

歐盟復甦計畫之意義與影響

撰擬人：黃也欣

單位：經濟研究處

109 年 9 月

一、歐盟復甦計畫之說明

COVID-19 疫情嚴重衝擊歐洲經濟活動，歐盟為因應此歷史性危機，本(2020)年 4 月推出 5,400 億歐元之緊急紓困計畫，7 月再通過歐洲復甦計畫，包括 1.1 兆歐元之 7 年期歐盟財政預算框架及 7,500 億歐元之復甦基金，並將大舉發行歐盟債券加以支應，以期帶動經濟復甦。市場認為此係歐盟成員國難得之團結，並進一步朝財政整合之路邁進，歐元受此激勵大幅升值，德國與義大利 10 年期公債利差則明顯縮減。歐盟為全球僅次於美國之第二大經濟體，其未來發展將影響全球經濟及歐元國際地位至鉅。本文擬簡介歐盟因應此次疫情總金額高達 2.4 兆歐元之緊急紓困與復甦計畫，分析歐盟發行債券籌資之特性，並探討其影響與展望。

(一)以緊急紓困計畫即時因應 COVID-19 疫情之爆發

本年 3 月疫情爆發初期，歐盟國家多採取嚴格的管制措施，致經濟活動幾近停滯，4 月下旬歐盟理事會通過 5,400 億歐元之緊急紓困計畫(表 1)，從支援醫療、援助企業及支持就業著手，以期及時降低疫情對經濟、社會之衝擊。

表 1 歐盟緊急紓困計畫

計畫名稱	金額	計畫目的	說明
歐洲穩定機制(ESM)* 緊急備用信貸額度	2,400 億歐元	援助成員國	● 建立新的信貸額度，最高金額為各成員國 2019 年國民所得毛額(GNI) 的 2%，期限最長為 10 年，用於與疫情相關的直接和間接醫療支出。
歐洲投資銀行(EIB) 擔保貸款	2,000 億歐元	援助中小企業	● 建立 250 億歐元之擔保基金，增加對中小企業的貸款支持。
暫時性失業風險貸款計畫 (SURE scheme)	1,000 億歐元	支持就業	● 提供貸款予成員國，以支付其因應短期工作計畫相關之費用。 ● 資金由歐盟發行債券，以背對背貸款(back-to-back loan)方式提供予申請補助的成員國(詳下文)。
總計	5,400 億歐元		

* ESM 係 2012 年因應歐債危機所設立，過去申請援助的國家須簽立財政條件協議，要求達成財政赤字相對 GDP 低於 3%、債務相對 GDP 低於 60%等緊縮財政支出要求，致各國申請 ESM 協助的國內政治阻力較大。

資料來源：歐盟執委會

(二)推出歐洲復甦計畫¹以期協助歐盟經濟復甦及轉型

在緊急紓困計畫推出後，**歐盟執委會**(European Commission，歐盟組織架構參見附錄 1)即著手**規劃歐洲復甦計畫**，重點轉向如何協助成員國經濟復甦。在德國與法國支持下，**5 月底**歐盟執委會**提出 2021~2027 年之 1.1 兆歐元多年期財政預算框架**(Multiannual Financial Framework, **MFF**)，並**成立 7,500 億歐元之復甦基金**(Next Generation EU, **NGEU**)，以協助受危機衝擊最大的地區與部門重建，且將透過**推動歐洲綠色新政**(European Green Deal)、**數位革命**及**復原力**(resilience)等三大政策協助歐盟轉型。7 月下旬歐盟理事會召開特別會議，在各成員國領袖積極協商修訂後達成最終協議。

1. 通過 1.1 兆歐元之 2021~2027 年「多年期財政預算框架」(MFF)

歐盟係以制定多年期財政預算框架(MFF)，**向各成員國收取年費及各項稅收等自有財源**(own resources，表 2)來因應各項支出。

表 2 歐盟自有財源

自有財源	說明	貢獻度
以國民所得毛額(GNI)一定比率收取年費	各成員國依統一的 GNI 比率*繳納年度會費，該比率將每年進行調整，以平衡歐盟的收入與支出，為歐盟最大的收入來源。	約 67%
增值稅	各成員國依統一的比率貢獻部分增值稅(VAT)稅收。	約 12%
關稅	各成員國依規定之比率貢獻進口商品所課徵的關稅。	約 13%
年費挹退(rebates)	若成員國認為渠等對歐盟預算的淨貢獻過高，可主張申請退還已繳納的預算年費。	

* 為彌補英國脫歐後之缺口，歐盟 27 個成員國預算出資比率由 GNI 的 1%提高至 1.074%；參考自 2020 年第 2 次台灣歐盟論壇書面資料。

資料來源：歐盟執委會

¹資料來源：European Council (2020), “Special Meeting of the European Council (17, 18, 19, 20 and 21 July 2020) – Conclusions,” Jul. 21。

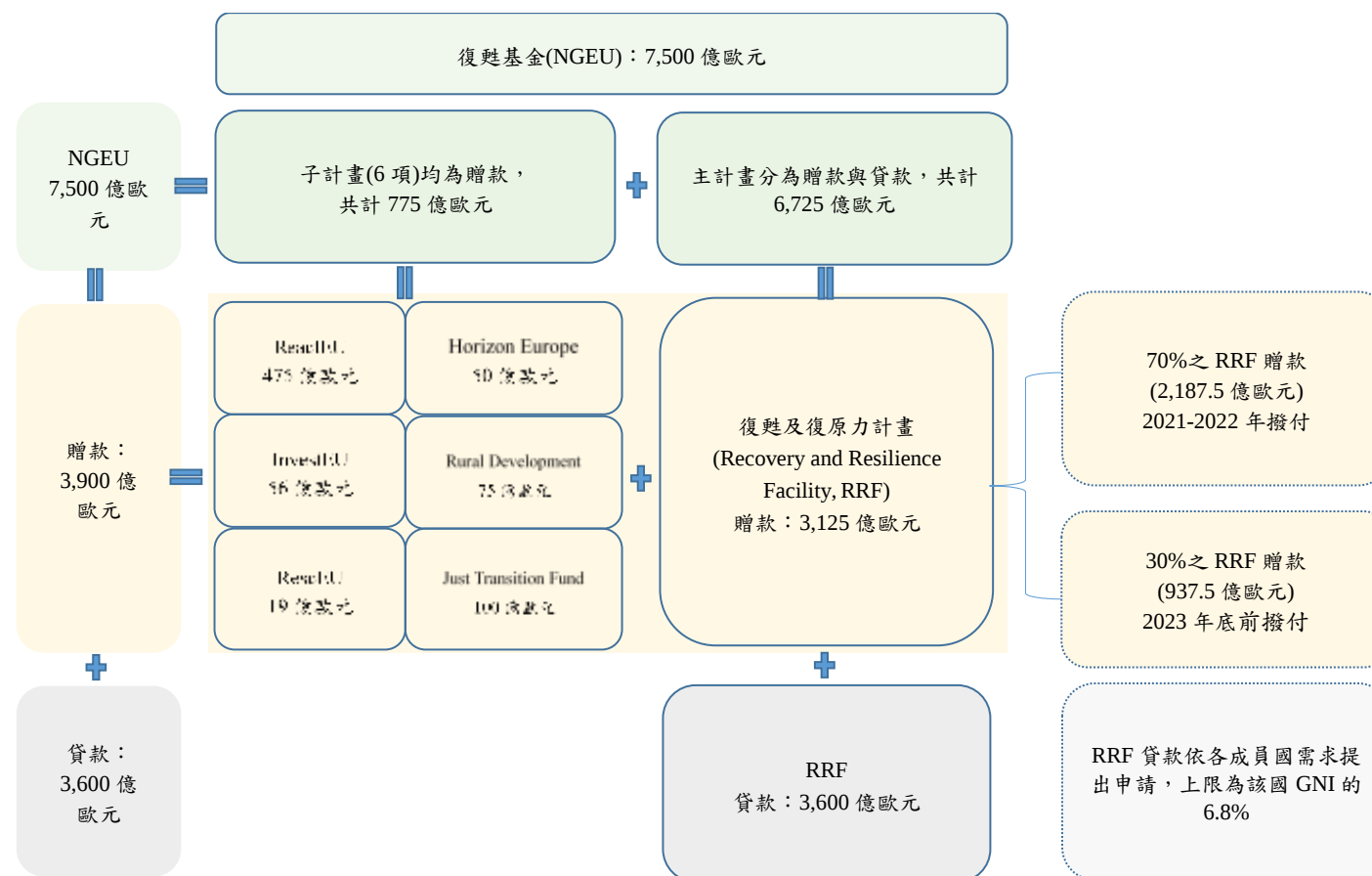
本年 7 月歐盟理事會通過 1.1 兆歐元之 2021~2017 年 MFF，要點如下：

- (1)提高自有財源上限：為因應英國脫歐後的財政缺口，同意將上述之自有財源總上限由所有成員國 GNI 總和的 1.20%提高到 1.40%。另暫時額外調高上限 0.6 個百分點，專為清償復甦基金相關借款負債之用，最長適用至 2058 年底。
- (2)設立 50 億歐元之「英國脫歐調整儲備金」(Brexit Adjustment Reserve)，援助受英國脫歐影響最深之成員國及部門。
- (3)對 2021~2027 年間丹麥、瑞典、荷蘭、奧地利(泛稱節儉 4 國)及德國須繳交歐盟之年度會費進行一次性之年費挹退，上述成員國將因年度會費減少而受益，減少金額分別為 3.77 億歐元、10.69 億歐元、19.21 億歐元、5.65 億歐元及 36.71 億歐元。
- (4)預計新增自有財源：承諾在未來幾年改革自有財源制度，可能引入下列幾種新的自有財源：
 - 塑料稅(plastic tax)：2021 年 1 月 1 日起對歐盟內不可回收的塑料包裝廢棄物課徵塑料稅，以減少此類廢棄物數量，並為廢棄物之回收利用創造激勵機制。
 - 碳邊界稅(carbon border tax)：預計於 2021 年上半年提出碳邊界稅方案，對歐盟的進口產品根據其生產過程中產生的二氧化碳排放量徵稅，以鼓勵低排放生產。
 - 數位稅(digital levy)：預計最遲於 2023 年 1 月 1 日起實施，以使租稅制度適應新興的數位商業模式。
 - 金融交易稅(financial transaction tax)：將金融交易稅列為下一次 MFF 可能引入的其他自有財源。

2. 成立 7,500 億歐元之「復甦基金」(NGEU)

新成立之 7,500 億歐元復甦基金(NGEU)將由歐盟執委會代表歐盟在資本市場上發行歐盟債券籌資，所得款項將依循 NGEU 之規定，分別以贈款(grants)與貸款形式分配至歐盟的 7 項計畫(圖 1)，其中主計畫為新成立之復甦及復原力計畫(Recovery and Resilience Facility, RRF)，其餘 6 項子計畫則為歐盟現有計畫之預算補充(各計畫之詳細資金用途詳表 3)。

圖 1 復甦基金架構



資料來源：歐盟執委會

表 3 復甦基金相關計畫說明

計畫名稱	金額	資金用途說明
RRF — 贈款 — 貸款	6,725 億歐元 — 3,125 億歐元 — 3,600 億歐元	● 成員國應於明年 4 月前提出該國的復甦及復原力計畫(recovery and resilience plans)，說明其 2021~2023 年的改革及投資方案。 ● 歐盟執委會將評估上述計畫是否有助提升該國成長潛力、創造就業機會及強化經濟與社會復原力，及是否可有效推動綠能及數位轉型，再交由歐盟理事會以多數決決議，若通過方能動用資金。
ReactEU	475 億歐元	● 支持有助成員國在疫情危機後奠定良好復甦基礎的重要部門，藉由強化醫療設施，創設工作機會，提供中小企業所需的直接支持，強化基礎建設提供人民基本服務，並藉由綠能、數位化與強化成長的投資，使各成員國經濟發展更具持續性。
Just Transition Fund (JTF)	100 億歐元	● 公正轉型基金係用以減輕成員國轉型綠色經濟所受到的衝擊，例如支持勞工的再培訓、幫助中小企業創造新的經濟機會等。
Rural Development	75 億歐元	● 在共同農業政策下，支持農村地區依據綠色新政進行必要的結構改革。
InvestEU	56 億歐元	● 重啟經濟與幫助私部門投資。
Horizon Europe	50 億歐元	● 推行綠色新政，透過與業界和成員國的夥伴關係，支持跨部門、系統性的研究與創新，如運輸技術、清潔氫燃料電池、低碳煉鋼和綠建築等。
RescEU	19 億歐元	● 歐盟救援機制，強化對人民因應天然災害與疫情危機的保障。
總計	7,500 億歐元	

資料來源：歐盟執委會

(1)有關 RRF 之 3,125 億歐元贈款分配方式如下：

—贈款之 70%(約 2,187.5 億歐元)將於 2021 年~2022 年發放，歐盟執委會將依成員國的生活水準、經濟規模和失業狀況進行評估，制定分配比例，預估義大利與西班牙等受疫情衝擊嚴重之成員國分配之金額將較高(表 4)。

—贈款之 30%(約 937.5 億歐元)將於 2023 年底前撥付完畢²。

(2)另 RRF 之 3,600 億歐元貸款部分：成員國的最高貸款額不得超過該國 GNI 的 6.8%，成員國將視個別條件決定是否申請貸款，實際動用額度目前無法預估。

表 4 歐盟成員國 2021 年~2022 年無償贈款分配規模

單位：億歐元

成員國	贈款分配	成員國	贈款分配	成員國	贈款分配
義大利	448	克羅埃西亞	43	芬蘭	15
西班牙	434	匈牙利	43	立陶宛	15
法國	227	斯洛伐克	43	丹麥	12
波蘭	187	荷蘭	37	斯洛維尼亞	12
德國	152	比利時	34	愛爾蘭	8
希臘	126	捷克	33	賽普勒斯	8
羅馬尼亞	95	瑞典	27	愛沙尼亞	7
葡萄牙	91	奧地利	21	馬爾他	2
保加利亞	43	拉脫維亞	20	盧森堡	1

資料來源：Bloomberg, “Here’s Who Gets What in the EU’s 750 Billion-Euro Recovery Deal,” Aug. 26

² 2023 年的分配比例將於 2022 年 6 月 30 日前，依各國 2020 年實質 GDP 減損及 2020~2021 年實質 GDP 累計減損兩項標準計算。

(三) 歐盟債券簡析³

歐盟債券為超國家、次主權及機構(supranational, sub-sovereign, and agency, SSA)債券，2010 年歐洲爆發主權債務危機後，歐盟執委會曾藉由發行歐盟債券，融通歐洲金融穩定機制(European Financial Stabilisation Mechanism, EFSM)，以援助西班牙、愛爾蘭與希臘等成員國；目前歐盟債券在外流通餘額約 500 億歐元。

為因應本次疫情衝擊，歐盟執委會將再度發行歐盟債券融通暫時性失業風險貸款計畫(SURE scheme)與復甦基金(NGEU)，預期未來 5~6 年歐盟債券發行量將大幅攀升，成為歐洲第 5 大政府相關發行機構，僅次於義大利、法國、德國與西班牙。

1. 支應 SURE scheme 發行之歐盟債券

歐盟執委會最快將於本年 9 月下旬開始發行歐盟債券以支應 1,000 億歐元之 SURE scheme，預計於 2021 年中期前完成相關發債計畫，且將採傳統背對背貸款(back-to-back loan)形式，以與所發行債券相同期限的方式貸款給借款國，融資成本轉嫁給借款國，利率將低於部分成員國自行發債成本。義大利、西班牙、希臘、波蘭與葡萄牙等 16 國已申請並通過 SURE scheme 之貸款，總金額為 873 億歐元⁴。

2. 支應 NGEU 發行之歐盟債券

歐盟執委會預計自 2021 年發行大量歐盟債券以支應 7,500 億歐元之 NGEU，主要發債時程為 2021 年~2024 年，且非採傳統背對背貸款形式，係由歐盟執委會發債後依規定贈款或貸款予成員國，而歐盟理事會已額外調高自有財源上限 0.6 個百分點專作為清償相關負債之用。

³ 參考資料：TD Securities, “How Will EU Issuance Evolve?” Aug. 28；UBS, “EU as an issuer – A(AA) Star is Born,” UBS, Aug. 26；BofA Securities, “2021 Supply: Party Like Its 2020,” Jul. 31。

⁴ European Commission, “Coronavirus: Commission Proposes to Provide €81.4 Billion in Financial Support for 15 Member States under SURE,” Aug. 24；European Commission, “Commission Proposes to Provide €5.9 Billion in Financial Support for Portugal under SURE,” Aug. 25。

3. 歐盟債券之投資需求分析

歐盟發行之**歐盟債券**為**歐洲央行(ECB)**購債計畫之**合格購買標的**，在**歐盟預算支持**下，**長期信用評等**介於**AA~AAA**，與美國信用評等相近(表 5)，且屬**巴塞爾資本協定之高品質流動資產**(High Quality Liquid Assets)，**風險權數為 0%**，為銀行與保守投資機構關注的投資標的，另歐盟亦可發行綠色債券支持環境改善目標，預期將可吸引更多類型投資機構投資⁵。

表 5 三大信評公司對歐盟與美國的長期信用評等

	Moody's		S&P		Fitch	
	歐盟	美國	歐盟	美國	歐盟	美國
長期信用評等	Aaa	Aaa	AA	AA+	AAA	AAA
信用評等展望	穩定	穩定	正向*	穩定	穩定	負向

*本年 7 月 30 日 S&P 將歐盟信用評等展望由穩定(stable)調升為正向(positive)。

資料來源：Bloomberg

⁵ Bloomberg, "EU Plans to Sell Green and Social Bonds for Recovery Fund," Aug. 27.

(四) 歐洲復甦計畫之影響

自歐盟推出歐洲復甦計畫後，市場認為將可援助受疫情衝擊較大及成長動能較弱之成員國，且可望進一步朝財政整合方向邁進，皆有助歐盟長期經濟成長與金融穩定。

1. 歐元升值，德義公債利差縮減

歐盟理事會達成歐洲復甦計畫協議後，各界預期歐盟或可進行更深度的經濟與財政整合，對歐洲經濟發展信心上升，資金因此大量流入歐元，歐元對美元大幅升值(圖 2)，德國與義大利 10 年期公債利差則明顯縮減(圖 3)。

圖 2 歐元匯率與期貨淨部位



資料來源：Bloomberg

圖 3 德國與義大利 10 年期公債利差



資料來源：Refinitiv Datastream

2. 朝進一步財政整合方向邁進

(1) 創造歐盟財政移轉的先例

NGEU 中包含 3,900 億歐元的無償贈款，資金分配方式相當於經濟表現較佳的成員國將其財富轉移至經濟表現較差、受疫情衝擊較嚴峻的成員國，打破歐債危機以來北歐國家反對的財政移轉(fiscal transfer)觀念。

(2) 債務共同化弭平歐盟成員國間不同的舉債成本

歐盟執委會將以歐盟名義在國際金融市場大規模發行歐盟債券，象徵歐盟未來可不必依賴會員國的預算貢獻獨立募資。債務共同化有利弭平成員國間不同的舉債成本，並有利歐盟獨立制定因地制宜的經濟激勵政策，進一步朝財政整合方向前進。

3. 推動歐洲綠色新政

歐洲復甦計畫針對歐盟整體進行大規模之公共與私人投資，其中又以氣候變遷相關的投資為重要目標，MFF 與 NGEU 提供資金的政策和方案中，支出總額的 30%將用於達成此目標。

4. 提升歐元作為國際貨幣之地位

NGEU 規範的債務還款期最晚可到 2058 年，亦即歐盟得發行 30 年以上的長期債券，此將有助建構完整的殖利率曲線，且歐盟的信評等級亦與美國相當，若未來擴大自有財源並持續債券發行計畫，將可增加歐盟債券的安全性與流動性，吸引尋求安全性資產的投資機構投資，進而提升歐元作為國際準備貨幣之地位。

(五)結論

歐盟成立的目標在於**建立單一共同市場**，藉由**貨幣、財政、經濟與金融的整合**，進而**強化政治聯盟**，確保歐洲穩定與和平發展(附錄 2)。歐債危機爆發後，多數成員國由於缺乏激勵經濟的財政空間，加以歐盟缺乏財政聯盟以支持受危機重創之成員國，經濟復甦進程疲弱。惟為因應此次 COVID-19 疫情危機，歐盟積極協調各成員國推出之緊急**紓困與復甦計畫**，已同時在**經濟與財政整合上達成多項重要成就**，惟**未來**歐盟整合**仍面臨諸多挑戰**，有待成員國協力合作加以克服，方能完成整合目標，促進經濟的永續發展及鞏固歐元國際地位。

1. 紓困與復甦計畫推進歐盟整合

(1)建立歐盟整體社會福利計畫

過去歐盟由成員國各自出資建立社會福利措施，本次 **SURE scheme** 則由**歐盟支持各成員國實施短期工作計畫**，對受疫情衝擊影響部門**提供補助**支出，此機制**類似美國全國性失業保險金機制**，由聯邦政府提供大部分的保險金補助，各州政府補足剩餘款項並執行相關政策。

(2)擴大投資支出以促進經濟發展

歐洲復甦計畫**強化公共與私人投資支出**，特別著重因應氣候變遷與數位化轉型建設，由歐盟主導投資支出，有助較弱勢成員國增加可提升競爭力的資本支出，提高經濟發展潛能，預期實施後的政策效果將**改善歐盟經濟成長前景**。

(3)進一步財政整合增進投資信心

MFf **擴大**歐盟的**自有財源上限**，**提高財政裁量權**；NGEU 以**無償贈款**方式，**創造歐盟財政移轉先例**，另預計大規模發行高安全性歐盟債券籌資，朝向財政整合目標前進，已增進市場對歐盟的投資信心。

2. 歐洲復甦計畫尚待成員國國會與歐洲議會批准

歐盟理事會通過之 MFF 與 NGEU 計畫，依**歐盟運作規則仍需完成相關法律程序**。MFF 須歐洲議會以絕對多數票同意，另其中有關歐盟借款、提高自有財源上限與新增自有財源提案則須成員國國會批准，在所有成員國批准提高自有財源上限前，歐盟執委會無權在金融市場上借貸資金執行 NGEU 計畫。**部分成員國的延遲或阻撓恐衝擊經濟信心、拖累復甦進程**。

3. 加強資本市場之深度與廣度方能提升歐元作為國際準備貨幣的地位

近期全球央行申報之外匯存底幣別組合配置中，歐元配置比例約 20%，遠低於美元之逾 60%⁶。除各界廣泛認為歐盟**缺乏政策整合、經濟成長疲弱**等因素外，**資本市場的深度與廣度不及美國亦為限制歐元國際準備貨幣地位提升**的重要因素。未來歐盟若**可持續歐盟債券發行計畫**⁷，**加強市場流動性**，再輔以建立歐債危機後倡議許久的存款保證機制，將**有助金融市場發展**，進一步提升歐元作為國際準備之地位。

4. 邁向財政聯盟目標挑戰仍大

歐盟成員國預算主要留用於國內支出，致**歐盟預算相對 GDP 比例約僅 2%**，反觀**美國**財政預算相對其 GDP 比例**高於 20%**，財政支出空間不足致歐盟**缺乏運用財政裁量權的能力**。本次歐盟理事會雖已同意改革自有財源制度，惟除塑料稅外，**碳邊界稅、數位稅與金融交易稅**等新稅制尚未有共識，預期將經過長期談判與協商。

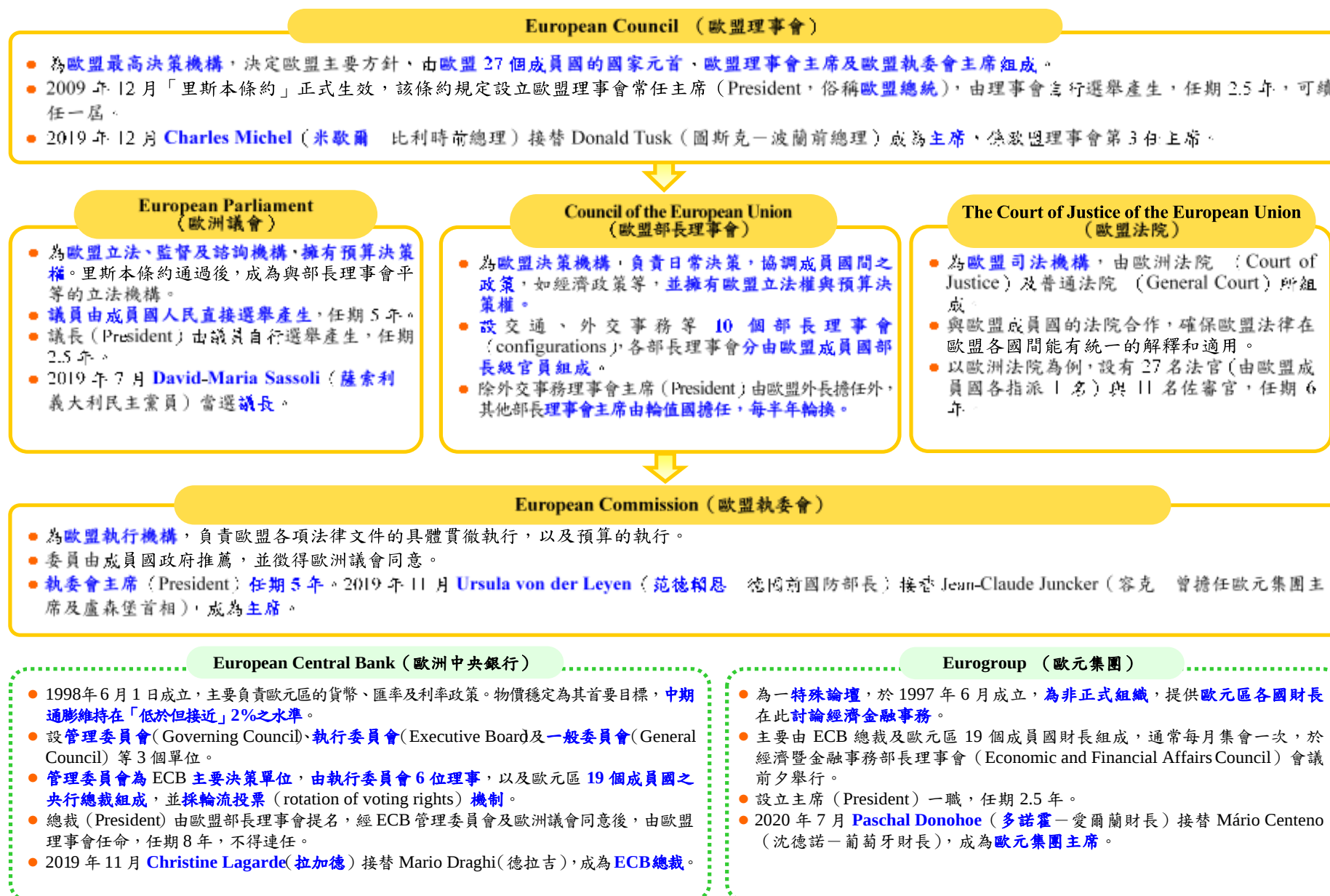
有論者認為本次歐盟理事會決議設立之 NGEU 計畫，係最接近美國建國初期的「漢米爾頓時刻」(Hamiltonian Moment)之財政聯盟(fiscal union)⁸階段。惟**NGEU 係為因應疫情危機之一次性應變措施**，未來仍有待歐盟領袖**建立具互助特性之常設財政移轉政策**，方能**朝向真正之財政聯盟邁進**。

⁶ 參見 IMF Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER) 資料庫。

⁷ NGEU 發債期限僅至 2026 年，未來是否有持續發債計畫，係影響債券市場流動性的重要因素。且 NGEU 與 SURE scheme 合計發債規模不足 1 兆歐元，遠低於逾 20 兆美元之美國公債餘額。

⁸ 美國首任財政部長 Alexander Hamilton 於 1790 年促成美國各州同意發行共同債務，以更接近財政聯盟。

附錄 1 歐盟組織架構



附錄2 歐盟整合發展過程

