

# 基礎研 レター

## 欧州の新たな危機 —ドイツの大規模財政出動だけでは コロナ危機は克服できない

経済研究部 研究理事 伊藤 さゆり  
(03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

### 1— 広がり長引くロックダウン(封鎖措置)

欧州は新型コロナウイルスの感染の急激な拡大による新たな危機に直面している。

ユーロ圏経済は、新型コロナウイルスの問題が生じる前から、中国の景気減速や米中貿易摩擦、英国の欧州連合（EU）離脱、EUの環境規制の厳格化などの複合的な要因で、輸出、製造業が失速していた。

新型コロナウイルスは、2月中旬まで、主に中国とアジアの問題だった段階でも、弱い欧州経済の勢いを削ぐおそれはあった。

2月下旬以降は、域内での感染が一気に加速（図表1）、平時では例のない厳しい活動制限に追い込まれ、経済の大幅な落ち込みは避けられない情勢となった。イタリア、フランス、スペイン、ベルギーやドイツのバイエルン州などが次々とロックダウン（外出制限や生活必需品以外の店舗閉鎖などの強硬な封鎖措置）に動き、圏内でのヒトの移動も制限が課されている<sup>1</sup>。大規模イベントの自粛や学校の休校などに欧州大陸諸国よりも慎重な立場を取ってきた英国も<sup>2</sup>、感染拡大の加速を受けて、短期間で活動制限の段階を引き上げ、23日に3週間の全土のロックダウンを決めた。本稿執筆時点では、ロックダウンの期間延長<sup>3</sup>や、制限を強化する動きはあっても、緩和の動きはない。

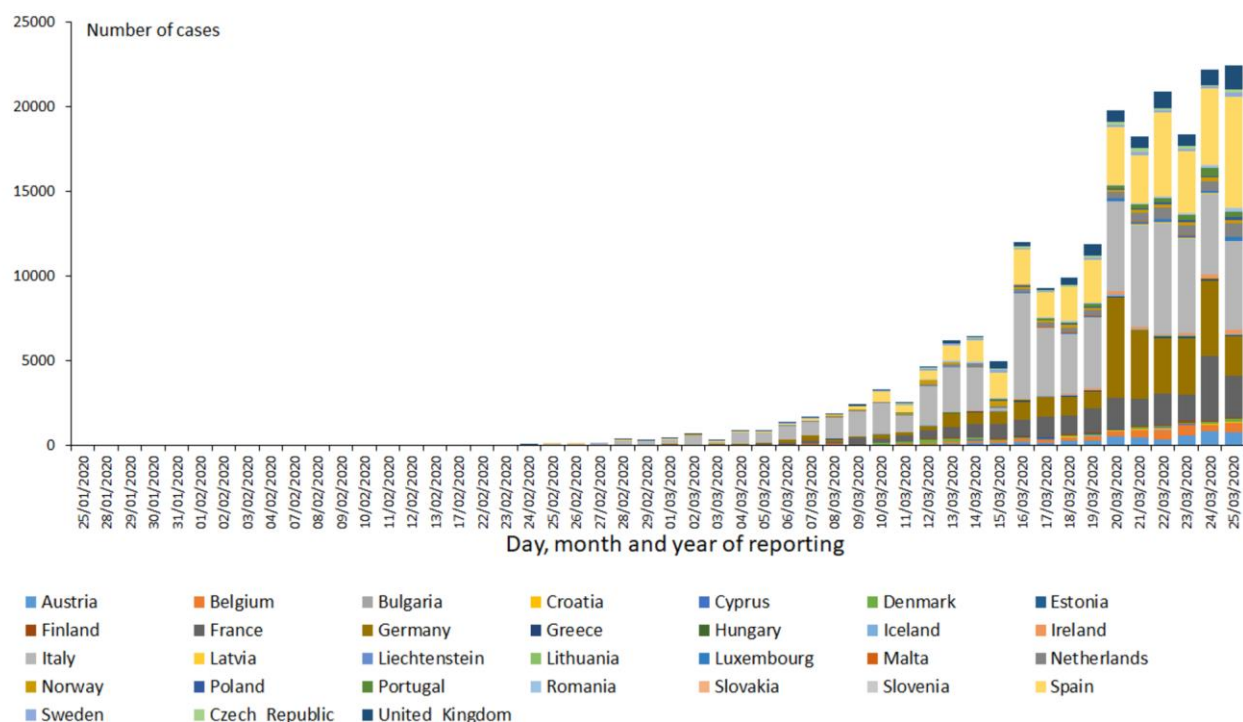
域内外とのヒトの移動も事実上停止状態となった。EUは3月17日に、第3国から入域を30日間原則禁止することを決めた。渡航制限や入国拒否は世界各国に広がる。

<sup>1</sup> EU圏内でのヒトの自由な移動のため出入国審査を撤廃した「シェンゲン圏内」でも、感染拡大防止のためチェコ、ポーランド、ドイツ、オーストリアなどに国境管理導入の動きが広がる。チェコはこれまで認めてきた越境労働者の往来も禁止することを決めており、ドイツのバイエルン州は労働力の確保という面でも打撃を受けるおそれがある。

<sup>2</sup> 基礎研レター2020-03-13「[英国は金融財政政策協調を新型コロナ拡大防止策より先行—背景にある長期戦への覚悟](#)」をご参照下さい。

<sup>3</sup> イタリアは、3月10日から4月3日まで全土封鎖に入ったが、感染拡大のペースが鈍らないことから、21日には食品など生活必需品以外、全産業の生産活動を停止すると発表した。スペインは当初3月15日から29日までとした外出制限を4月12日まで延長することを決めている。

図表1 欧州の新型コロナウイルス感染者数



(資料) ECDC (欧州疾病予防管理センター、<https://www.ecdc.europa.eu/en/cases-2019-ncov-eueea>)

## 2——リーマン超えが見込まれる経済活動への打撃

### 1 | 深いマイナス成長が見込まれる20年上半期

感染拡大抑制の強硬措置が、域内外で強化されていることで、ユーロ圏は少なくとも1～3月期、4～6月期は、急激かつ深いマイナス成長となるだろう。

当研究所では、ユーロ圏の経済見通しを3月10日に作成しており、この段階で、すでに1～3月期と4～6月期の2四半期連続のマイナス成長は不可避と見ていた<sup>4</sup>。その後、感染拡大で先行した中国では4月8日に1月23日から続いていた武漢市の封鎖措置が解除されるなど正常化に動き出しているが、欧州域内外にロックダウンが広がっており、相互に悪影響を及ぼしあう景気の落ち込みが現実化しつつある。

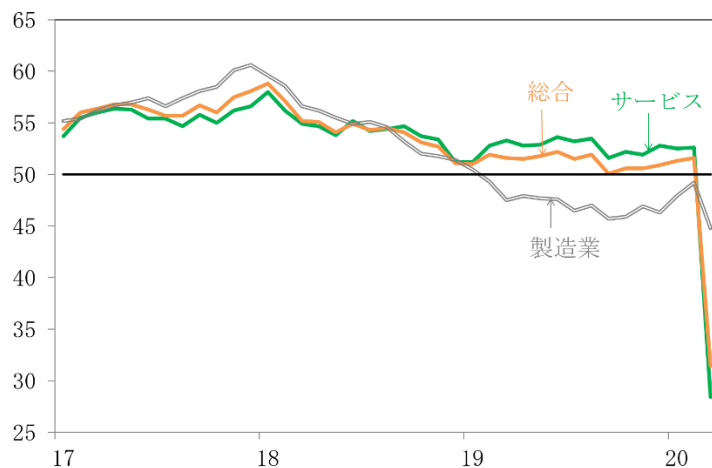
ユーロ圏の総合購買担当者指数（PMI）の3月速報値は生産活動の拡大と縮小の分かれ目となる50を大きく下回る31.4に沈んだ（図表2）。活動制限や移動制限が直接影響するサービス業の落ち込みが特に厳しく、19年初から続いていた製造業の不振をサービス業が補う構図が崩れた。

<sup>4</sup> Weekly エコノミスト・レター2020-3-10「[新型コロナウイルス拡大で景気は後退-2020～21年欧州経済見通し](#)」をご参照下さい。

3月の段階では、持ちこたえているように見える製造業を巡る状況も厳しい。関連産業のすそ野が広い自動車メーカーに、需要の急激な減少、部品供給の遅延、従業員の感染予防という複合的な要因から生産停止の動きが広がっている。

20年間のユーロ圏の実質GDPはマイナス、それもリーマン・ショック後の2009年の前年比マイナス4.5%を超える落ち込みが確実視される情勢だ。

図表2 ユーロ圏の総合担当者指数（PMI）



(資料) Markit

## 2 | 見込み難いV字型回復

コロナ・ショックは、経済の落ち込み幅だけでなく、生産や雇用の水準の回復に要する時間でも、リーマン・ショックを超えるおそれがある。

### (1)リーマン・ショックの経験

リーマン・ショック時は、急激な世界的信用収縮が景気に急ブレーキを掛けたが、金融システム対策と金融政策、財政政策で経済活動を刺激することが可能だった。主要20カ国地域（G20）による協調的な取り組みもあり、大幅なマイナス成長は2四半期に留まり、持ち直しに転じたことで（図表3）、2010年の実質GDPは同2.1%に回復した。

しかし、リーマン・ショック後のユーロ圏の回復局面は長続きせず、ユーロ圏内の過剰債務国を中心とする財政と金融、経済が相互に影響を及ぼしあう債務危機に陥った。圏内の競争力の格差と経常収支の不均衡が持続不可能な水準に蓄積していたことが原因だ。

このため、欧州が受けた打撃は、震源地の米国よりも大きく、底入れからピークの生産活動の水準の回復までに6年と、米国の2年より遥かに長い期間を費やした。

### (2)コロナ・ショックの特性

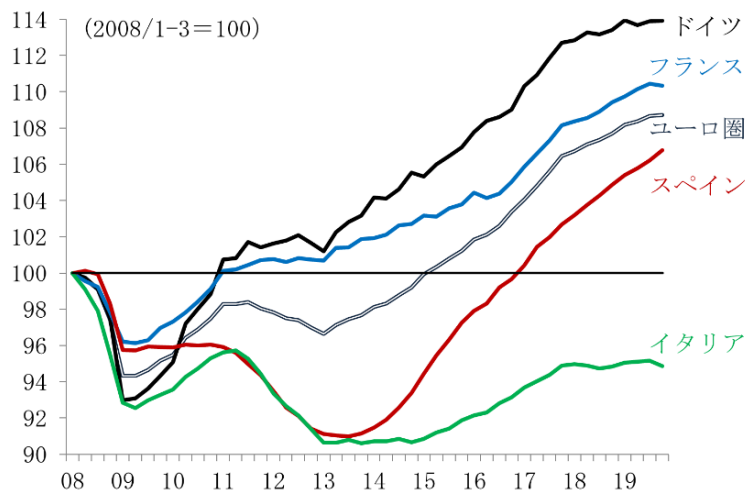
今回は、欧州各国での感染拡大のペースが4～6月期中に鈍り始め、7～9月期には、活動制限や移動制限の緩和を探り始めるとしても、ロックダウンによる急激な落ち込みをカバーするようなV字

型回復は期待できない。感染拡大再燃のリスクから制限解除は慎重に進めざるを得ないし、再強化もあり得るだろう。域外においても同様の展開が予想され、モノやヒトの流れが短期間で平時に戻ることは考えにくい。

コロナ・ショックが債務危機や金融危機を誘発すれば、リーマン・ショック後と同じように、中国や米国、日本などの底入れ後も、ユーロ圏だけが取り残されるおそれがある。

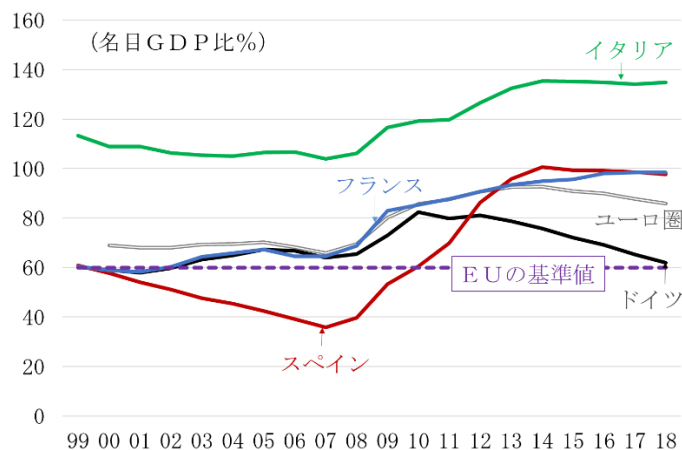
ユーロ圏は、リーマン・ショックと債務危機への政策対応で、欧州安定メカニズム（ESM）という常設の資金繰り支援の枠組みを備えるようになり、銀行監督と破綻処理も「銀行同盟」として一元化され、ルールの統一化や、銀行経営の透明化、健全化などが進んだ。

図表3 ユーロ圏と主要国の実質GDP



(資料) 欧州委員会統計局(eurostat)

図表4 ユーロ圏と主要国の政府債務残高名目GDP比



(資料) 欧州委員会統計局(eurostat)

しかし、圏内の格差の解消が十分に進まず、コロナ・ショックで圏内の格差は一段と拡大すれば、EUやユーロの持続可能性が改めて問われてくる。感染拡大が最も深刻なイタリアは、リーマン・ショックに続くユーロ圏内の債務危機による二番底をつけた後、リーマン前の生産活動の水準を回復で

きないまま今回の危機を迎えた（図表3）。イタリアの政府債務残高の規模は大きく（図表4）、銀行システムの収益力も低い。

目下、世界全体で、関心は、ロックアウトなどの措置で、自国での感染拡大に歯止めをかけられるかに集中しているが、感染拡大ペースが落ち着き始めた段階では、EUやユーロの持続可能性に焦点が当たる可能性がある。

### 3—コロナ・ショックへの欧州の対応

ユーロやEUの持続可能性が危ぶまれるような事態を回避する鍵は、危機対応での「連帯」と「協調」にある。

これまでの中央銀行、加盟各国、EUとしての対応は、以下のとおりである。

#### 1 | 中央銀行の対応

欧州中央銀行（ECB）は、リーマン・ショックやユーロ圏の債務危機で大きな役割を果たしたが、コロナ危機へのECBの初動には問題があった。米連邦準備制度理事会（FRB）による第1回の緊急利下げ後の3月12日の定例の政策決定会合で、①6月の次回の3年物のターゲット型資金供給（TLTROⅢ）までの長期資金供給（LTRO）の実施、②TLTROⅢの実施期間の延長（21年3月→21年6月）、適用金利の引き下げ（オペ金利～中銀預金金利→同マイナス25bp）、利用条件の緩和、③民間資産を中心とする1200億ユーロの追加の資産買い入れ（2020年末まで）を決めた。

その後、18日に異例の深夜の臨時理事会で、7500億ユーロ規模の「パンデミック買い入れプログラム（PEPP）」追加決定した（図表5上段）。

定例理事会と臨時理事会の間にも、欧州域内でのパンデミックは一段と深刻化し、フランス、スペイン、ベルギーへと外出禁止や全店閉鎖などの行動制限を採用する国が広がり、経済への打撃が一段と大きくなることが避けられなくなった。さらに、感染拡大が深刻なイタリアやスペイン売りで対ドイツ国債スプレッドが拡大していたにも関わらず、定例理事会後の記者会見でラガルド総裁が「スプレッド縮小はECBの役割ではない」という「連帯」と「協調」の欠如を象徴するような発言をし、事態を悪化させたことも、臨時理事会での決定を迫られた背景にある。

18日の臨時理事会の追加措置の重要な点は、単に追加の資産買い入れの規模が大きいというだけではない。資産買い入れの対象にギリシャ国債を加え、国債買い入れの配分も、出資比率を基準としつつも、柔軟に運用するとして、イタリアやスペインがスプレッドの上昇を迫られるような場合には、重点的に買い入れをする意欲を示したことだ。社債買い入れプログラム（CSPP）の対象に、商業・ペーパー（CP）を加えることや、担保基準の緩和を決めるなど、危機の影響が大きい企業や国を支える姿勢を示した点も評価できる。

臨時理事会の決定で、ようやくECBの政策が、「連帯」と「協調」を示す非常時にふさわしいものに修正された。

ECBは、今回も、流動性の危機が生じないように、資金供給に万全を尽くす重大な役割を担う。し

かし、行動制限による経済活動の委縮や、公衆衛生上の危機に果たせる役割は限定される。

図表5 欧州中央銀行（ECB）とイングランド銀行（BOE）の政策対応

欧州中央銀行（ECB）

（単位：億ユーロ）

	金額	GDP比	決定日
6月の次回TLTROⅢまで中銀預金金利の水準による長期資金供給実施（LTRO）	-	-	3月12日
3年物資金供給（TLTROⅢ）の実施期間延長（21年6月まで）、適用金利引き下げ	-	-	
1200億ユーロの追加の資産買い入れ枠設定（20年末まで）	1200	1.0%	
パンデミック緊急買い入れプログラム（PEPP、20年末まで）	7500	6.3%	3月18日
社債買い入れプログラム（CSPP）でCPを買い入れ対象とする	-	-	
担保基準の緩和	-	-	

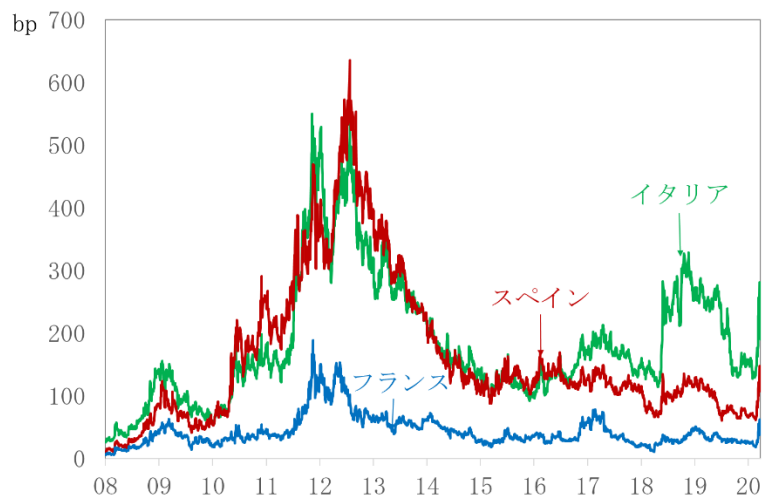
イングランド銀行（BOE）

（単位：億ポンド）

	金額	GDP比	決定日
50bpの緊急利下げ（0.75%→0.25%）	-	-	3月11日
中小企業融資促進のための資金調達スキーム（TFSE）設定	-	-	
追加利下げ（0.25%→0.1%）	-	-	3月19日
追加の資産買い入れ枠設定	2000	9.0%	
中小企業融資促進のための資金調達スキーム（TFSE）の拡張	-	-	

（資料）欧州中央銀行（ECB）、イングランド銀行（BOE）

図表6 対ドイツ国債スプレッド



（資料）Thomson Reuter Datastream

なお、英中央銀行のイングランド銀行（BOE）も行動制限の段階の引き上げに対応して19日に追加策を決めている。20年度予算案との協調を演出した11日の段階では温存した資産買い入れ枠の増加というカードを切り、追加利下げによって政策金利は0.1%と過去最低水準に達した（図表5下段）。

## 2 | 各国政府の対応—与野党対立超えて速やかな動き。財政ルール緩和でも信用力の差は制約となる

欧州各国は、活動や移動への制限の強化に合わせて、緊急経済対策を強化しているが（図表7）、感

染が急拡大し始めた当初の動きは「連帯」や「協調」という面で問題が大きかった。3月4日にはドイツが医療用のマスクや手袋、防護服などの輸出禁止に動き（その後撤回）、「シェンゲン圏内」での国境管理など「自国第一主義」の動きが目立った。

当初の足並みの乱れは、今回の危機の性格が原因となっている面もある。「感染症との戦い」という性格上、移動制限が避けられない。しかも、感染拡大のスピードが速い上に、かけがえのない人命に関わる問題でもあったため、意思決定を急ぐ必要があり、多国間での政策調整に時間が掛けられなかった。

EUと加盟国の権限の分担からくる制約もある。財政主権も公衆衛生上の危機に対処する権限も加盟国が有しているため、緊急対策の主役となるのは加盟国だ。

それでも、ユーロ圏財務相会合（ユーログループ）<sup>5</sup>で、3月16日の段階で、ユーロ圏全体で財政措置の規模は平均GDPの1%、加えて少なくともGDPの10%を超える公的信用保証等を用意する方針を、24日の会合で財政措置の規模は2%、公的信用保証等は13%に拡大したことを確認するなど、「協調」を演出するようになってはいる。

図表7 主要国の緊急経済対策

		金額	GDP比
EU	コロナ対策投資イニシアチブ	380億ユーロ	0.3%
イタリア	医療体制拡充、家計、企業支援	250億ユーロ	1.4%
ドイツ	ドイツ復興金融公庫の信用保証枠設定	4,600億ユーロ	13.4%
	補正予算（短時間労働給付金制度の拡充、納税特別措置など）	1,560億ユーロ	4.5%
スペイン	公的信用保証枠設定	1,000億ユーロ	8.0%
	家計支援（住宅ローンの返済猶予、休業補償など）	1,000億ユーロ	8.0%
フランス	公的信用保証枠設定	3,000億ユーロ	13.5%
	一時帰休手当、税社会保障支払い延期、企業支援金など	450億ユーロ	2.0%
英国	銀行融資に対する政府保証	3,300億ポンド	14.9%
	企業家計支援と公共サービスのための基金	120億ポンド	0.5%
	減税・助成金による直接支援	200億ポンド	0.9%

（資料）各国政府等公表資料、欧州委員会統計局（eurostat）

各国の緊急経済対策は、新型コロナウイルスへの感染の急拡大とロックダウンによる対応という予測不可能な環境激変によって企業や家計が資金繰りの悪化による破綻に追い込まれることや失業に追い込まれることを回避することを目的とする。言い換えれば、ロックダウンなどの経済活動への制限によって感染拡大をコントロールできるようになるまでの間を「つなぐ」ものであり、景気刺激策は含まれていない。医療体制の拡充とともに、労働時間の短縮や一時帰休への給付金、住宅ローン等の返済猶予、税や社会保険料、公共料金等の支払い延期、資金繰りに支障を来す企業の支援などが主な内容だ。

目を引くのは主要国で最も財政余力のあるドイツが、積極的な財政出動へと大きく舵を切ったこと

<sup>5</sup> ユーロ未導入のEU加盟国も加えて行われている。

だろう。EUはコロナ危機対応の財政支出は、財政ルール適用外とすることを決めたが、政府債務残高の増大による信用力の低下という問題から逃れられるわけではない。直面している経済や雇用の危機が他国より大きくても、信用力が低いために、十分な対応を講じられないリスクが気掛かりだ。イタリアは、250億ユーロの緊急対策を決め、追加対策を検討中ではあるが、現時点では、他の主要国に比べて規模は小さい。公的信用保証枠の対GDP比で見た規模はドイツやフランス、イギリスの方がスペインよりも大きい。

### 3 | EUとしての動き—「コロナ債」など既存の枠組みを超えた対応に動けるか

EUには、本来、今回のように特定の加盟国の政策対応力を超える危機に直面した際に、加盟国間の国力の差を調整する役割が期待されるはずだ。しかし、これまでのところ、加盟国の取り組みを妨げないよう財政規律と政府援助のルールの柔軟化を容認するといった受け身の立場に留まってきた。独自の財源に乏しいために、EUが打ち出した「コロナ対策投資イニシアチブ」で動員する金額も380億ユーロ（4.6兆円）、EUのGDPの0.3%相当と小粒だ。

加盟国の信用力格差からくる対策の不足を回避するため、24日のユーログループでは、これまで利用されたことがない欧州安定メカニズム（ESM）の拡大信用メカニズム（ECCU）という予防的与信枠の名目GDP 2%相当額の申請を認めることで合意している。

今後の対応として注目されるのは、コロナ危機対応の財源をEU加盟国が共同で調達する債券（「ユーロ圏共通債」あるいは「コロナ債」）発行の議論だ。ユーロ圏共通債については、南欧諸国の間に債務危機が広がり、自力の資金繰りが困難になった局面<sup>6</sup>でも、解決策として提案された。しかし、ドイツやオランダなど信用力の高い北部の国々が、資金調達コストの上昇につながることや、EUの基本条約の「救済禁止条項」に抵触するといった理由から反対し、実現しなかった。

今回、「コロナ債」としての発行が実現し、スペインのサンチェス首相が求める「欧州のための新しいマーシャルプラン」を立ち上げるような展開になれば、EUの結束の象徴ともなるし、欧州経済の復興のペースは早まる。格差是正、グリーン化、デジタル化といった課題の解決にも近づく。

しかし、「戦時下」と表現されるコロナ危機との戦いでも、今のところ、共通債発行を巡る南北間の見解の対立の構図は変わっていないようだ。イタリアのコンテ首相やスペインのサンチェス首相、ポルトガル中央銀行のコスタ総裁ら、債務危機でESMからの救済を経験した国々が提案、ECBのラガルド総裁は、24日のユーログループで、1回限りの「コロナ債」の発行の検討を要請したと報じられている。26日の首脳会議を前に、統合深化に意欲的なフランス、ベルギー、ルクセンブルクのほか、イタリア、スペイン、ポルトガル、ギリシャ、アイルランド、スロベニアなど債務危機の影響が大きかった国を合わせた9カ国首脳がミッシェル常任議長あてに共同書簡を送った。他方、EUの盟主・ドイツのアルトマイヤー経済相は、24日掲載の独紙ハンデルスブラットとのインタビュー<sup>7</sup>で、「ユーロ圏共通債」を「空論」と切り捨てている。

<sup>6</sup> 著名なものとして Delpla and Weizsäcker (2010)のブルーボンド構想や、ユーログループのユンケル議長とイタリアのトレモンティ財務相によるeボンド構想がある（敬称はいずれも当時）

<sup>7</sup> Interview; Wirtschaftsminister Altmaier: 'Die Diskussion über Euro-Bonds ist eine Gespensterdebatte' Handelsblatt online 2020-03-24



しかし、財政に余裕のあるドイツが多額の財政出動をするだけでは欧州の新たな危機は回避できない。「コロナ債」など、既存の枠組みを超える対応が必要だろう。欧州諸国間のコロナウイルスによる影響の深刻さは医療制度の充実度によって異なる傾向が見られる。イタリアの悲惨な状況は、長年の財政緊縮策と結び付けられることが多い。コロナ危機対応で、イタリアやスペインなどに既存のESMの利用を求め、コロナ危機収束後に今まで以上に厳しい財政緊縮を強いることでEUの単一市場を維持できるという考えの方が「空論」に思える。

#### 4— おわりに— 岐路に立つEUは世界経済の縮図

加盟国間の格差や温度差が広がっていたEUは、果たしてコロナ危機に「連帯」と「協調」で対応できるのか。岐路に立つEUは世界経済の縮図でもある。

コロナ・ショックは世界規模で同時進行している。リーマン・ショック以上の打撃をもたらす可能性が高いにも関わらず、米中間の対立、米欧関係の冷え込み、EUからの英国の離脱などで、リーマン後のような主要20カ国・地域(G20)での政策協調が実現しにくくなっている。

中国が逸早く感染拡大に歯止めを掛け、米国が総額2兆ドルの経済対策に動くなど、国力や信用力のある国は大規模な対策でコロナ危機に立ち向かうことができる。しかし、世界には自力での対応力に限界がある新興国・途上国も多く、多くの人々を取り残す恐れがある。

「連帯」と「協調」を欠いたままでは、世界経済のコロナ危機からの脱却は難しいように思われる。

#### [参考文献]

- 八十田博人(2020)「【イタリア】欧州民主主義の強靱さが試されるコロナ危機」Janet・e-World、2020/3/25
- Delpla and Weizsäcker (2010) ”The Blue Bond Proposal”, Bruegel policy brief, Issue2010/03, May 2010

---

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。