

台北外匯市場發展基金會委託計畫

歐盟復甦基金的簡介與展望

研究人員*：卓哲玄

日期： 中華民國一一一年一月

*中央銀行外匯局四等專員。研究人員感謝任職單位長官與委託單位的指正與建議，本研究僅代表個人觀點，不代表中央銀行立場。

摘要

2020 年 3 月，Covid-19 疫情蔓延至歐洲，使本已開始緩步復甦的歐元區經濟受到重創，ECB 因而緊急推出大規模擴張性貨幣政策因應。在各界呼籲下，德法兩國推出歐盟復甦基金計畫(NGEU)，並強力推動 2020 年 7 月 21 日的歐盟高峰會通過該計畫，惟受限於後續歐洲議會談判及會員國國內政治因素，至 2021 年 5 月底 NGEU 才獲得所有會員國批准正式生效。

NGEU 主要透過復甦及韌性基金在 2021~2026 年向會員國提供資金，提供方式分為無償撥款及低利貸款兩種。其資金來源由歐盟以自身預算及自有財源擔保發債支應，且將在 2058 年前全數償還。為支應 NGEU 所需資金，會員國同時並同意歐盟可另行開徵部分歐盟層級稅費。

各界研究顯示，NGEU 對會員國經濟具有振興效果，且各會員國提出的復甦計畫，除可振興本國經濟外，更可對歐盟其他國家產生正面經濟外溢效應，惟儘管如此，恐仍難以完全彌補歐盟因疫情遭受的長期經濟損失。

儘管部分觀點認為，NGEU 可成為歐盟財政一體化的第一步，且整體架構具備歐洲財政部的雛型，惟受限於各會員國國內政治因素，短期內達成這個目標的政治門檻很高。但 NGEU 應非僅是一個短期緊急措施，未來應有望成為歐盟常態性基金的一部份，可有效提升歐元區政治及經濟穩定性。此外，由於歐盟未來將可能發行大規模的 NGEU 債券，可望提升歐元計價高評等債券的市場流通量，提升歐元在全球外匯存底的比率，並提高歐元國際化程度。

目 錄

壹、 歐盟復甦基金計畫緣起.....	1
一、 Covid-19疫情引發歐洲經濟危機，ECB緊急採行寬鬆措施.....	1
二、 在主要官員呼籲下，德法等大國強力推動復甦基金計畫.....	2
三、 由於後續進度緩慢，遲至本年6月NGEU才正式生效.....	3
貳、 NGEU的資金分配及融資計畫.....	4
一、 主要計畫項下的資金分配.....	4
二、 RRF給予會員國之分配金額及規範.....	5
三、 融資計劃.....	8
四、 還款來源規劃.....	9
參、 NGEU的經濟效果.....	11
一、 NRRP具有明顯的內部外溢效果.....	11
二、 由於外溢效果，NGEU對獲配資金較少的國家仍有顯著影響.....	12
三、 整體來說，NGEU效果恐難完全彌補因疫情產生的損失.....	12
肆、 NGEU對歐元區主要大國的效益及相關國家NRRP簡介.....	15
一、 歐元區4大國經濟成長可望受惠，惟效果將隨時間拉長衰減....	15
二、 德國復甦計畫：偏重中長期性結構改革.....	16
三、 法國復甦計畫：尋求正確的政策平衡發展.....	18
伍、 未來展望.....	19
一、 NGEU的政治意涵：可能不僅是短期措施，惟距離歐洲財政聯盟尚遠...	19
二、 歐元國際化展望.....	20
參考文獻	22

圖表目錄

圖1、歐盟通過之預算架構.....	4
圖2、會員國每年兩次申請RRF撥付資金流程.....	7
圖3、因應氣候變遷及數位轉型資金比率已超過目標.....	8
圖4、NGEU對歐盟整體經濟效益及外溢效果.....	11
圖5、NGEU對歐盟成員國的經濟效益.....	12
圖6、疫情造成歐元區經濟永久性損失.....	13
圖7、NGEU恐難彌補經濟損失.....	13
圖8、即使有NGEU，歐元區仍有長期經濟損失.....	14
圖9、NGEU對個別國家實質效果可能有限.....	15
圖10、NGEU對歐元區4大國的經濟振興效果.....	15
圖11、主要國家過去使用歐盟補助基金的效率不佳.....	16
圖12、德國NRRP預算分配.....	17
表1、ECB 因應疫情影響的緊急措施.....	1
表2、主要反對國家及理由.....	4
表3、NGEU 主要資金分配.....	5
表4、歐盟27國預期可取得無償撥款額度.....	6
表5、歐盟主要預算來源.....	9
表6、法國NRRP計畫由RRF提供之資金分配.....	18
表7、未來各年NGEU對法國GDP水準的振興效果.....	18

壹、歐盟復甦基金計畫緣起

一、Covid-19 疫情引發歐洲經濟危機，ECB 緊急採行寬鬆措施

2020 年 3 月，Covid-19 疫情擴散至歐洲，在義大利爆發大流行後歐盟全境迅速淪陷，各國紛紛封鎖國境，並接連發布封城令，惟仍難遏止疫情，原已緩步邁入復甦的歐洲經濟再次受到重創。

為舒緩疫情對經濟的衝擊，全球主要央行紛紛宣布緊急寬鬆措施，其中歐洲央行(ECB) 於 2020 年 3 月 12 日例行政策會議上宣布擴大 QE 達 1,200 億歐元及支持銀行流動性與借貸措施；並陸續於 15 日及 18 日，重啟美元流動性換匯協議及再度擴大 QE 達 7,500 億歐元。(表 1)。

表 1 ECB 因應疫情影響的緊急措施

政策	內容
3月12日貨幣政策會議之因應措施	— 暫時性長期再融資操作(LTROs): 提供銀行業承作 TLRO 之利率為-0.5%，以在 TLTRO-III 尚未實施前(2020 年 6 月前)，提供金融體系所需之流動性。 — 定向長期再融資操作(TLTRO-III): 自 2020 年 6 月起至 2021 年 6 月，提供 TLTRO 承作優惠條件，其借款利率降至-0.25%(原先為 0%)，且放款給中小企業金額達標準的銀行，其承作 TLTRO 事後借款利率將降至-0.75%(原先-0.5%)。 — 額外實施 1,200 億歐元之資產購買計畫：2020 年底前，除原有資產購買計畫(每月購買 200 億歐元)，額外增加 1,200 億歐元資產購買計畫。

3 月 18 日：宣布實施額外 7,500 億歐元抗疫購債計畫(PEPP)	— 規模為 7,500 億歐元，將買進公部門及私部門證券，計畫將一直實施直到 ECB 判定本階段疫情已經過去為止，且至少會實施至 2020 年底。 — 該計畫將包含現有 QE 計畫下所有符合條件的資產，並將擴大至具有足夠信用品質的商業本票。 — 根據豁免條款，希臘債券亦將被納入購買計畫。 — 將通過調整抵押框架的主要風險參數來放寬抵押標準；另 ECB 會考慮放寬部分 QE 購買限制，以準備擴大資產購買規模。
提供美元流動性措施	— 與 BoC、BoE、BoJ、Fed 及 SNB 合作，重啟換匯協議提供美元流動性，調降換匯協議利率 25bps，除原提供期限 1 週交易外，將額外提供期限 84 天的換匯交易。

資料來源：ECB

二、在主要官員呼籲下，德法等大國強力推動復甦基金計畫

由於疫情對全球經濟造成強烈衝擊，在主要央行相繼施行緊急寬鬆政策後，各界紛紛呼籲各國政府應實施財政刺激措施，俾與寬鬆貨幣政策產生加乘效果，ECB 以總裁 Christine Lagarde 為首的主要官員們更多次呼籲歐盟各國應團結一致，提出歐盟層級的聯合財政刺激措施。

2020 年 5 月 27 日，在德、法兩國聯合推動下，歐盟執委會(European Commission, EC)提出規模達 8,069 億歐元的經濟復甦計畫，作為歐盟層級應對此次危機方案，在政治上也被視為歐盟邁向進一步整合的里程碑。此計畫被命名為下一代歐盟計畫(Next Generation EU, NGEU)，其規模為 8,069 億歐元¹，可

¹ 歐盟最初提出 NGEU 時，計畫的 7,500 億歐元規模係以 2018 年物價為準，依本(2022)年物價調整後，實際應為 8,069 億歐元。

概分為 3 部分：(1)給予會員國無償撥款(grant) 3,380 億歐元；(2)借予會員國的低利貸款 3,858 億歐元；(3)其他歐盟層級計畫預算 831 億歐元。資金來源係以歐盟預算做擔保發債籌募，惟計畫提出後引發以節儉 5 國為首的部分歐盟國家反彈(表 2)。

表 2 主要反對國家及理由

	組成國家	反對理由
節儉 5 國	荷蘭、奧地利、丹麥、瑞典、芬蘭	1. 7,500 億歐元的 規模太大 2. 透過捐贈方式幫助財政較疲弱的國家，存有歐盟國家 財政一體化 的意涵，認為 應以貸款為主 3. 允許 EC 開徵新稅 係為歐盟 擴權
波羅的海國家	愛沙尼亞、拉脫維亞、立陶宛	1. 贊同節儉 5 國對提高 EC 籌資能力支應預算的觀點 2. 小型國家對歐盟本次計畫預算 分攤的金額太高
大型中、東歐國家	匈牙利、捷克等	對於各國分攤的預算及可從計畫中取得的金額間的 落差 不滿

資料來源：Goldman Sachs

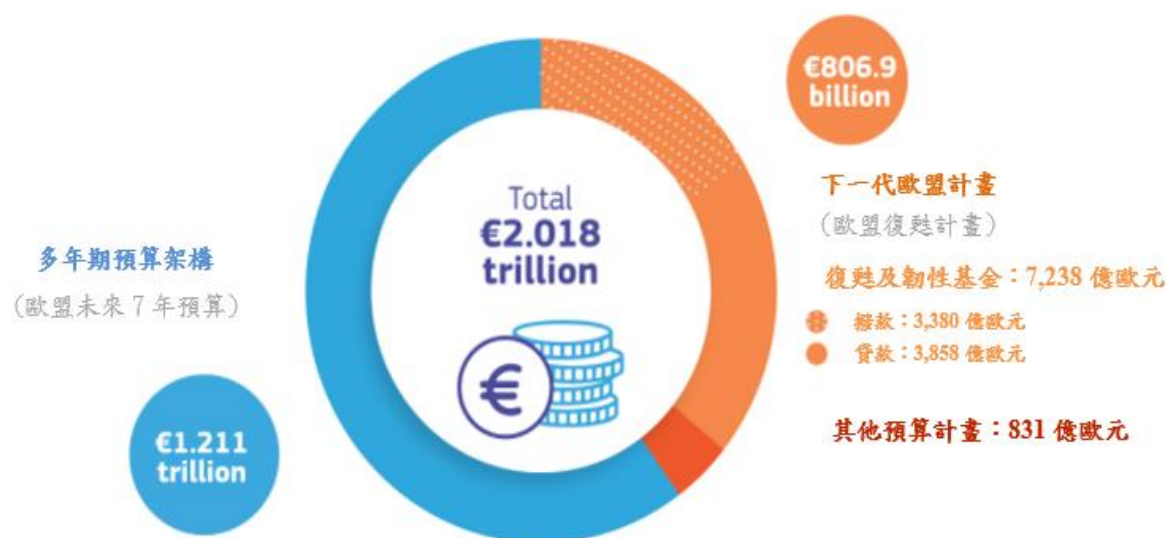
三、由於後續進度緩慢，遲至本年 6 月 NGEU 才正式生效

儘管在主要大國引導下，2020 年 7 月 21 日歐盟高峰會出乎意料地完成歐盟長期預算(2021-2027 年歐盟預算)及復甦基金合計約 2.018 兆歐元²財政規劃(下頁圖 1)的談判，惟其後在歐洲議會審查及各會員國國內審議階段遭遇困難，至

² 歐盟最初通過預算 1.8 兆歐元規模係以 2018 年物價為準，依本年物價調整後，實際應為 2.018 兆歐元，分別為長期預算 1.211 兆歐元及復甦基金 8,069 億歐元。

2021 年 5 月底才正式獲得所有會員國同意施行³。歐盟於 2021 年 6 月 1 日宣布 NGEU 正式生效，並於 6 月 15 日發行首批 NGEU 債券(規模為 200 億歐元)；2021 年 8 月 3 日，歐盟網站宣布將向會員國撥付首批 NGEU 資金，分別向葡萄牙、比利時及盧森堡等國撥付其依據計畫分配應取得資金的 13%(分別為 22 億、7,700 萬及 1,210 萬歐元)⁴。

圖 1 歐盟通過之預算架構



資料來源：歐盟官網

貳、NGEU 的資金分配及融資計畫

一、主要計畫項下的資金分配

NGEU 的支出組成係以總額 7,238 億歐元的復甦及韌性基金(Recovery and Resilience Facility, RRF)為主，透過 RRF 提供資金給各會員國，而其餘資金則分配給歐盟層級計畫(下頁表 3)。

³ 本年5月28日，奧地利及波蘭議會通過 NGEU，為最後通過該計畫的歐盟會員國。

⁴ 參見 EU (2021), “NextGenerationEU: European Commission disburses €770 million in pre-financing to Belgium,” *Press release*, Aug. 3；EU (2021), “NextGenerationEU: European Commission disburses €2.2 billion in pre-financing to Portugal,” *Press release*, Aug. 3；EU (2021), “NextGenerationEU: European Commission disburses €12.1 million in pre-financing to Luxembourg,” *Press release*, Aug. 3。

表 3 NGEU 主要資金分配

單位：億歐元

RRF	7,238
貸款	3,858
無償撥款	3,380
ReactEU	506
Horizon Europe	54
InvestEU	61
Rural Development	81
Just Transition Funds	109
RescEU	20
合計	8,069

資料來源：歐盟官網

二、RRF 給予會員國之分配金額及規範

(一)RRF 分配方式

RRF 的無償撥款分為 70%及 30%兩批支付：(1)前期支付的 70%中，各會員國可取得資金額係依據 3 個要素計算得出：國家人口、人均 GDP 的倒數及 2015~2019 年平均失業率；(2)另 30%的分配將保留至 2022 年 6 月，依據各國經濟衰退、復甦及失業率等經濟數據決定(下頁表 4)。低利貸款可於 2023 年 8 月前向歐盟申請，各會員國可借最高額度為 2019 年該國國民所得毛額(GNI)的 6.8%。

根據歐盟規畫，NGEU 除支援會員國經濟復甦外，更肩負引導經濟轉型的任務，以六大支柱⁵為原則，希望引導歐元會員國朝向更環保、數位化且更加平等的復甦，並促使會員國進行經濟改革，形塑更健康強勁的經濟體系以促進永

⁵ 分別為綠色轉型(green transition)、數位轉型(digital transformation)、具智慧化，可持續性及廣泛的成長(smart, sustainable and inclusive growth)、社會及區域內凝聚力(social and territorial cohesion)、健康，經濟，社會及機構韌性(economic, social and institutional resilience)與為下一代提出的政策(policies for the next generation)。

續成長。相關預算規劃如 NGEU 及長年期預算總額將有 50% 用於支持歐盟經濟現代化轉型的研究及創新，且 NGEU 本身將有 20% 投資在數位化轉型上等。

表 4 歐盟 27 國預期可取得無償撥款額度

單位：億歐元

	70%資金分配	30%資金分配	總額度
比利時	36	23	59
保加利亞	46	16	62
捷克	35	35	70
丹麥	13	2	15
德國	163	93	256
愛沙尼亞	8	2	10
愛爾蘭	9	1	10
希臘	135	43	178
西班牙	466	229	695
法國	243	150	393
克羅埃西亞	46	17	63
義大利	479	210	689
塞普勒斯	8	2	10
拉脫維亞	16	3	19
立陶宛	21	1	22
盧森堡	1	0	1
匈牙利	46	25	71
馬爾他	2	1	3
荷蘭	39	20	59
奧地利	22	12	34
波蘭	203	36	239
葡萄牙	98	41	139
羅馬尼亞	102	40	142
斯洛維尼亞	13	5	18
斯洛伐克	46	17	63
芬蘭	17	4	21
瑞典	29	4	33
合計	2,345	1,035	3,380

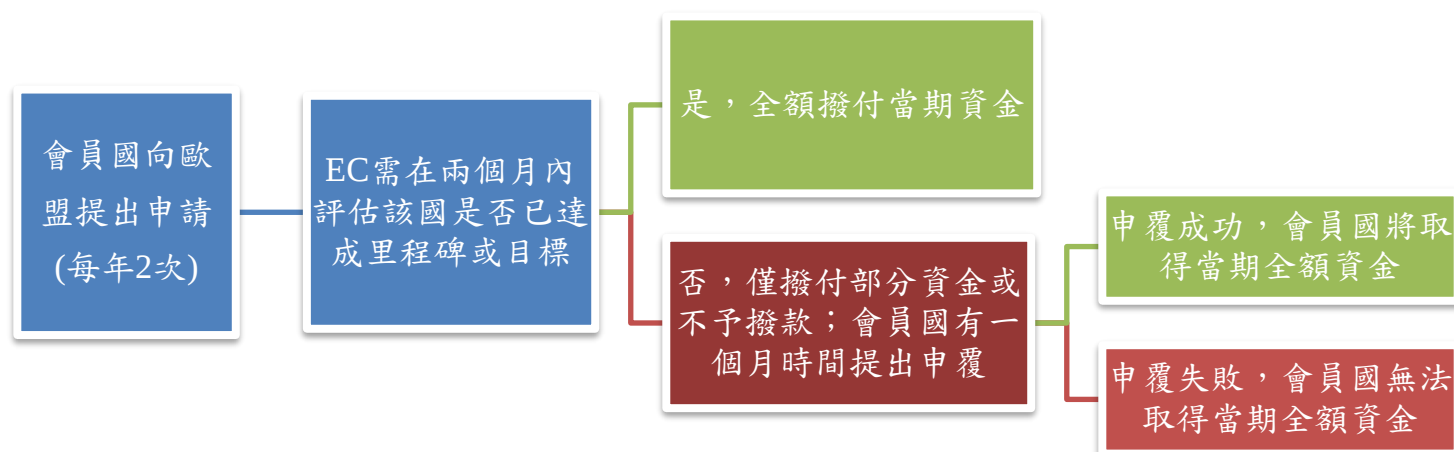
資料來源：歐盟官網

(二)會員國資金申請規範

為申請 NGEU 資金，各會員國須依規範，個別向歐盟提出國家復甦及韌性計畫(National Recovery and Resilience Plan, NRRP)，且計畫中必須設定轉型目標及數個里程碑，經執委會成立的復甦及韌性工作小組(Recovery and Resilience Task Force, RECOVER)審查通過後，始得取得第一筆款項(可分配額度的 13%)。

RRF 每年向會員國撥款兩次，經會員國向歐盟提出申請後，由 RECOVER 評估該國是否達成里程碑或目標，如該國未達成里程碑或目標，執委會可以選擇部分撥款或不予撥款，直到會員國完成必要措施，如 6 個月內會員國沒有完全改善，執委會可以減少該會員國可分配無償撥款額度 (圖 2)。

圖 2 會員國每年兩次申請 RRF 撥付資金流程



資料來源：歐盟官網、Barclays

儘管上述流程係待會員國提出申請後，執委會才開始評估該國執行狀況，惟就實務上來說，執委會應會持續關心各會員國達成進度，持續與會員國就計畫的技術面及政治面進行溝通，不會被動進行評估。

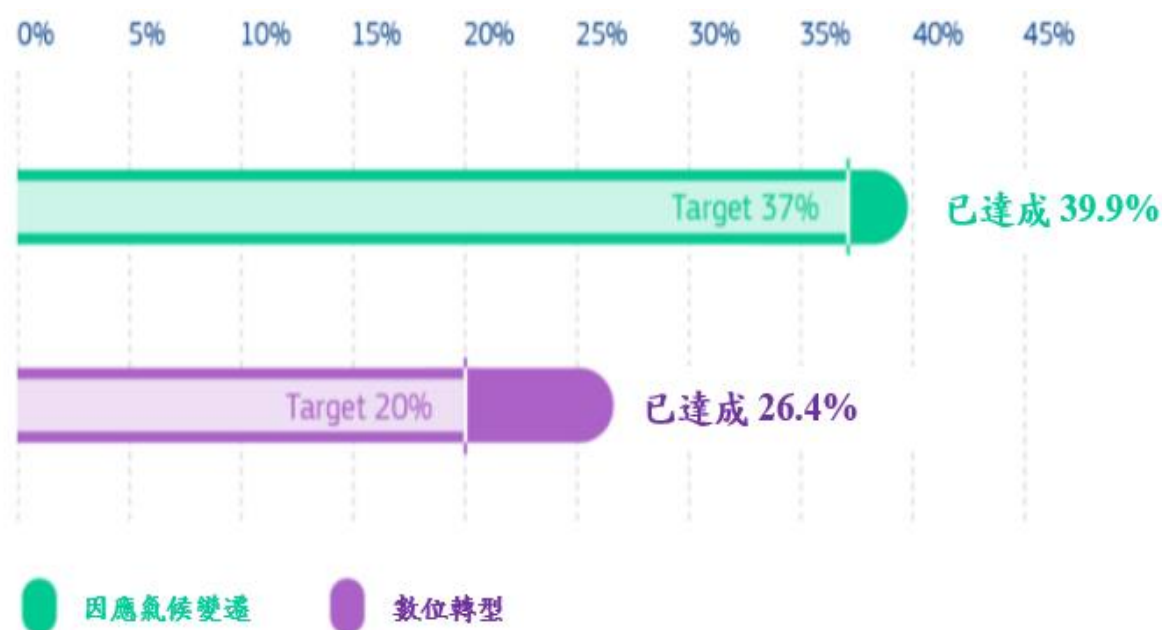
(三)目前已通過計畫分配比率

相關規範主要為滿足財政狀況較佳的歐盟北方國家要求，力求財政紀律較差的國家可以將資金運用在實施結構性改革、提高各國經濟成長潛力，並避免

產生道德風險。

截至 2021 年底，歐盟 27 個會員國中僅荷蘭尚未向歐盟提出 NRRP，而已通過的 22 個計畫中，用以因應氣候變遷及數位轉型的資金比率分別約 40%及 26%，超越目標的 37%及 20%(圖 3)。

圖 3 因應氣候變遷及數位轉型資金比率已超過目標



資料來源：歐盟官網

三、融資計劃

歐盟預期將於 2021 年中至 2026 年發行總額約 8,000 億歐元的 NGEU 債券，並於 2028~2058 年間全數償還。歐盟預期每年平均將發行約 1,500 億歐元 NGEU 債券，此將使其成為歐元計價證券市場的最大證券發行者之一，並有利於擴大歐元計價證券市場規模及吸引更多投資者。

償還計畫中，低利貸款部分將由借入國負責償還，其餘部分則由歐盟財源支應，為因應相關支出，會員國已授權歐盟可開徵碳稅、碳排放交易稅、數位

稅、金融交易稅及部分公司稅等，以籌措歐盟自有財源，預期未來將陸續公布相關細節。

歐盟並規畫以半年為單位公布其發債計劃，預計發行的融資工具為中、長期債券(其中部分為綠色債券)及國庫券(EU-Bills)。目前已公布的發債計畫中，2021 年 6~12 月將發行 800 億歐元的長期債券及國庫券；2022 年 1~6 月將發行 500 億歐元長期債券及國庫券。

四、還款來源規劃

(一)歐盟自有財源

目前歐盟自有財源主要有(表 4)：(1)會員國貢獻的會費；(2)關稅；(3)增值稅(Value Added Tax)；(4) 對不可回收的塑料包裝廢棄物(non-recycled plastic packaging waste)徵收費用。前述四者貢獻歐盟預算逾 90%，其他則包含利息收入、罰款、滯納金及其他非歐盟國家對歐盟專案計畫的貢獻等等。

表 5 歐盟主要預算來源

預算來源項目	簡要說明
會員國貢獻的會費	此為歐盟最大收入來源，貢獻歐盟約 70%預算；根據歐盟 2014~2020 年長年期預算，各會員國貢獻費用上限為國民所得毛額(GNI)的 1.2%。
關稅	對進入歐盟境內的所有貨品開徵關稅，實際徵收該筆費用的會員國可保留 25%。
增值稅	自 2021 年起統一徵收 0.3%。
對不可回收的塑料包裝廢棄物徵收費用	此為 2020 年歐盟長年期預算的創舉，歐盟對會員國產生的不可回收塑料包裝廢棄物，每公斤徵收 0.8 歐元。

資料來源：歐盟官網

(二)為因應 NGEU 而開徵新財源

為支應英國脫歐及經濟不確定性等因素，新的長年期預算已將會員國貢獻的會費上限調高至 GNI 的 1.4%，且為利後續償還 NGEU 債務，會員國同意未來可逐步暫時性調高，最高可至 GNI 的 2.0%，惟暫時性調高部分待所有債務清償完成後即需取消。

此外，歐盟執委會提議增加碳邊境調整機制(Carbon Border Adjustment Mechanism)、碳交易系統收入及部分企業稅等作為歐盟自有財源，預期將自 2023 年 1 月 1 日開始逐步引進，估算 2026~2030 年間，平均每年可為歐盟貢獻 170 億歐元(以 2018 年物價計)的收入。

(三)新財源預期可貢獻收入

碳邊境調整機制係歐盟外部生產的產品，在輸入歐盟境內時，為確保相關產品與在歐盟境內生產的同類產品負擔相同的碳成本，進口商須向歐盟國家購買憑證，其價格則依歐盟每週碳權拍賣平均收盤價計算。預計將在 2023 年開始試行，並在 2026 年正式實施，其收入的 75%將作為歐盟自有財源，預期在 2026~2030 年間平均每年可為歐盟預算貢獻 10 億歐元(2023~2025 年的試行期間則不會對歐盟預算產生貢獻)。

目前碳排放交易系統收入全數歸會員國所有，執委會提議將收入的 25%作為歐盟自有財源，預期 2026~2030 年間平均每年可為歐盟預算貢獻 120 億歐元(2023~2030 年平均為 90 億歐元)。

2021 年 10 月 8 日，以 OECD 及 G20 會員國為首，超過 130 個國家簽署同意國際稅務改革架構協議，協議內容之一係將對跨國大企業利潤徵稅的部分權

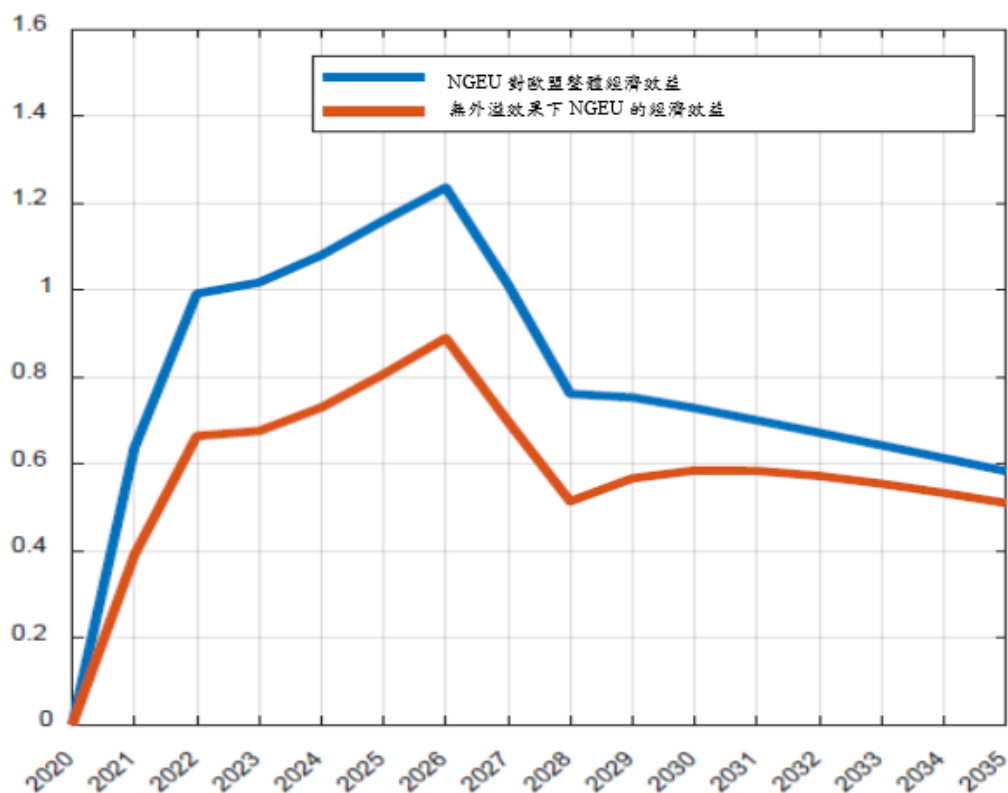
力分配給在利潤產生過程中有參與其中的國家。執委會提議將歐盟國家因而產生的收入中的 15%作為歐盟自有財源，預期每年將可對歐盟預算貢獻 25~40 億歐元。

參、NGEU 的經濟效果

一、NRRP 具有明顯的內部外溢效果

Pfeiffer (2021)估算，各會員國的 NRRP 會對歐盟內部其他國家產生明顯外溢效果，即除了帶動自身經濟成長外，亦會對歐盟其他國家經濟成長有正面影響，並帶動歐盟整體經濟成長。假設各會員國會在 6 年內將 NGEU 資金平緩的運用到各自的 NRRP，其經濟效果將在 2026 年達到頂峰，可使歐元區 GDP 額外增加約 1.2 個百分點，其中外溢效果約占比約 1/3 強，惟其整體效果會隨時間拉長而逐步降低(圖 4)。

圖 4 NGEU 對歐盟整體經濟效益及外溢效果



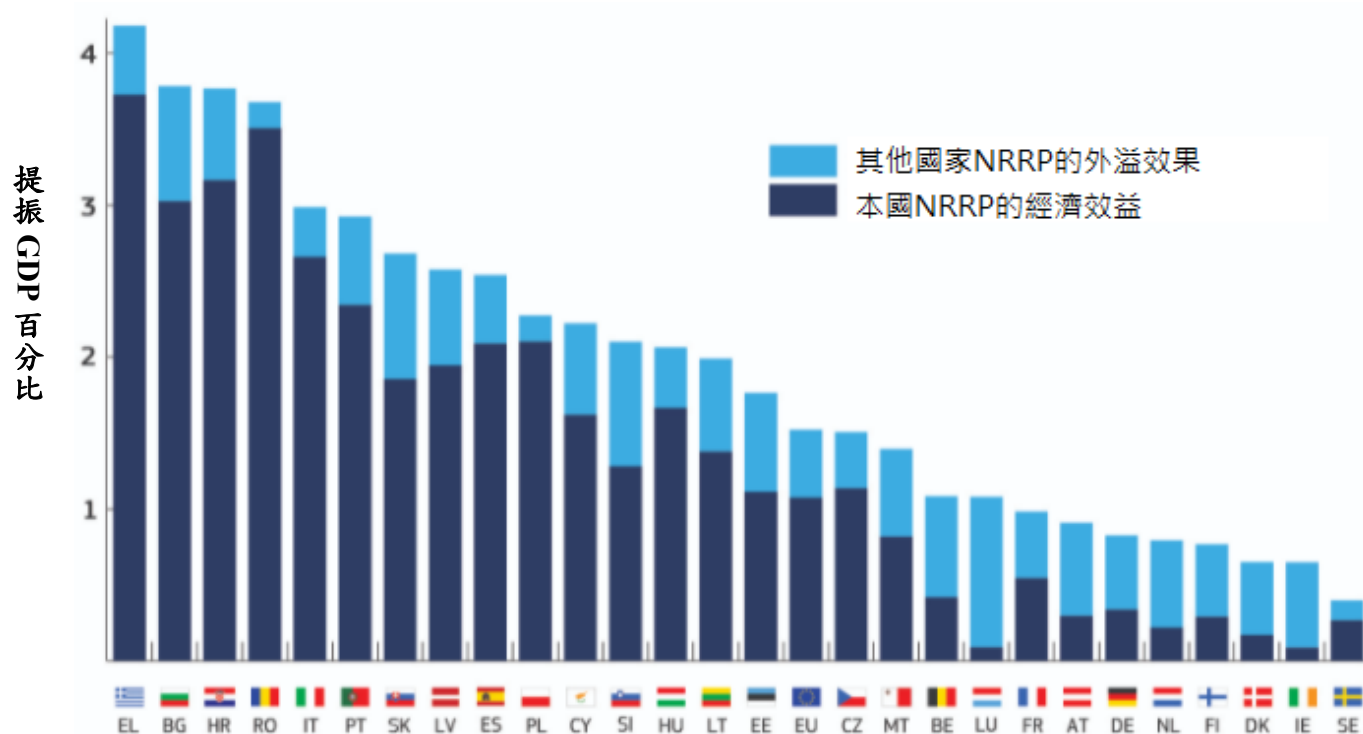
資料來源：Pfeiffer (2021)

二、由於外溢效果，NGEU 對獲配資金較少的國家仍有顯著影響

由於存在外溢效果，即使獲得無償撥款較少的會員國也能從其他會員國的 NRRP 中獲得不少好處。以獲配無償撥款最少的盧森堡及愛爾蘭為例，NGEU 對這兩個國家的正面經濟效益幾乎均可用其他國家的外溢效果解釋(圖 5)。

由於資金分配的設計，NGEU 對經濟成長率低於平均值的歐盟國家效益較高。假設各會員國可以在 4 年內，較快速的將 NGEU 資金運用到 NRRP，且政府可以進行較具生產力的投資，在此情境下，預期 NGEU 可提振希臘、保加利亞、義大利及葡萄牙等國 GDP 分別 4%、3.75%、3%及 3%(圖 5)。

圖 5 NGEU 對歐盟成員國的經濟效益

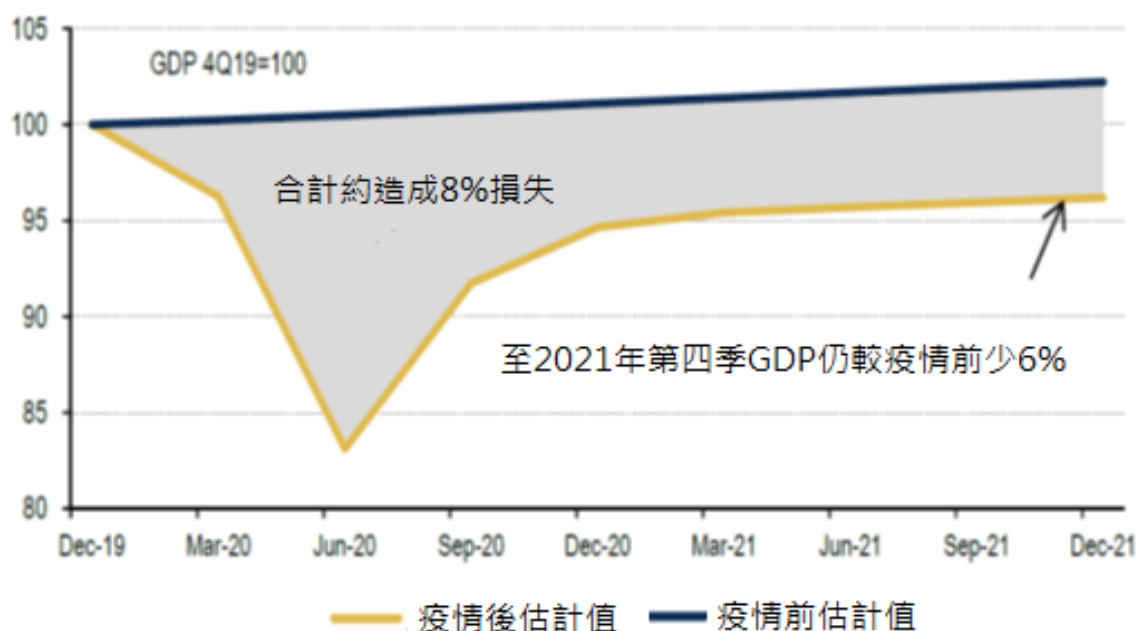


資料來源：歐盟官網、Pfeiffer (2021)

三、整體來說，NGEU 效果恐難完全彌補因疫情產生的損失

Herrmann (2020)推估，Covid-19 疫情危機使歐元區 GDP 萎縮 8.3%，且至 2021 年第四季 GDP 將較疫情前情境減少 6%，歐元區 GDP 永久性損失約 8%(下頁圖 6)。

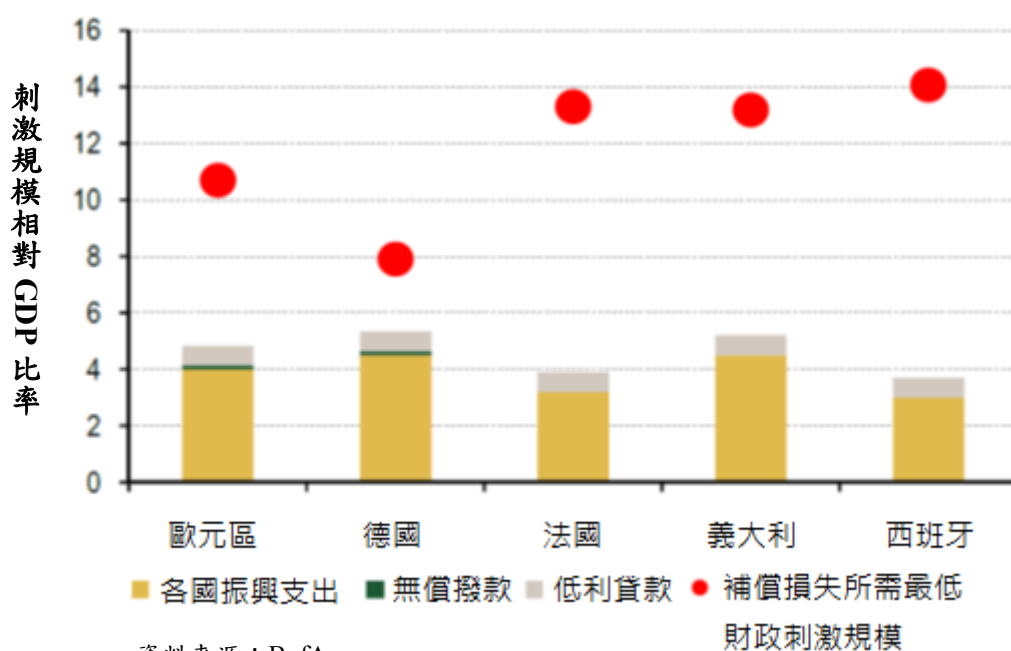
圖 6 疫情造成歐元區經濟永久性損失



資料來源：BofA

Herrmann (2020)指出，假設財政乘數為 0.7，則歐元區整體約需 11%的 GDP 規模的財政振興計畫才可彌補該經濟體 GDP 的永久性損失。以個別主要國家來看，其所需規模介於 8%~14%之間，而各國提出的振興計畫則介於 3%~4.5%間，NGEU 能給予會員國支援的規模遠不足以填補此差距(圖 7)。

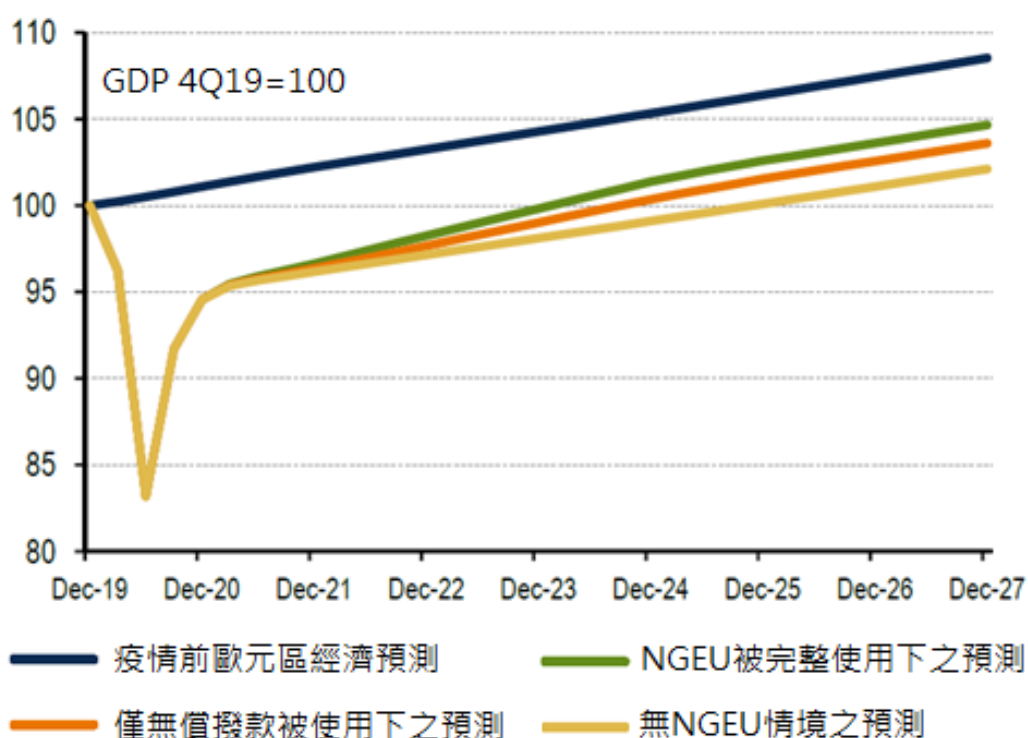
圖 7 NGEU 恐難彌補經濟損失



資料來源：BofA

Herrmann (2020)預期，NGEU 在 2022~2027 年能發揮最強的提振經濟效果，預期可使歐元區 GDP 年增率增加 0.7~1 個百分點。而在歐元區長期潛在成長率降至 1%的假設條件下，加計 NGEU 影響後，2025 年歐元區 GDP 水準會較疫情前情境減少 3.5%(若無 NGEU 則減少 5.8%)，至 2027 年，歐元區永久性損失或接近 5%~6%(圖 8)。

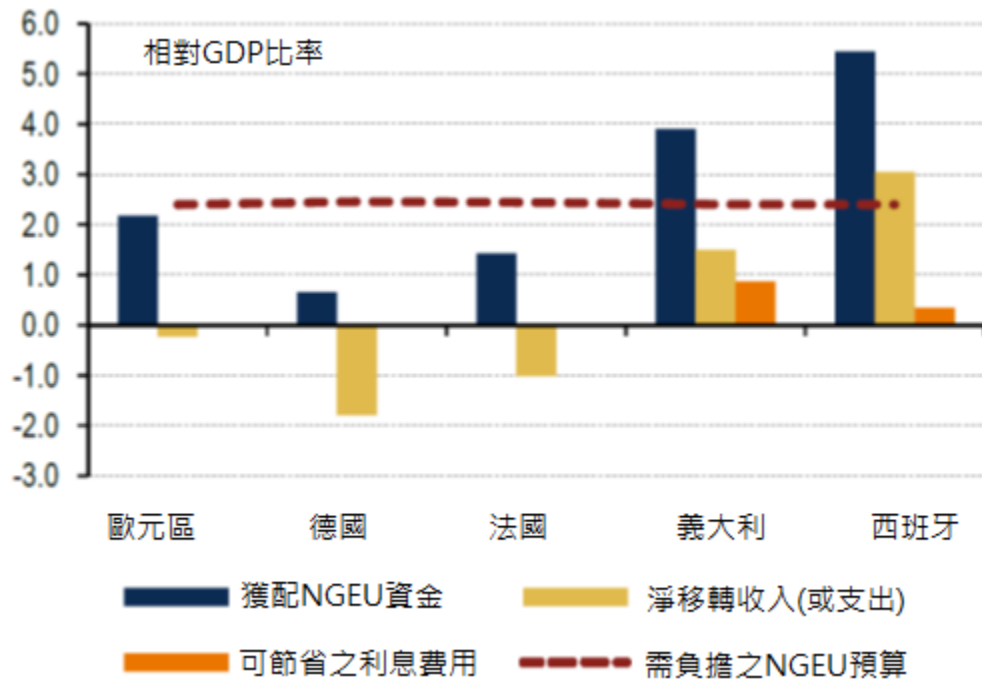
圖 8 即使有 NGEU，歐元區仍有長期經濟損失



資料來源：BofA

Herrmann (2020)進一步比較個別國家可取得 NGEU 資金及須負擔預算，以義大利及西班牙為例，未來 10 年兩國可獲得的淨移轉收入規模合計約為各自 GDP 的 1.5%及 3%；另低利貸款部分，由於兩國公債利率較高，透過 NGEU 低利貸款可節省舉債利息費用，未來 10 年可節省的費用約為兩國各自 GDP 的 1%及 0.5%(下頁圖 9)。故長期來看，NGEU 對義大利及西班牙的經濟振興效果可能有限。

圖 9 NGEU 對個別國家實質長期振興效果可能有限



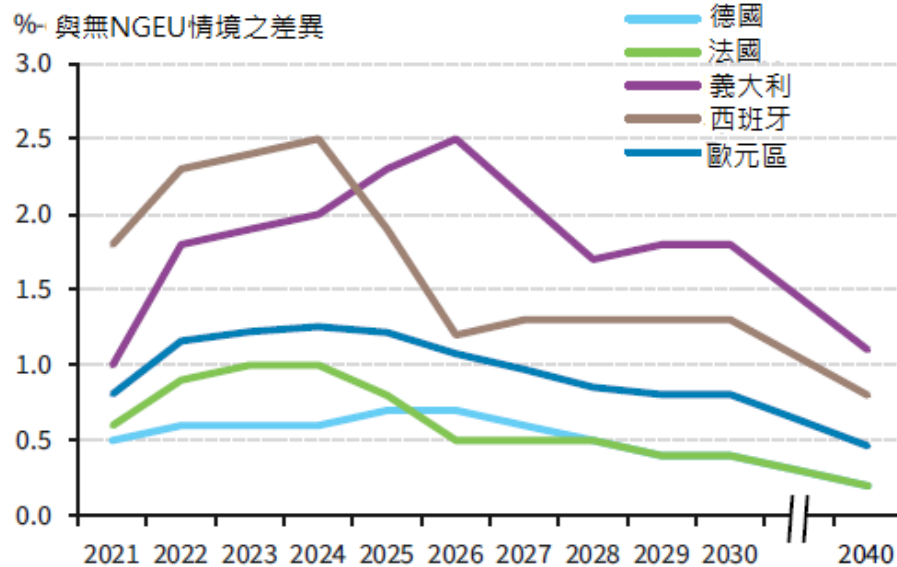
資料來源：BofA

肆、NGEU 對歐元區主要大國的效益及相關國家 NRRP 簡介

一、歐元區 4 大國經濟成長可望受惠，惟效果將隨時間拉長衰減

Gudin (2021)根據歐盟執委會 QUEST 模型推估，透過 NGEU 資助 NRRP，可望對歐元區 4 大國(德國、法國、義大利及西班牙)的 GDP 有明顯的短期振興效果。舉例來說，4 國 2021 年經濟成長可望分別因而增加 0.5、0.6、1.0 及 1.8 個百分點(下頁圖 10)。

圖 10 NGEU 對歐元區 4 大國的經濟振興效果

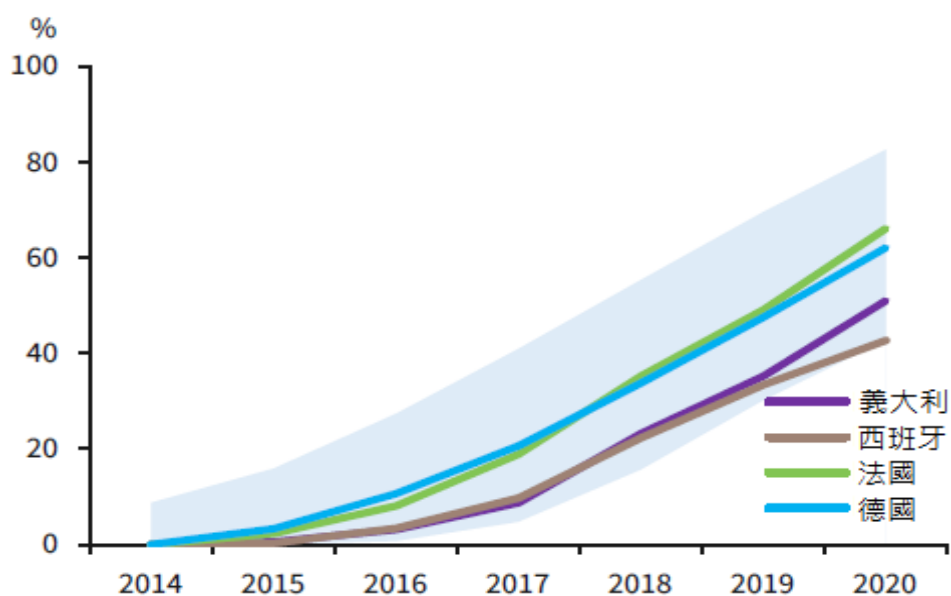


資料來源：Barclays

另儘管 NGEU 的經濟振興效果將隨時間經過衰退，惟長期來說仍高於沒有 RRF 無償撥款的情境，4 大國長期效果平均為 0.5 個百分點，其中義大利及西班牙較高(分別為 1.1 及 0.8 個百分點)，德國及法國較低(均為 0.2 個百分點)。

要確保 NGEU 可以達到最佳效果，除各會員國能否依 NRRP 完成改革並將資金運用在具生產力上的投資外，各國能否及時運用 RRF 亦將會是一大重點。舉例來說，過去歐盟兩個長年期財政架構所議定的歐洲結構及投資基金(European structural and investment funds)⁶提供給各會員國使用的額度中，4 大國實際使用的比率平均只有 50%(圖 11)。以下將簡要介紹德法兩國 NRRP 的重點內容，及官方機構評估之經濟振興效果。

圖 11 主要國家過去使用歐盟補助基金的效率不佳



資料來源：Barclays

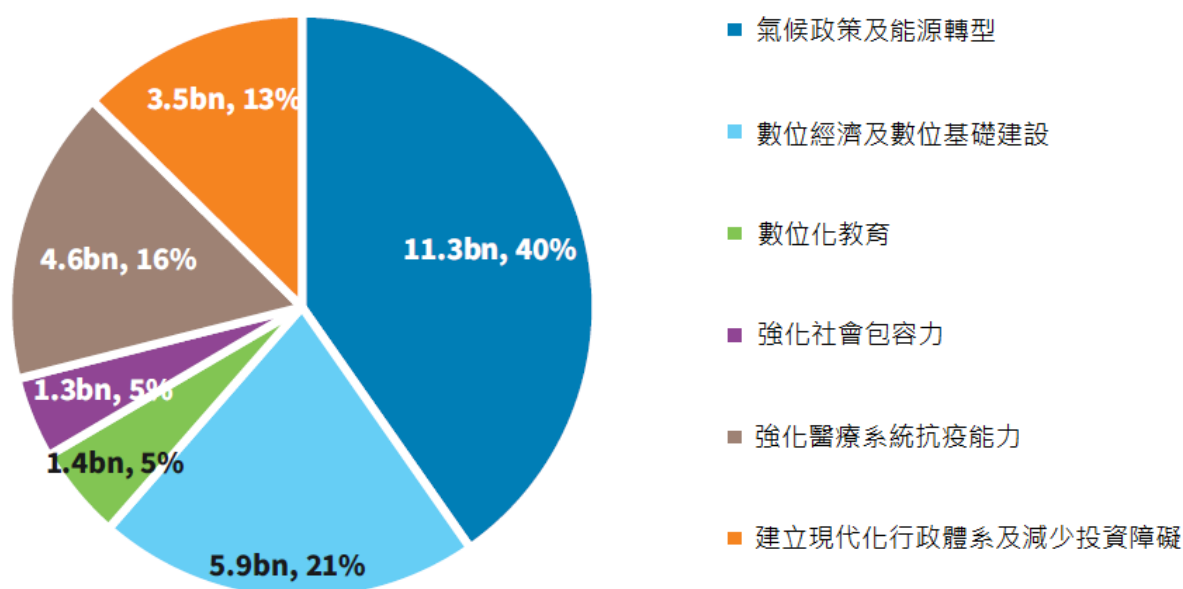
二、德國復甦計畫：偏重中長期性結構改革

德國的 NRRP 總額為 279 億歐元，其中有 256 億歐元為無償撥款，預期至 2022 年底可獲配 146 億歐元，整體規模為歐元區 4 大國最小。德國的復甦計

⁶ 主要由 5 個基金組成，分別為 European regional development fund (ERDF)、European social fund (ESF)、Cohesion fund (CF)、European agricultural fund for rural development (EAFRD) 及 European maritime and fisheries fund (EMFF)。

畫高度偏重綠色及數位轉型，氣候政策及能源轉型即占整體預算的 40%，數位轉型相關支出(數位經濟、數位基礎建設及數位教育等)則占 26%，惟強化社會包容力等其他領域較不受重視(圖 12)。

圖 12 德國 NRRP 預算分配



資料來源：Barclays

由於德國復甦計畫偏重中長期經濟改革，該國政府估計短期內每一歐元之政府支出乘數較低，惟將隨時間拉長而增加。如前兩年累積政府支出乘數為 0.5，5 年後將增加至 1.1，長期則為 2.0。因此，NGEU 的累積經濟效果亦會隨時間拉長而增加，如相較於沒有 NGEU 情境，兩年後德國 GDP 水準將增加 0.2%，5 年後將增加 0.6%，長期則將增加 1.9%。

因為考量供給面改革的效益，歐盟執委會評估德國 NRRP 的效果，認為短期經濟效益較佳，對長期潛在經濟成長則影響較低。其 QUEST 模型模擬結果顯示，相較於沒有 NGEU 情境，德國 2022 年 GDP 水準將增加 0.6%，2026 年將增加 0.7%，惟至 2040 年僅增加 0.2%。

三、法國復甦計畫：尋求正確的政策平衡發展

法國公布的 NRRP 總規模約 1,000 億歐元，其中 403 億歐元由 RRF 的無償撥款支應，另約 600 億歐元則由國家財政負擔或透過銀行融資取得。其計畫內容可概分為 3 部分：綠色經濟(規模約 300 億歐元)、提高競爭力(規模約 340 億歐元)、社會凝聚力(規模約 360 億歐元)(表 6)。

表 6 法國 NRRP 計畫由 RRF 提供之資金分配

		單位：億歐元		
		RRF 提供之資金	分配給綠色轉型的資金	分配給數位轉型的資金
綠色轉型 (202億歐元)	能源創新	58	58	0
	生物多樣化研究、企業減碳、循環性經濟及農業轉型	21	9	0
	基礎建設及環保交通方式	70	65	0
	能源及環保科技	53	51	2
提高競爭力 (56億歐元)	企業融資	3	0	0
	科技主權及韌性	32	2	24
	中央與地方政府及生活方式的數位升級	21	0	14
社會凝聚力 (152億歐元)	就業保護、青年及職業培訓、身心障礙	75	3	29
	研究、衛生、國內凝聚力	77	20	29

資料來源：Barclays

歐盟執委會的 QUEST 模型模擬結果顯示，相較於沒有 NGEU 情境，法國 2024 年 GDP 水準將增加 0.6~1.0%，其中約有 0.4 個百分點係受惠於其他國家 NRRP 的外溢效果。惟執委會的模擬結果較法國財政部的預測更加樂觀，可能要較謹慎看待(表 7)。

表 7 未來各年 NGEU 對法國 GDP 水準的振興效果

單位：%					
	2021	2022	2023	2024	2025
法國財政部估算	1.5	1.0	0.6	0.6	0.5
歐盟模擬結果	0.6	0.9	1.0	1.0	0.8
外溢效果	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4

資料來源：Barclays

伍、未來展望

一、NGEU 的政治意涵：可能不僅是短期措施，惟距離歐洲財政聯盟尚遠

NGEU 成功使歐盟在過去被部分會員國視為禁忌的領域取得共識，使得其政治意義更甚於經濟意義。

如儘管復甦計畫仍是暫時性措施，但是由歐盟發債、籌措資金並分配給會員國的運作方式的確具備某種財政聯盟的影子。此外，為籌措所需資金，允許歐盟開徵塑化稅、並將碳排放交易系統做為歐盟自身的資金來源及公司稅分配等，已大大強化歐盟自身籌資能力，且未來尚有可能允許歐盟開徵其他歐盟層級稅費以支應支出。

因此市場上一直有部分觀點認為，NGEU 不僅是應對危機的短期措施，可望成為支持歐洲發展的永久性基金的一部份，為歐洲財政及金融一體化提供重要的基礎，甚至具備歐洲財政部的雛型。惟目前來看，各會員國對財政聯盟的興趣不大，要達成的政治難度很高，而就協商的結果來看，各國仍較重視自身政治需求(如依北歐財政較佳國家要求，各國 NGEU 資金使用需有審核機制等)。

但長期來看，NGEU 可能會成為歐盟常態性措施的一部份，仍可能會是促進歐洲財政一體化的第一步，因此將允許歐盟增加永久性的自有財源。因此，其他的可能性或會更加實際：

(一)NGEU 未來可能取代歐洲穩定機制(European Stability Mechanism, ESM)作為

歐洲財政再保險機制，目前歐盟國家可於必要時向 ESM 請求援助，惟因此恐被標記為問題國家，故各國在向 ESM 求助時多會考慮再三，而透過 NGEU，會員國僅需提供類似 NRRP 的計畫即可申請資金，可降低被標記的疑慮，提高有需求的會員國申請的意願。

- (二)歐盟可保留部分 NGEU 資金，以在會員國面臨負面經濟衝擊時提供支援，如會員國經濟衰退或失業率提高到一個標準時，即可向會員國提供資金。
- (三)歐盟會員國可以在經濟狀況好時，向 NGEU 繳納資金，而在面臨負面經濟衝擊時，由 NGEU 提供援助。

儘管前述情境都具備有相當可行性，惟因具備相當程度財政一體化的意涵，未來政治談判難度仍高，尤其過去經驗顯示，歐盟在面臨危機挑戰時常會很快達成協議，宣示團結一致面對危機，惟當危機過去後，各國仍恢復原狀，將自身利益而非歐盟團結擺在最優先位置，目前尚未有任何危機真正成為歐盟進一步整合的轉機。但整體來說，NGEU 成為歐盟長期性基金的可能性很高。

二、歐元國際化展望

歐元國際化係歐盟官員長期的理想，惟目前儘管其已具備部分國際貨幣功能，但國際化程度遠低於 20 年前剛發行時市場的預期，主要或係因歐洲貨幣聯盟的結構性弱點導致：(1)財政聯盟程度太低，結構不穩定；(2)資本市場發展不足；(3)高評等債務證券市場太小。

相較於一般主權貨幣由當地政府發行並以信用擔保其價值，國際貨幣主要是因應市場需求而產生，被認可為國際貨幣的貨幣，通常是被市場參與者認定，具備在國際市場上，可完美扮演貨幣應有角色(即儲藏的價值、交換的媒介及計價的單位等)的條件。

在國際市場上，歐元在部分領域的表現已經相當接近美元，特別是在跨境實體交易中，使用歐元的比率已經與使用美元相當。惟這主要係歐元區一體化以及與周邊經濟體整合的結果，扣除歐盟內部交易後，以歐元計價的實體跨境交易比率其實很低。而在其他方面，如外匯存底持有比率、貨幣市場交易量、及透過銀行及資本市場進行國際融資的比率等，歐元的表現均遠不如美元。前

述跡象顯示，儘管歐元已經做到區域化，但尚未達成國際化目標。

Pandl (2020)指出，要成為國際貨幣的必要條件有：(1)足夠大的經濟規模；(2)政治與經濟穩定；(3)金融市場發展成熟；(4)地緣政治實力；(5)市場參與者使用習慣。而歐元雖然已具備其中一定條件，諸如：經濟規模大、金融市場整體發展相對成熟及貨幣波動性較低等，但歐元區天生的結構性缺點卻成為阻礙歐元國際化發展的缺陷。

首先，相較其他已開發經濟體，由於歐元區財政聯盟程度很低，導致其總體經濟穩定性很差，目前歐元區穩定與成長公約(Stability and Growth Pact)僅規範限制成員國的財政赤字及債務總額，但在會員國遭遇經濟或債務危機時，缺乏有力的救援機制，此將導致危機發生時的內部動盪。

其次，歐元區缺乏主權投資者所需的大量高評等政府債券。舉例來說，扣除 Fed 持有量，約有 16 兆美元政府公債在市場上流通(且另有 5 兆美元的政府擔保抵押債券)，而歐元區僅有約 6 兆美元政府公債在市場上流通，其中僅 1 兆美元評等為 AAA 級。因此，對於想要投資歐元資產的主權投資者來說，需承擔更多信用風險。最後，由於歐元區缺乏對會員國外交政策及國防政策在歐盟層級的整合，其整體地緣政治影響力不如美國。

NGEU 的成功可望協助解決前兩項缺陷，NGEU 設計出一套在危機時可有效救援會員國的機制，可望慢慢提升總體經濟穩定性。而透過歐盟財源擔保發債，更可為金融市場投資者提供大量的 AAA 級高評等債務證券。

預期至 2026 年底，歐盟應會發行至少 8,500 億歐元(約 1 兆美元)⁷高評等債券。假設其中半數由歐元區以外主權投資者購買，則在目前全球外匯存底規模下，可望使歐元的外匯存底占比提升 4 個百分點(由 20%升至 24%)。

⁷ 7,500億歐元為 NGEU 債券，1,000億歐元為其他歐盟專案計畫，以2018年物價計

參考文獻

1. Balboni, Fabio (2020), “What the EU Recovery Fund Could Mean for Growth,” HSBC Global Research, June 10.
2. Bańkowski, Krzysztof et al. (2021), “The Macroeconomic Impact of the Next Generation EU Instrument on the Euro Area,” ECB Working Paper, January.
3. Balboni, Fabio (2020), “A Deal, at Last,” HSBC Global Research, July 20.
4. Cluse, Reinhard et al. (2021), “EU Recovery Fund: Where Will All the Money Go?” UBS Global Research, June 14.
5. European Commission (2021), “NextGenerationEU – a Game Changer in EU Capital Markets,” NextGenerationEU FUNDING STRATEGY, April 14.
6. Gudin, Philippe (2021), “Two Decisive Steps Towards EU Fiscal Union” Barclays Research, June 3.
7. Gudin, Philippe et al. (2021), “Next Generation EU Kicks off” Barclays Research, July 1.
8. Herrmann, Evelyn and Ruben Segura-Cayuela (2020), “Central Recovery Planning,” BofA Global Research, June 8.
9. Irving, Victoria et al. (2021), ““Green” and “Digital” Recovery”: Where Is the Money Going and Who Might Benefit?” Morgan Stanley Research, August 31.
10. Kalisz, Piotr et. al (2021), “Awaiting for EU Funds Arrival, Fearing Delays,” Citi Research, July 20.
11. Kliesen, Kevin (2020), “EUR750bn EU Recovery Fund: Deal!” Deutsche Bank Research, July 21.
12. Marès Arnaud (2020), “Europe: a not-so-grand Bargain,” Citi Research, July 21.
13. Nell, Jacob et al. (2021), “First Tranche Slipping into 4Q” Morgan Stanley Research, March 30.
14. Nell, Jacob (2021), “A Leap Forward” Morgan Stanley Research, April 22.

15. Nell, Jacob (2021), “Investor Q&A: What's Next?” Morgan Stanley Research, June 18.
16. Pandl, Zach and Isabella Rosenberg (2020), “Euro Internationalization and the Recovery Fund,” Goldman Sachs Global Markets Analyst, August 28.
17. Pfeiffer, Philipp et al. (2021), “Quantifying Spillovers of Next Generation EU Investment,” European Commission EUROPEAN ECONOMY, July.
18. Protopapa, Marco and Malcolm Barr (2020), “Euro Area: The EU Summit Delivered a Ground-Breaking Deal,” J.P. Morgan Economic Research, July 23.
19. Sapio, Ludovico and Silvia Ardagna (2021), “NGEU – the Carrot and the Sticks,” Barclays Research, August 2.
20. Spies, Michael (2020), “EU – The Common Fiscal Bazooka & TLTRO in Perspective, ” Citi Research, June 22.
21. Stehn, Sven et al. (2021), “European Fiscal Policy—From Relief to Recovery,” Goldman Sachs European Economics Analyst, March 29.
22. Stehn, Sven et al. (2021), “European Daily: The Winding Road to the Recovery Fund,” Goldman Sachs European Economics Analyst, January 29.
23. Stehn, Sven et al. (2021), “European Daily: The Recovery Plan—Less Ambitious but Welcome,” Goldman Sachs European Economics Analyst, July 29.
24. Stehn, Sven et al. (2021), “European Daily: The Recovery Fund—Transitory Tool or Hamiltonian Moment?” Goldman Sachs European Economics Analyst, June 28.
25. Stehn, Sven et al. (2021), “European Daily: The Recovery Plan—A Complex But Manageable Negotiation,” Goldman Sachs European Economics Analyst, June 10.
26. Stehn, Sven et al. (2021), “European Daily: The Path of the Recovery Fund—From ORD to Debt Issuance,” Goldman Sachs European Economics Analyst, April 10.