

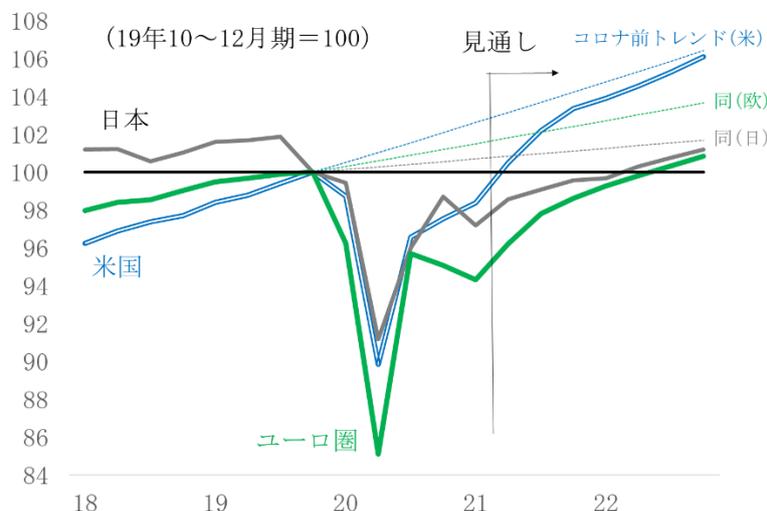
# Weekly エコノミスト・ レター

## 欧州復興基金の実相 — 米国流の ‘Go big’ は望めない —

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

1. EUは、コロナ危機では、過去の教訓を生かし、国家補助や財政ルール柔軟化で加盟国の対応を促し、資金繰り支援の危機対応パッケージと復興基金構築に動いた。
2. これまでのEU主要国の対策の規模は、日米英に比べ小さいが、財政安定化機能もあり、危機の傷痕となる失業の増大、企業破綻阻止では一定の効果を発揮してきた。
3. 当面は危機の傷痕を緩和する政策を継続し、復興基金の起動に優先的に取り組む方針だ。
4. 米国の大模追加経済対策は景気過熱・インフレリスクを巡る議論を引き起こしているが、対策は小さすぎるよりは大きすぎる方が良いという点では基本的に一致しているようだ。回復が遅れるEUも、より大胆に動くべきとの声もある。
5. だが、EUの ‘Go big’ の実践は容易ではない。過剰債務国は信用危機再燃リスク等を意識せざるを得ない。復興基金の補助金の拡張は選択肢となりそうだが、EU債発行に必要な全加盟国の批准手続きが完了しておらず、拡張を検討できる段階にはない。
6. 復興基金は、加盟国間の財政余地の差をカバーし、短期集中型の投資と改革を通じて「より良い復興」を後押しするよう設計されている。そのために、復興基金の利用条件は厳しく、限られた期間で具体的な計画をまとめ実行できるかが問題となる。
7. 復興基金は、EU結束のためのプロジェクトだが、運用次第では、域内の関係の悪化を招きかねない。費やされる政治的資源は大き過ぎるといふ指摘は的を射ている面がある。

回復加速が見込まれる米国、遅れが懸念されるユーロ圏



(注) 見通しはニッセイ基礎研究所による(資料)各国統計

## （ 遠のくユーロ圏の景気回復 ）

欧州で新型コロナの本格的な感染拡大が始まってから1年が経過したが、第3波の持続、国によっては第4波の傾向が明確になりつつあり、今年の復活祭（4月4日）も多くの国が行動制限下で迎えることになる。昨年10～12月期に続いて、今年1～3月期のユーロ圏のマイナス成長は確実視されてきたが、回復が期待された4～6月期も低調な滑り出しが避けられなくなった。これまでもユーロ圏のコロナ前の実質GDPのピークの回復は、米国、日本より遅いと見てきたが（表紙図表参照）、米国が4～6月期にもピークを回復するのに対して、ユーロ圏は少なくとも1年遅れる見通しだ。

危機によるショックは傷痕（scarring effect）として残り、その後の成長に影響を及ぼす<sup>1</sup>。世界金融危機の後も、日米欧の成長率は、危機前のトレンドよりも低いペースに留まり、危機前の成長のトレンドに回帰出来なかった（図表1）。とりわけユーロ圏では、世界金融危機に続いて、圏内で債務危機が拡大したことで、傷痕が深く残り、危機前の実質GDPの水準回復は15年4～6月期と、米国におよそ5年、日本におよそ2年の遅れをとった。

図表1 世界金融危機前後の日米欧の実質GDP



(資料)各国統計

図表2 新型コロナ感染拡大からの1年間のEUによる財政政策支援策

### ルールの柔軟化

- 国家補助ルール緩和
- 財政ルールの適用凍結

### 資金繰り支援

- EU予算の基金の活用
- 5400億ユーロの危機対応パッケージ
  - 雇用支援の枠組み・SURE（1000億ユーロ）
  - EIB汎欧州保証ファンド（2000億ユーロ）
  - ESMパンデミック危機支援（2400億ユーロ）
- 7500億ユーロの復興基金「次世代EU」

### ECBによる金融緩和策

## （ 傷痕を残した危機対応の教訓とするEUの動き ）

EUは、深い傷痕を残した世界金融危機～ユーロ圏の債務危機の教訓を生かし、コロナ危機への対応では、ルールの柔軟化と資金繰り支援の枠組み構築に動き、加盟国の財政出動を促した（図表2）。

ルール面では国家補助と財政ルールを期間限定で柔軟化した。国家補助は原則禁止の方針から、一定の条件の下で例外的に認める方針を20年3月に導入、21年末までの延長を決めている。財政ルールに関しては、「安定・成長協定（SGP）」の一般免責条項を発動し、GDPの3%を超える過剰な財政赤字など財政ルールからの一時的な逸脱を許容した。一般免責条項の適用は21年度（1～12月）も継続されている。EUの欧州委員会は、3月3日に公表した新型コロナの感染拡大から

<sup>1</sup> 日銀の黒田総裁は、2020年12月24日の講演で大きなショックの後に低成長が長引く理由を①ショック時の失業増加などが回復期の労働投入にも影響を及ぼす「履歴効果」、②設備投資の抑制による「資本投入の停滞」、③「技術進歩の停滞」の3要因に整理されることが多いと述べている（「感染症への対応と中長期的な日本経済の課題：ポストコロナも見据えて」参照）。危機の傷痕に関しては、ローラ・フェルトカンプ コロンビア大学教授「感染の「傷痕」回避、総力結集を 危機克服への道筋」2021年1月5日日本経済新聞「経済教室」も参考になる。

1年の財政政策を評価する報告書<sup>2</sup>で、一般免責条項の解除、つまり、財政ルールの再適用の判断基準として、コロナ危機前のGDPの水準回復が適当との立場から、22年は継続、23年の停止という暫定的な判断を示し、3月15日のユーログループ（ユーロ圏財務相会合）でも欧州委の方針を確認している。GDPの水準回復のタイミング次第では財政ルールの再適用も先送りとなる。

資金繰り支援の枠組みは、主に財政余地に制約のある国を支援するもので、20年4月に合意した5400億ユーロの危機対応パッケージと20年7月に大枠合意した7500億ユーロの復興基金「次世代EU」がある。

危機対応パッケージは、①時短給付金など雇用維持のために活用する長期低利の融資の枠組み「失業リスク軽減の緊急枠組み（SURE）」の1000億ユーロ、②最大2000億ユーロまでの中小企業の資金繰り支援効果を見込む欧州投資銀行（EIB）グループの汎欧州保証ファンド（EGF）の創設、③常設の資金繰り支援の枠組み・欧州安定メカニズム（ESM）による医療、治療、予防に用途を限定したパンデミック危機支援の2400億ユーロの3本柱からなる。これまでのところ③のESMの枠組みを利用した国はないが、①のSUREは3月16日までに19カ国合計906億ユーロの利用申請があり、SURE債による資金調達も、これまでに5回行われ、配分も順調に進んでいる。②の保証ファンドもスペイン、ポーランドなど活用の動きが広がっている。

復興基金は7500億ユーロの9割に相当する6725億ユーロの規模の復興・強靱化ファシリティー（RRF）の規則が2月に発効するなど本格稼働に向けた準備のプロセスにある。RRFの資金は各国が4月末までに提出する「復興・強靱化計画」に基づいて行われる。欧州委員会の審査、閣僚理事会による承認手続き等があるため、資金の配分は早くても今年夏と見られている。

そもそも現時点では加盟国に配分するための資金の調達も始まっていない。復興基金の財源は、欧州委員会がEU債を発行して市場から調達する（図表3）が、EU債の発行には、全加盟国の憲法上の要件に従った批准手続きを終える必要があり、まだ完了していないからだ。

図表3 復興基金「次世代EU」の概要

調達	● EUが資本市場で7500億ユーロを調達(全加盟国の批准手続き後開始)
期限	● 補助金の割当ては23年末まで ● 支払いは26年年末まで
償還	● 2027年開始、2058年末終了
配分の内訳	● 補助金:3900億ユーロ ● 融資:3600億ユーロ
基金の構成	● 復興・強靱化ファシリティー(RRF):6725億ユーロ 補助金:3125億ユーロ 融資:3600億ユーロ ● その他:775億ユーロ 結束政策「リアクトEU」:475億ユーロ グリーン化の影響緩和のための「公正な移行基金」:100億ユーロ 地方開発:75億ユーロ 投資促進の「インベストEU」:56億ユーロ 研究助成の「ホライズン・ヨーロッパ」:50億ユーロ 医療体制強化の「RescEU」:19億ユーロ
利払い・償還原資	● EU予算(EU独自財源)
21~27年の多年度予算枠組み(MFF)で導入を目指すEUの新規独自財源	● プラスチック新税(21年~) ● 国境炭素税、デジタル税(21年6月迄に提案、23年1月迄に導入) ● 排出量取引制度(ETS)の航空・船舶への拡張(21年6月迄に提案) ● 金融取引税、共通連結法人税(24年6月迄に提案)

(資料) European Commission, 'Recovery plan for Europe'

<sup>2</sup> European Commission (2021), 'One year since the outbreak of COVID-19: fiscal policy response', COM (2021) 105 final, 3.3.2021

### （ 自動安定化機能もショックを吸収 ）

復興基金は未稼働の段階だが、一連のEUの対応の進展に加え、欧州中央銀行（ECB）による金融緩和強化による低金利環境も手伝い、EU加盟各国は財政出動した。しかし、その規模は、GDP比で見ると、米国や日本、英国と比べて小さい<sup>3</sup>。

欧州委員会の報告書では、こうした財政出動の規模の違いを説明する要因の1つとして、セーフティーネットを挙げる。セーフティーネットが平時から厚ければ、不況期に裁量的な財政出動で補う必要性は低くなる。報告書では、EU27カ国とユーロ圏19カ国の場合、コロナ対策の裁量的な財政政策の規模は同3.8%と3.7%だが、財政に内在する自動安定化機能、すなわち不況期の税収減、失業給付の増加による景気拡張機能が、それぞれ同4%程度の働き、ショックを吸収したと試算している(図表4)。

図表4 新型コロナ感染拡大からの1年間のEUによる財政政策支援策

(単位: 10億ユーロ、%)

	EU27						ユーロ圏					
	20年		21年		22年		20年		21年		22年	
	金額	GDP比	金額	GDP比	金額	GDP比	金額	GDP比	金額	GDP比	金額	GDP比
財政措置	497.8	3.8	364.7	2.6	83.1	0.6	422.3	3.7	339.4	2.9	57.9	0.4
歳出	438.5	3.3	322.2	2.3	65.9	0.4	368.8	3.3	298.6	2.5	42.3	0.3
医療支出	80.8	0.6	58.9	0.4	14.9	0.1	74.0	0.7	51.8	0.4	7.8	0.1
その他支出	363.0	2.7	264.5	1.9	52.3	0.4	295.7	2.6	248	2.1	35.7	0.2
歳入(減免税)	59.3	0.4	42.5	0.3	14.1	0.1	53.5	0.5	40.8	0.3	14.9	0.1
自動安定化機能*	-	4.0					-	4.0				
流動性支援	2,505.9	18.9					2,164.8	19.2				
納税猶予	206.5	1.6					112.3	1.0				
政府保証枠	1,877.0	14.2					1,790.9	15.9				
うち利用額	456.0	3.4					448.4	4.0				
その他	422.4	3.2					261.5	2.3				

(注) 自動安定化機能はプライマリーバランスの変化から財政措置の効果の推計値を差し引いた残差

(資料) European Commission (2021) p.16

自動安定化機能の大きさの尺度として国民負担率(租税負担率+社会保障負担率)を比べてみると、フランスの対GDP比48%、ドイツの同41.1%に対して、英国は同34.4%、日本は同31%、米国は同25%と大きな開きがある<sup>4</sup>。危機対応の欧州主要国の裁量的な財政出動の規模が、特に米国との比較で、小さいのは、当然の結果だろう。

### （ 財政出動で抑えられた失業と企業の倒産 ）

これまでのEU加盟国の財政出動が、危機の傷痕を残すことになる失業の増大や企業の破綻を防いでいる。2020年の実質GDPはユーロ圏で6.6%(EUで6.2%)のマイナスであったのに対

<sup>3</sup> 国際通貨基金(IMF)が定期的集計しており、20年末までの集計が現時点での最新版となる。同データを基に作成したWeeklyエコノミスト・レター2021-2-22「[日米株高でも欧州株が冴えないワケー資本市場の構造問題、英国離脱の影](#)」の図表2をご参照下さい。

<sup>4</sup> 財務省資料国民負担の国際比較 (<https://www.EU.mof.go.jp/budget/topics/futanritsu/sy202102b.pdf>)による。

し、失業率は20年1月から21年1月の1年間で、ユーロ圏では7.4%から8.1%（EU27カ国は6.6%から7.3%）に上昇した。過去の実質GDPと失業率の変動幅との相関関係に基づく試算では、雇用維持の対策がなければ、失業率はすでに10%を超える水準に達していた可能性がある（図表5）。欧米間では、労働市場の構造の違いも大きいですが、コロナ対策でEUは雇用維持に重点を置き、米国は失業給付の拡張と家計への現金給付を重視したこともあり、過去1年の失業率の推移はかなり異なった動きとなっている（図表6）。

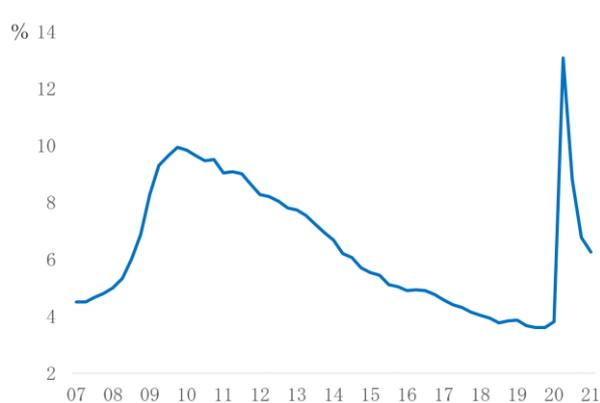
欧州委員会の報告書には、経済の大きな落ち込みにも関わらず、2020年は企業の倒産が前年より少なかったという記述もある。欧州のコロナ対策の特徴の1つは、政府保証枠の設定など企業向けの手厚い流動性支援にある。政府保証の実際の利用は枠の4分の1程度に留まっているが（図表3）、返済の猶予や倒産規則の緩和などの措置とともに企業の破綻を阻止する役割を果たしたようだ。

図表5 ユーロ圏の失業率



（資料）欧州委員会統計局（eurostat）

図表6 米国の失業率



（資料）米労働統計局（BLS）

### （ 拡大する欧米の財政政策の格差 ）

米欧の財政政策を巡る温度差はここにきて一層鮮明になっている。

米国は、昨年12月の9000億ドル（GDP比4.3%）の経済対策に続いて、3月に1.9兆ドル（同9%）という極めて大規模な追加対策を決めた。大規模景気対策によって、世界金融危機後は実現しなかった危機前の成長のトレンドへの回帰も視野に入る（図表1）。1.9兆ドルの追加景気対策は、すでに景気過熱、インフレ高進を招くか否かという論争を巻き起こしているが<sup>5</sup>、バイデン政権はさらに、総額3兆ドルの景気対策を提示すると報じられている。1.9兆ドルの追加景気対策への批判の口火を切ったローレンス・サマーズ元財務長官は、米紙ワシントン・タイムスへの寄稿<sup>6</sup>で、一代で見られなかったインフレ圧力がドルの価値や金融の安定に影響を及ぼすリスクと、コロナ後の「より良い復興」のための公共投資の能力が制約されるリスクを指摘した。但し、サマーズ元財務長官の批判の対象は、短期的な所得支援に重点を置く内容や時間軸にあり、「1.9兆ドルをターゲットとすることが問題ではなく、総刺激がより大規模でも支持できる」とも述べている<sup>7</sup>。批判派も含

<sup>5</sup> 「バイデン砲は過大か 米経済の過熱論に賛否 Global Economics Trends 編集委員 小竹洋之」日本経済新聞電子版 2021年3月7日に主な論点がまとめられている。

<sup>6</sup> Lawrence H. Summers, 'The Biden stimulus is admirably ambitious. But it brings some big risks, too.' Washington Post, February 5, 2021

<sup>7</sup> Lawrence H. Summers, 'My column on the stimulus sparked a lot of questions. Here are my answers' Washington Post, February 7, 2021

めて、基本的な一致が見られると思われるのは、景気対策は内容が重要ということと、財政出動の規模は小さすぎるよりは大きすぎる方が良い、「大きくいこう (Go big)」という点だ。

他方、EUは3月のユーログループ (ユーロ圏財務相会合) で「回復が軌道に乗るまでは財政支援を継続」し、「タイムリーで一時的でターゲットを絞った措置」で危機の傷痕を緩和すること、復興基金の起動に優先的に取り組む方針を確認している<sup>8</sup>。

### ( 欧州も 'Go Big' に転じるべきか? )

図表1で示した通り、米欧間で想定される成長の軌道に大きな乖離が生じつつあることから、EUは、こうした既定路線を踏襲するだけではなく、米国のように大胆な措置に踏み切るべきとの提言も出てきている。

例えば、伊銀ユニクレディットのチーフエコノミストのエリック・ニールセン氏は、米国の財政議論から欧州が学ぶべきこととして、①不確実性が高い状況では、やらなさ過ぎるよりやり過ぎが良い、②ユーロ共通債の発行はユーロの国際通貨としての役割を高め、債務発行に関わる特権的地位も強化される、③低金利環境では債務のコストは低いといった点を挙げる<sup>9</sup>。

英紙フィナンシャル・タイムズの欧州経済コメンテーターのマーティン・サンドゥブは「新型コロナ危機前のGDPのトレンドを下回る状態が長ければ、中国に対する相対的衰退が加速する。バイデン政権は、米国の指導力を回復には自国の経済力をいかに再強化できるかも重要な要素だとの地政学的戦略を前提に政策を進めている。EUは、今の経済刺激策と公共投資策をよほど大胆かつ野心的に見直さない限り、米国に比べて情けない効果しか上げられずに終わる」と見る<sup>10</sup>。

2020年のEUはコロナ危機の影響と英国の離脱で縮み、ドル換算の経済規模は中国とほぼ並んだ (図表7)。欧州委員会は、21年の実質GDPを、ワクチン接種の進展などを前提にEU27で前年比3.7% (ユーロ圏で3.8%) と見込む<sup>11</sup>。対して、中国はコンセンサスよりも低めとされる政府目標でも実質成長率は「6%以上」、米国も米連邦公開市場委員会 (FOMC) の3月17日時点の見通しの中位値は6.5%<sup>12</sup>。サンドゥブが指摘する「米国との格差の拡大」、「中国に対する相対的衰退」は鮮明化する方向にある。

EU経済の相対的な衰退は、EUがグローバルな規制において果たしてきた覇権的役割、米コロンビア大学法科大学院のアヌ・ブラッドフォード教授が「ブリュッセル効果」と呼ぶ影響力を弱めることにもつながる<sup>13</sup>。EUの影響力の源泉は、市場の大きさと豊かさにあったからだ。

### ( 欧州に何が出来るのか? )

だからといって、EUが米国流の 'Go Big' を実践することは容易ではない。基軸通貨国・米国の特権は法外だ。他方、欧州ではイタリアに代表される過剰債務国は信用危機再燃のリスクや凍結中の財政ルールの再適用のタイミングを意識せざるを得ないからだ。

特定の国が信用危機に見舞われるリスクは、EUとして資金調達する復興基金を拡張し、返済不

<sup>8</sup> Eurogroup statement on the euro area fiscal policy response to the COVID-19 crisis and the path forward, 15 March 2021

<sup>9</sup> Erik F. Nielsen, 'The new US debate of what's the right amount of fiscal stimulus - and what we Europeans should learn from it.' UniCredit Macro Research Chief Economist's Comment 7 February 2021

<sup>10</sup> Martin Sandbu 「[FT]加速する欧州経済の凋落 米国に倣い財政出動を」日本経済新聞 2021年3月21日

<sup>11</sup> European Commission, 'European Economic Forecast, Winter 2021 (Interim)', February 2021

<sup>12</sup> Federal Open Market Committee, 'Summary of Economic Projections - March 17, 2021'

<sup>13</sup> Anu Bradford, 'The Brussels Effect: How the European Union Rules the World', Oxford Univ Press, March 2020

要の補助金として配分する金額を増やす形であれば抑えることができる。しかし、復興基金の拡張は見た目ほど簡単ではない。先述の通り、復興基金のためのEU債の発行には全加盟国の批准手続きを必要であり、未だ、手続きは完了していない。拡張を検討できる段階にはない。

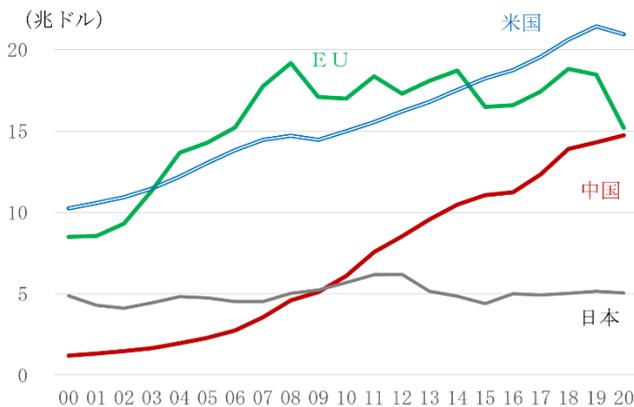
**（ 復興基金の補助金には厳しい条件が課される ）**

そもそも、復興基金の7500億ユーロすら有効活用されない可能性すらある。

復興基金、とりわけ補助金に関しては、儉約4カ国（スウェーデン、デンマーク、オーストリア、オランダ）が強く反発、最終的に3900億ユーロで合意したものの、補助金利用には厳しい条件が課されたからだ。

復興基金は、加盟国間の財政余地の差をカバーし、短期集中型の投資と改革を通じて「より良い復興」を後押しするよう設計されている。補助金は、金額的にはイタリア、スペインに厚く、GDP比では中東欧が受益者となる（図表8）。復興・強靭化ファシリティ（RRF）を通じて受け取る補助金の使途は6分野（図表9－使途欄参照）とし、最低37%はグリーン移行に、最低20%をデジタル移行に充当することを求める。欧州委員会の報告書でも、「支援が、追加的な生産的で質の高い投資に用いられた場合、特に構造改革と結びついた時に復興に寄与し、潜在成長率を引き上げる」と評価する。

図表7 日米中の名目GDP（ドル建て）

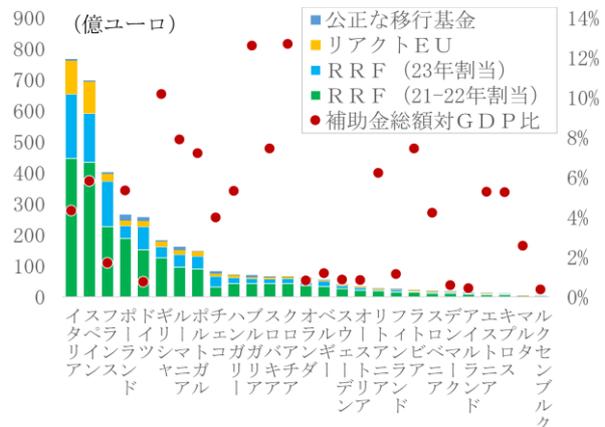


(注) 米国以外は年平均レートによるドル換算値

EUは各時点の加盟国数の合計（00～03年＝15カ国、04～06年＝25カ国、07～12年＝27カ国、13～19年＝28カ国、20年＝27カ国）

(資料) 国際通貨基金（IMF）世界経済見通しデータベース、各国統計

図表8 復興基金「次世代EU」の補助金の配分



(注) 金額は2018年価格

RRFの23年割当分（全体の30%）は20～21年のGDP低下幅で決めるため暫定値

(資料) 欧州委員会(資料) 米労働統計局 (BLS)

そのために、復興基金の利用条件は厳しく、限られた期間で具体的な計画をまとめ、実行できるかが問題となる。復興基金は、1回限りの枠組みとして創設されるもので、補助金の割当ては23年まで、支払いは26年まで行われ、27年からは償還が始まる。各国は利用開始にあたり、「復興・強靭化計画」を提出するが、計画は、マイルストーン（定性的目標）、ターゲット（定量的目標）、達成期限、政策効果などをカバーしなければならない（図表9－復興・強靭化計画内容欄参照）。今年4月末が提出期限とされる計画が、欧州委員会による審査を経て、閣僚理事会で計画が特定多数決で承認されれば、13%まで前払いされる。その後の資金の利用は、年2回まで、マイルストーン、

ターゲットを達成した加盟国が要請し、欧州委員会が審査した上で、配分するというルールだ（図表9－手続き欄参照）。計画への適合は、19年の国民所得（GNI）の6.8%まで利用可能とされる融資にも求められる。計画の修正は可能だが、合理的な理由を求められ、欧州委員会の審査と閣僚理事会による承認も必要になる。

基金からの支払いが停止されるケースもある。現在は凍結中の過剰な財政赤字是正手続き（EDP）やマクロ不均衡是正手続きに効果的な措置を採っていない場合や、少なくとも1つ以上の加盟国が計画からの重大な逸脱があると判断した場合だ。後者のケースでは、首脳会議での徹底的な議論の終了まで補助金や融資の実行は凍結される。

イタリアやスペインは、復興基金で多額の補助金、さらに低利融資を利用できるが、過去のEU基金の利用状況からは、現実の利用は、割当額よりも小さく、その結果、潜在成長率の押し上げ効果も限定されるという事態は十分想定できる<sup>14</sup>。

復興基金は、コロナ危機対応でEU結末のプロジェクトがとして構想されたものだが、ガバナンス確保のために盛り込まれた利用手続きや、各加盟国の計画の実行に関わる評価のプロセスは、運用次第では、加盟国の欧州委員会への不満や、加盟国間の関係の悪化を招きかねない。

図表9 復興・強靭化ファシリティー（RRF）の制度設計

用途	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. グリーン移行（環境、気候変動）のための投資と改革（最低37%を割当）</li> <li>2. デジタル移行（ネットワーク整備、人材育成、行政のデジタル化など）のための投資と改革（最低20%を割当）</li> <li>3. スマートで持続可能でインクルーシブな成長（経済的結束、雇用、生産性、競争力、研究開発、イノベーション、強靭な中小企業を有する機能する単一市場）</li> <li>4. 社会的・地域的結束</li> <li>5. 衛生・経済・社会・制度的な強靭性（危機準備、危機対応能力の増強）</li> <li>6. 次世代・子供・若年層政策（教育、技能など）</li> </ol>
補助金の配分基準	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 21～22年分（全体の70%）＝人口、一人当たりGDP、15～19年失業率</li> <li>● 23年割当分（全体の30%）＝人口、一人当たりGDP、20～21年GDP低下幅</li> </ul>
融資利用条件	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 19年のGNIの6.8%まで（但し、例外的な状況では超過を認める）</li> </ul>
利用条件	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 「復興・強靭化計画」への基準の適合</li> </ul>
復興・強靭化計画の内容	<ul style="list-style-type: none"> <li>● マイルストーン（定性的目標）、ターゲット（定量的目標）、達成期限</li> <li>● 政策コスト</li> <li>● 定性的政策効果（潜在成長率、雇用創出、経済・制度的・社会的強靭性、欧州社会権の柱、コロナ危機の経済・社会的影響の緩和、社会的・地域的収斂、持続的效果）</li> <li>● 定量的政策効果（GDP、雇用、財政収支）</li> <li>● 財政及びマクロ経済に関する国別勧告への貢献</li> <li>● 環境への重大な影響を回避するための方策</li> </ul>

<sup>14</sup> 過少利用のリスクを指摘する論調としては Maddalena Martini, 'Why Italy and Spain will struggle to spend key EU funds', ISPI online, 27 November 2020 がある。

手続き	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 加盟国は21年4月30日までに2026年までに実施する「復興・強靭化計画」を欧州委に提出⇒欧州委が評価(提出から2カ月以内)⇒理事会が欧州委提案を特定多数決で承認(提案から4週間以内)⇒総支払額の13%まで前払いを実施(2カ月以内)</li> <li>● マイルストーン、ターゲットを達成した加盟国の要請(年2回まで)⇒欧州委の評価(2カ月以内、肯定的評価を行う場合は経済金融委員会の意見〈原則全会一致〉を徴収)⇒支援金の受領</li> </ul>
復興・強靭化計画の修正	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 合理的な理由が認められる場合は可能</li> <li>● 欧州委員会の審査、理事会による承認が必要</li> </ul>
モニタリング	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 欧州委がスコアボードを21年12月までに作成(年2回更新)</li> <li>● 欧州委員会は欧州議会、閣僚理事会に各加盟国の目標の達成状況、資金の利用状況などをカバーする年次報告書を提出する</li> </ul>
支払い停止等の手続き	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 閣僚理事会が、過剰な財政赤字是正、過剰な不均衡是正の効果的な措置をとっていないと判断した場合: 欧州委員会が、閣僚理事会に、全部または一部の支払いを停止することを提案⇒閣僚理事会が欧州委提案から1カ月以内に特定多数決で否決しない限り、提案は採択されたものと見なす EU全体が深刻な景気後退期にある場合を除く 対象国の経済・社会情勢と支払い停止が及ぼす影響を考慮する</li> <li>● 少なくとも1つ以上の加盟国が「復興・強靭化計画」からの「重大な逸脱」があると判断した場合: 常任議長に次の首脳会議に付託するよう要請⇒首脳会議による徹底的討議の終了まで補助金の支払いや融資の実行を認める決定を凍結</li> </ul>
実行権限	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 閣僚理事会</li> </ul>

(資料) Regulation (EU) 2021/241 of the European Parliament and of the Council of 12 February 2021 establishing the Recovery and Resilience Facility、Questions and answers : The Recovery and Resilience Facility, 10 February 2021

### ( 復興基金を巡る期待と現実のギャップ )

復興基金を巡っては、25年以降、財政移転が縮小し、26年に停止することによる「崖」が発生する懸念もある(図表10)。欧州委員会は、時限的措置である復興基金を經常歳出に充当することに警鐘を鳴らす。復興基金の資金調達や、補助金、融資の、EUの財政ルールにおける取り扱いも明確ではない部分があり、ルールの不透明さによって、融資が有効活用されないリスクも指摘されている<sup>15</sup>。

本稿では、詳細には立ち入らないが、凍結中の財政ルールを巡っては、いつ再起動するかというタイミングの問題だけでなく、どのようなルールで再起動するかも焦点と考えられている。EUの財政ルールは、世界金融危機とユーロ圏の債務危機を教訓とする修正を経て今に至るが、高債務国の債務削減が進まない、景気循環増幅的である、成長にも投資にも優しくない、複雑過ぎるといった多くの問題点が指摘されてきた。財政ルールの再起動にあたっては、ルールも見直すべき、という点では広く一致が見られる。しかし、どのように見直すかについての見解は極めて多岐にわたり<sup>16</sup>、法改正のハードルも含め、簡単には決着しそうにない。

<sup>15</sup> Darvas Z. and G. Wolff (2021), 'The EU's fiscal stance, its recovery fund, and how they relate to the fiscal rules', Bruegel Blog, 4 March

<sup>16</sup> 欧州財政委員会 (EBF) は Annual Report 2020 で政府債務残高 60%以下を目標とし、超過国のプライマリー支出の抑制を求める方式を提言した。その他、名目歳出伸び率を指標とする Darvas et al., 'European fiscal rules require a major overhaul', Bruegel Policy Contribution Issue n°18, October 2018、財政ルールを放棄し、定性的な処方箋である財政基準に置き換え、基準への適合性の紛争解決は欧州司法裁判所等の独立機関が担うという Blanchard et al. '21-1 Redesigning EU Fiscal Rules : From Rules to Standards' PIIE working paper, February 2021 などがある。

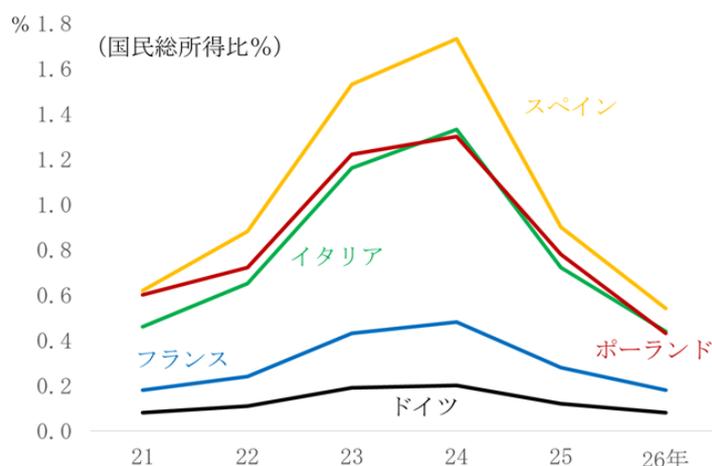
EUは、財政ルールを中核とする経済ガバナンスの見直しのための文書を20年2月に公表し<sup>17</sup>、同年6月を期限とする市中協議を開始したが、コロナ対応優先のため、一旦、休止している。3月公表の文書では、市中協議の再開について、「RRFと緊急性の高い政策に集中するため」として保留を継続する方針を示した。

将来の財政ルールを巡る不透明さが、復興基金の利用も含めて各国の財政運営を慎重化する副作用を生んでいるが、復興基金の立ち上げに多大な労力が割かれているために、「成長と投資に優しい財政ルール」への議論が進まないというある種の罣に陥りつつあるようにも感じられる。

昨年7月の首脳合意の時点では、復興基金にはEUの財政統合への布石という高い期待があり、制度設計からは、志の高さが伺える。しかし、経済効果は期待に届かず、運営次第では却って分断を深めるリスクもはらむ。

コロナ危機からの欧米の脱出スピードの乖離について論じた英紙フィナンシャル・タイムズの記事<sup>18</sup>で、ロンドン・ビジネス・スクールのルクレツィア・ライシュリン教授の「21年のGDPの1%相当しか実行されないのに、復興基金の仕上げに集中している。復興計画のとりまとめに費やされる政治的資源は大き過ぎる」というコメントが紹介されている。指摘は的を射ている面がある。

図表 10 RRFの補助金の配分



(資料) Darvas Z. and G. Wolff (2021), ‘The EU’ s fiscal stance, its recovery fund, and how they relate to the fiscal rules’ , Bruegel Blog, 4 March

<sup>17</sup> European Commission, ‘Economic governance review’ COM(2020) 55 final, 5.2.2020,

<sup>18</sup> Martin Arnold and James Politi ‘Mind the economic gap: Europe and the US are drifting further apart’ Financial Times, March 16, 2021

(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はありません。