

コロナ危機をバネに欧州統合は深化し得るか

～ E U復興基金の可能性と限界～

経済調査部 山崎 加津子

要 約

コロナ危機への対応策として、E U 27 カ国首脳は7月に7,500 億ユーロのE U復興基金（N G E U）の創設で合意した。打撃が深刻な加盟国に重点を置いた資金の配分もさることながら、N G E Uの原資を確保するためにE Uが主体となって債券を発行することが画期的である。高格付けが見込まれるE U債は投資家にとっても魅力的で、早くもユーロ圏の長期金利のベンチマークになるとの期待もある。一方で、N G E Uの資金を各国が有効活用し、経済復興や成長力強化に貢献したかといった成果を判定できるまでに数年を要すると予想される。

N G E U創設とE U債発行による資金調達は、E Uの「財政統合」の重要な布石になると指摘される。E Uは経済通貨同盟（E M U）の完成には財政統合を進める必要があると考え、加盟国に対する財政規律の導入などを進めてきた。N G E U創設により、危機に際して加盟国を支援する仕組みが構築されるが、現在のところこれは1 回限りの措置である。財政統合の推進には、今後詳細が詰められるN G E Uの資金活用に関するガバナンスの仕組みが非常に重要になると考えられる。

目 次

はじめに

1 章 E U復興基金の創設合意

2 章 「歴史的」な合意

3 章 コロナ危機が際立たせたE U内の分断

4 章 E U復興基金の可能性と限界

5 章 財政統合までの長い道のり

おわりに

はじめに

2020年7月の欧州連合（EU）の特別首脳会議ではコロナ危機からの復興を支援するための対策として7,500億ユーロのEU復興基金の創設が合意された。これは欧州統合の歴史の中で、経済通貨同盟（EMU）を完成させるために必要な「財政統合」の布石の一つになり得る画期的な合意と評価されている。EU復興基金の可能性と限界について検証したい。

1章 EU復興基金の創設合意

1. EU復興基金が提案された経緯

1) コロナ危機で深刻な打撃を受けた欧州経済

新型コロナウイルス感染の急拡大と、その抑制のために実施された都市封鎖（ロックダウン）に

より、欧州経済は3月から4月にかけて急激な落ち込みを経験した。この事態に対して、各国政府は企業の資金繰りと雇用維持への支援策を相次いで打ち出し、また、ユーロ圏19カ国の金融政策を担っている欧州中央銀行（ECB）は資産購入プログラムの増額と銀行への資金供給策の拡充を打ち出した。以上に加えて、4月下旬にはEUも合計5,400億ユーロ規模の支援策を決めた。その内訳は、欧州安定メカニズム（ESM）の予防的なクレジットラインを活用した財政支援（最大2,400億ユーロ）、欧州投資銀行（EIB）による汎欧州の企業債務保証基金の強化（最大2,000億ユーロの流動性供給）、欧州委員会が提案した各国の緊急時の雇用維持を支援するための基金SURE（最大1,000億ユーロ）の創設となっている。急激な景気悪化に対して迅速な対応に動いたと評価されるが、いずれも、「止血策」の域は出ていない。

図表1 欧州のコロナ危機対応策

ECBの危機対応策	
3月	・資産購入プログラム（APP）の増額 ・市中銀行への資金供給策拡充
6月	・パンデミック対応の緊急資産購入プログラム（PEPP）創設
各国政府の危機対応策	
3月～4月	・雇用維持と企業の資金繰りへの支援を柱に据えた財政出動
6月～	・需要喚起策や所得補填なども加わった経済対策
EUレベルでの危機対応の支援策	
4月	計5,400億ユーロの支援策決定 ・欧州安定メカニズム（ESM）の予防的クレジットラインの活用 ⇒加盟国に対する財政支援（最大2,400億ユーロ） ・欧州投資銀行（EIB）による汎欧州の企業債務保証基金の強化 ⇒企業に対する財政支援（最大2,000億ユーロ） ・加盟国の緊急時の雇用維持策を支援するための基金（SURE）創設 ⇒雇用に対する財政支援（最大1,000億ユーロ）
7月	・EU復興基金（NGEU）創設合意（7,500億ユーロ） ・21～27年のEU多年度予算（MFF）でも合意（1兆743億ユーロ）

（出所）ECB、EU発表などから大和総研作成

2) 打撃が大きい国に重点を置いた支援の仕組み

5月以降、ロックダウンは段階的に解除され、欧州各国の景気は底打ちしたが、景気回復はまだら模様となることが予想される。特にイタリア、スペイン、フランスは、感染が深刻だった上に、公的債務残高が相対的に大きく財政政策の余裕度が低い。さらに、感染リスクへの警戒を緩めることができない状況下で、主力産業の観光業の復興に時間がかかるなど悪材料が重なっている。

EUとして、コロナ危機の打撃

が大きい国々へ重点的に財政支援を行い、経済復興を促す仕組みを作る必要があるとの考えは、既に4月23日のEU首脳会議で提議され、素案作成が欧州委員会に付託された。欧州委員会は5月27日に「次世代のEU（Next Generation EU、以下、NGEU）」と名付けたEU復興基金を提案した。NGEUは総額7,500億ユーロで、5,000億ユーロの返済不要の補助金と2,500億ユーロの融資からなり、EUの2021～27年の多年度予算(Multiannual Financial Framework、以下、MFF)を補強する財政措置と位置付けられた。

3) メルケル首相が180度の方針転換

NGEUの原資はEUが起債して金融市場から調達する計画となっていたが、これは5月18日にドイツのメルケル首相とフランスのマクロン大統領が共同提案した復興基金案を踏襲している。共同提案では、EUが起債して5,000億ユーロを調達し、その資金を返済不要の補助金として分配することが提案された。ここで注目すべきは、メルケル首相の180度の方針転換である。同首相はこのような「EU共同債」に対して、長年にわたって非常に慎重な姿勢を示してきたのだが、「コロナ危機という未曾有の出来事に対処するための特別措置」と位置付けた上で、今回は支持を表明した。

4) 6月のEU首脳会議では合意できず

欧州委員会の提案したNGEUは、6月の定例のEU首脳会議では本格的な議論には踏み込めずに終わった。コロナ危機による経済的な打撃が大きかった国々に手厚い財政支援を行って経済復興を後押しするとのNGEUの狙いは、独仏以外の加盟国にも広く共有されたのだが、具体的な支援

方法などを巡る意見の隔たりが埋まらなかった。とりわけ激しい論争となったのは、NGEUの補助金と融資のバランスについてであった。オランダ、オーストリア、デンマーク、スウェーデンの「儉約4カ国」と通称される国々は、NGEUによる資金提供は全額を融資にするべきと主張したのである。

2. 7月のEU特別首脳会議の合意事項

7月17日に始まったEU特別首脳会議では、ミシェル欧州理事会常任議長(通称はEU大統領)が提示した妥協案をたたき台として、あらためて議論がなされた。20年下半期のEU議長国を務めているドイツのメルケル首相は、フランスのマクロン大統領などと協力して儉約4カ国の説得を粘り強く続けた。当初は18日までの予定だった特別首脳会議は、協議の難航によって日程が2日以上延長され、ようやく21日朝にNGEU創設と21～27年のMFFが合意された。

1) NGEU

(1) 規模と配分方法

7月のEU特別首脳会議で合意されたNGEUの総額は7,500億ユーロと原案通りだが、内訳は3,900億ユーロの返済不要の補助金と3,600億ユーロの融資の2本立てとなった。返済不要の補助金が5,000億ユーロから3,900億ユーロに減額され、その分、融資が増額となったのである。

融資の全額である3,600億ユーロと、補助金のうち3,125億ユーロの計6,725億ユーロは復興・回復ファシリティ(RRF)を通じて執行される。RRF総額の70%については21年と22年に、残り30%についても23年までに、資金配分が決定されることになった。RRFから資

金を獲得するためには、EU加盟国がそれぞれに21～23年の経済復興計画を策定し、応募することが要件となる。これらの復興計画は欧州委員会の審査を経て、閣僚理事会が特定多数決で最終決定する。なお、資金配分に際しては、21年と22年分については各国の人口、一人当たりの国内総生産（GDP）、失業の状況が考慮され、23年分については20年と21年のGDPの落ち込み度合いも考慮される。以上の決定に基づく資金供与は26年までに完了する予定である。

（2）ガバナンス

補助金と融資のバランスに加えて、儉約4カ国が問題視したのが、NGEUの資金が適切に活用されるかをどのようにチェックするかというガバナンスの問題であった。EU首脳会議における協議の過程では、儉約4カ国がNGEUの資金を受け取る国に対して構造改革の推進を義務付け、EUによる厳しい監査の実施を主張したのに対し、

イタリアやスペインが強く反発する場面も見られた。最終的に、NGEUの支援を受けた国が承認された経済復興プログラムを適切に遂行しているか、資金を他の目的に援用していないかなどに関して疑義が生じた場合、他のEU加盟国がEU首脳会議に審査を要請することができる仕組みを作ることが合意された。この審査の間はEUからの資金供給が最長3カ月差し止められる。

（3）資金調達方法と償還期限

NGEUの原資は、当初案通りEUが起債して金融市場から調達することになり、欧州委員会に26年までの期間限定で起債の権限が付与される。

なお、当該債券の償還は28年から開始され、最長で58年まで継続することになっている。ただし、NGEUの資金で26年までに余剰金が発生した場合は、前倒しの償還の可能性もあるとされる。

図表2 NGEUの規模と予算配分の概要

規模	7,500億ユーロ うち3,900億ユーロは返済不要の補助金 うち3,600億ユーロは融資
予算配分	復興・回復ファシリティー（RFF）：6,725億ユーロ（補助金3,125億＋融資3,600億ユーロ） ReactEU：475億ユーロ Horizon Europe：50億ユーロ InvestEU：56億ユーロ 地域開発基金：75億ユーロ 気候変動対策のための移行基金（JTF）：100億ユーロ RescEU：19億ユーロ
RFF経由の予算の配分方法	① EU加盟国政府が21～23年の復興計画を策定し、欧州委員会に提出 ② 欧州委員会が復興計画を提出から2カ月以内に審査し、意見書を付けてEU閣僚理事会に送付 ③ EU閣僚理事会が復興計画を承認すれば予算が配分される
タイムスケジュール	21～22年にRFF予算の70%の配分を決定 23年末までに残りの30%の配分を決定 26年までに予算の払い込み完了
資金の使い道に関する規定	NGEUの30%は気候変動対策に貢献するプロジェクトに配分される

（出所）EU発表から大和総研作成

2) 2021～27年のMFF

(1) MFFとは

MFFとは、長期的な視点から政策を実行できるよう複数年のEU予算をまとめた歳出の枠組みで、1988年に導入された。93年以降は7年区切りとすることが定着している。MFFでは予算全体の歳出上限に加え、分野ごとの歳出上限が設定される。歳出規模が大きい項目は、地域開発と結束政策（EU域内の格差是正のための政策）、共通農業予算と環境政策、研究開発支援であり、そのほか国境管理、安全保障、移民対策、EU行政機構の維持費などが歳出項目に並ぶ。7月のEU特別首脳会議で協議されたのは2021～27年を対象とするMFFであるが、この7年間の歳出総額を1兆743億ユーロとすることが合意された。

(2) EUの歳入を拡大させる必要

MFFとNGEUが同時に協議されたのは、NGEUが21～27年のMFFを補強する仕組みと位置付けられたため、NGEUの原資確保を目的に発行されるEU債の償還はEU予算で賄われる。それゆえ、28年以降の償還を念頭に置き、EUの歳入を増やしておく必要がある。

EUの歳入は①輸入関税と砂糖税、②付加価値税（VAT）をベースにした加盟国からの拠出金、③国内総所得（GNI）をベースにした加盟国からの拠出金——の3本立てだが、14～20年のMFFでは③が約7割を占めた。

21年にはリサイクルできないプラスチックに対する新たな課税が導入され、それがEUの歳入となることが決まっている。欧州委員会は、これに加えて炭素国境調整メカニズム（Carbon Border Adjustment Mechanism）の創設、排出権取引制度（ETS）の見直し、デジタル課税

や金融取引税の導入などをEUの歳入を増やすための新たな財源候補として挙げている。

2章 「歴史的」な合意

1. 成果を誇るEU首脳

NGEUは、欧州委員会の最初の提案と比べれば返済不要の補助金が5,000億ユーロから3,900億ユーロに減額され、また、合意に至るまでのマラソン会議はEU域内の意見対立の根深さをあらためて印象付けた。それでもミシェルEU大統領やフランスのマクロン大統領などのEU首脳は、NGEUの創設合意は「歴史的な合意である」と胸を張った。

ミシェルEU大統領は7月のEU特別首脳会議の直後に、「困難な状況にあって、EUにとって正しく、時宜を得た決断を下すことができた」とし、新型コロナウイルスがもたらした未曾有の危機に対して、EUは一体的に対策を講じることができ、EUの強さを示すことができた」と総括した。また、7月23日のスピーチでは、①EUの歳出を賄うために初めて共同で資金調達することになったこと、②EU予算の使途が明確に気候変動対策と結びつけられたこと、③EU予算の執行が「法の支配（rule of law）」という価値観を共有することと明確に結びつけられたこと——を歴史的なステップとした。②については、NGEUとMFFの歳出の3割を気候変動対策に活用することになったことが踏まえられている。一方、③については、EUがかねて司法やメディアの独立性を侵害していると批判しているハンガリーやポーランドを念頭に置き、法の支配などEUの基本的な価値観を受け入れない国に対しては、EU予算の執行を停止する手続きが盛り込まれたことを指

している。ただし、5章で後述するように、この規定に関してはどこまで実効力を持つのか疑問視する声が欧州議会から上がっている。

2. 金融市場が好感

NGEU創設に関する合意は金融市場において好感され、ユーロ高の材料となったほか、ユーロ圏でベンチマークとなっているドイツ国債と、他のユーロ圏加盟国の国債との利回りスプレッドの縮小ももたらした。金融市場が好感したのは、NGEUの原資を確保するためにEUが主体となってまとめた額の債券を発行することと、コロナ危機で打撃の大きい国への返済不要の資金提供が実現したことで、EUの求心力が何とかなぎ留められたことの2点と考えられる。特に前者が「歴史的な合意」と受け止められている。

1) EUによる債券の発行

(1) ユーロ建て国債の発行の主役はこれまでは各国政府

先述したように、NGEUの財源を確保する目的で欧州委員会には26年までユーロ建て債を発行し、金融市場から資金調達する権限が認められる。この7,500億ユーロ規模のEU債は、3～30年の様々な年限で発行される見込みで、高格付けのユーロ建て債券を基にしたイールドカーブの算出が可能になると予想されている。新たなEU債はドイツ国債に代わって、ユーロ圏の長期金利のベンチマークになり得るとの気の早い予想も出ている。

EUの27加盟国のうち19カ国は通貨と金融政策を一本化してユーロ圏を形成しているものの、財政政策は原則として各国の権限である。ユーロ建て国債も、ドイツ国債、フランス国債、イタリア国債と発行体が異なる。当然ながら各国の財政状況を反映して格付けが異なり、利回りにも差がある。

EUが発行した債券としては、10年から12年にかけてのユーロ圏債務危機の際に、アイルランドとポルトガルの財政支援のために発行された実績があるが、発行残高は約500億ユーロと小さい。これに対してユーロ圏主要国の20年7月末のユーロ建ての国債発行残高はイタリア国債が1兆9,857億ユーロ、フランス国債が1兆8,376億ユーロ、ドイツ国債が1兆1,815億ユーロ、スペイン国債が1兆135億ユーロとなっている（(出所) ECB）。

EUはコロナ危機対策の一環であるSUREの原資確保のため最大1,000億ユーロの起債も計画している。NGEUと合わせて8,500億ユーロ規模の新たなEU債が発行されれば、スペイン国債市場に次ぐ規模となる。

(2) EU債は高格付け

EU債の格付けは、主要な三つの格付け機関のうち、ムーディーズ¹とフィッチ²は長期債に関して最上位の格付けを付与しており、S&P³は上から2番目の格付けを付与している。EUの主要4カ国のうち、長期債が最上位の格付けを付与されているのはドイツだけなのだが、EU債の格付

1) 本レポートで使用した信用格付は、金融商品取引法第66条の27の登録を受けていないMOODY'Sが公表した情報です。無登録の格付業者による格付に関しては、別紙「無登録格付に関する説明書」を必ずご確認ください。

2) 本レポートで使用した信用格付は、金融商品取引法第66条の27の登録を受けていないFITCHが公表した情報です。無登録の格付業者による格付に関しては、別紙「無登録格付に関する説明書」を必ずご確認ください。

3) 本レポートで使用した信用格付は、金融商品取引法第66条の27の登録を受けていないS&Pが公表した情報です。無登録の格付業者による格付に関しては、別紙「無登録格付に関する説明書」を必ずご確認ください。

けが最上位かそれに近い格付けを付与されているのは、EU全体として見た時の経済規模、政治的・経済的・社会的な安定感、過去10年は経常収支が黒字で推移していること、財政状況も比較的健全であることなどが総合的に判断されているとみられる。

とはいえ、EUの結束に懸念が生じれば、高格付けは正当化されなくなり得る。実際、S&Pは英国が国民投票でEU離脱を決定した16年に、EU統合を推進しようとする求心力の低下を理由に、EU債の格付けを引き下げた。

7月のEU特別首脳会議においてNGEU創設が合意されたことを受けて、S&PはEU債の見通しを「ニュートラル」から「ポジティブ」に引き上げ、今後2年間で格付けを引き上げる可能性があることを示唆した。S&PはNGEU創設と「EU共同債」発行の合意は、EUの結束を強化し、EUの財政統合に向けた重要な一歩となり得るとして、今後の動向を注視するとしている。

(3) ECBの金融緩和にも貢献

高格付けのユーロ建て債は投資家から高いニーズが予想され、流動性の高い市場を形成すると期待される。EU債の購入主体として存在感を示すと予想されるのがECBである。

1章で言及したように、ECBはコロナ危機に直面して、以前から継続していた資産購入プログラム（APP）に加え、パンデミック対応の緊急資産購入プログラム（PEPP）を新設し、資産購入を拡大させている。ロックダウンが緩和される中、PEPPの緊急的な資金供給という役割には一区切りついたとみられているものの、ユーロ圏のインフレ率が顕著に低下していることが示唆するように、需要回復は道半ばであり、金融緩和

は長期的に継続する必要があるとみられる。

コロナ危機以前は、ECBの資産購入プログラムを継続するにあたって、購入可能な資産が枯渇するリスクが意識されていた。ECBは資産購入のルールとして、国債については発行残高の33%を購入の上限と定めており、ドイツ国債がその上限に達する可能性が高まっていたのである。しかし、コロナ危機対策のため、ドイツも含めた各国の国債発行が増えたことに加え、NGEU創設に伴うEU債の発行も加わることで、ECBの資産購入拡大の制約が一つ取り除かれることになった。なお、EU債は国際機関債という分類になるため、ECBはその発行残高の50%まで購入可能である。

2) EUの求心力低下を食い止めた？

(1) コロナ危機初期に目立った自国第一主義

もし7月のEU特別首脳会議でNGEU創設が合意されなかったとしたらどうだっただろうか。コロナ危機という緊急事態に対して、EUが一体的に取り組むことができなかったことになり、EUの存在意義が問われる事態に陥る可能性が小さくなかったと考えられる。新型コロナウイルス感染が欧州で拡散し始めた2月から3月にかけて、EU加盟国の対応は「自国第一主義」が目についた。治療方法がまだ確立されていない新型コロナウイルスの感染を抑制するには、人と人の接触を極力制限するしかないという事情はあったものの、各国は国境管理を厳しくし、人の往来を制限した。また、最初に感染急拡大に見舞われたイタリアは、医療用マスクや防護服などの支援をEUに要請したものの、EUの初動は遅く、むしろドイツなどが国外へのマスクの輸出を制限するなどEU内の協調に大きな疑問符が付いた。

(2) 結束することで難局を切り抜けてきた欧州

EUの成り立ちを振り返ると、結束することで難局を切り抜けようとしてきた歴史とみることができる。EUの前身である欧州経済共同体（EEC）が1958年に発足したきっかけは、欧州を再び大規模な戦場とはするまいとの政治的な決意であった。1870年の普仏戦争から、第一次世界大戦、第二次世界大戦とわずか75年の間で3度も欧州が大規模な戦場となったことが背景にある。同時に、第二次世界大戦後の欧州は米ソ冷戦の最前線に位置付けられ、二大国の対立のはざまで存在感を維持するには欧州としてまとまるしかなかった事情もある。

結束することによる経済的なメリットの追求は、1960年代の関税同盟の結成や共通農業政策の採用に始まり、80年代には非関税障壁も撤廃して欧州単一市場の完成が目指された。70年代の変動相場制への移行や2度のオイルショックを経て欧州経済が長い停滞期に入った一方、日本を筆頭にアジア諸国が急速に台頭してきており、欧州経済が地盤沈下するとの懸念が欧州統合を後押しした。

89年にベルリンの壁が崩壊して90年に東西ドイツが統一されると、欧州の一大国となったドイツを欧州統合の枠組みにつなぎ留めるために、EMUが推進され、99年に単一通貨ユーロが誕生した。社会主義経済から市場主義経済に移行した中東欧諸国が2004年と07年に合わせて10カ国も一気にEUに加わった。

ただし、ここ10年余りは欧州統合の求心力の低下が目立っている。契機となったのはリーマン・ショックとユーロ圏債務危機である。特に後者は、それまでEU支持が大半を占めていたギリシャやイタリアで反EU勢力が急速に台頭する原

因となった。その後、15年の難民急増が反EUを勢いづける要因となり、その中で英国は16年の国民投票でEU離脱を選択し、20年1月末で離脱を果たした。

(3) 南欧諸国の資金調達コストが低下

コロナ危機対策としてNGEUの創設が合意されたのは、EUの求心力低下を阻むための協調行動が必要との見解がEU加盟国の首脳の間で共有されたためと考えられる。結束することで難局を切り抜けるというEUの伝統に立ち返ったといえよう。

NGEUの原資調達のためにEUが債券を発行すれば、イタリアやスペインなど財務基盤が弱い国々が国債を発行するよりも低コストで資金調達が可能になる。NGEUの創設合意を受けて、イタリアやスペインの国債利回りが低下し、ドイツ国債とのスプレッドが縮小したのは、この資金調達コストの低下を見込んだ動きである。

ただし、この決断を促したコロナ危機にはEUの分断を一層深刻にする作用がある。果たしてNGEUはEUの分断を是正することに効果を発揮できるだろうか。

3章 コロナ危機が際立たせたEU内の分断

1. コロナ危機の爪痕

1) 4～6月期の成長率は南低北高

コロナ危機でユーロ圏の4～6月期のGDP成長率は前期比-11.8%と歴史的な落ち込みとなった。個人消費、総固定資本形成、輸出がそろって前期比二桁減となったことが示すように、内外の需要が急減したが、コロナ危機の影響は国ごと

図表3 4～6月期の成長率

(前期比%)

ユーロ圏	-11.8
スペイン	-17.8
ギリシャ	-14.0
ポルトガル	-13.9
フランス	-13.8
イタリア	-12.8
ベルギー	-12.1
キプロス	-11.6
マルタ	-11.6
オーストリア	-10.4
ドイツ	-9.7
スロベニア	-9.6
オランダ	-8.5
スロバキア	-8.3
ルクセンブルク	-7.2
ラトビア	-6.5
アイルランド	-6.1
エストニア	-5.6
リトアニア	-5.5
フィンランド	-4.4

(出所) Eurostatデータから大和総研作成

にかなりの差が出ている。

ユーロ圏加盟国の中ではスペイン（前期比－17.8％）の景気悪化が際立ち、次いでギリシャ（同－14.0％）、ポルトガル（同－13.9％）、フランス（同－13.8％）、イタリア（同－12.8％）と南欧諸国が続く。一方、相対的に景気の落ち込みが小さかったのはフィンランド（同－4.4％）、リトアニア（同－5.5％）など北欧諸国とバルト3国である。ユーロ圏で最大の経済規模を有するドイツは同－9.7％で、南欧と北欧のほぼ中間に位置する。

2) 厳格なロックダウンの原因となった深刻な感染状況

南欧諸国のうち、イタリア、スペイン、フラン

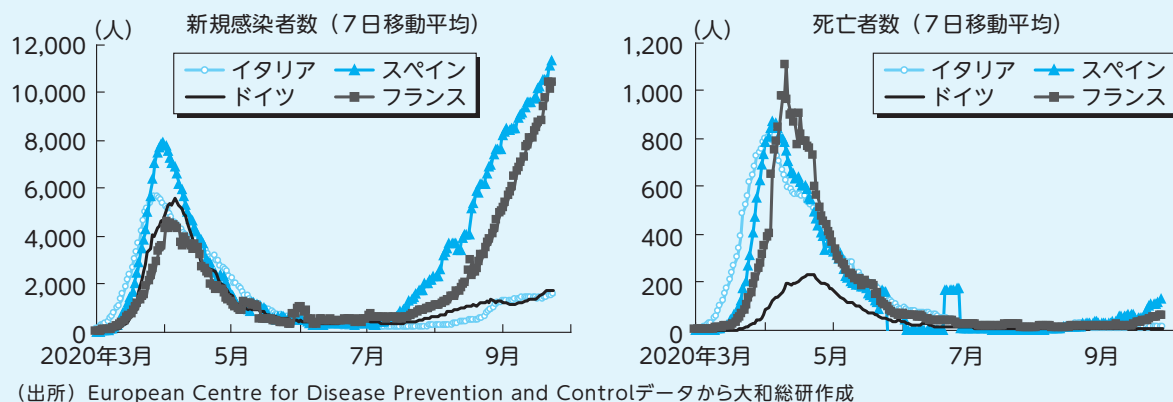
スは、3月から4月にかけて新型コロナウイルスの感染が欧州の中で最も深刻だった国々で、新規感染者と死亡者が共に急増した。各国は感染拡大を抑制するために、非常に厳格なロックダウンを実施せざるを得ず、それが急激な景気悪化をもたらした。生活必需品以外を販売する小売店、飲食店の営業は禁止され、生活に不可欠ではないと判断された製造業や建設業も操業停止に追い込まれた。外出制限も厳しく、例えばスペインでは子供の外出は原則として禁止されていた。

3) 南欧諸国の主力産業である観光業への打撃が深刻

ロックダウンによって人の移動が制限されたこと、特に外国旅行がほぼストップしたことは、観光業に大きな打撃をもたらした。イタリア、スペイン、フランスはいずれも観光地として人気が高く、観光関連産業は雇用創出でも大きな役割を担っている。なお、ギリシャでは3月から4月時点の新型コロナウイルスの感染はかなり限定されていた。しかし、欧州各国がロックダウンに踏み切ったために、ギリシャの主要産業である観光業が大打撃を受け、ギリシャの4～6月期の景気の落ち込みは他の南欧諸国と変わらなかった。

欧州における新規感染者数は4月初めをピークとして減少傾向をたどったため、5月に入ると欧州各国でロックダウンの段階的な解除が始まった。EU域内の旅行に関する制限の緩和は、小売店や飲食店の営業再開より少し遅れて、大半の国で6月半ばから実現した。感染防止のため、人と人との距離を保つこと、公共交通機関などを利用する際にマスクを着用すること、消毒を徹底することなどの指針が採用された。これを受けて、7月から8月の夏休みシーズンには、ギリシャのほ

図表4 EU主要国の新型コロナウイルス新規感染者数と死亡者数の推移



かスペインやフランスなどへEU域内からの旅行者が戻ってきたのだが、それとともに新規感染者数が増加に転じてしまった。

スペインとフランスの新規感染者数は、3月末から4月初めにピークをつけたあと減少傾向にあったが、9月には前回のピークを明確に越えた。ギリシャの新規感染者数も8月に急増し、9月に過去最高を記録した。

2. コロナ危機以前から存在した南北の分断

1) ユーロ圏債務危機が拡大させた南北格差

コロナ危機による経済的な打撃は南欧諸国により重くのしかかっているが、実はこれらの国々は、財政赤字が比較的大きい（フランス、スペイン）、あるいは公的債務残高が大きい（ギリシャ、イタリア）ために、深刻な景気の落ち込みに直面しても、復興のための財政出動余地が乏しいという問題点を共有している。

困難に直面する南欧諸国をEUとして救済するか否かという構図は、コロナ危機が初めてではない。約10年前にギリシャの過大な財政赤字の発覚を端緒としたユーロ圏債務危機の際にもよく似

た構図が存在した。ユーロ圏加盟国の国債が債務不履行になるかもしれないという初めてのケースにどのような対応をするべきなのか、議論が難航したことが、債務危機がユーロ圏全体に拡散されてしまったと批判される。最終的にギリシャに加えて、アイルランドとポルトガルもEUの財政支援の対象となり、スペインも金融部門の救済のための資金を借り受けた。一方で、ユーロ圏債務危機が再び起きることを回避するべく、各国の財政状況に対する厳しい監視体制が導入された。これは金融市場で、財政基盤が脆弱と判断された南欧諸国の国債利回りが急上昇していた中で、財政健全化に取り組んでいることを示すために必要な対策だったが、他方で深刻な景気悪化に直面していた南欧諸国に、緊縮財政を迫る政策となり、EU内の南北格差を拡大させることになった。

EU加盟国のGDPを08年1～3月期を100として指数化すると、ユーロ圏債務危機の打撃が最も大きかったギリシャのGDPは、10年から12年にかけて大幅に落ち込んだあと、4年の長期にわたって停滞が続いた。一方、ユーロ圏経済はドイツが牽引役となって13年半ばから17年にかけて景気拡大局面に入ったため、ギリシャと

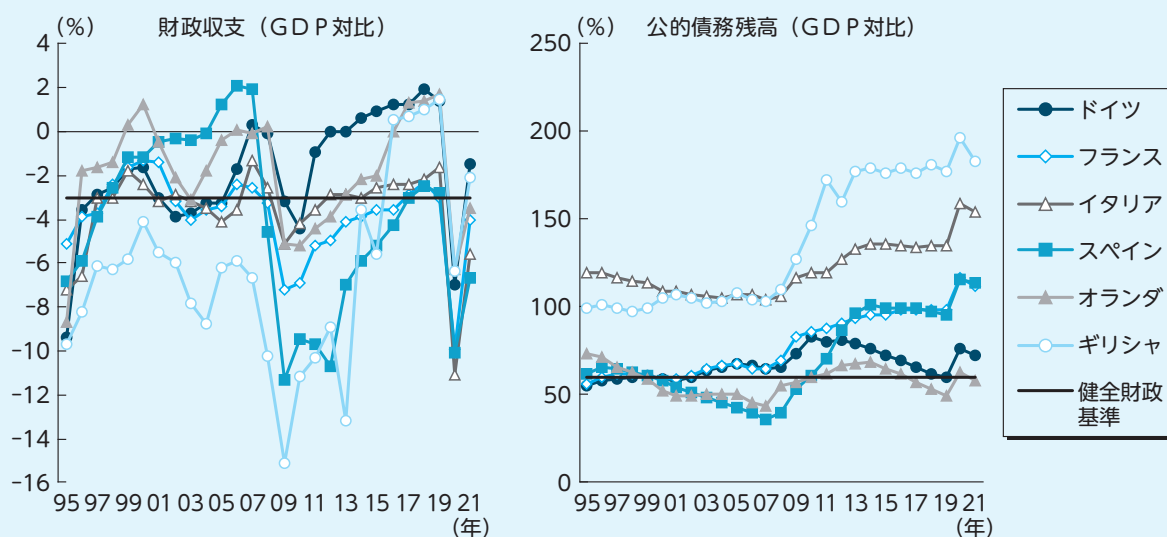
他のユーロ圏加盟国、とりわけドイツとの経済格差が拡大した。イタリアはギリシャに比べれば10年から12年にかけての景気の落ち込みは限定的だったものの、その後は景気停滞が長期化し、ドイツはもとより、フランスやスペインとの経済

格差も19年にかけて拡大した。

2) 同じ過ちを繰り返すな

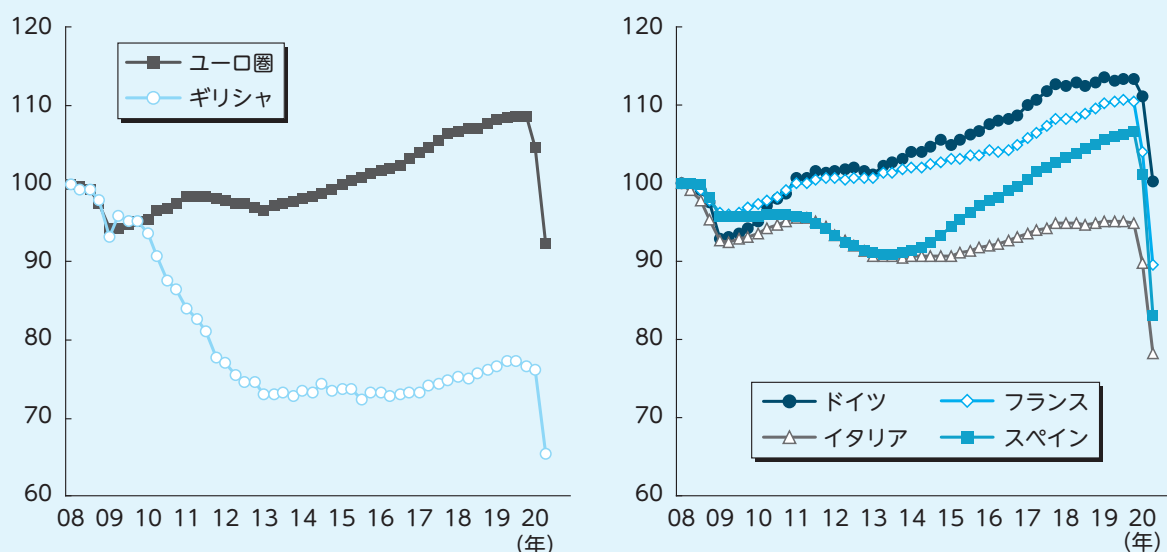
コロナ危機に対するEUの施策に対して、「ユーロ圏債務危機への対策の失敗を繰り返すべきでは

図表5 EU主要国の財政収支と公的債務残高



（注）2020～2021年は欧州委員会の2020年春季予想
（出所）Eurostat、欧州委員会データから大和総研作成

図表6 ユーロ圏債務危機で拡大したユーロ圏加盟国の経済格差（GDP、2008年Q1＝100）



（出所）Eurostatデータから大和総研作成

ない」との指摘がなされることが少なくない。ここまで見てきたように、ユーロ圏債務危機に対するEUの対応は、迅速性に欠け、また、財政健全化が最重視されたことで、景気後退を招き、特にギリシャやイタリアにその後遺症が長く残った。

現在進行中のコロナ危機に対するEUの対策は、危機対応の初期段階であった3月に加盟国に対する財政健全化ルールの適用除外を採択し、4月には計5,400億ユーロの支援策をまとめるなど、迅速な対応がなされた。さらに、NGEU創設でコロナ危機の打撃が大きい国々に重点的に支援を行おうとしている点が、ユーロ圏債務危機の際の対応とは大きく異なると考えられる。

4章 EU復興基金の可能性と限界

1. 経済復興策としてのNGEU

1) 短期的な景気刺激策ではない

NGEUはEUが主体となって調達した資金を、経済的な打撃の大きい加盟国に重点的に配分する画期的な仕組みである。特に単一通貨を導入し、金融政策を一本化しているユーロ圏加盟国にとって、待ち望んでいた所得再分配の仕組みが一時的な措置とはいえ、返済不要の3,900億ユーロの補助金という形で実現することになる。

とはいえ、経済復興策としてのNGEUにはいくつかの留意点がある。まず、コロナ危機によるEU経済の落ち込みを相殺するほどの規模はない。7,500億ユーロという規模はEUの2019年の名目GDPの5.4%に相当し、決して小さくはないが、欧州委員会の春季経済見通し（5月公表）では2020年のEUの成長率を-8.3%と予想している。

加えて、NGEUの資金が各国に配分されるまでにはしばらく時間がかかる。先述したようにNGEUの資金の配分は21年から23年にかけて決定され、実際の資金配分は26年までに完了することになっている。このため、短期的な景気刺激効果を期待することはそもそも筋違いである。短期的な景気刺激策や雇用維持支援策の主役はあくまで各国の財政政策である。NGEU創設合意により、南欧諸国の長期金利が低下したことが、当面の最大の経済効果といえるだろう。

2) 各国の政策立案と遂行能力が問われる

NGEUの資金は中期的な経済成長率の押し上げと雇用創出に役立つような研究開発や投資に振り向けることが想定されている。NGEUはEUの全ての加盟国に配分されるが、コロナ危機の打撃が大きい国々に重点を置いて配分される。後者の国々の経済へのインパクトはGDP比5.4%よりも大きくなると見込まれる。

ただし、その資金を有効活用できるかは、各国の経済復興計画の立案能力と遂行能力によって差が出てくる可能性がある。この経済復興計画は、EU加盟国間の経済・財政政策の協調枠組みである「ヨーロッパ・セメスター」に基づく復興計画とすることがEU首脳会議で合意された。ヨーロッパ・セメスターにおいて、EU各国は次年度予算案を欧州委員会に提出して、事前審査を受けることが義務付けられている。欧州委員会は各国の予算案を審査するとともに、個別国の事情に応じた構造改革の推奨を添付する。この構造改革の「診断書」を踏まえた復興計画とするように、ということである。

3) 合言葉はグリーンとデジタル

E Uの中期的な重点課題と言えば、気候変動対策とデジタル化である。E Uは2050年までに温室効果ガスの排出を実質ゼロにするという目標を掲げ、その中間目標として2030年の排出量を1990年比で40%削減する目標を掲げてきた。フォン・デア・ライエン欧州委員会委員長は2020年9月16日に行った欧州議会での所信表明演説で、この中間目標を「55%削減」と一段と野心的な目標に変更することを提案した。N G E U（と21～27年M F F）の予算の少なくとも30%はこの目標達成に貢献するような計画に充てることがE U首脳会議で既に合意されている。

一方、デジタル化に関して7月のE U特別首脳会議では数値目標は示されていなかったが、フォン・デア・ライエン委員長は所信表明演説でN G E Uの20%を充てることも提案した。デジタル化推進のためのプロジェクトも各国から様々に提出される可能性が高いだろう。

4) カバナンスの仕組み作りはまだ途上

とはいえ、グリーンやデジタルというお題目がついてさえいればよいというわけではない。E U加盟国がそれぞれに気候変動対策とデジタル化の推進というE Uの政策目標の達成に貢献するような研究・開発や投資計画を競うことは望ましいが、その全体像を把握し、交通整理をして、N G E Uで支援する計画を決定する作業が重要となる。また、N G E Uの支援対象に選ばれた復興計画が当初の目標通りに遂行されているかをチェックすることも重要である。

前者はN G E Uの資金配分決定に際してのガバナンス、後者はN G E Uの執行に際してのガバナ

ンスと言い換えることができる。特に後者に関しては、2章で先述したように7月のE U特別首脳会議においても主要な論点の一つだった。ただし、特別首脳会議では一つの加盟国が、他の加盟国がN G E Uを適切に活用していないとの疑いを持った場合に、審査を要求できることが合意されたにとどまる。資金配分の決定に関するガバナンスも含め、詰めの作業はまだこれからである。有効なチェック体制を構築できるかが注目される。

2. E U債の可能性と懸念事項

1) 財政統合への大きな一歩

N G E U創設は経済復興策として以上に、まとまった規模のE U債の発行が初めて実現される点が注目されている。2章でみたように、E U債は高格付けのユーロ建て債として、ユーロ圏の長期金利のベンチマークになる可能性も指摘されている。南欧諸国にとっては資金調達コストの低下効果があり、投資家にとっては投資対象の選択肢が拡大する。また、E C Bにとっては、継続的な金融緩和の遂行を助けてくれる存在となり得る。

N G E U創設とまとまった規模でのE U債の発行は、「財政統合に向けた大きな一歩」との評価がよく聞かれる。財政統合とは、欧州統合の一環でE U加盟国の財政を統合することであり、その最初の試みがM F Fという共通予算である。その後、E M Uが構想され、欧州単一通貨であるユーロが導入される運びになったが、ここでユーロ圏加盟国の財政政策に関して一定の協調を図る仕組みが導入された。

E M U構築にあたって、一つの通貨を共有する国々の中で財政赤字を拡大させる国があれば、単一通貨の安定性を損なうことになりかねないと懸念され、各国の財政赤字と公的債務残高に基準が

設けられた。ユーロ導入を望む国は「財政赤字はGDP比3%以内」「公的債務残高は同60%以内」という基準を満たすことが求められた。実のところ、後者に関しては多くの国が基準を達成できなかったのだが、この二つの基準はユーロ導入後も継続的に順守することが求められている。

EU加盟国の財政政策に対する規制は、ギリシャの過大な財政赤字の発覚に端を発したユーロ圏債務危機への対応策として10年から12年にかけて強化され、この時にヨーロッパ・セメスターの仕組みが導入された。しかし、財政健全化のみを重視したことが、南北格差の拡大といったひずみを生み出したことは先述した通りである。景気が停滞している状況下で、EUが財政健全化のための政策を迫ったことは、イタリアやギリシャにおいて反EUを掲げる政党の台頭を招くことにもつながった。

NGEUが創設されれば、財政政策に制約を課されている（ユーロ圏加盟国に関しては金融政策の自由度もない）EU加盟国にとって、緊急時のセーフティーネットが出現することになる。

2) EUとしての結束を維持できるか

ただし、EU債が高い格付けを得ている条件の一つには、EUとして結束していること、EU統合を推進することがコンセンサスとなっていることが含まれる。NGEUの原資を調達するために発行されるEU債の償還は58年にかけて実施されるが、58年にEUが存在しているかどうか疑問符が付いてしまえば、EU債はその高格付けを維持することができなくなってしまうだろう。EECから数えれば、EUは60年以上存続してきた実績はあるが、20年1月に経済規模で2番目に大きかった英国が離脱した「実績」もある。

もちろん、EUとしてはNGEU創設により、EUの結束を強化することを狙っている。しかし、その思惑通りに、NGEUが成功したと評価されるか（少なくとも失敗例と烙印を押されずに済むか）は、今後数年にわたるNGEUの運用次第である。その過程で、EUの結束に疑いを持たせるような政治的な混乱や経済危機、金融危機が発生した場合、EU債の格下げ要因となり得るだろう。

5章 財政統合までの長い道のり

NGEUの創設が合意されたことは、EUの財政統合に向けた大きな一歩と考える。しかしながら、財政統合をさらに進めることが支持されるかは、NGEUがEUの経済復興に貢献した、南北格差の是正に貢献したという実績なり、実感なりを獲得する必要がある、これは簡単なことではないと予想される。目先の課題としては、既に指摘したガバナンスの仕組み作りを詰めることに加えて、NGEUに対する欧州議会などの承認を取り付けることがある。また、中期的な課題としては、EU債償還に備え、EU予算の財源を拡大させることもある。

1. 欧州議会の不満

7月のEU特別首脳会議ではNGEU創設と21～27年のMFFに関する基本合意がなされたものの、詳細に関する詰め作業はまだ残っており、EUの行政組織である欧州委員会、立法府である閣僚理事会と欧州議会が協議を継続している。NGEUおよびMFFが成立するためには、欧州議会の承認が必要となる。

その欧州議会は、NGEUとMFFに関して、いくつかの修正を求めている。その一つはNGE

Uのガバナンスに関して、欧州議会も関与する仕組みとすることである。どのような形になるかはまだ明らかではないが、EUの立法府のうち、EU市民から直接選挙で選出される欧州議会がNGEUの資金の活用をチェックすることは理にかなっていると考えられる。

一方、やや面倒な問題となりそうなのは、欧州議会がEU予算の執行に関して、予算を受け取る国が「法の支配」を順守していることを条件とするべきと主張していることである。7月のEU特別首脳会議での合意では、EU予算の配分には「法の支配」の尊重が条件となるとの一文が盛り込まれたが、欧州議会からは強制力が乏しいとの批判が出てきている。コロナ危機によって深刻な景気後退に陥っているEU経済を前に、欧州議会がNGEUとMFFを承認しないという事態は回避されると予想されるものの、この問題が先鋭化すれば、「法の支配」をないがしろにしていると批判されているハンガリーとポーランドが、全会一致が必要なMFFの承認をしないと強硬姿勢に転じるリスクがある。承認手続きが長引き、NGEUの始動が遅れる可能性は残る。

2. EUの財源拡大という宿題

EUの結束が危ぶまれる材料としては、「法の順守」の問題から難民対策、対中政策など様々あるが、お金が絡む問題でその対立が鮮明になる傾向があると見受けられる。NGEUの創設を巡って、南欧諸国と北欧諸国が激しく対立したのはその一例である。

NGEUに関連して、今後議論する必要がある「お金の問題」が、EU債の償還をにらんだEUの財源拡大の問題である。欧州委員会が新たな財源候補として挙げている、炭素国境調整メカニズ

ムの創設、ETSの見直し、デジタル課税、金融取引税の導入はいずれも簡単に実施できるものではないと考えられる。ETSを改革して航空機や船舶も対象とすれば、輸送コストが上昇する副作用が懸念される。一方、デジタル課税は経済協力開発機構（OECD）の枠組みでの導入が望ましいが、その協議は米国の強い反対で頓挫しかけている。また、金融取引税に関してはEU内で賛成派と反対派が拮抗し、広範な支持を得られていない。EU債の償還が始まるまでしばらく時間があるものの、EUの結束を脅かす中期的な課題として、留意しておく必要があると考えられる。

おわりに

NGEU創設合意が注目されるのは、EUの財政統合を深化させるための重要な一步と考えられるためである。では、財政統合の深化はなぜ必要か。それはEUが取り組んできたEMUを機能させ、単一市場を構築したことのメリットを最大限に引き出すためにある程度の財政の統合が必要だからである。

もっとも、財政統合の最終形がどうあるべきかに関して実はコンセンサスはまだないのではないかと見受けられる。各国の財政政策に一定の枠をはめること、放漫財政につながりかねない芽を早期に摘むことへの異論は少ないはずだが、EU予算の規模をどこまで大きくするかという問題から、恒常的に「EU共通債」を発行するかという問題に関しては意見の隔たりが大きい。

コロナ危機によって、EUの財政統合は一気に新しい局面に移行した。NGEUが画期的なのは、繰り返しになるが、EUが起債して資金を調達し、それを加盟国に配分する道が開かれたこと

である。今回、EU首脳は、NGEUは新型コロナウイルスの世界的な感染拡大という緊急事態に対応した1回限りの措置であると繰り返し強調しているが、一つの前例ができる意味は小さくないと考えられる。

ただし、前例が踏襲されるかは、その前例が成功例との評価を得る（少なくとも失敗例とならない）必要がある。そのためには、EU共同債を発行して調達したNGEUの資金が有効活用される必要があるが、それを監視する仕組みはまだ十分に用意されているとはいえない。EUは統合を一段と進めるために大きな一歩を踏み出したが、それがさらなる統合推進につながるのかは、NGEUを有効活用できるか次第である。

[著者] _____

山崎 加津子（やまざき かづこ）



経済調査部
経済調査部長
担当は、欧州経済 / 社会 / 政策