

# 欧州の COVID-19 対策とその評価

## 財政措置は GDP 比 7% 超、倒産と失業の阻止に力点

みずほ総合研究所

調査本部 欧米調査部

03-3591-1265

- 新型コロナウイルスの感染拡大とその後の封鎖措置により、欧州景気は後退局面に入った。3月以降、EU、ECB、EU加盟国は、矢継ぎ早に金融・財政政策を発表している。
- ECBの危機対応策は、最大3兆ユーロの流動性供給と総額8,700億ユーロの資産購入の拡大が柱である。財政政策では、ユーロ圏主要4カ国はGDP比7%を上回る財政措置を採った。
- 2020年の金融・財政政策は倒産と失業の阻止に力点を置いた政策となった。2020年後半の生産再開を容易にし、景気回復を勢い付けさせるための措置ととらえられよう。

### 1. はじめに：COVID-19の感染拡大により、欧州経済は大きな打撃

新型コロナウイルス（以下 COVID-19）の感染拡大とその後に主要国が行った封鎖措置により、欧州は景気後退局面に入った。2020年1～3月期の実質 GDP 成長率は前期比▲3.8%とユーロ圏発足後の最低水準となり、4～6月期は更なる減速が見込まれている。欧州委員会は5月6日に発表した春季経済見通しの中で、4～6月期の GDP 成長率を前期比▲12.2%、2020年通年の成長率を前年比▲7.7%と予測している（図表1）。

3月以降、未曾有の経済危機の中で、欧州連合（EU）、欧州中央銀行（ECB）及び EU 加盟国は、矢継ぎ早に金融・財政政策を打ち出した。危機対応の中心は、金融政策では流動性供給と資産購入の拡大であり、財政政策では封鎖措置に伴う企業への資金支援と家計への所得補填、各国政府や欧州機関による融資保証である。

五月雨式に発表された金融・経済対策は多岐にわたり、その全容の把握は容易ではない。そこで、本稿では3～5月にEU、ECBおよびユーロ圏主要国で採られた金融・財政政策対応をまとめ、現時点での評価を行った。

結論から述べれば、欧州で3～5月に実施された金融・財政政策は、リーマン・

図表1 ユーロ圏各国のGDP見通し（欧州委員会）

（%）			
国名	2019	2020	2021
ユーロ圏	1.2	▲ 7.7	6.3
ドイツ	0.6	▲ 6.5	5.9
フランス	1.3	▲ 8.2	7.4
イタリア	0.3	▲ 9.5	6.5
スペイン	2.0	▲ 9.4	7.0

（資料）欧州委員会より、みずほ総合研究所作成

ショック期を上回る大規模なものである。倒産と失業の阻止に力点を置いた政策であり、需要の大幅な押し上げ効果は期待されていない。2020 年後半の生産再開を容易にし、その後の景気回復を勢い付かせるための措置ととらえられよう。

## 2. ECB の金融政策：流動性供給と資産購入の拡大が柱

欧州中央銀行（ECB）の危機対応策は、最大 3 兆ユーロの流動性供給と総額 8,700 億ユーロの資産購入の拡大の二つの政策が柱である（図表 2）。「適切で的を絞った施策（appropriate and targeted measures）」を採るとの方針の下、中小企業に対する円滑な資金供給を維持するために、ECB は、長期リファイナンスオペの追加実施とリファイナンスオペ参加に必要な担保の要件緩和を行った。更に、意図せざる金融市場のタイト化を防ぐために、ECB は、国債や社債の購入増額を行った。他方で、円滑な信用創造を阻害しかねないマイナス金利の深堀りは見送られた。

### （1）流動性供給の拡大：長期リファイナンスオペの実施

ECB の危機対応の柱の一つは、長期リファイナンスオペの実施による金融システムへの潤沢な流動性の供給である。ECB は、最大で 3 兆ユーロの流動性供給を可能にすると述べている<sup>1</sup>。コロナ危機後の流動性供給策としては、期間 3 年の貸出条件付き長期資金供給オペ（TLTROⅢ）の要件緩和と、期間 7 カ月から 16 カ月のパンデミック緊急長期リファイナンスオペ（PELTRO）の開始が中心である。その他に、次回 TLTRO 実施（2020 年 6 月）までのつなぎ融資として期間 3 カ月の長期リファイナンスオペ（LTRO）も実施された。

図表2 ECBの金融政策

流動性供給の拡大（最大で3兆ユーロ程度）	
	・ 2020年6月から2021年6月まで、TLTROⅢの適用金利を従来から0.25%ポイント引き下げて主要リファイナンスオペ金利（0%）マイナス0.5%（▲0.5%）にする。中小企業向け貸出を増やした金融機関は、預金ファシリティ金利マイナス0.5%（▲1.0%）とする。
	・ PELTRO（パンデミック緊急長期リファイナンスオペ）の開始。オペは2021年7～9月まで、2020年5月19日より全7回実施。主要リファイナンスオペ金利マイナス0.25%（▲0.25%）で借入れ可能。
	・ 次回TLTROⅢ実施期日までの長期リファイナンスオペ（LTRO）の実施。
担保緩和策の実施（適格担保の拡充、適格要件の緩和、リスク許容度緩和、2021年9月まで）	
	・ 企業・家計向け政府保証債権などを各国中銀の判断により受け入れ（追加信用債権（ACC）枠組みを利用）。
	・ 信用評価にあたっては内部モデルの使用を許容。
	・ 無担保債権受入枠の拡大（2.5%→10%）、担保ヘアカット率の20%への引き下げなど。
	・ ギリシャの市場性債券もオペの対象とする。
	・ 4月7日時点で適格担保（BBB-）であった市場性資産は、その後格下げされてもオペの対象として受け入れ。
資産購入の拡大（追加で8,700億ユーロ）	
	・ APPにおける1,200億ユーロの追加購入（2020年末まで）。毎月200億ユーロの既存購入に上乗せ。
	・ PEPP（パンデミック緊急資産購入プログラム）による総額7,500億ユーロの資産購入。ギリシャ国債も購入可（2020年末まで）。

（注）ACC枠組みは、各国中銀が独自判断において受け入れ担保基準を緩和する枠組みのことで、2011年に導入が発表された。例えばフランス中銀であれば信用保証付きの輸出債権や住宅ローン債権などが受け入れ可能な担保として含まれている。  
（資料）ECBより、みずほ総合研究所作成

6月に次回オペが実施される予定のTLTROⅢでは、企業向け貸出を増やした金融機関にはより低利で資金調達を可能にするという従来の制度設計が更に強化された。4月30日の政策理事会で、中小企業向け融資を増やした金融機関は、最大で預金ファシリティ金利（現在は▲0.5%）マイナス0.5%（つまり、適用金利は現在▲1.0%）での資金調達が可能になった<sup>2</sup>。

4月30日の政策理事会で決まったPELTROは、TLTROⅢとは異なり貸出による調達金利の優遇条件は付されていないが、主要リファイナンスオペ金利（現在は0%）マイナス0.25%（適用金利は現在▲0.25%）での資金調達が可能である。オペは5月19日から7回に分けて行われ、返済期日は2021年9月までとなっている。なお、ECBはPELTROの延長に含みを残しており、金融市場の状況次第では2021年10月以降も追加的にオペが行われる可能性がある。

## （２）担保緩和策の実施：適格担保の拡充、適格要件の緩和、リスク許容度緩和

4月7日にECBはリファイナンスオペ参加に必要な担保の緩和策を発表した。担保緩和策は大きく3つに分かれ、流動性供給オペを円滑に実施し、実体経済への資金供給を円滑に行えるようにすることを目的としている。これらの担保緩和策は2021年9月までの措置とされた。

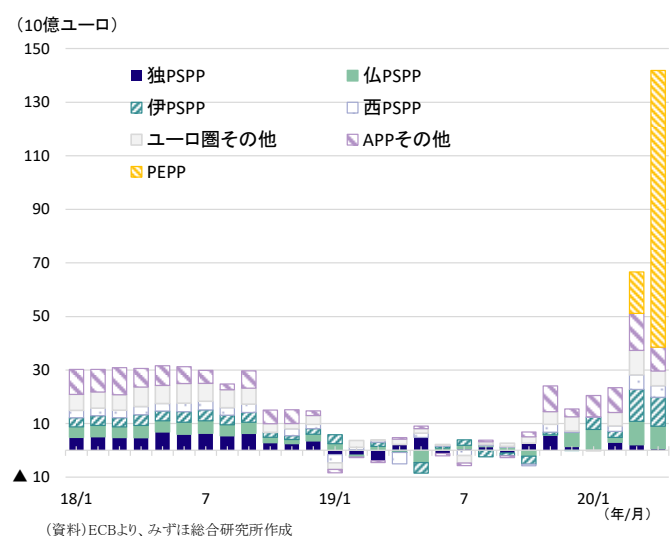
第一は、適格担保の拡充である。政府保証付き企業向けローンなど一部の信用債権（credit claims）を適格担保として受け入れることや、信用リスク評価における内部モデルの使用許可などを通じて適格担保が拡充された<sup>3</sup>。第二は、適格要件の緩和である。国内信用債権の最低必要額の撤廃や、無担保債権の受入枠拡大（2.5%→10%）、ギリシャ社債をオペ担保として受け入れなどが決まった。第三は、一時的なリスク許容度の緩和である。ECBは、担保となる債権のヘアカット率を引き下げただけでなく、格下げによる担保不足に備え、オペの担保として用いる債権の格付について、4月7日時点のものをを用いることを一時的に認めた。これにより、同日以降に格下げされて適格担保ではなくなった債権も、適格担保としてECBのオペに利用できることになった。

## （３）資産購入の拡大

もう一つの柱である資産購入の拡大については、COVID-19の感染拡大を受けて、総額1,200億ユーロの資産購入プログラム（APP）の拡大（以下、「拡大APP」）と、総額7,500億ユーロのパンデミック緊急資産購入プログラム（PEPP）が開始された（発表は各3月12日、18日）。ECBは、少なくとも2020年12月までこれら二つの資産購入プログラムを継続する予定である。10カ月で8,700億ユーロの資産購入は、過去最大規模である。

購入対象について、拡大APP及びPEPPでは、非金融企業のコマーシャルペーパーが

図表3 ECBの資産購入額



新たな購入対象として加わった<sup>4</sup>。CP を購入対象とすることで、資産購入プログラムの持続可能性を高めるとともに、苦境に陥った企業を救済するという信用緩和の側面をより強めた。また、これまで APP では対象外とされてきたギリシャ国債の購入について、PEPP では購入が可能となった。

新たな資産購入プログラム（拡大 APP と PEPP）は、運用における柔軟性の高さが特徴である。これまでの資産購入プログラムと異なり、拡大 APP と PEPP では、毎月の資産購入額が決められていないうえ、資産購入には一銘柄、発行体当たりの購入上限額<sup>5</sup>も定められていない。更に国別の購入割合についても、通常の APP では求められる ECB への各国の資本拠出割合（キャピタルキー）からの一時的な乖離が認められた。

実際、3 月以降に行われている APP のうち公債購入プログラム（PSPP）の残高推移をみると、イタリアやフランスの公債購入シェアが大きく高まっている一方で、ドイツの公債購入シェアがキャピタルキーから逸脱して低下している。4 月には PEPP による購入が急増しており、イタリアなど南欧諸国の国債購入シェアが高いと思われる（前頁図表 3）。PEPP は 7,500 億ユーロの買い入れ予定額に早々に達してしまう可能性があり、6 月 4 日の政策理事会で金額増額が決まる公算が大きい。

### 3. 欧州の財政政策：倒産と失業の阻止に力点を置いた政策

財政政策については、COVID-19 の感染拡大を受けた封鎖措置に伴う企業への資金支援と家計への所得補填が危機対応の中心である。ユーロ圏主要国は真水で 2019 年名目 GDP 比 7%を上回る経済対策を発表した<sup>6</sup>。金融機関融資への保証などを含めれば、事業規模としては同 25%となる（図表 4）。EU レベルおよび各国での主な財政政策は以下のとおりである。

図表4 EU及びユーロ圏主要国の経済対策

	2019年GDP	事業規模合計	うち財政措置	うち保証措置
	(兆ユーロ)	(億ユーロ)	(億ユーロ)	(億ユーロ)
EU	13.9	12,900	10,900	2,000
	名目GDP比 (%)	9.3	7.8	1.4
ドイツ	3.4	12,700	4,500	8,200
	名目GDP比 (%)	37.0	13.1	23.9
フランス	2.4	4,250	1,100	3,150
	名目GDP比 (%)	17.6	4.5	13.0
イタリア	1.8	3,800	800	3,000
	名目GDP比 (%)	21.3	4.5	16.8
スペイン	1.2	1,390	350	1,040
	名目GDP比 (%)	11.2	2.8	8.4
4カ国合計	8.9	22,140	6,750	15,390
	名目GDP比 (%)	24.9	7.6	17.3

（資料）EU、各国政府、各種報道等よりみずほ総合研究所作成

## (1) EU レベル

EU レベルでは、総額 1 兆 2,900 億ユーロの経済対策が決定される見込みである。まず、4 月 7～9 日に開催された EU 財務相会合において、総額 5,400 億ユーロの COVID-19 対策パッケージが決まった。更に 6 月以降には、総額 7,500 億ユーロの復興支援策（後述）が加わる見込みである（図表 5）。

すでに決定している前者には、①欧州安定メカニズム（ESM）を利用した 2,400 億ユーロの与信枠設置、②欧州投資銀行（EIB）による 2,000 億ユーロの融資保証、③EU による各国時短勤務手当に対する 1,000 億ユーロの融資による支援などが含まれる。これらの政策は、6 月 1 日より開始される。

ESM を利用した与信枠の設置は「パンデミック危機支援（Pandemic crisis support）」と呼ばれる。総額は 2,400 億ユーロで、ユーロ圏各国が 2019 年の GDP 比 2%まで利用可能である。ESM 条約第 14 条で定められた予備的金融支援スキームの一つである拡大与信枠（Enhanced conditions credit line）を利用した仕組みである。使途が新型コロナウイルスの医療対策費に限定される代わりに、通常 ESM 融資を利用する際に課される厳しい利用条件は適用が見送られた。4 月 23 日の EU 首脳会合において、本支援スキームは正式に承認された。

EIB による融資保証は「汎欧州保証基金（Pan-European guarantee fund : EGF）」と呼ばれる。総額 2,000 億ユーロまでの基金であり、域内の中小企業への融資に対し EIB が保証を付与する。EU 加盟国が EIB への出資比率に応じて総額 250 億ユーロの保証基金を設立し、2,000 億ユーロの保証を可能にする。5 月 26 日の EIB 理事会において EGF は承認された。

EU レベルでの時短勤務手当への支援は、「失業リスク緩和のための緊急支援（Support to mitigate unemployment risks in an emergency : SURE）」と呼ばれる総額 1,000 億ユーロのプログラムである。フォン・デア・ライエン欧州委員長が 4 月 1 日に発表した<sup>7</sup>。EU 各国により 250 億ユーロの支払いが実施されたところで稼働し、欧州委員会が債券発行する形で市場から資金を調達し、融資を実

図表5 EUの経済対策

	概要	対策規模	備考
「パンデミック危機支援（Pandemic Crisis Support）」 ESMによる与信枠の設置	各国がGDPの2%にあたる額まで与信枠の利用が可能に	総額2,400億ユーロ	利用条件は、資金使途が新型コロナウイルスの直接・間接的な対策（医療、回復、予防）費用であることのみ
「汎欧州保証基金（Pan-European Guarantee Fund: EGF）」 EIBによる中小企業向け融資保証	EIBによる中小企業向け融資の保証	総額2,000億ユーロ	加盟国は、総額250億ユーロの保証差し入れ
「失業リスク緩和のための緊急支援（Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency : SURE）」 EUによる時短補助制度への支援	各国政府が実施する時短勤務手当に対する、EUによる融資による支援	総額1,000億ユーロ	加盟国は、総額最低250億ユーロの保証を差し入れ。ローンに必要な資金は、欧州委員会が金融市場から調達
「Next Generation EU」 復興支援給付・融資 ※未決定	EUの中期予算（MFF、2021～27年）の枠組みで実施。各国の復興プログラムなどへの支援を実施	総額7,500億ユーロ（5,000億ユーロの交付金と2,500億ユーロの融資プログラムから成る）	資金は欧州委が債券発行し市場調達。排出権取引、国境炭素税、デジタル課税、大企業向け課税で賄う予定だが、加盟国の反対も。

（資料）EUより、みずほ総合研究所作成



行する。各国の時短勤務手当を支援するのが目的である。

他方、総額 1 兆ユーロといわれた欧州共同債（いわゆる「コロナ債」）による資金調達に基づく対策については、導入が見送られた。共同債を救済資金に充てるべきとするフランスやイタリアなどと、債務共通化を断固として拒否するドイツやオランダなどとの間で意見が相違したことが主因である<sup>8</sup>。

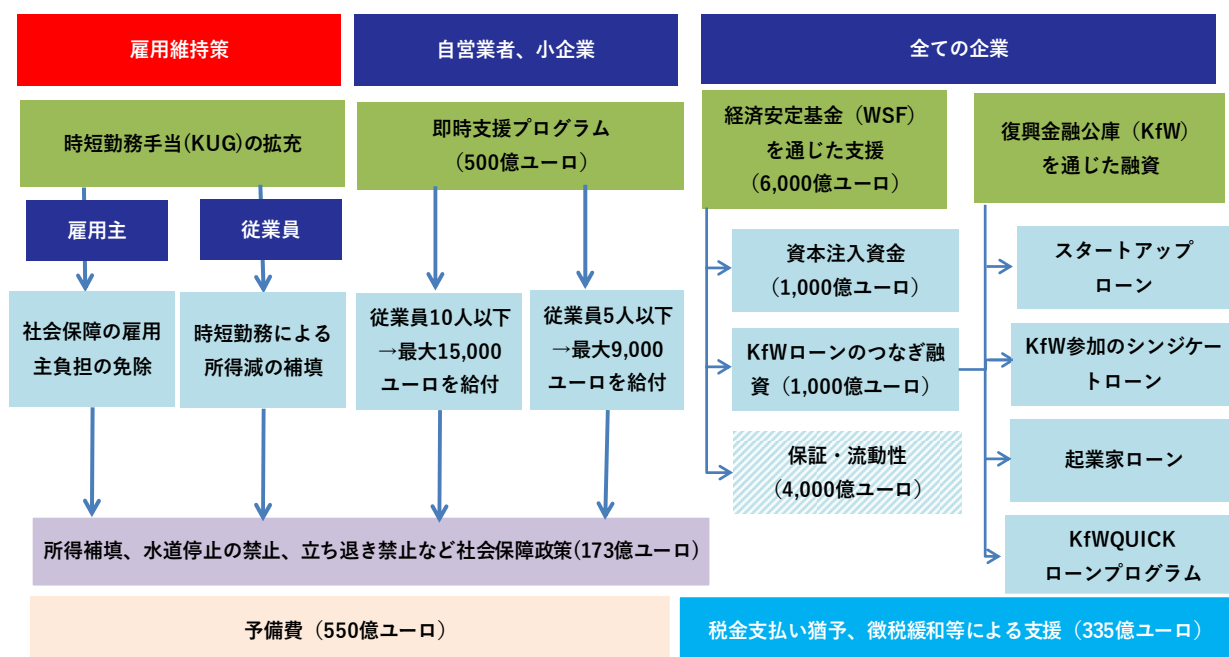
コロナ債に替る枠組みとして、5 月 27 日に欧州委員会は総額 7,500 億ユーロの欧州復興基金である「Next Generation EU」の草案を発表した。同基金は、5 月 18 日に独仏首脳が行った提案におおむね沿ったもので、5,000 億ユーロの返済の必要がない交付金と、2,500 億ユーロの融資から構成される。EU の中期予算である多年次財政枠組み（MFF）の中で運営され、資金は EU 予算における将来（2028～58 年）の収入を裏付けとして、欧州委員会が金融市場で債券を発行して調達する。

返済原資について、欧州委員会は EU の独自財源を増やしたい旨を提案している。具体的には国境炭素調整メカニズムや、排出権取引にかかる収入、デジタル課税、大企業向け課税などが想定されているが、この点については EU 内でまだコンセンサスは出来ていない。6 月 18・19 日の EU 首脳会合での最終合意が目指される。

## （２）ドイツ

ドイツでは、約 4,500 億ユーロの財政措置と約 8,200 億ユーロの政府保証を含む総額約 1 兆 2,700 億ユーロの COVID-19 対策パッケージが決まった。中心は 3 月 23 日に補正予算が閣議決定された「ドイツのための防御シールド」と呼ばれる総額約 7,560 億ユーロの経済対策である（図表 6）。約 1,560 億ユーロ（2019 年の名目 GDP 比約 4.5%）の財政措置と、経済安定基金（WSF）を通じた 2,000 億ユーロの資本注入資金とつなぎ融資、WSF による 4,000 億ユーロの保証や流動性供給で構成される。

図表6 ドイツの経済対策「ドイツのための防御シールド」



(注) 時短勤務手当の拡充については、7,560億ユーロの対策パッケージとは別に153億ユーロが社会保障費として計上されている。

(資料) ドイツ財務省の資料を基に、みずほ総合研究所作成

ドイツのための防御シールドは、企業と家計に幅広く支援を行き渡らせようとするものだが、企業支援は特に小企業に対して手厚い。総額 500 億ユーロの「即時支援プログラム」は、融資ではなく給付金の形で資金を割り当てた点が特徴で、従業員 5 人以下の企業については最大 9,000 ユーロ、同 10 人以下の企業については最大 15,000 ユーロが給付される。

雇用維持策については、時短勤務手当（Kurzarbeitsgeld：KUG）の要件緩和が行われた。KUG 自体は既存の制度だが、従業員の 10%が時短勤務を実施すれば制度が適用できるようになり（通常は 3 分の 1）、最大 87%の給与が国により補填（通常は 67%）される。更に時短勤務を適用した雇用主に対しては、社会保障費を政府が補填する<sup>9</sup>。

独連邦雇用庁によれば、2020 年 2 月時点では 1,900 社程度であった時短勤務手当の申請企業数は、5 月初までに約 75 万社に増加した。これは、労働者数では、約 1,400 万人に相当すると推計される。3 月の失業者数（230 万人）の約 6 倍の人数であり、仮にこれら全ての申請者が失業者に転じたとすれば、失業率は 5.1%から 36%に跳ね上がる。こうした失業リスクを回避するために時短勤務手当は存在している<sup>10</sup>。

上記以外の財政措置として、2021 年から 24 年にかけて 4 年間で総額 124 億ユーロのインフラ投資が行われる予定である。2019 年の財政黒字より資金は捻出され、都市開発、輸送インフラ、住宅投資などに充てられる。また、報道によれば、6 月以降の財政措置としては、新車買い替えにかかる補助金による自動車産業の救済策や、地方政府への 570 億ユーロの追加支援といった施策が話し合われている模様だが、詳細はまだ定まっていない。

### （3）フランス

フランスでは、約 1,100 億ユーロの財政措置と約 3,150 億ユーロの政府保証を含む総額約 4,250 億ユーロの COVID-19 対策パッケージが決まった。5 月 11 日までの封鎖措置延期の決定に伴って、第二次補正予算（PLFR2）が組まれた。

1,100 億ユーロの財政措置には、売上減となった小企業に対する連帯基金からの補償金の増額（約 68 億ユーロ<sup>11</sup>）、航空会社など戦略的企業への資金（約 200 億ユーロ）、雇用維持政策（部分的失業手当）の増額（約 240 億ユーロ）、社会保障料や税金の支払い猶予（約 485 億ユーロ）が含まれる。この他、医療関連支出（約 80 億ユーロ）や育児のために休業した家族への手当などがある（図表 7）。

フランスの企業支援策の特徴は、航空会社など大手企業への支援が明示的に組み込まれている点だろう。国有企業が多

図表7 フランスの経済対策（PLFR2）の主な項目

支援策		金額 (億ユーロ)
企業支援	中小企業支援：売上50%減となった従業員10人以下、年商100万ユーロ以下の小企業に対する連帯基金からの補償。最大5000ユーロまで。	68
	戦略的企業（大企業）支援：航空会社など戦略的企業への支援。	200
雇用維持政策	部分的休業となった従業員に対して、所得の84%まで補填（最大で法定賃金（SMIC）の4.5倍）。	240
税制措置	支払い猶予など税制上の支援。	485
その他	追加的な医療関連支出（80億ユーロ）など。	122
融資保証	企業の全ての融資に対して政府が保証。	3,150

（注）主な支援策のみ。

（資料）仏政府を基に、みずほ総合研究所作成

いフランスならではの措置と考えられる。小企業向け支援も増額されたが、前述したドイツとの比較では規模が小さい。

雇用維持策については、フランスでは「部分的失業（休業）手当（Chômage partiel）」と呼ばれる既存の仕組みのうち政府負担が増額された。通常、部分的失業手当は最低賃金（SMIC）分のみしか国による補填は行われず、残りは企業が行うが、今回は危機対応策として手取り給与の約 84%、最大で SMIC の 4.5 倍まで国が全額補填することとなった。ブリュノ・ルメール経済財務相によれば、4 月末には約 1,100 万人がこの部分的失業手当を申請した。

#### （４）イタリア・スペイン

イタリアでは、約 800 億ユーロの財政措置と約 3,000 億ユーロの政府保証を含む総額 3,800 億ユーロの COVID-19 対策パッケージが決まった。5 月 13 日にはじまった経済活動の部分的な再開（「フェーズ 2」と呼ばれる）に合わせて新たに追加された 550 億ユーロが財政措置の中心である。その内訳は、雇用維持のための所得補償金庫（Cassa integrazione guadagni : CIG）向け資金の上積み（256 億ユーロ）、法人地方税の免除など企業向け支援（160 億ユーロ）、観光産業支援（20 億ユーロ）、医療支援（325 億ユーロ）などである。その他、2021 年の VAT の自動引き上げの相殺措置なども盛り込まれた。なお、雇用維持策については、CIG を通じて時短勤務の結果減少した所得の 80%が国により補填される。

イタリア経済財政省によれば、上記政策の結果、イタリアの 2020・21 年の財政赤字は各 GDP 比 10.4%、5.7%に増加すると予想されている。イタリアの場合、財政赤字の拡大はソブリンリスクの高まりが意識され易いものの、今のところ、ECB がイタリア国債の購入を増額していることもあり、利回りの上昇は限定的である。しかし、2021 年以降に PEPP や拡大 APP の終了などにより国債購入が段階的に縮小された場合、金利上昇ペースが速まる恐れがある。

スペインでは、約 350 億ユーロの財政措置と約 1,040 億ユーロの政府保証を含む総額 1,390 億ユーロの COVID-19 対策パッケージが決まった<sup>12</sup>。財政措置については、ERTE（後述）など雇用維持策（178 億ユーロ）に多くの資金が充てられた。企業向け支援は、自営業者向けの特別給付金（38 億ユーロ<sup>13</sup>）や融資保証基金の上積みなどの中小企業支援策（1.3 億ユーロ）などが含まれるが、ドイツと比較すると財政措置に占める企業向け支援のシェアは低い。その他、財政措置には、地方政府への医療支援（28 億ユーロ）や、医療設備に対する VAT 減税（10 億ユーロ）といった医療関連措置が含まれる。

雇用維持策について、スペイン政府は「復職可能な一時解雇制度（Expediente de regulación temporal de empleo : ERTE）」の適用要件を緩和し、企業に利用を促した。ERTE は名前の通り復職が可能な一時解雇制度で、企業が ERTE を申請して国に受理された場合、休業扱いとされた従業員には給与の 70%が失業給付として支給される。通常、ERTE の申請が受理されるには申請理由が不可抗力条項に適合するかといった審査があったり、従業員が失業給付を得るためにも最低在職期間があったりする。更に、企業は休業扱いとした社員の社会保険料を支払い続ける必要がある。しかし、今回スペイン政府は、COVID-19 が不可抗力条項に該当するものとして、社会保険料の雇用主負担分の 75~100%を補填することとし、同時に受給に必要な在職期間についても撤廃した。



#### 4. 終わりに：欧州における金融・財政政策の評価と今後の課題

最後に金融・財政政策に関する現時点での評価を規模や内容の面から行い、本稿のまとめとしたい。2020年の金融・財政政策は、リーマン・ショック期を上回る規模となった。倒産と失業の阻止に力点が置かれており、需要の大幅な押し上げ効果は期待されていない。2020年後半の生産再開を容易にし、景気回復を勢い付かせるための措置ととらえられる。

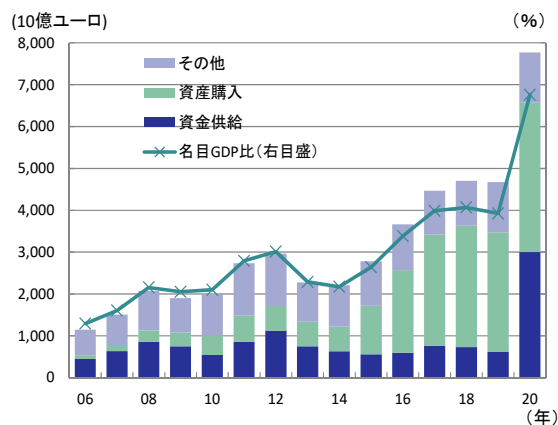
まず金融政策については、規模はリーマン・ショック期の政策対応を上回っている。内容的にもより幅広い政策手段が用いられ、一定の効果を上げている。ECBの資産残高の推移をみると図表8の通りとなる。2020年に3兆ドルの資金供給が行われたと仮定した場合、同年末のECBの資産残高はGDP比67.6%となり、前年から28.3%pt上昇、2010年末時点の残高の約4倍となる。政策内容については、2009年当時は長期リファイナンスオペや、国債を含む資産購入といった政策は行われていなかった。現在はこれらの施策が全て導入され、今のところ金融市場での流動性不足や極端な金利上昇など金融条件のタイト化は起きていない。

財政政策についても規模はリーマン・ショック期を上回り、財政スタンスはより緩和的である。ユーロ圏主要国の財政赤字（GDP比）の変化幅をリーマン・ショック後の2009年、2010年と、2020年（予測値）を比べると財政赤字の変化幅は拡大している（図表9）。財政政策のスタンスの変化を示す構造財政収支（通常の財政収支から社会保障費の増減など景気循環的な要素を差し引いた財政収支）をみても、ユーロ圏の財政スタンスは、リーマン・ショック期よりも緩和的となっている<sup>14</sup>。

財政政策の内訳に目を向けると、今般の経済対策パッケージは、倒産と失業の阻止など、封鎖措置の痛みを和らげることを目的としている。主要4カ国の経済対策パッケージを政策ごとに分類した上で2009・10年時と比較すると、次頁図表10の通りとなる。今回の経済対策パッケージは、過去よりも企業向け支援や雇用維持政策のシェアが大きいことがわかる。インフラ投資などへの資金配分は2021年以降に本格化する見込みである。国家の封鎖措置という未曾有の状況の中で、倒産と失業の阻止に力点を置いた政策であったと評価できる。

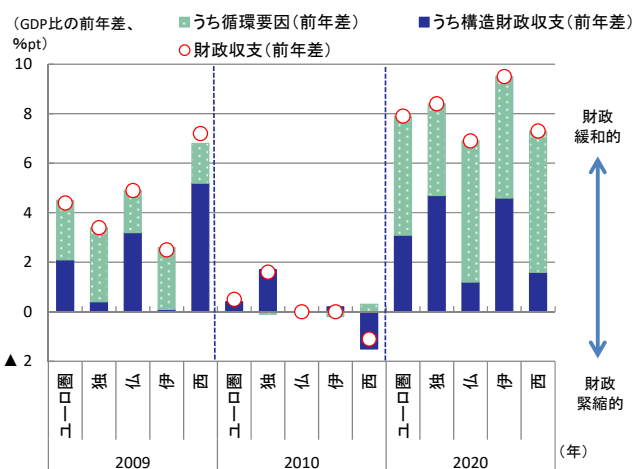
雇用維持政策は、雇用を維持する代わりに給与を従来の7～8割程度に抑制する制度であり、企業

図表8 ECBのバランスシート



(注)2020年は、3兆ドルの資金供給が行われた場合のみずほ総合研究所による推計値。  
(資料)ECB、Eurostatより、みずほ総合研究所作成

図表9 財政赤字の変化幅(09・10年と20年の比較)



(注)09・10年についてはECB(2010)より抜粋、2020年は欧州委見通しより抜粋。  
(資料)ECB、欧州委員会より、みずほ総合研究所作成

への給付金については、売上減の企業に対して一定の給付金を行う制度である。いずれも封鎖措置がない場合に得られた所得や売上が全て戻ってくる訳ではなく、大きな需要創出効果は見込みがたい。

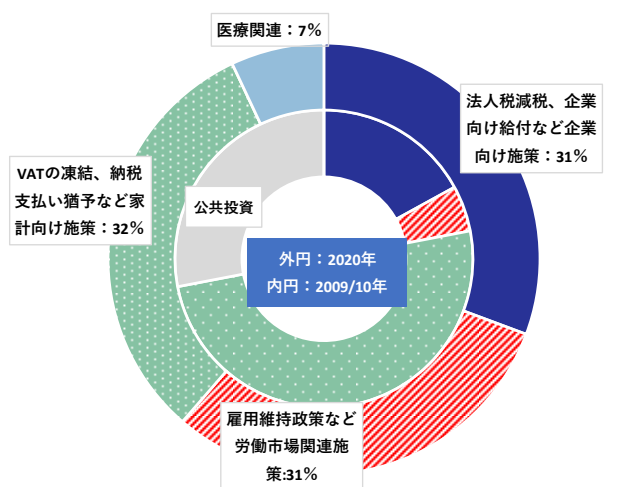
今後の分析課題として、以下の二点を挙げたい。第一は、コロナ危機後に残る巨額の債務が欧州の政治経済情勢や EU 統合プロセスに与える影響である。リーマン・ショック期の債務拡大は、2010～12 年の欧州債務危の一因となり、経済的には南欧諸国を中心とした景気後退に繋がる、政治的には有権者の既存政党離れの要因となった。

上述してきた財政政策の結果として、南欧諸国では再び債務残高が拡大する見込みである(図表 11)。ECB による無制限の国債購入の仕組みである OMT (Outright Monetary Transaction) の存在を踏まえれば、南欧諸国で債務の持続性が崩れるほどの水準(5～7%)までの金利上昇が起こるとは予想していない。

債務問題の本質的な解決には、ユーロ圏共同債など個別国の財政赤字を EU レベルで負担する仕組みを作ることが必要である。この点、現在、最終調整中の「Next Generation EU」は、加盟国への給付金の仕組みを EU の複数年予算である多年次財政枠組み(MFF)の中に組み入れるもので、一度きりかつコロナ後の復興支援を目的とするとはいえ、ユーロ圏の財政統合に向けた一里塚となりうる。特に、これまで債務の共通化に強く反対してきたドイツがこの構想を認めた点は大きい。コロナ危機は、年末が期限の MFF の議論を交えながら、EU 統合の行方にも影響を及ぼすことになるだろう。

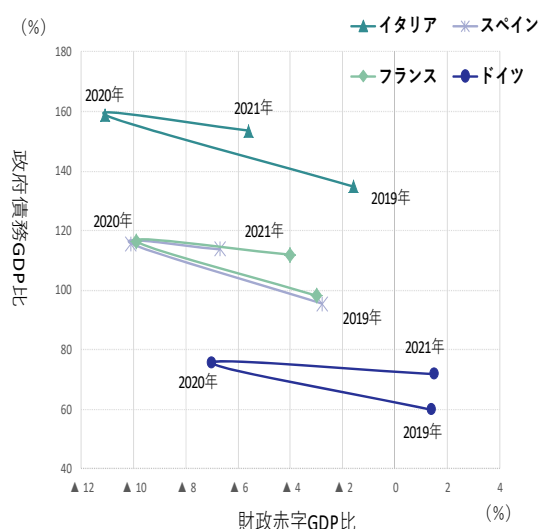
第二は、コロナ危機に際して採られた雇用維持や企業支援政策が、労働市場の構造や労働生産性など欧州の経済構造に与える影響である。本稿で述べた通り、ユーロ圏主要国で行われてきた雇用維持のための所得補填策や、倒産回避のための小企業に対する給付金には、企業と雇用を維持することにより景気が良くなった時の生産再開が容易であるという利点がある。それは危機時には望ましいことであるが、財政支援による倒産と失業の阻止は、いわゆるゾンビ企業の発生につながり、生産性を下げるのではないかという指摘が一方である<sup>15</sup>。巨額の支援の結果として政府債務は増加するため、債務問題ともリンクする。こうした諸点に関する分析は今後の課題としたい。

図表 10 財政政策の内訳(09・10年と20年の比較)



(注) 内円はユーロ圏の財政パッケージに占める比率。外円は独仏伊西4カ国の財政パッケージに占める比率。ドイツは連邦政府の財政パッケージのみ、WSFからの融資と資本注入資金(総額2,000億ユーロ)は除外した。  
(資料) ECB、欧州委員会、各国政府資料より、みずほ総合研究所作成

図表 11 ユーロ圏主要国の財政赤字と債務



(資料) 欧州委員会より、みずほ総合研究所作成。

(参考文献)

ECB(2010)、“Euro area fiscal policies and the crisis”, Occasional Paper Series, NO 109, April 2010

——(2013)、“The use of credit claims as collateral for Eurosystem credit operations”, Occasional Paper Series, NO 148, June 2013

- <sup>1</sup> ECBの流動性供給オペは固定金利・全額割当方式(FRFA: Fixed rate full allotment)のため総供給量は事前には定まらない。5月8日時点でECBの流動性供給残高は9,600億ユーロであり、今後2兆ユーロの流動性供給にECBは備えていると考えられる。
- <sup>2</sup> 3月12日の政策理事会ではマイナス幅の上乗せは0.25%ポイントであったが、4月30日の政策理事会において0.5%ポイントに上乗せされた。
- <sup>3</sup> 追加信用債権(Additional credit claims、ACC)枠組みの中で実施される。ACC枠組みとは、各国中銀が独自判断において受け入れ担保基準を緩和する枠組みのことで、2011年に導入が発表された。例えばフランス中銀であれば信用保証付きの輸出債権や住宅ローン債権などが受け入れ可能な担保として含まれている。(ECB(2013))
- <sup>4</sup> 2016年3月に開始された社債購入プログラム(CSPP)でもコマーシャルペーパーは購入可能であったが、購入対象年限が残存期間6カ月超に限られていた。
- <sup>5</sup> 例えば、APPの中の公的債権購入プログラム(PSPP)では、国際機関債は発行額の50%、その他は発行体当たり35%まで。
- <sup>6</sup> 以下「GDP比」といった場合、全て2019年の名目GDP比としている。
- <sup>7</sup> 根拠法は、EU運営条約第122条である。
- <sup>8</sup> 2012年の債務危機の最中にも欧州共同債の導入は検討されたが見送られた。当時、メルケル首相は「私が生きている間に欧州共同債は導入しない」と発言している。
- <sup>9</sup> 英FT紙によれば、この制度自体は1900年代前半から存在する。リーマン・ショックなど過去の経済危機にあたって拡大適用され、失業を抑制する役割を果たしてきた。
- <sup>10</sup> 独連邦雇用庁の推計によれば、リーマン・ショック期には5万社、110万人がドイツで時短勤務手当を申請し、本制度により30~40万の雇用が維持された。また、2009年における時短勤務手当給付に伴う総コストは約46億ユーロとされ、仮に本稿で触れた75万社の申請がすべて認められ、過去と同程度のコストがかかるとすれば、追加的な費用は約690億ユーロとなる。
- <sup>11</sup> 封鎖措置の長期化により、支援額上限は1社あたり2000ユーロから増額された。申請要件の緩和も同時に行われ、従来は前年比70%減とされていた売上高の申請条件が50%減まで引き下げられた。
- <sup>12</sup> スペイン政府は3月17日に総額2000億ユーロの経済対策パッケージを発表しているが、このうち830億ユーロは民間資金の活用であるため、本稿では除外している。
- <sup>13</sup> 過去6か月間の平均売上高と比べ、75%まで売上高が減じた自営業者に対するもの。社会保険料の滞納が無いことが条件。
- <sup>14</sup> 細かく見ると、構造財政赤字を拡大させているドイツやイタリア、拡大させていないフランスやスペインといった国別の違いがあり、各国の財政余力などを映じていると考えられるが、本稿ではこれ以上は立ち入らない。
- <sup>15</sup> 例えば、2020年5月11日DW “Why Germany’s reduced hours schemes won’t work long term”の中で、ドイツの時短勤務手当が長期化した場合、「ゾンビ企業」が増えてしまうというLars Feld独経済専門家評議会議長の意見が紹介されている。2020年5月8日Reuter “Germany’s short-term work fix offer Europe a crisis model”の中で、米ピーターソン研究所のJacob Kirkegaard シニアフェローも時短勤務手当の長期化が、ゾンビ企業を生きながらえさせてしまう可能性を指摘している。

【共同執筆者】

欧米調査部上席主任エコノミスト

吉田健一郎

kenichiro.yoshida@mizuho-ri.co.jp

欧米調査部主任エコノミスト

山本武人

takehito.yamamoto@mizuho-ri.co.jp

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。