実質化。

(図表18) ユーロ圏の失業率と名目賃金



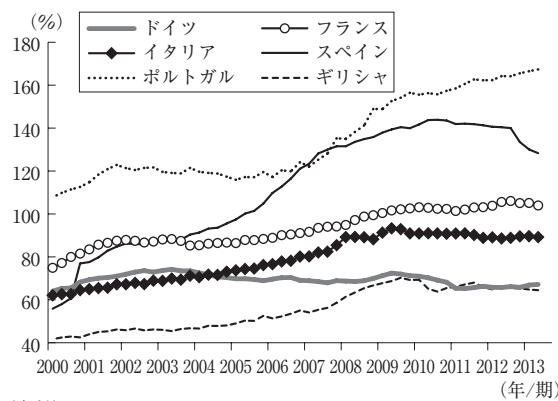
(資料) Eurostat

金の回復は早くとも2014年半ば以降になるだろう（図表18）。

次に、企業部門に目を転じると、ドイツでは、企業マインドの改善などを背景に、設備投資が徐々に持ち直している。一方、南欧諸国では、景気悪化が長期化するなか、企業収益の低迷が続いており、企業部門の過剰債務の調整はほとんど進んでいない（図表19）。スペインでは、2012年後半以降、債務圧縮が進み始めたものの、フランスやイタリアでは依然歴史的な高水準にあり、ポルトガルに至っては、債務の増大に歯止めがかかっていない。こうした状況下、企業は債務の借り換えや返済を優先せざるを得ず、設備投資は力強さを欠く状況が続くと見込まれる（図表20）。

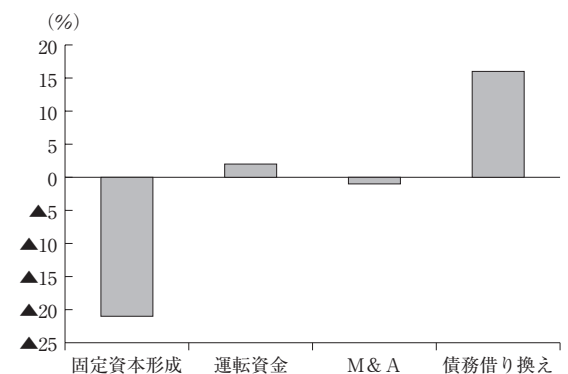
以上のように、ドイツでは、賃金の堅調な伸びや企業部門の持ち直しに伴う設備投資の増加を起点とした景気の好循環が期待される一方、ドイツ以外の国々では、賃金の伸び悩みや設備投資の弱含みが続くともておく必要がある。とりわけ、住宅市場の調整や不良債権問題による内需の低迷が続く国では、成長の牽引役を外需に頼らざるを得ず、所得増や投資増を通じた成長の好循環は、当面期待できないだろう。

(図表19) 非金融法人企業の債務残高（対名目GDP比）



(資料) ECB

(図表20) ユーロ圏企業の目的別借入需要（2013年10月）



(資料) ECB
(注) 過去3カ月間。「増やした」の割合-「減らした」の割合。

3. 2014～2015年の欧州経済見通し

以上の分析を踏まえたうえで、2014～2015年の欧州経済を展望する。

(1) ユーロ圏

ドイツでは、堅調な雇用・所得環境を背景に国内需要が堅調に推移するなか、海外景気の持ち直しを受けた輸出の増加により、景気の回復傾向が明確化するとみられる。

一方、フランスや南欧諸国では、景況感の改善を背景に、景気に底打ちの兆しがみられるものの、緊縮財政や雇用・所得環境の厳しさなどの下押し圧力が残存するため、当面低成長が続く可能性が高い。

以上を踏まえると、ユーロ圏全体では、南欧諸国での内需低迷が景気下押しに作用し、2015年にかけて、1%前後の低成長が続く見通しである（図表21、22）。

ユーロ圏のインフレ率は、景気の底打ちを背景に、一段の低下は回避される見込みながら、雇用・所得環境の厳しさを背景とした域内需要の低迷や原油価格の安定により、2015年にかけて、1%台前半の低水準での推移が続くとみられる。

(図表21) ユーロ圏経済見通し

(前年比、実質GDPの四半期は季節調整済前期比年率、%)

	2013年			2014年				2015年				2013年	2014年	2015年
	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12			
	(予測)													
実質GDP	1.2	0.3	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9	1.1	1.2	1.2	1.3	▲0.5	0.7	1.0
個人消費	0.6	0.3	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	▲0.7	0.4	0.5
政府消費	0.1	0.8	0.0	▲0.3	▲0.2	▲0.2	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	▲0.0	0.0
総固定資本形成	0.8	1.6	0.2	0.6	0.8	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	▲3.3	0.8	1.2
在庫投資	▲0.6	1.0	0.1	0.1	▲0.1	0.0	▲0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	▲0.1	0.1	▲0.0
純輸出	1.3	▲1.3	0.2	0.3	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7	0.4	0.2	0.5
輸出	8.8	0.7	2.7	3.0	3.4	3.4	3.5	3.6	3.7	3.8	3.9	1.0	3.1	3.6
輸入	6.5	4.0	2.5	2.6	2.6	2.7	2.7	2.7	2.7	2.8	2.8	0.1	3.0	2.7

(注) 在庫投資、純輸出の年間値は前年比寄与度、四半期値は前期比年率寄与度。

(図表22) 主要国別経済成長率・物価見通し

(前年比、実質GDPの四半期は季節調整済前期比年率、%)

	2013年			2014年				2015年				2013年	2014年	2015年	
	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12				
	(予測)														(予測)
ユーロ圏	実質GDP	1.2	0.3	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9	1.1	1.2	1.2	1.3	▲0.5	0.7	1.0
	消費者物価指数	1.4	1.3	0.9	1.2	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.3	1.4
ドイツ	実質GDP	2.9	1.3	1.3	1.4	1.6	1.5	1.4	1.6	1.5	1.5	1.8	0.4	1.5	1.5
	消費者物価指数	1.5	1.7	1.4	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6	1.7
フランス	実質GDP	2.3	▲0.5	0.4	0.8	0.9	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3	1.4	0.2	0.7	1.2
	消費者物価指数	0.9	1.1	0.9	1.2	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4	1.0	1.3	1.4
イギリス	実質GDP	3.2	3.1	1.7	1.4	1.7	2.1	2.2	1.9	2.0	1.8	2.0	1.2	1.7	1.8
	消費者物価指数	2.7	2.8	2.2	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.2	2.1	2.0	2.6	2.4	2.2

(2) イギリス

イギリス景気は、株価や住宅価格の上昇を背景に、消費者マインドの改善が続き、緩やかな景気回復が続くとみられる。もっとも、所得環境に厳しさが残るなか、個人消費の力強い回復は期待し難い状況

である。

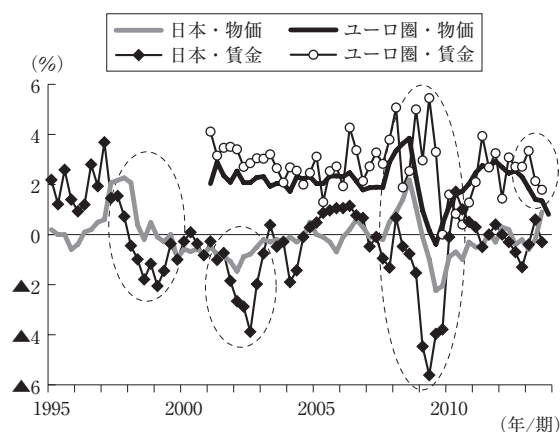
インフレ率は、エネルギー価格上昇ペースの鈍化が物価押し下げに作用するため、2015年にかけて、2%台前半へ低下していくとみられる。

4. リスクシナリオー欧州金融システム不安の再燃

以上のメインシナリオに対するリスクシナリオとして、欧州の金融システム不安の再燃を指摘したい。2014年10月にかけて実施される銀行査定の結果、一部の銀行で予想以上の資金不足が明らかになった場合、ESMによる直接資本注入の前提として、投資家や預金者、自国政府による大幅な負担が求められ、金融市場の混乱や国債利回りの急上昇を招く恐れがある。さらに、ESMの支援体制が銀行の資本不足を十分補えるか、との懸念が台頭する可能性も否定できない。これらの懸念が顕現化した場合には、企業・消費者マインドの悪化による域内需要の大幅な落ち込みを招くことになり、景気が再び悪化する可能性もある。

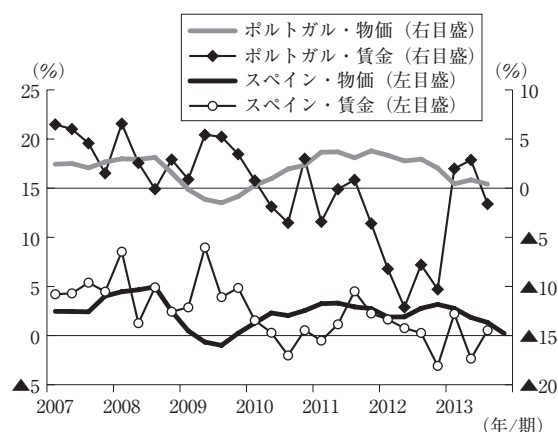
さらに、域内需要の大幅な落ち込みは、すでに伸びが鈍化しているユーロ圏諸国の物価を一段と下押しすることになる。日欧の物価動向を比較すると、元来、欧州では、物価に先立って賃金が下落してきた日本と異なり、賃金に一定程度の下方硬直性があるため、賃金下落を契機とする消費減少・物価下落には陥りにくい構造にはある（図表23）。しかしながら、スペインやポルトガルなど一部の南欧諸国では、労働コスト削減のため賃金が大幅に引き下げられており、すでに物価の伸びが大きく鈍化している（図表24）。今後、輸出の回復を契機に企業部門が持ち直していけば、徐々に賃金の下落に歯止めがかかると見込みながら、金融システム不安の再燃により、内需の落ち込みが深刻化した場合、賃金の一段の低下が避けられず、デフレスパイラルに陥る危険性があるだろう。

（図表23）日欧の物価と賃金上昇率（前年比）



（資料）Eurostat、総務省（日本）、厚生労働省（日本）

（図表24）南欧諸国の物価と賃金上昇率（前年比）



（資料）Eurostat、各国統計局

研究員 井上 恵理菜

（2014. 1. 8）