

経済財政分析ディスカッション・ペーパー

EUにおける財政ガバナンスの改定

茂野 正史

Economic Research Bureau

CABINET OFFICE

内閣府政策統括官(経済財政分析担当)付

本稿は、政策統括官(経済財政分析担当)のスタッフ及び外部研究者による研究成果を取りまとめたもので、学界、研究機関等、関連する方々から幅広くコメントを頂くことを意図している。ただし、本稿の内容や意見は、執筆者個人に属するものである。

内容

1. はじめに	1
2. E U財政ルール概要	1
(1) 予防措置	2
(2) 是正措置	4
3. E U財政ルール評価	5
(1) 4つのルールの遵守状況	5
(2) 財政の持続可能性条件による評価	12
4. 改定SGPの概要と評価	14
(1) 経済ガバナンス改定の背景	14
(2) 経済ガバナンス改定案の内容	15
(3) 経済ガバナンス改定に対する主要な反応と課題	19
5. まとめ	21
(補論)DSAの概要	22
(参考文献)	32

EUにおける財政ガバナンスの改定¹

茂野 正史²

【要旨】

欧州委員会は2022年秋に、安定・成長協定（Stability and Growth Pact、以下「SGP」）の見直しを含む、EU全体の経済ガバナンスの改定に関する政策文書を公表した。これを踏まえ、欧州委員会は「シンプル化と各加盟国の個別性への配慮」という観点から財政規律ルールの見直しを進め、同改定の関連法は2024年4月末に発効した。

本稿では、まず、EUにおける従来の財政規律ルールの特徴や課題について、経済安定化への影響度やモニタリングの容易さといった観点から整理した。同財政規律ルールには、財政赤字基準、債務残高基準、構造収支ルール、歳出ベンチマークがあるが、特に、構造収支ルールと歳出ベンチマークを併用することのモニタリング上の課題を明らかにした。また、債務残高基準の遵守の低さの要因として、同基準策定時に想定された経済状況からの乖離を確認した。さらに、財政ルール全体の評価として、ボーン条件に基づけば、EU全体としては、おおむね持続可能性を維持するような財政運営が行われてきたことを確認した。

次に、複数の運用指標による複雑化、新型コロナウイルス感染症への対応による債務残高の増加など、2022年以降進められてきたEU全体の経済ガバナンスの改定プロセスに至るまでの問題点を整理し、これらを解決するための改定内容を纏めた。同改定は、財政規律ルールを基礎的歳出（歳出ベンチマークの参照指標）へ一本化するなどルールを簡便化するとともに、中期の財政持続性を考慮した構造改革計画の策定等の加盟国の個別性に配慮したものとなった。他方で、このような柔軟化に対する懸念からドイツ等財政規律国の要請により、加盟国共通の債務残高基準、財政赤字の削減義務（セーフガード）も盛り込まれた。

経済ガバナンスでは、EU統合を深化させる上で不可欠な要素であり、財政規律の強化と緩和の適切なバランスが図られる必要があるが、今般の改定がどのような影響をもたらしていくのか、引き続き注視していく必要がある。

¹ 本稿の作成において、内閣府政策統括官（経済財政分析担当）の林伴子氏、大臣官房審議官（経済財政分析担当）の上野有子氏、海外担当参事官の石橋英宣氏から有益なコメントを頂いた。ここに記して感謝を申し上げる。ただし、本稿に残された誤りはいうまでもなく筆者の責に帰すものである。本稿で示された見解は筆者の個人的なものであり、必ずしも内閣府の見解を示すものではない。

² 内閣府政策統括官（経済財政分析担当）付参事官（海外担当）付政策企画専門官。

1. はじめに

EUでは、加盟国に対する財政規律として名目GDP比で債務残高を60%、財政赤字³を3%に抑えることなどが求められている。ただし、これらのルールは、1990年代の制定当時の経済状況からの乖離や複雑な制度設計により、必ずしも遵守されてきたわけではない。このため、コロナ禍以前からルールの改定を求める声がみられていた（Blanchard et al (2021)）。こうした状況の下、2020年にはコロナ禍への対応として大規模な財政出動が行われ、他の世界主要国と同様、欧州でも財政赤字が拡大し、債務残高が増加した。そのために、欧州委員会は2022年秋に、安定・成長協定（SGP）の見直しを含む、EU全体の経済ガバナンスの改定に関する政策文書（European Commission (2022)、以下「政策文書」）を公表、2023年4月には関連法案を提出し、財政規律ルールの見直し（改定版SGPの策定）を進め、2024年4月30日には同法案が発効した。

従来の財政規律ルールの対象には、大別すれば収支、歳出、歳入及び債務の4類型があり、各々、財政規律の向上、経済安定化機能の強化や執行可能性等の観点から、メリット、デメリットがあるとされる（Eyraud et al (2018b)、Fall et al (2015)など）。

本稿の目的は、EUにおける従来の財政規律ルールについて、その特徴を上記類型に沿って整理し、EUの持続可能性に対してどのような効果を与えたのかを分析したうえで、新ルールが、EUの財政規律に対し、どのように改善をもたらすことが期待されているのかを整理することにある。

以下では、2章で、EUにおける従来の財政規律ルール（以下「EUルール」）の導入経緯とその類型について概説する。3章で、EUルールが財政規律に及ぼす効果について先行研究を整理し、4章で、コロナ禍への対応等を踏まえた新たなEUルールの評価と課題を整理し、5章でまとめを行う。

2. EU財政ルールの概要

EUにおいては、加盟国独自の財政ルールに加え、ある加盟国での財政危機の域内へのスピルオーバー等⁴、債務の外部性による悪影響を回避する⁵ために、EUレベル全体での財政ルールが存在する。

³ 本稿では、特段断りの無い限り財政収支、債務残高ともに一般政府を対象としている。

⁴ Baldwin et al(2022)は、2010年から2011年にかけて発生した欧州債務危機を例に挙げ、国際金融市場がある加盟国の公的債務が持続不可能という確信を持った場合、ユーロ圏全体を不安視する恐れがあり、その結果、ユーロ圏からの巨額の資本流出とユーロ安が発生し得るとした。

⁵ EUレベル全体での財政ルールが必要な理由として、このほかECBの国債引受けや、国債の利払いコスト引下げを目的としたインフレ誘導による債務の外部性の影響の回避が指摘されている（Blanchard et al (2021)）。

1993年に発効した「欧州連合条約（マーストリヒト条約）」では、EU加盟国に対し、財政赤字が対名目GDP比で3%以下（以下「財政赤字基準」）、債務残高が対名目GDP比で60%以下（以下「債務残高基準」とする）とする財政ルール（いわゆる「マーストリヒト基準」）が示された。また、1997年にはSGPが、「マーストリヒト基準」を遵守させるための基本的な枠組みとして成立した。SGPは、次の「予防措置」（preventive arm）と「是正措置」（corrective arm）の二つの柱で構成されている。

（１）予防措置

過剰財政赤字の発生を防ぐための予防措置として、欧州委員会は加盟国に対して、少なくとも3年毎に、中期財政計画を作成し、その中で構造的財政収支⁶（Structural Balance、以下「SB」）に基づく中期財政目標（Medium Term Budgetary Objective、以下「MTO」）⁷と、それを達成する行程を公表することを求めている。MTOでは、SB均衡又は黒字が求められるが、赤字の超過幅が対名目GDP比で0.5%までであれば、均衡又は黒字と同等に扱われる。また、MTO達成に向けた財政状況の改善の目安として、加盟国はSBを年間に対名目GDP比で0.5%改善させることが定められている⁸。

ここで、SBの計算方法を確認しておく、次のように名目需給ギャップ（Output Gap、以下「OG」）を用いて景気循環要因の影響を調整している。

$$SB = BAL / Y - *OG - one-offs \quad (\text{ア})$$

（BAL：財政収支、Y：名目GDP、 ϵ ：名目潜在成長率に対する財政収支（対名目GDP比）の変化の半弾力性⁹、OG:名目需給ギャップ=（名目GDP-名目潜在GDP）/名目潜在GDP、one-offs: 一時的な歳出入¹⁰）

なおOGの計算に用いられる名目潜在GDPはコブ・ダグラス型生産関数に基づいた当該単年度の推計値¹¹である。予防措置では、このように推計されたSBのMTOからの乖離幅（ dSB ）に加えて、歳出ベンチマーク¹²（Expenditure

⁶ 一時的な歳出入や循環的財政収支を除いたものであり、利払い費を含むため、プライマリーバランスとは異なる。2005年のSGP改定で導入されたもの。

⁷ 欧州委員会によれば、財政赤字基準に違反しないような財政余地を確保しつつ、持続可能な債務水準を達成する必要性を考慮して設定されとしている（They take into account the need to achieve sustainable debt levels while ensuring governments have enough room to manoeuvre and a safety margin against breaching the EU's fiscal rules.）。

⁸ 加藤（2017）より。

⁹ 半弾力性値 ϵ は名目潜在GDP成長率と財政収支（対名目GDP比）の変化を比較したもので、次の通り表せる（ G_p は名目潜在GDP）。 $\epsilon = (BAL/Y) / (\Delta G_p / G_p)$

¹⁰ European Commission (2015)では、一時的な歳出入の例として、政府保有非金融資産の売却益や租税恩赦による増収等を挙げている。

¹¹ 潜在GDP及び需給ギャップの推計方法の詳細は Havik et al(2014)参照。

¹² 欧州債務危機を契機に、SGPを予防・是正措置の両面から強化するための経済ガバナンス六法（5つの規則と1つの指令から構成）が発効した2011年のSGP改定において導入されたもので、調整された基礎的歳出の伸びを潜在成長率以下に抑制するというもの。EBの詳細は後述。

benchmark、以下「EB」)が運用指標として用いられている。

EB は下式の通り、まず歳出総額から、利払費、EU 基金関連支出、当該年の投資額と過去の平均との差分、失業関連給付（景気循環分）を控除（ E_t^* ）し、さらに裁量的歳入措置（ R_t ）を控除した、すなわち調整された基礎的歳出の伸び率（ e_t^* ）がベンチマークである名目潜在 GDP 成長率を超えないようにするルールである。なお、裁量的歳入措置とは、歳出の伸び率が名目潜在 GDP 成長率を超える場合に実施されなければならない追加的な歳入措置を指す。言い換えれば、もし名目潜在 GDP 成長率以上に歳出を増加させたい場合、歳入を増やすための措置も必要となる。

$$E_t^* = E_t - \text{Intr}_t - \text{EU}_t - (\text{Inv}_t - \bar{\text{Inv}}_t) - U_{e_t} \quad (\text{イ})$$

$$e_t^* = (E_t^* - R_t - E_{t-1}^*) / E_{t-1}^* \quad (\text{ウ})$$

(E_t :歳出総額、 Intr_t :利払費、 EU_t :EU 基金関連支出¹³、 Inv_t :投資額、 $\bar{\text{Inv}}_t$: Inv_t の当該年から過去3年までの4か年平均、 U_{e_t} :失業関連給付（景気循環分）、 R_t :裁量的歳入措置)

予防措置では、MTOから「重大な逸脱」を犯した場合、EU理事会が加盟国に対して効果的な措置を講ずべき旨を勧告することとされている。「重大な逸脱」とは、これら二つの運用指標のいずれかが¹⁴以下の条件に該当する状態である。

- a) dSBの対名目GDP比が単年で0.5%以上、或いは2年連続同0.25%以上のいずれか
- b) 調整された基礎的歳出の伸びを評価する際に、（ベンチマークである名目潜在GDP成長率からの）乖離幅が、財政収支に対し単年で、或いは2年間累積で対名目GDP比0.5%以上の影響を及ぼしている¹⁵

「重大な逸脱」に該当する場合、当該加盟国は EU 理事会の決定により、重大逸脱手続（Significant Deviation Procedure、以下「SDP」）の対象となる可能性がある。この場合、欧州委員会は、当該加盟国に対し、一定期間以内に改善措置を講じるよう勧告することができる。改善措置が講じられない場合、ユーロ圏加盟国に対し、制裁措置（名目 GDP 対比 0.2%分の有利子の預託金を納付）が発動される規定となっている。

¹³ EU 基金により全額補填される EU 関連プログラムへの歳出。European Commission (2019)より。

¹⁴ European Commission (2019)によれば、SDP の発動について、一方の運用指標のみ条件に該当する場合でもその可能性を排除していないが、両指標とも条件に該当する場合の方がより蓋然性が高いとしている。

¹⁵ European Commission (2019)によれば次の通り。

when assessing expenditure developments net of discretionary revenue measures, whether the deviation has a total impact on the government balance of at least 0.5% of GDP in a single year or cumulatively in two consecutive years.

(2) 是正措置

EU 理事会は、加盟国の財政収支又は債務残高の対名目 GDP 比がマーストリヒト基準の 2 つの基準値のいずれかに違反している場合で、債務残高については基準値からの超過分が年間 1/20 のペース（当該年を除く直近 3 年間の平均ペース）で減少していない場合¹⁶（以下「1/20 ルール」）に、「過剰財政赤字手続」（Excessive Deficit Procedures（以下「EDP」））と呼ばれる是正措置を求めることができる。是正措置の対象国となった場合、過剰な財政赤字又は債務残高を「適時に」是正する必要がある。ユーロ圏加盟国による是正措置が不十分な場合、EU 理事会は当該加盟国に対し、年間最大 GDP0.2% 相当の罰金（fine）を課す¹⁷ことができる。

以上をまとめると、「予防措置」はマーストリヒト基準を満たすための予防的なルールを定め、また同ルールから乖離しないようにする仕組みを設定しており、「是正措置」は同基準に違反した場合の措置を規定したものである（図表 1、図表 2）。

図表 1 予防措置の概要

財政ルールの種類	制裁措置等
MTO：SBが均衡又は黒字。但し、SB赤字が対名目GDP比0.5%以内であれば、均衡又は黒字と同等に扱う（債務残高が名目GDP比60%を下回る場合はSB赤字同1.0%以内まで同等とする）。	<ul style="list-style-type: none"> ・MTOやEBからの「明らかな逸脱」がある場合、EU 理事会が当該国に対して効果的な措置を講ずるよう勧告。 ・ユーロ圏加盟国が勧告に従わない場合、EU への名目GDP0.2%相当の有利子預託が課される。
EB：歳出（利払費等を除く）の伸び率を名目潜在成長率以下に抑制する。	

（備考）鎌倉（2022）、加藤（2017）、財務省（2016）等を元に筆者作成。代表的なルールを示したものであり、全てを網羅したものではない。

¹⁶ 当該年の債務残高対名目 GDP 比（ b_t ）が 60% を超えており、かつ過去 3 年間の基準値からの超過分が年間 1/20 のペースで減少していない場合（ b_t が以下のベンチマーク（ bb_t ）を超過する場合）に是正措置の対象となる規定。

$$bb_t = 60\% + 0.95 \times (b_{t-1} - 60\%) + 0.95^{*2} \times (b_{t-2} - 60\%) + 0.95^{*3} \times (b_{t-3} - 60\%)$$

当該年の債務残高が基準値を超過していても、過去の債務削減ペースによっては是正措置の対象外となるため、財政再建努力を持続させる狙いがあるとされる。2011 年の SGP 改定（経済ガバナンス六法）において導入。

¹⁷ ユーロ加盟国には、まず警告に応じて改善措置が求められるが、この効果が顕著でないと判断された場合、前年の名目 GDP 比 0.2% 分の金額を EU に無利子で預託しなければならず、状況が好転していないと判断されると、この預託金は罰金として没収される。上記予防措置による制裁で既に有利子の預託金を納めている場合は、無利子に転換される（岩見（2023））。

図表2 是正措置の概要

手続開始要件	適用除外規定	制裁措置等
少なくとも以下のいずれかに該当 ・財政赤字3.0%超（対名目GDP比） ・債務残高60%超（対名目GDP比）	少なくとも以下のいずれかに該当 ・財政赤字対名目GDP比が、実質的・継続的に低下し基準値に近づいている場合又は基準値からの逸脱が、例外的かつ一時的（異常な外部要因や深刻な経済悪化）である場合、 ・債務残高対名目GDP比が60%を超える部分の1/20以上（当該年除く直近3年間平均ペース）を削減している場合。	・ユーロ加盟国が警告に従わない場合、赤字額に応じた無利子預託金を科す。その後も赤字が解消されない場合は罰金として没収（名目GDPの0.2～0.5%相当）。

（備考）図表1に同じ。

3. EU財政ルールの評価

2章で見た通り、EUの財政ルールは大別すれば、マーストリヒト基準である「財政収支」及び「債務残高」、並びにSGPの予防措置の運用指標である「構造的財政収支（SB）」及び「歳出ベンチマーク（EB）」から構成されている。本章第1節では、これら4つのルールの遵守状況を確認しつつ、財政規律の類型に照らし、各ルールにどのようなメリット、デメリットが存在するのかを整理する。続く第2節では、これらのルールの下で、EU財政における債務の持続可能性をどの程度担保できていたのかを、財政の持続可能性条件であるボーン条件から確認する。

（1）4つのルールの遵守状況

（ ）財政赤字基準（名目GDP比3%以内）

鎌倉（2022）等によれば、名目ベースの財政収支基準は、単純に歳出と歳入の差に着目するため、景気循環要因等の除去等を施すSBと異なり、一般に理解されやすいとされる。また、財政状況のモニタリングという面では、SBでは景気循環要因がGDPギャップ等の測定に基づき推計されるため、推計値改定による影響を受けることから、SBに基づく場合と比べて実施が容易とされている。

図表3はSGPが発効した1998年から2017年までの20年間のユーロ圏、EU、米国、日本の財政赤字対名目GDPの平均値を、SGP発効前の期間（1980年から1997年）と比較したものである。ユーロ圏ではSGP発効後の20年間で平均対名目GDP比2.6%、EU全体では同3.0%であり、マーストリヒト基準を満たしている。ユーロ圏、米国、日本の名目GDP成長率と財政赤字を、発効前と発効後の期間で比較すると、名目GDP成長率はいずれの地域でも4%後半から7%台であったものが1%弱から4%前半台へと大幅に低下しているが、財政赤字対名目GDP比は日米では各々2.3%から6.3%、4.4%から5.2%と拡大しているのに対し

ユーロ圏では7.1%から2.6%と半分以下に縮小している。このようにユーロ圏においては、低成長経済に移行する中でも、財政赤字の拡大が比較的抑制されていた点が確認できる。

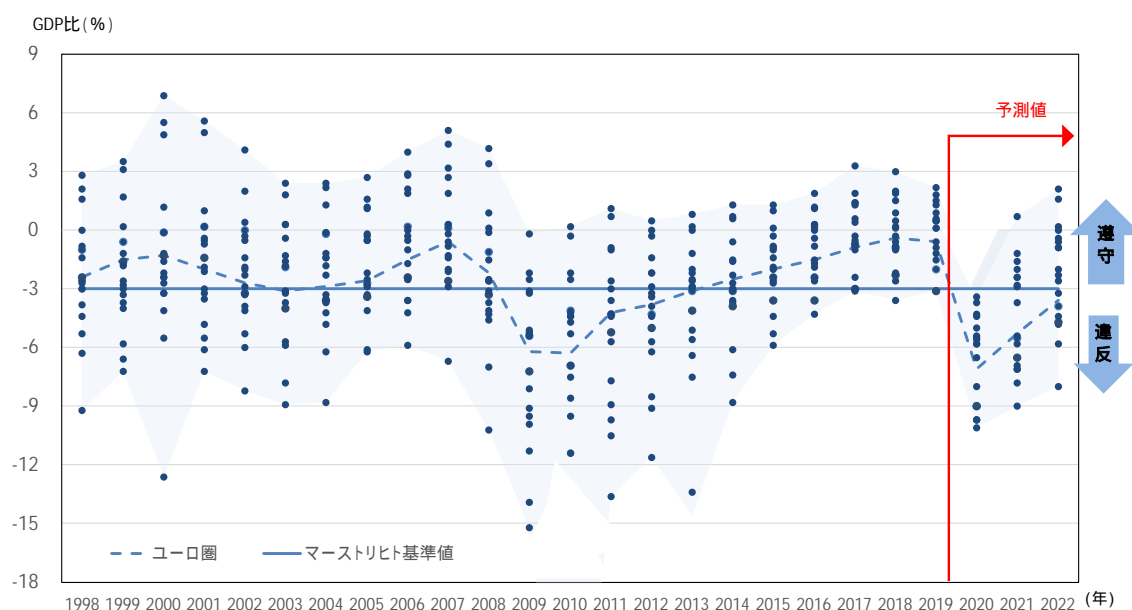
図表3 財政赤字基準の遵守状況

	1980～1997年		1998年から2017年		
	財政収支 (名目GDP比)	名目GDP 成長率	財政収支 (名目GDP比)	名目GDP 成長率	財政収支が基準を 満たしている年数
ユーロ圏	-7.1	7.4	-2.6	3.1	15
EU	-	-	-3.0	3.2	11
(参考)					
米国	-4.4	6.6	-5.2	4.2	5
日本	-2.3	4.6	-6.3	0.1	2

(備考) Kamps et al(2019) より作成。

次に図表4で、ユーロ圏の財政赤字の推移を確認してみる。ユーロ圏平均(図表中の青破線)で見た場合、1998年から2019年までの間、欧州債務危機に陥っていた2009年から2010年代前半までを除けば、財政赤字が名目GDP比で3%を超える事が無く、マーストリヒト基準を満たしている。加盟国間の財政赤字幅の基準からの乖離(最も大きい国と小さい国の差)は、SGP開始当初は大きかったが、欧州債務危機以降、コロナ禍前までは徐々に収束してきた点が確認される。

図表4 ユーロ圏内における財政赤字基準からの乖離



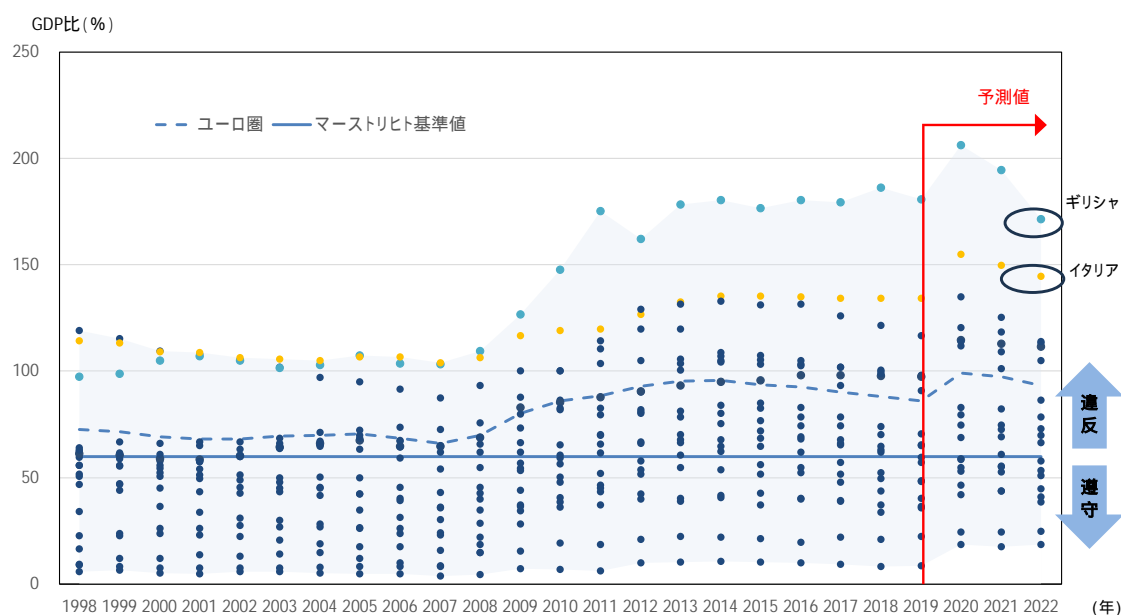
(備考) 欧州委員会2023春見通しデータより作成。ユーロ圏20カ国のうち、2023年加盟のクロアチアを除く19カ国を対象。財政赤字GDP比30%超となったアイルランドの2010年値は外れ値として除いている。2020年以降は予測値。シャドーの上限、下限はそれぞれ、その時点の最大値、最小値を示す。

財政赤字基準は、前述のように金融市場や国民からも比較的容易に監視し易いルールであり、甚大な経済ショックが発生した時期を除けば、EUの多くの国にとって、財政政策のアンカーとして一定程度機能していたものと考えられる。

(ii) 債務残高基準（名目GDP比60%以内）

次に、もう一つのマーストリヒト基準である、債務残高基準の遵守状況について確認する（図表5参照）。債務残高対名目GDP比のユーロ圏平均値（図表中の青破線）の推移をみると、1998年以降は60%を下回った年はない。上述のように、2011年には、財政健全化に向けた取組みを継続させるための「1/20ルール」が導入されたが、その後も、債務残高対名目GDP比のユーロ圏平均はマーストリヒト基準をはるかに大きく上回り、100%近傍を推移している。また、イタリアなど1998年以前より同基準を上回っていた高債務国については、その後も乖離幅が拡大し続けており、2011年以降も顕著な改善はみられない¹⁸。

図表5 ユーロ圏内における債務残高基準からの乖離



（備考）欧州委員会2023春見通しデータより作成。ユーロ圏20カ国のうち、2023年加盟のクロアチアを除く19カ国を対象。2020年以降は予測値。シャドーの上限、下限はそれぞれ、その時点の最大値、最小値を示す。

¹⁸ Kamps et al (2019) は、欧州委員会や経済財務相理事会（以下「ECOFIN」）は、債務残高基準の要件を満たすのが厳しい点を踏まえ、事実上その適用を中止し、同基準違反を事由とするEDP発動を回避する条件として、代わりにMTOやEBの達成といった予防手段の遵守を求めているとしている。

ここまでで確認したとおり、財政赤字基準に比べ債務残高基準の遵守状況は低く、また加盟国間の債務残高比の乖離が拡大している。この理由としては名目GDP成長率の低さが考えられる。尾上（2014）等によれば、両基準（財政赤字を対名目GDP比3%以内、債務残高を対名目GDP比60%以内）を同時に満たすには、5%の名目GDP成長率が必要¹⁹とされているが、1998年から2017年のユーロ圏及びEUの名目GDP成長率は、平均で3%程度（図表3参照）に過ぎない。また、Kamps et al (2019)によれば、名目GDP成長率が3%の状況下で、財政赤字基準を名目GDP比3%で維持する場合、これに整合するよう債務残高基準を緩和し、同100%に引き上げることが必要となる。逆に、債務残高に関する基準を同60%のまま維持するのであれば、財政赤字基準を3%から、1.75%まで引下げる（基準の厳格化）必要がある（図表6のニューノーマルとした点）。

このように、両基準は、策定時の想定と異なる経済状況（低成長）へ移行している現状を踏まえれば、整合性を欠いている可能性がある。すなわち、名目GDP成長率は当初想定していた5%を下回って推移していることを前提とすれば、現行のマーストリヒト基準での財政赤字に関する基準を遵守しようとした場合、債務残高に関する基準に違反することとなる。他方で、債務残高に関する基準を遵守しようとしたら、財政赤字を基準より縮小させる必要があり、特に不況期においては需要の更なる減少をもたらすこととなり、財政政策がかえって景気循環増幅的なものとなる恐れがある²⁰。また、債務残高の対名目GDP比率については、運用指標という観点からは、「1/20ルール」等の追加ルールを定めやすいとの見方がある一方で、金利など財政当局のコントロールが及ば

¹⁹ 「名目GDP成長率が一定の経済で、財政赤字を出し続けても、財政赤字（対名目GDP比）を一定に保てば、債務残高（対名目GDP比）は一定値に収束する」というドーマー命題に基づくもの。次の債務残高学式より導出できる。

$$d_t - d_{t-1} = -s_t + (r_t - n_t) \cdot d_{t-1} \quad (1)$$

（ d_t ：t期の債務残高、 s_t ：t期のプライマリーバランス、 r_t ：t期の長期金利、 n_t ：t期の名目GDP成長率。

d_t 、 s_t は対名目GDP比）

財政赤字対GDP比は、「 $-s_t + r_t \cdot d_{t-1}$ 」であるから、一定に維持する財政赤字対GDP比（財政赤字基準）を q_t とすると、(1)式は以下のように変形できる。

$$d_t = q_t + (1 - n_t) \cdot d_{t-1} \quad (2)$$

この場合、債務残高対名目GDP比の収束値（ $d_t=0$ ）は以下の値となる。

$$\text{債務残高対名目GDP比の収束値} = q_t / n_t \quad (3)$$

(3)式より、債務残高対名目GDP比（債務残高基準）を60%で収束させるには、財政赤字基準3%である場合には5%の名目成長率が必要となる事がわかる（小黑（2018）を参考に作成）。

また、(1)式を、 d_{t-1} で微分し、国債残高増減の対GDP比を意味する d_t が d_{t-1} が増えていくにつれて増加するのか、それとも d_t が減少して安定化するのかを確認すると、以下のようになる。

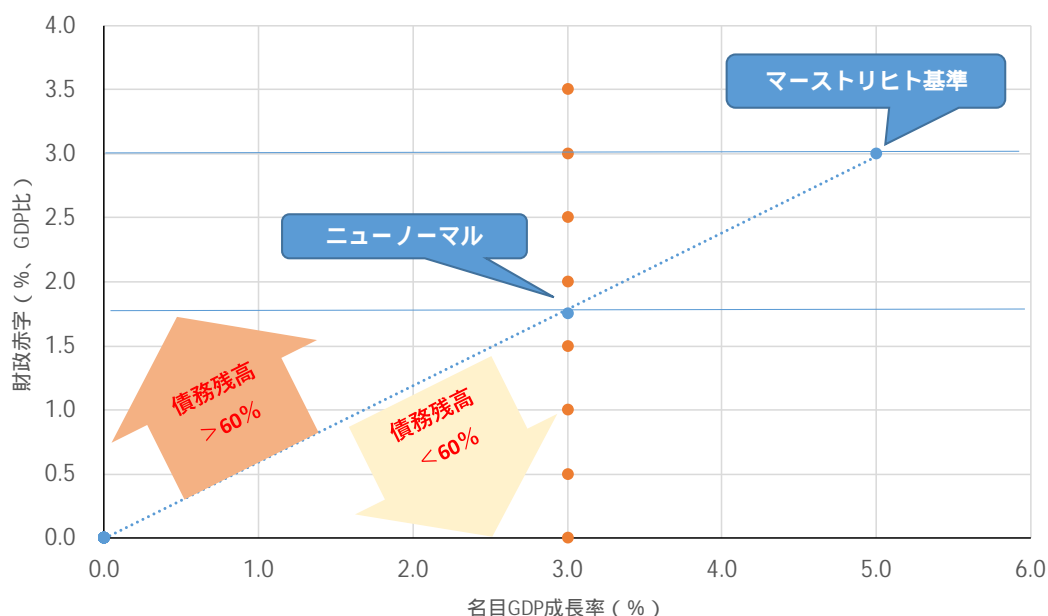
$$\partial d_t / \partial d_{t-1} = r_t - n_t \quad (4)$$

ここで(4)式の右辺 $r_t - n_t$ が正（長期金利>名目成長率）の場合、 d_t は増加し財政赤字の発散を導くことになる。逆に長期金利が名目成長率を下回れば、 d_t は減少し、財政赤字を安定化させる。このようにドーマー条件からは、金利が成長率を下回っていることが財政安定化の条件となる（吉野ほか（2021）を参考に作成）。

²⁰ 尾上（2014）。

ない要因の影響を受けることから、短期の財政運営のガイダンスには適さないとする見方²¹もある。

図表6 マーストリヒト基準と名目 GDP



(備考) Kamps et al (2019) より作成。債務残高を不変(図表では対名目GDP比60%)とするような財政赤字(対名目GDP比)と名目成長率の関係は図中のように右上がりの関係となる(脚注19参照)。

() 構造的財政収支 (SB)

次に、SGPの予防措置の二つの運用指標のうち、SBの遵守状況について確認する。SBは、通常の財政収支から、推計した景気循環要因による財政収支を除くため、景気中立的な財政政策に資すると考えられる。

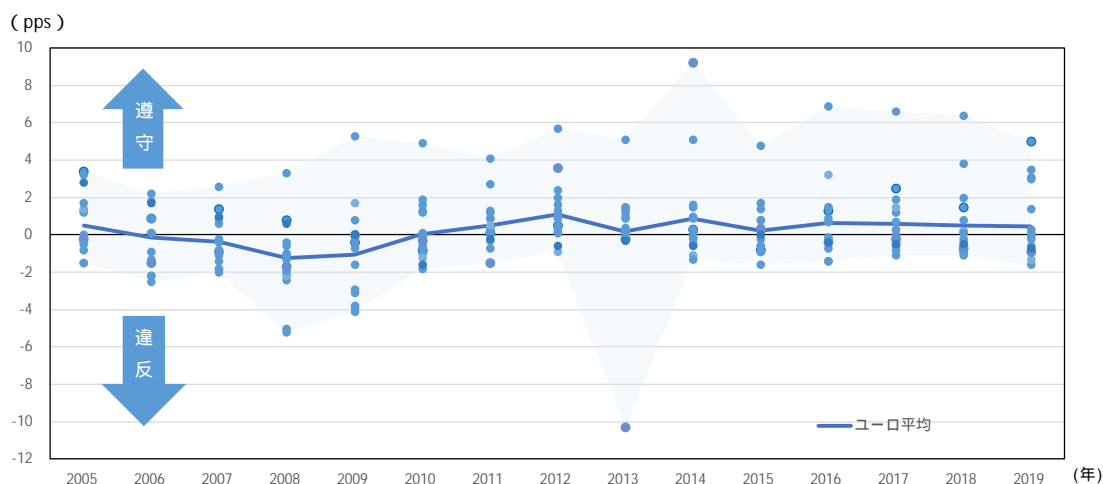
ただし、前述の通り、景気循環要因は推計値であり、その元となるデータの遡及改定やそれに伴う再推計により変動することから、過去のSBが遡及改定され財政状況の評価が変わることがありうるため、執行面では課題があるとされる。例えばKamps et al(2019)による試算では、ユーロ圏の需給ギャップは、2004年から2017年の14年間のうちの9年間で、当初の推計値より上方(拡大方向)に改定されていた。これはdSBの拡大を意味し、本来であればこの乖離に対応した財政調整努力が必要であったことを示唆している。

²¹ Davoodi et al (2022) によれば次の通り。

(前略) debt levels are affected by factors less control by governments (such as foreign exchange, interest rates) and do not provide short-term guidance for fiscal policies.

図表7は、SBの導入後におけるユーロ圏各国の遵守状況を示したものである。SBの前年からの改善幅が年間で対名目GDP比0.5%以上などの調整目標²²を超えて改善しているかを見たもので、縦軸は調整目標からの乖離を示す。正值であれば遵守、負値であれば違反である。加盟国間でばらつきがみられるものの、ユーロ圏全体としては、世界金融危機前後の期間を除いて、遵守されているものと考えられる。

図表7 ユーロ加盟国における構造的収支ルール²²の遵守状況



(備考) EFBデータより作成。SBシャドーの上限下限はそれぞれその時点の最大値最小値を示す。

() 歳出ベンチマーク (EB)

次に、予防措置における歳出の伸び率に着目した運用指標であるEBについて概説する。歳出ルールは、一般に政府の歳出伸び率に上限を設定する事が多い。好況期に想定以上の歳入があった場合に、景気循環増幅的な歳出を制限できることから、経済の安定化をもたらし、景気循環抑制的な財政政策を可能とする効果があるとされる²³。EBはこの歳出伸び率の上限に、10年間²⁴の名目潜在GDPの平均値を遡及改定せずに用いている。

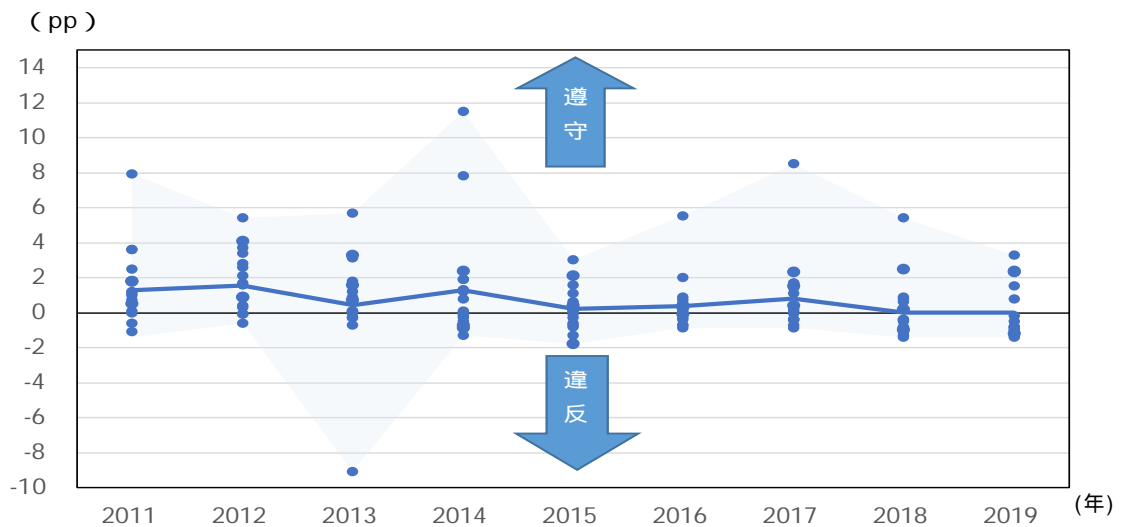
図表8は、ユーロ圏におけるEBの遵守状況である。EBが適用されたのは2011年以降となるが、SBと同様、ユーロ圏全体としてはおおむね遵守されていると考えられる。

²² 調整目標 (adjustment requirement) は MTO 達成状況に応じて調整される。

²³ Fall et al(2015)より。

²⁴ t 年を当該年とした場合の t-6 年から t+3 の 10 年間の平均値。

図表8 ユーロ加盟国における歳出ベンチマークの遵守状況



(備考) EFBデータより作成。調整された基礎的歳出の伸び率と支出ベンチ(10年間の名目潜在GDP成長率)の乖離を示したもので、正值であれば遵守(前者が後者を下回る)、負値であれば違反(前者が後者を上回る)。シャドーの上限、下限は、それぞれその時点の最大値、最小値を示す。

ここでSB及びEBの関係を整理する。SBでは当該年度の名目潜在GDP成長率の遡及改定が反映された最新推計値に基づくのに対し、EBでは平滑化された名目潜在GDP成長率を固定して行う。このため、過去のEBは潜在GDP成長率改定の影響を受けず、財政需要の予測可能性が高いとされている。しかしながら、予防措置においてSDPの発動には、実質的には、SBとEBがともに所定の条件を満たしていることが求められていたために(脚注14参照)、こうしたEBの利点は発揮されてこなかった。

以上の各財政ルールを、歳出入差のみに基づく財政収支ルールと比較し整理すると次の通りとなる。

図表 9 EUの各財政ルールの特徴

	概要	経済安定化への影響	理解・モニタリングの容易さ
財政収支ルール	歳出と歳入の差に着目	景気循環増幅的になる傾向あり	理解やモニタリングが容易
SBルール	財政収支から、循環的及び一時的要因による歳出入変動の影響を除いたもの	財政収支ルールよりは景気循環抑制的	需給ギャップの遡及改定に伴う遡及改定がありうる
歳出ルール	政府の歳出伸び率に潜在成長率等の上限を設定	経済の安定化に資する（景気循環抑制的）	遡及改定はなく、理解やモニタリングが容易

（備考）鎌倉（2022）等を元に筆者作成。代表的な特徴を示したものであり、全てを網羅したものではない。なお、債務ルールは、前述の通り、財政の枠組みを定める最終的な目標であって、短期的な財政政策の運用上のルールとしては適していないとされているため、記載していない。

（2）財政の持続可能性条件による評価

上記（1）ではEUの各財政ルールの遵守状況を確認しつつ、各々の特徴について整理した。政府財政の重要な目標の一つは、これらの財政ルールの下で、財政の持続可能性を維持することにある。欧州委員会²⁵は財政の持続可能性について「政府の支払能力を脅かすことなく、もしくは政府の債務や約束した支出の一部を不履行にすることなく、政府が現在の支出、税、その他の政策を長期的に維持する能力」と定義している。こうした財政の持続可能性を判断する基準²⁶のうち、政府の財政運営スタンスが持続可能なものかを検証するものとして、ボーン条件がある。これは、前年度の債務残高対名目GDP比が上昇した時の、基礎的財政収支（Primary Balance、以下「PB」。）対名目GDP比の変化によって財政の持続可能性を評価するものである。背景にある考え方としては、債務残高対名目GDP比が上昇していても、政府の実際の反応がPB対名目GDP比を改善するようなものであれば、財政破綻しないことを検証しようとするものである²⁷。

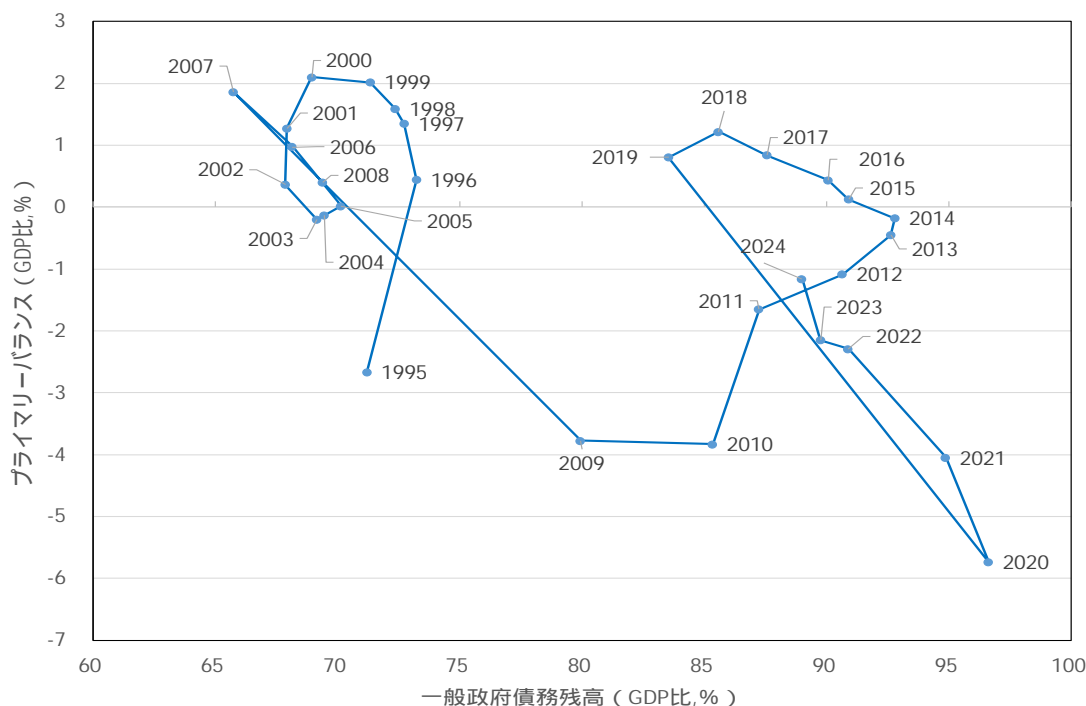
²⁵ European Commission (2020b).

²⁶ 債務の持続可能性をみる簡便な基準としてドーマー条件がよく知られている。これは、プライマリーバランス（以下「PB」）をゼロにする財政運営を続けている場合、名目利率が名目成長率を下回れば（ $r < g$ ）、財政は持続可能であるとする基準である（脚注 19 参照）。但し、 $r < g$ となる環境としては、金融緩和を目的とした資産購入プログラムや、不確実性の上昇を背景とした予備的貯蓄の増加による金利低下等があるが、これらは財政当局の対応の範囲外にあると考えられる。本稿では、債務残高対名目 GDP 比率が上昇した場合に、各国が債務の持続可能性維持に向けた財政運営を行っているかどうかの確認に主眼を置くため、ボーン条件に基づき、EU 財政の持続性について分析する。

²⁷ 内閣府（2021a）参照。

図表10は、EUのPBと債務残高の関係を対名目GDP比でみたものであるが、EUの債務が時間とともに積み増しされていることが伺える。但し、（財政破綻に向かう軌道である）右下がりの関係がみられるのは、リーマンショック（2008年~2009年）と新型コロナウイルス感染症発生時（2020年）程度であり、それ以外の期間は概ね、財政破綻に向かう軌道を回避するような財政運営が行われているといえる。

図表10 ユーロ圏の財政の持続可能性



（備考）IMFデータより作成、22年以降は予測値。

4 . 改定SGPの概要と評価

ここまで、EUにおける財政規律ルールの見直しを理解する上での背景的知識として、各ルールの特徴及び課題を整理してきた。この章では、2022年秋に発表された政策文書及び2023年4月に発表された関連法案の公表資料²⁸等を踏まえ経済ガバナンスの改定案について概説し、主たる関心点であるSGP改定における課題を整理する。

(1) 経済ガバナンス改定の背景

本稿の冒頭でも触れたように、SGPは1997年に成立したのち、2008年秋に発生した世界的な経済金融危機以降、2011年の「経済ガバナンス六法」や2013年の「財政条約」²⁹、「経済ガバナンス二法」³⁰による改定を受けて、強化が図られてきた。具体的には「経済ガバナンス六法」や「経済ガバナンス二法」では、欧州委員会に対し、5年毎に経済ガバナンスの見直しを求めており、政策文書の内容は、こうした見直しに基づく要請に沿った³¹ものである。

EUでは、3章(2)で見た通り、SGP発効以降総じてみれば、財政の持続性を維持する軌道から大きくは外れない財政運営がとられてきた。こうした中で、新型コロナウイルス感染症拡大への政策対応は、それまでの流れから大きく離れた一步を踏み出すこととなった。感染症拡大に伴う経済及び社会的損失の緩和が求められる中で、EUは一時的にSGPの適用除外規定を発動させ³²、EU各国に大規模な財政出動をタイムリーに行うことを可能とした。他方でパンデミックへの対応は、既存の財政ルールに基づく各国政府の財政運営を揺るがし、財政ガバナンス見直しの機運を高めるものとなった³³。

²⁸ European Commission (2023) より。

²⁹ 岩見(2023)によれば、財政条約(TSCG: Treaty on Stability, Coordination and Governance)は、「経済ガバナンス六法」の発効を受けて、各国の国内法の整備を義務付け、適用除外規定をまとめたものである。具体的には、EU各国に対し、財政赤字を名目GDP比0.5%以内に収める財政基準を、憲法ないし同等の国内法に明記することが義務付けられた。チェコを除くEU25か国が署名している。

³⁰ ユーロ危機を契機に2013年に導入された2つの経済・財政ガバナンス関連法規を指す。財政上の問題の早期発見(ユーロ導入国の予算案の提出・評価など)と、財政支援国などへの監視強化に関する規則を定めたもの(加藤(2017)、JETRO(2013))。

³¹ 同政策文書公表資料(Building an economic governance framework fit for the challenges ahead Brussels, 9 November 2022)。

³² 欧州委員会とEU理事会は、2020年3月に新型コロナウイルス感染症拡大を「政府のコントロールが及ばない異常事態」と規定し、「SGP内で可能なかぎり完全な弾力的運用が、コロナ危機勃発に対する方策として取られるべき」として、2021年3月までSGPの適用除外規定の発動を決定した(その後、2022年末まで延長された後、ロシアのウクライナ侵略もあり2023年末まで再延長された(岩見(2023))。)

³³ European Fiscal Board(2021)によれば、欧州委員会は、2020年3月の適用除外規定発動において、EDPは停止(suspended)されたのではなく、履行の可能性に対して不確実性が高い状況下では、EDPは適用されない(not opened)と、従来より拡大した解釈を適用した。かかる扱いは、多くの加盟国からの要請に基づく措置であったが、他方で加盟国の間に適用除外規定の解釈に対する相違と不確実性をもたらすこととなった。このため、ルールに基づく財政運営の更なる浸食を回避したい加盟国と、財政政策の柔軟化を求める加盟国の双方から、財政ガバナンスの見直しの機運が高まることとなった。

政策文書では、EUの経済ガバナンスについて、次のような問題意識が示されている。

- 1 加盟国間で財政状況、持続可能性リスク等が異なるにもかかわらず、これまでの財政ガバナンスの枠組みでは加盟国の個別性が十分に考慮されていなかった。加盟国の財政政策は、総じて景気循環増幅的であり、好況期に財政再建を行う等財政バッファーを創出するための対応は採られてこなかった。
- 1 EUの財政ルールは、複数の運用指標を用いるなど複雑化した結果、ルール運用の透明性が損なわれ、加盟国による自律的な財政再建への取組みと予測可能性を阻害するものとなった。
- 1 新型コロナウイルス感染症拡大への政策対応として、2020年3月にSGPの適用除外規定が発動され、加盟国は大規模な財政出動が可能となった。かかる景気循環抑制的な対応は、危機下での経済及び社会的損失の緩和に効果的であったが、同時に債務残高対GDP比の大幅な上昇をもたらした。
- 1 EU共通の優先課題であるグリーン化やデジタル化への移行、エネルギー安全保障、防衛力の強化には、今後数年間にわたって継続的に高水準の投資が必要とされる。コロナ危機やロシアによるウクライナ侵略は、これらへの取組みの緊急性をさらに高めた。

(2) 経済ガバナンス改定案の内容

前述の問題意識を踏まえ、同政策文書は、経済ガバナンス改定の目的を「構造改革と投資の促進を可能にし、公的債務比率を持続可能な方法で低減させ、加盟国の財政規律強化をもたらす、シンプルで透明性が高く、効果的な経済ガバナンスの枠組み構築を目指す」としている。同改定のうち、財政ガバナンス見直しに関する主要な内容³⁴は、「加盟国の債務持続性リスクに応じた、単一の運用指標に基づくシンプルな財政規律の枠組みの導入」である。

これは、予防措置において、債務持続性分析（Debt Sustainability Analysis、以下「DSA」³⁵（補論にて詳述））により各加盟国の財政状況を考慮した上で、基礎的歳出を単一の運用指標とするアプローチをとることを意味する。具体的には次のプロセスとなる（The Council of the European Union (2024c)及びEuropean Commission (2024b)）。

³⁴ 政策文書は、財政面での健全性（Fiscal Prudence）、構造改革と公共投資（Reforms and investment）そしてマクロ経済均衡（Macroeconomic balance）という側面から経済ガバナンス改定の取り組みを進めようとしたもの。これら3点は相互に関連するものであるが、本稿はSGP改定を中心とするEU財政ガバナンスの見直し内容の把握、評価に主眼を置くため、専らこの観点から概説する。

³⁵ シナリオに基づく将来の債務の「軌道」とその確率的分布を踏まえて、加盟国の中期の財政の持続可能性のリスクを「high」「medium」「low」に区分けして評価するもの（「政策文書」他）。

欧州委員会からの参照軌道の提示

財政赤字もしくは債務残高に関するマーストリヒト基準のいずれかを満たさない加盟国に対し、欧州委員会が、最低4年間³⁶の財政調整期間の行程として「参照軌道」(reference trajectory)を提示する。これは、その後の10年間で、
() 債務残高を継続的かつ妥当なレベルで減少、
() 財政赤字をマーストリヒト基準の対名目GDP比3%以内に抑制することを目指すものとなっているとして示される。

なお、これら ()、 () については後述の通り、各加盟国の財政状況を考慮するためDSAに基づく基準(以下「DSAベース基準」)が設定されている。さらに2023年12月のECOFINの結果(後述)、「参照軌道」に対して、DSAベース基準に加え、セーフガードと呼ばれる加盟国共通のマージンが設定されることとなった。

参照軌道は、SBに基づくMTOに代わって設定されるものであり、その運用指標はSBとEBの併用に代えて基礎的歳出³⁷の推移の一本のみとなる。従って、MTOからの逸脱手続であるSDPや、債務残高削減のベンチマークである1/20ルールが廃止される^{38,39}ため、財政規律の枠組みが簡素化され、財政監視の実効性向上につながることが期待されている。

加盟国による構造計画の策定

各加盟国は、欧州委員会より提示された参照軌道を踏まえつつ、債務持続性の維持やEU共通優先課題への取り組みに向けた構造改革や公共投資計画を含む、4年間の中期財政構造計画(medium-term fiscal-structural plan、以下「構造計画」)を策定する。同構造計画でも参照軌道と同様、運用指標として、当該期間の基礎的歳出の推移が設定されることになる。

欧州委員会は各加盟国の構造計画を審査し、その審査結果に基づいて、EU理事会(閣僚理事会)が当該計画を承認する。加盟国は構造計画の実施状況を欧

³⁶ 持続可能な成長、債務持続性の改善及び(グリーン及びデジタル社会への移行、エネルギー安全保障、防衛能力の構築等の)EU共通優先課題に関する構造改革等を実施する場合、調整期間が例外的に4年から最大7年間に延長され得る。

³⁷ The European Parliament and the Council of the European Union (2024)の Article2 paragraph2 によれば同「基礎的歳出」の定義は次の通りで、改定前のもの(2章(1)参照)と比較すると、控除項目から、投資額の平滑化部分が削除された一方で、EUと共同で資金提供するプログラム(加盟国が費用を一部負担し、残りはEU基金で補填)(下線)が追加されている。

net expenditure' means government expenditure net of interest expenditure, discretionary revenue measures, expenditure on programmes of the Union fully matched by revenue from Union funds, national expenditure on financing of programmes funded by the Union, cyclical elements of unemployment benefit expenditure, and one-offs and other temporary measures;

³⁸ 同政策文書公表資料(Building an economic governance framework fit for the challenges ahead Brussels, 9 November 2022)。

³⁹ 政策文書によれば「1/20ルール」廃止の背景は次の通り。コロナ禍後の高い債務比率にある状況を踏まえると、同ルールの実施は財政再建の前倒しを意味し、経済成長を損なう危険性があることから、かえって景気増幅的な効果をもたらす可能性がある。この速度での債務比率の削減は経済成長に悪影響を及ぼし、債務持続可能性自体に悪影響を与える恐れがあるためとされている。

州委員会に毎年報告することが求められる。

ここで、DSAベース基準及びセーフガードの概要について確認しておく。DSAとは、要すれば、一定のシナリオに基づいて今後10年間の政府債務の「経路」を描くもの（deterministic DSA,以下「d-DSA」）、確率的な手法を用いて今後5年間の政府債務の「分布」を描くもの（stochastic DSA,以下「s-DSA」）の2種類の分析手法を用いて、加盟国の中期的な財政の持続可能性のリスクを評価する枠組みである。このように、DSAはマクロ経済や財政政策の今後の展開について種々の仮定を置いて評価するものであり、欧州委員会は、参照基準に反映させることにより加盟国の個別性を配慮することが可能となるとしている。参照基準に対して課されるDSAを用いた基準（DSAベース基準）は次の通り⁴⁰である。

- l 4年間（乃至最大7年間まで延長可）の調整期間の終わりまでに、そしてその後10年間にわたって、ベースライン・シナリオと3種のストレステスト⁴¹の両方において債務残高の対名目GDP比が減少するか、60%以下に留まること。
- l 調整期間後の5年間に、債務が十分に高い確率、つまり少なくとも70%の確率⁴²で減少すること。
- l 財政赤字が、中期的（10年間）には対名目GDPの3%未満まで低下し、これを維持すること。

その上で、参照基準においては、マクロ財政変数の不確実な展開に対して財政規律の枠組みをより確実なものとするために、さらに以下の追加的な基準（セーフガード）を満たすことが求められている。

l 債務持続性セーフガード（debt sustainability safeguard）

債務残高を段階的に現実的なペースで適切な水準まで引き下げることが目的とした措置である。加盟国の債務残高が対GDP比90%超である場合、平均して一年あたりGDP比1ppの改善が求められる。債務残高が対GDP比60%から90%の場合、同GDP比0.5ppの改善が求められる。同セーフガードは債務残高が対GDP比60%未満の場合は適用されない。

⁴⁰ European Commission（2024b）より。

⁴¹ r-g 不利化, FS, L-SPB の3シナリオを指す。ストレステストの詳細は補論参照。

⁴² s-DSA で使用される閾値と一致。なお、実際に s-DSA で用いられている基準は、初期債務残高が60%未満の水準である場合に、今後5年間にこの初期値が上回る確率が70%超であれば medium, 70%未満であれば low リスクと評価するというもの。

1 財政赤字強靱性セーフガード (deficit resilience safeguard)

SBが名目GDP比で1.5%未満に収斂することを目標に、構造的基礎的財政収支（景気変動の影響と利払いを除いた財政収支。Structural Primary Balance、以下「SPB」）について、調整期間が4年間の国は毎年0.4%ずつ、7年間の国は毎年0.25%ずつ改善することが求められる。

なお、是正措置では、EDPのうち債務残高に関する発動要件において改正が行われた（財政赤字に関する発動要件には改正なし）。具体には、以下に示すように、これまでの要件に加えて、「構造計画」で定められた基礎的歳出からの乖離等が確認されることがEDP開始の必要条件^{43,44}となる。

- ・債務残高の対名目GDP比が基準値60%を超えていて、財政収支が均衡又は黒字の近傍にない。
- ・構造計画で設定された基礎的歳出からの乖離が年間GDPの0.3%ポイント、又は累計でGDPの0.6%ポイントを超える。

EDPの適用除外については、当該加盟国が制御できない特別な状況が財政に大きな影響を与える場合にのみ、EDPの適用が一時停止される。この停止は、これにより、中期的な財政持続可能性が脅かされない場合にのみ実施される⁴⁵。

⁴³ The Council of the European Union (2024b)より。

the Commission should prepare a report in accordance with Article 126(3) TFEU where the ratio of the government debt to GDP exceeds the reference value, the budgetary position is not close to balance or in surplus and where the deviations recorded in the control account of the Member State exceed the established annual or cumulative thresholds.

⁴⁴ 2024年6月19日、欧州委員会は、フランスを含む7つのEU加盟国に対するEDPの開始を、EU理事会に勧告。同勧告（European Commission (2024a)ほか）によれば、債務残高に関するEDPにおいては、基準値60%を超過した加盟国に対し、基礎的歳出の構造計画からの乖離に着目する必要があるとしている。ただし、同計画がEU理事会にまだ承認されていないため（各加盟国から欧州委員会に同計画が提出されるのは同年9月予定）、財政赤字基準値3%超のみがEDP開始の事由となるとしている（European Commission (2024a)によれば、フランスの2023年の財政赤字及び債務残高は対名目GDP比で各々5.5%、110.6%）。

⁴⁵ The Council of the European Union (2024c)より。

Under the new rules, a national escape clause may be activated by the Council if this is requested by a member state and recommended by the Commission. This would suspend the rules only for the member state concerned, in the event that exceptional circumstances outside the control of that member state have a major impact on its public finances. This clause will be activated only if doing so will not endanger fiscal sustainability in the medium term, and the Council will specify a time limit for its activation period.

以上を踏まえ、改定の主要な内容を整理すると図表 11 の通りである。

図表11 経済ガバナンスに関する改定の主要な内容

		従来	改定
目標		MTO（機械的に目標値が設定される中期目標）	構造計画(債務持続可能リスク等の加盟国の個別性を踏まえ設定された、参照軌道を踏まえて策定)
運用指標		SB、EB	基礎的歳出に一本化（SDP廃止）
EDP	発動要件	財政赤字 ：3.0%超（対名目GDP比） 債務残高 ：60%超（対名目GDP比）	財政赤字 ：変更なし 債務残高 ：これまでの要件に加えて、「構造計画」で定められた基礎的歳出からの乖離等。
	適用除外規定	財政赤字 ：対名目GDP比が、実質的・継続的に低下し基準値に近づいている場合、又は基準値からの逸脱が、例外的かつ一時的（異常な外部要因や深刻な経済悪化によるもの）である場合 債務残高 ：1/20ルールの遵守。	当該加盟国が制御できない異常な要因によるもので、EDPを停止した場合でも中期財政持続可能性が脅かされない場合（1/20ルールの廃止。）

（備考）Larch(2023)、The Council of the European Union (2024c) 等を元に筆者作成。代表的なルールを示したものであり、全てを網羅したものではない。

（3）経済ガバナンス改定に対する主要な反応と課題

これまでみてきたように、政策文書等で確認された経済ガバナンス改定の方向性は、構造計画の策定による加盟国の個別性を踏まえた財政規律遵守への各国政府の関与強化と、運用指標の基礎的歳出への一本化等枠組みの簡潔化による透明性向上を目指すものと考えられる。以下では、この「シンプル化と各加盟国の個別性への配慮」という改定の主題に対して残された課題について整理を行う。

まず、シンプル化という点で言えば、基礎的歳出は景気循環要因を含まない分、推計値の安定性という点でSBより優れ、構造計画における単一の運用指標として導入されたことは評価すべきである。ただし、DSAベース基準やセーフガードには依然として景気循環要因に関する変数が含まれており、各加盟国の執行面において、どのような影響を及ぼすかについては留意する必要があるだろう（Steinberg and Feas (2024)）。

また、マーストリヒト基準についての見直しは見送られた。同基準には3章(1)で確認したように設定当時の想定が、現在の経済状況に整合しないという課題があったが、EU条約において成文化されているものであり、その改正には長期の法制プロセスが必要とされる（Steinberg and Feas (2024)）。結果、欧州委員会が「参照軌道」を提示する対象国の基準として存続することとなった。

次に加盟国の個別性への配慮、経済ガバナンスの柔軟化への対応である。欧州委員会は2023年4月に、改定に向けた関連法案をEU経済財政閣僚理事会（以下「ECOFIN」）に提出したが、これに対し、ドイツ政府からは、債務削減に向けた規律が不十分であるとの懸念が示された⁴⁶。改定案では、加盟国がどのような財政健全化に向けた努力を行うかは各国の個別性（債務持続性）に応じケースバイケースとされ、債務持続性の評価は債務残高比率ではなくDSAにより判定するとされている。DSAは、財政政策の様々な仮定の下で財政リスクを評価するには有用であるが、前提条件の変化の影響を受け易いため、財政計画を策定する上で基盤となるような決定的な債務軌道を提供するには十分でないとの見方もある（Heimberger (2023)）。このため、加盟国における債務削減を確実なものとするには、追加的に各国に共通した債務削減の数値目標の設定が必要との主張であった。

EUでは、欧州議会選挙が2024年6月に実施されたが、同選挙結果を踏まえ、次期欧州委員会委員長が選出されるため、執行体制が刷新される前に経済ガバナンス改定に向けた協議の合意を得るには、2023年内に結論を得る必要があった。

2023年12月8日のECOFINでは、欧州委員会の原案に、ドイツの懸念が反映される形で、加盟国に一律に適用される債務残高及び財政赤字に対する削減義務（セーフガード）が追加導入される形で調整が為され、12月20日に基本合意に至った。セーフガードの導入については、DSAの結果によらず債務削減の実現を義務付けるものとして評価する一方で、SBを名目GDP比1.5%未満に収斂させるという高債務国にとっては高いハードルが課されたとの見方もある⁴⁷。

⁴⁶ ドイツ政府が2023年4月5日に欧州委員会に提出したノンペーパー（“German technical non-paper following up on selected issues identified by the ECOFIN conclusions”）より。カーフ・オランダ財務大臣は、同ノンペーパーで提案された「共通の数値目標」に対し、加盟国の個別計画が「特異」（idiosyncratic）なものとなることを防ぐ手段として支持を表明（2023年4月11日、Euronews報道より）。

⁴⁷ Zettelmeyer (2023)によれば、セーフガードが求めるSB対GDP比で1.5%の削減は、加盟国によって厳し過ぎる基準であり、イタリアの場合、これを構造的プライマリーバランスに換算すると4.0%にも達するとしている。

5.まとめ

本稿では、財政規律ルール的一般類型に照らしつつ、これまでの EU ルールの課題と、経済ガバナンスルールの改定での対応の状況について整理した。

EU 加盟国内では、財政規律の在り方について、財政状況が厳しい南欧諸国と、財政規律を重視する北欧諸国との間で対立がみられてきた（内閣府（2021b）など）。このような対立を解決するためには、各国の経済状況や財政状況に応じた柔軟なルール作りが必要である。これにより、一律の財政規律による制約を緩和し、各国の経済政策の自由度を確保することが期待される。かかる観点から、経済ガバナンス改定において、一律の債務残高削減のベンチマークである「1/20 ルール」の廃止や、加盟国の債務状況に応じた構造計画の策定等が導入された点は評価できる。

他方で、このような柔軟性を持たせたルール作りには、ルールの適用や評価が難しくなるという課題もある。具体的には、どの国がどの程度の財政規律を遵守すべきか、どのように評価すべきか、という問題である。財政規律を重視する国を中心としたこの点に対する懸念が、セーフガードという加盟国一律のルール導入を促したと言える。

経済ガバナンス改定の関連法案は 2024 年 4 月 29 日に採択され、翌 4 月 30 日に発効となった⁴⁸。これにより各加盟国は同年 9 月に構造計画を欧州委員会に提出することが求められている。経済ガバナンスの見直しにおいては、財政規律の強化と緩和の相克の中でバランスを取る必要があり、それが全体として適切なものとなったのかについて、今後、再度の評価、見直しが必要となるものと見込まれる。

EUのSGPを中心とした経済ガバナンスの見直しは、EUの経済統合を深化させる上で重要な教訓となると考えられることから、その見直しの過程や結果を引き続き注視していく必要がある。

⁴⁸ The Council of the European Union(2024b)及び The Council of the European Union(2024c)。

(補論) D S A の概要 ⁴⁹

EU における経済ガバナンス改革の主眼は「シンプル化と各加盟国の個別性への配慮」に置かれている。後段の個別性への配慮については、各加盟国に対し、債務持続可能性分析 (DSA⁵⁰) という手法を用いて中期⁵¹の財政持続可能性リスクを分析し、そのリスク評価に応じて、構造改革計計画の策定を求めていくこととされている。

DSA とは、IMF を中心に 2000 年代から「政府債務の持続可能性」を定量的な指標に基づき評価するための標準的な手法として開発されてきたもので、一定の経済と財政のシナリオの下での政府債務の規模の見通しを数値で示し、持続可能性リスクを評価するためのフレームワークである。

欧州委員会 (以下「EC」) の経済金融総局 (Directorate-General for Economic and Financial Affairs) では、2000 年代初頭から、EU加盟各国の財政の持続可能性を定量的に比較・検証するための分析枠組みを設けており、2022年以降は中期の財政リスク評価についてはDSAによって得られる結果のみ用いることとされている。以下は、本稿の執筆時点での最新のECの評価報告 (DSM2023)⁵²の情報を基にしており、予測期間等の具体的な時点の記載は同報告書に拠るものである。

EC における DSA では、一定のシナリオに基づいて今後 10 年間の政府債務の「軌道」を描くもの (d-DSA)、確率的な手法を用いて今後 5 年間の政府債務の「分布」を描くもの (s-DSA) の 2 種類の分析手法が存在し、大まかに言えば、これらの分析手法を用いて、2 段階に分けてリスク評価を行っている。

まず第 1 段階では、各国共通の前提条件に基づくベースライン・シナリオ (後述) により債務残高の対名目 GDP 比を予測し、d-DSA、s-DSA 別のリスク評価を行う (図表 1 の STEP1)。第 2 段階では、d-DSA におけるベースライン・シナリオの妥当性を検証する観点から、異なる前提条件 (代替的シナリオ) での見通しやストレステストを実施した上でのリスク評価を行い、これに s-DSA によるリスク評価結果も加えて総合的に判断し、中期における財政持続可能性の全体的なリスク評価を決定することとされている (図表 1 の STEP2)。

以下では、まずは現行の DSA の作業フローとして、STEP1 及び STEP2 の概要を示し、次いで DSA を新たな財政枠組みで導入する際の変更点を概説する。

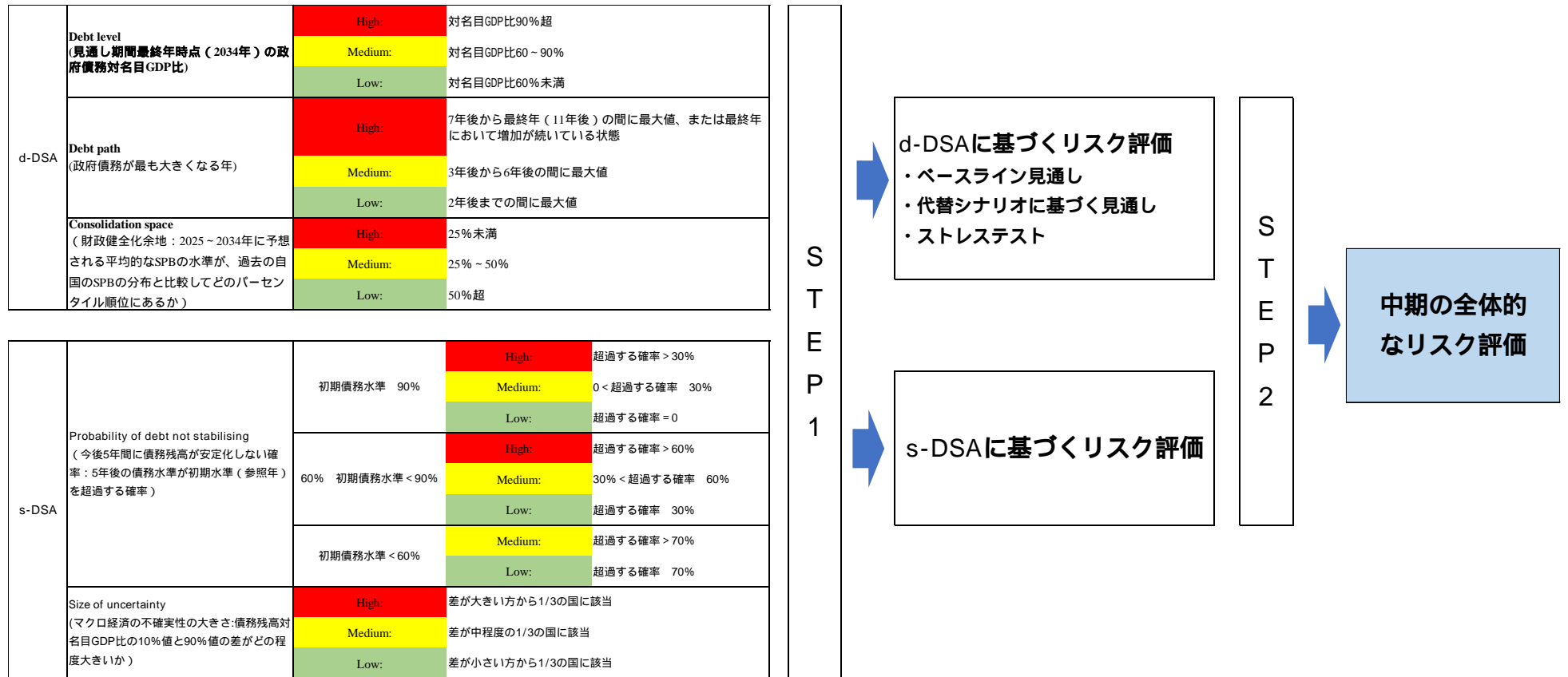
⁴⁹ 当該補論の記述は、特段の記述がない限り、上田(2023)及び European Commission (2024b)に拠る。

⁵⁰ DSA は IMF 他で実施されている分析手法である。国際的な利用状況については上田 (2023) 参照。

⁵¹ 欧州委員会 (以下 EC) では、短期 (1 年間)、中期 (今後 5~10 年間)、長期 (無期限) という 3 つの異なる時間軸において、各加盟国の財政持続可能性リスクを「Low」、「Medium」及び「High」の 3 段階で評価する枠組みが設けられている。

⁵² 2006 年以降は、3 年に一回の頻度で、各国、EU 全体及びユーロ圏全体の財政の持続可能性の評価を含む、「Fiscal Sustainability Report (FSR)」が刊行されており、2016 年からは FSR が公表されない年においても、各国の評価を更新した「Debt Sustainability Monitor (DSM)」が毎年公表されている。

図表1 DSAの作業フロー



(備考) DSM (2023) より作成

1. STEP 1

STEP1 では、d-DSA、s-DSA の別に各加盟国の中期の財政持続可能性に対する暫定的なリスク評価を行う。

(1) d-DSA

d-DSA は、一定のシナリオに基づいて政府債務の「経路」を予測するものである。その出発点となるシナリオが「ベースライン」見通しで、これは各国においてマクロ経済指標⁵³に次のような共通の前提を設けた上で、債務残高の動向を予測するというものである。

ア) ベースライン・シナリオ

「実質 GDP 成長率」

今後2年間 (T+2、T=2023年で以下同様) についてはEC見通し (DSM2023の場合は、ECの2023年秋時点における見通し) が用いられ、3年後以降は別途ECにおいて合意された方法論に沿って作成された数値が採用されている。具体的には、既に法制化された改革や投資計画を考慮に入れた上で、需給ギャップが徐々に解消するとの仮定に基づいている。

「インフレ率 (GDP デフレーター)」

現在の国別のインフレ率から出発し、今後10年間 (T+10) で市場において予想されているユーロ圏全体のインフレ率に収束するとの仮定が設けられている。

「金利」

新たな資金調達に適用される金利が、長短いずれにおいても、各国で、現在の値から10年後にかけて市場において予想される金利 (market-based forward nominal rates) に向かって線形で収束することが想定されている。なお実際の政府債務に適用される金利 (実効金利) は、上記の市場金利の想定、国債の満期構成及び資金需要に基づく債務予測モデルから内生的に求めている。

「SPB」

景気変動要因を除いた基礎的財政収支 (SPB) では、年金、医療等の将来に向けた年齢関係支出 (age related expenditure) と財産所得を除く部分は、2024年のEC見通し値が2025年以降も変化しない (「no-fiscal-policy change」) と仮定している。なお、年齢関係支出については別途推計された数字 (2024年のAgeing Report) を、政府の財産所得については別途の見通しを作成し、両者を

⁵³ このほか非ユーロ加盟国に対しては、為替レートにおいてECの見通し (DSM2023であればEC2023秋見通しの2024年予測値がその後も適用。) を適用する前提が置かれる。

SPBに加減する。SPBの景気変動要因は、本文2章(1)の(ア)式左辺の第2項と同様、需給ギャップと国別の財政収支の半弾力性の積であるため、需給ギャップが解消されればゼロとなる。また、一回限りの財政措置やその他の一時的な措置(one-off and other temporary measures)は、2年後(T+2)以降ゼロになるとの前提が設けられている。

イ) d-DSA のリスク評価方法

ベースライン・シナリオにおけるd-DSAのリスク評価では、債務残高の「水準」(Debt level:見通し最終年時点での債務残高対名目GDP比)、債務残高の「経路」(Debt path:債務が最も大きくなる年)及び「財政健全化余地(consolidation space)」⁵⁴の3つの指標が用いられる。各指標の閾値(図表1左半分参照)に基づき、各々「low」、「medium」及び「high」リスクと判断される。さらに、これら3指標でのリスク評価結果を勘案した上でSTEP1段階でのd-DSA全体としてのリスク評価が決定される(図表2)。

図表2 STEP1におけるd-DSAの決定木

ケース	債務水準	債務軌道	財政健全化余地	全体
1	High	High/Medium	Any	High
2	High	Low	High/Medium	High
3	High	Low	Low	Medium
4	Medium	High	High/Medium	High
5	Medium	High	Low	Medium
6	Medium	Medium	Any	Medium
7	Medium	Low	High/Medium	Medium
8	Medium	Low	Low	Low
9	Low	High	High/Medium	Medium
10	Low	High	Low	Low
11	Low	Medium/Low	Any	Low

(備考) DSM(2023)より作成

(2) s-DSA

s-DSAは、d-DSAにおけるようなベースライン・シナリオに基づく特定の債務軌道ではなく、様々なショックに起因する不確実性を考慮した経路分布を想

⁵⁴ 今後の見通し期間(2025~2034年)で想定されている平均的なSPBの水準が、過去の自国のSPBの分布と比較してどのパーセンタイル順位にあるかを示すものである。例えば、見通し期間において想定されているPBの大きさが、過去の自国の中央値よりも悪い(50%パーセンタイル値よりも大きい)場合には、過去の実績への回帰によって、PB改善が期待できる状態にあるため、財政健全化の余地が大きいとみなされ、この指標についてはリスクが低いと評価される。

定している。具体的には、債務残高対名目GDP比に大きな影響を与える変数⁵⁵（PB、名目GDP成長率、名目短期金利、名目長期金利）について過去の四半期データを用いて、分散共分散行列を算出し、モンテカルロ・シミュレーションを行うこととしている。

今後5年間の予測期間にわたり、これらの変数について四半期ごとのショックを反映した10,000個の組み合わせ（random vectors）を作成し、それらをベースラインに加えた場合の政府債務残高対名目GDP比の大きさが計算され、ベースラインを中心としたファンチャートで示される。

ア) s-DSA のリスク評価方法

実施された各国のs-DSAの結果に対しては、そこから計算される2つの指標を用いて、「high」、「medium」及び「low」のいずれかのリスク評価が与えられる。一つ目の指標は「債務不安定化の確率」であり、5年後の政府債務対名目GDP比の水準が、現在の水準を超えない確率である。二つ目の指標は「不確実性の規模（度合い）」であり、s-DSAの結果として得られる政府債務対名目GDP比の5年後の分布について、10パーセンタイル値と、90パーセンタイル値の差を計算し、テールリスクに相当するイベントを除いた政府債務対名目GDP比の値のばらつきの大きさを示すものである。具体には以下の図表3に示す通り、これら2指標でのリスク評価結果を勘案した上でSTEP1段階でのs-DSA全体としてのリスク評価が決定される。

図表3 STEP1におけるs-DSAの決定木

ケース	債務不安定化の確率	不確実性の規模	全体
1	High	Any	High
2	Medium	High	Medium
3	Medium	Medium	Medium
4	Medium	Low	Low
5	Low	High	Medium
6	Low	Medium	Low
7	Low	Low	Low

（備考）DSM（2023）より作成

⁵⁵ 非ユーロ圏各国については、為替レートの変動が5つ目の変数として含まれる。

2. STEP 2

STEP2では、STEP1でのd-DSA及びs-DSAによるリスク評価を組み合わせ、最終的な評価を決定することとなる。各加盟国は、ひとまずSTEP1のd-DSAパート（ベースライン・シナリオ）に基づき、予備的なリスク分類を割り当てられる。この暫定的なリスク評価は、STEP2でさらに上がる可能性（例えばmiddleからhigh）はあるが、下がることはない。具体的には図表4で示しているように、代替的シナリオ、ストレステスト（いずれも後述）やs-DSAの結果に基づいて、lowからmedium、又はmediumからhighに調整される場合がある。他方で、ベースラインにおいてhighリスクであるとみなされる場合、最終的なリスク評価は自動的にhighとなる。

（1）代替的シナリオによる見通し：異なる財政政策の前提

代替的シナリオとは、ベースライン・シナリオにおいて仮定した「no-fiscal-policy change」以外の財政状況下にあることを想定した次のシナリオである。

○Historical SPB(H-SPB)シナリオ

今後4年間に、SPBが各加盟国の過去15年間（DSM2023では2008～2022年）における平均的なSPBの値に戻ることを仮定するシナリオである。このシナリオは、ベースラインが現実的かどうかを評価するのに役立つことが期待される。なお、H-SPBシナリオは、改定された財政枠組みでは改定趣旨に沿わないとの理由により採用されていない（後述）。

○Lower SPB(L-SPB)シナリオ

財政の健全化が進まない場合を想定したシナリオである。具体的にはEC見通し（DSM2023であれば2023年秋のEC見通し）において、SPBが今後2年間（DSM2023では2024～2025年）改善することを想定している国については、その改善幅が想定の半分にとどまることを、今後2年間でSPBが悪化することを想定している国については、さらにその半分の悪化が生じることを仮定する。その後、SPBはその低下した水準に留まると仮定する。

これら代替的シナリオの結果として得られるd-DSAについても図表2の閾値が適用され、リスク評価（「low」、「medium」及び「high」のいずれか）が下されることとなる。

（2）ストレステスト

ベースライン・シナリオでは、実質GDP成長率、インフレ率、金利において一定の前提がおかれていたが、このようなマクロ経済や金融環境が変化した場合の債務軌道への影響を把握するために、STEP2では以下の3種類の追加的なシナリオに基づくストレステストが実施されている。

金利と成長率の差の拡大シナリオ（adverse r-g differential 以下、r-g 不利化シナリオ）

r-g 不利化シナリオにおいては、金利と経済成長率の差が、（DSM2023では）2024年以降、ベースラインで想定されるよりも、恒久的に1%ポイント大きくなるのが想定される。DSM2023を例にとれば、ベースライン・シナリオでは、殆どの加盟国において、経済成長率が金利を上回っている（r-gは負値）が、r-g 不利化シナリオでは、この格差が縮小ないし逆転する（金利が経済成長率を上回る）ことが想定されている。

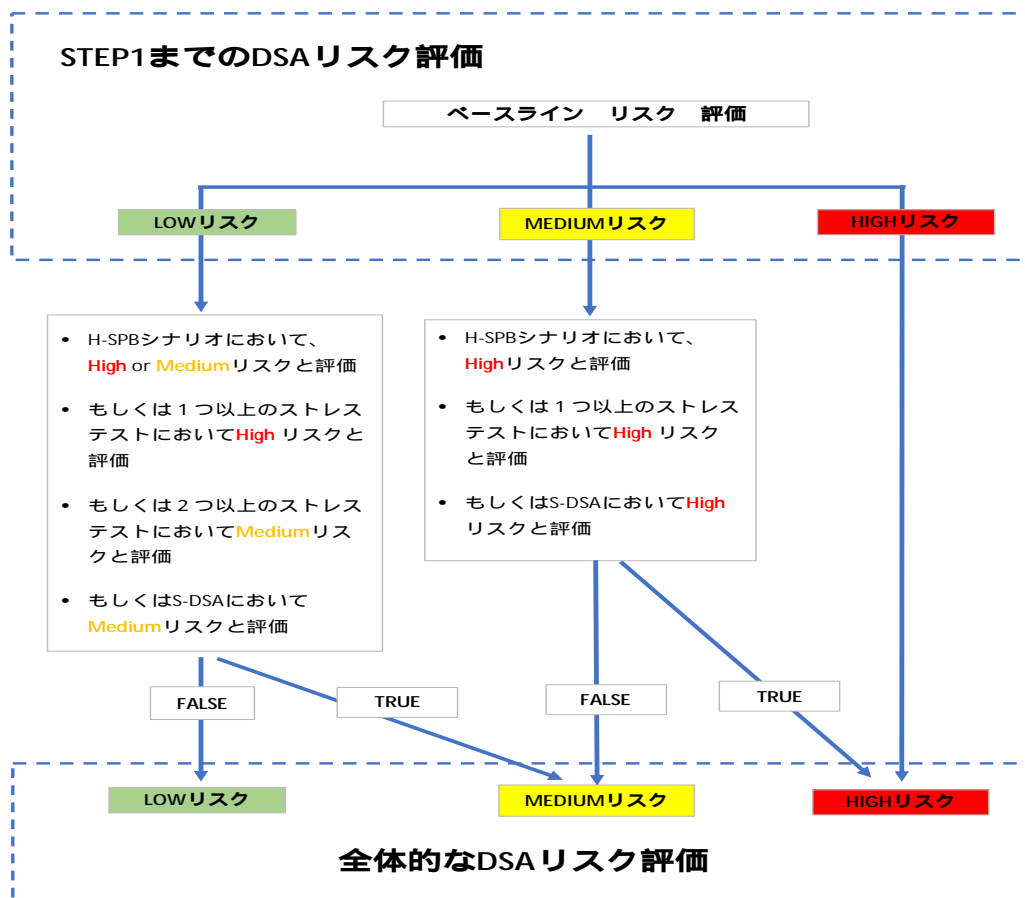
金融システム・ストレス拡大シナリオ（financial stress シナリオ、以下FSシナリオ）

FSシナリオでは、一時的に長短金利が1%ポイント上昇することを想定するとともに、債務残高対GDP比が90%を超える国にはリスクプレミアムが付加されることを想定している。

名目為替レート感応度テスト

予測期間の最初の年（DSM2023の場合、2024年）に、当該加盟国で過去10年間に観察された為替レートの年間での最大の変化に等しいショックが適用され、その後はベースラインの仮定が優先される。このストレステストは非ユーロ圏諸国にのみ適用される。

図表4 STEP2の決定



(備考) DSM (2023) より作成。点線囲み以外の範囲が STEP2 の処理。

ここまで、STEP1 及び STEP2 の概要を示し、現行の DSA の作業フローを確認してきた。図表5は、DSAによって得られたEU各加盟国の2023年時点での中期の財政持続可能性の評価であり、フランス、イタリア、スペイン含む9か国が high リスク状態にあるとの結果となっている。

図表5 EU27の財政持続可能性の中期リスクの評価

ベルギー	ブルガリア	チェコ	デンマーク	ドイツ	エストニア	アイルランド	ギリシャ	スペイン	フランス	クロアチア	イタリア	キプロス	ラトビア	リトアニア	ルクセンブルク	ハンガリー	マルタ	オランダ	オーストリア	ポーランド	ポルトガル	ルーマニア	スロベニア	スロバキア	フィンランド	スウェーデン
Red	Yellow	Green	Green	Green	Green	Green	Red	Red	Red	Yellow	Red	Yellow	Green	Yellow	Green	Yellow	Green	Yellow	Yellow	Yellow	Red	Red	Yellow	Red	Red	Green

(備考) DSM (2023) より作成。網掛けの色は、各国の財政持続可能性の中期リスクを示しており、赤は高、黄は中、緑は低リスクである。

3. 経済ガバナンス改革において採用される D S A について

冒頭に述べた通り、EU の財政枠組みを改定する主要な理由の一つは、従前のルールでは、加盟国の財政状況の違い、そして財政持続性リスクが十分に考慮されていないことにあった。

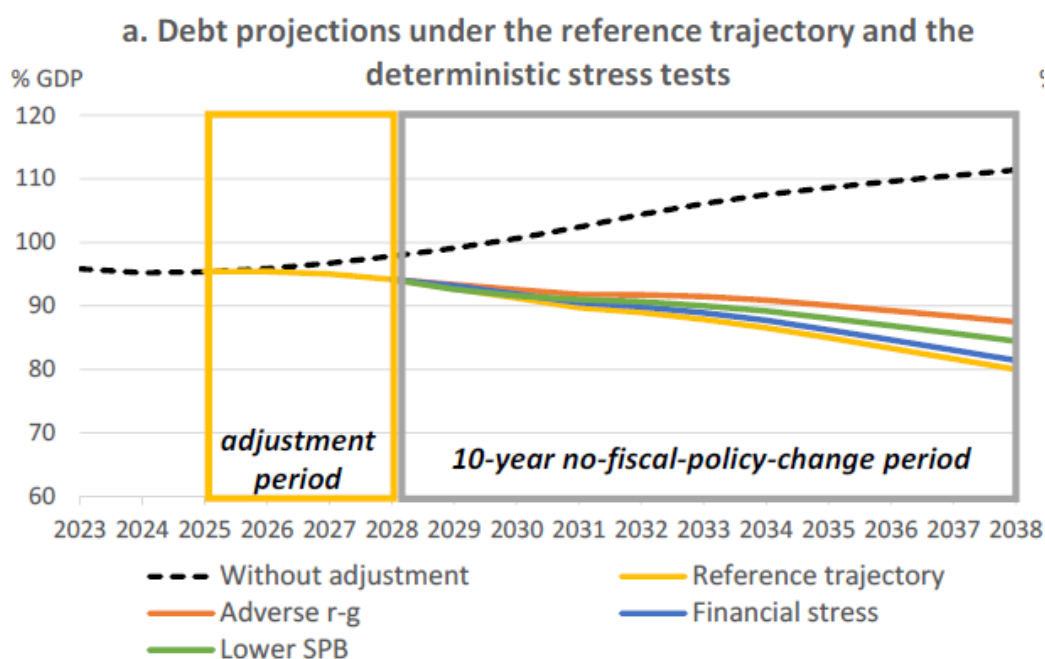
今般の経済ガバナンスの改定では、加盟国の個別の財政状況を考慮するため、DSA アプローチが導入されることとなった（ここでは便宜的に New-DSA と呼称）。New-DSA では、標準的な DSA と同様に、（no-fiscal-policy-change）ベースラインに基づいて中期的に債務を予測し、そのベースラインに基づいて決定論的（d-DSA）及び確率論的(s-DSA)な評価を実施することから、構成されている。

ただし、New-DSA アプローチでは、標準的 DSA に対する主要な変更点として、以下の3点の方法論的な修正が盛り込まれている。

（1）予測期間に調整期間が追加

New-DSA では、標準的 DSA においては存在しない原則4年間（最大7年間）の「調整期間」が予測期間に追加される。なお、（ベースライン・シナリオにおける）10年間財政政策変更なしとの想定（10-year no-fiscal-policy-change assumption）や、ストレステスト（下図における Adverse r-g(橙色)と Financial stress（青）が相当）については、「調整期間」の終了後にのみ適用される。

図表6 参照軌道及びストレステストに基づく債務予測



（備考）DSM2023 の Graph .1.1 より

(2) low-SPB における外生的な扱い

New-DSA では、「low-SPB」シナリオにおける SB の悪化は、調整期間における政策的に意図された構造調整の結果としてではなく、外生的なショックとして SPB に適用される。もし、ショックがこのような構造調整に依存する場合、より大きな調整はより大きなショックを意味し、結果、さらに大きな調整が必要となることを意味する。このような循環効果を回避するために、New-DSA ではショックは一定の外生的なものとして設定される。

(3) H-SPB シナリオの除外

New-DSA では、H-SPB シナリオは除外される。標準的 DSA における「H-SPB」シナリオは、SPB がそれぞれの国の過去における平均的な SPB の値に戻ることを仮定するシナリオである。加盟国が参照軌道を基に構造計画を設定し、そしてそれにコミットするという今般の経済ガバナンス改定の文脈においては、H-SPB シナリオは New-DSA では適切でないとして採用されなかった。

(参考文献)

- Baldwin et al (2022) “The Economics of European Integration, Seventh edition”, McGraw Hill.
- Benalal et al(2022) “Towards a single performance indicator in the EU’s fiscal governance framework: An assessment of the expenditure and structural balance rules in the European fiscal governance framework”, ECB Occasional Paper No. 288.
- Blanchard (2022) Fiscal Policy under Low Interest Rates, MIT Press. (オリヴィエ・ブランシャール 『21世紀の財政政策』 田代毅訳、日本経済新聞出版社、2023年)
- Blanchard et al (2021) “Redesigning EU fiscal rules from rules to standards”, Economic Policy Vol.36, issue 106, April 2021.
- Bohn (1998) “The Behavior of U.S. Public Debt and Deficits”, The Quarterly Journal of Economics Vol.113, No. 2, August 1998.
- Carnot et al (2015) “The Discretionary Fiscal Effort: an Assessment of Fiscal Policy and its Output Effect”, European Commission Economic Papers 543, February 2015.
- Darvas (2023) “Fiscal rule legislative proposal: what has changed, what has not, what is unclear?”, analysis, Brugel.
- Davoodi et al (2022) “Fiscal Rules and Fiscal Councils: Recent Trends and Performance during the Covid-19 Pandemic”, IMF Working Paper 22/11.
- European Commission (2024a) “Proposal for a Council Decision on the existence of an excessive deficit in France”, 8 July 2024.
- European Commission (2024b) “Debt Sustainability Monitor 2023”, Institutional Paper 271, March 2024.
- European Commission (2024c) “Commission welcomes political agreement on a new economic governance framework fit for the future”, press release, 10 February 2024.
- European Commission (2023) “Commission proposes economic governance rules fit for the future”, press release, 26 April 2023.
- European Commission (2022) “Communication on orientations for a reform of the EU economic governance framework”, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions.
- European Commission (2020a) “on the activation of the general escape clause of the Stability and Growth Pact”, Communication from the Commission to the Council.
- European Commission (2020b) “European Semester: Thematic factsheet- Sustainability of Public Finances” .
- European Commission (2019) “Vade Mecum on the Stability and Growth Pact 2019 edition”, Institutional Paper 101, 2 April 2019.
- European Commission (2015) “Report on Public Finances in EMU 2015”, Institutional Paper 14, 16 December 2015.
- European Fiscal Board (2021) “Annual Report 2021”.
- Eyraud et al (2018a) “Second-Generation Fiscal Rules: Balancing Simplicity, Flexibility, and Enforceability”, IMF Staff Discussion Notes, April 2018.
- Eyraud et al (2018b) “How to select fiscal rules: a primer”, IMF how to notes, March 2018.
- Eyraud et al (2018c) “How to calibrate fiscal rules: a primer”, IMF how to notes, March 2018.
- Fall et al(2015) “Prudent Debt Targets and Fiscal Frameworks”, OECD economic Policy paper July 2015 No. 15.
- Havik et al (2014) “The Production Function Methodology for Calculating Potential Growth Rates &

Output Gaps”, European Commission Economic Papers 535.

Heimberger (2023) “Debt sustainability analysis as an anchor in EU fiscal rules - An assessment of the European Commission’s reform orientations”, in-depth analysis requested by the ECON committee, European Parliament.

Kamps et al(2019) “Taking stock of the functioning of the EU fiscal rules and options for reform“, ECB Occasional Paper Series No 231.

Larch and Malzubris (2023) “The far side of the EU’s expenditure benchmark”, column, CEPR.

Larch(2023) “EU fiscal rules: An assessment of trends and prospects against the backdrop of the ongoing economic governance review” , the webinar of Joint Vienna Institute, 20, March, 2023.

Larch et al (2022) “Scarring effects of major economic downturns: the role of fiscal policy and government investment”, European Investment Bank Working Paper 2022/14.

Steinberg and Feas (2024) “The New European Fiscal Rules”, 2 February, 2024, CSIS.

The Council of the European Union(2024a)” Economic governance framework”, the webpage of the Council of the European Union, 30 May 2024.

The Council of the European Union(2024b)” Council Regulation (EU) 2024/1264 of 29 April 2024 amending Regulation (EC) No 1467/97 on speeding up and clarifying the implementation of the excessive deficit procedure”, 30 April 2024.

The Council of the European Union(2024c)” Economic governance review: Council adopts reform of fiscal rules “, Press release, 29 April 2024.

The European Parliament and the Council of the European Union (2024)” Regulation (EU) 2024/1263 of the European Parliament and of the council of 29 April 2024 on the effective coordination of economic policies and on multilateral budgetary surveillance and repealing Council Regulation (EC) No 1466/97”.

Zettelmeyer (2023) “Assessing the Ecofin compromise on fiscal rules reform”, Bruegel at first glance.

岩見昭三(2023) 「『安定成長協定』論争—ドイツでの展開—」社会科学雑誌第25巻

上田淳二(2023) 「IMFとEUにおける財政の持続可能性評価の手法」財務省総合政策研究所「ファイナンシャルレビュー」通巻第154号

尾上修吾(2014) 「欧州財政統合論—危機克服への連帯に向けて—」ミネルヴァ書房

小黒一正(2018) 「小黒一正教授の『半歩先を読む経済教室』」, Business Journal 2018.6.16.

加藤浩(2017) 「『安定・成長協定』の現在 - EUの財政ガバナンスの枠組みをめぐる—」レファレンス797

鎌倉治子(2022) 「主要国の財政ルールの変遷と論点—基礎的財政収支の黒字化目標に関連して—」レファレンス860

財務省 (2016) 財政制度等審議会財政制度分科会資料 平成28年4月15日

JETRO(2013) 「EUの経済・財政ガバナンスを強化するシックス・パックとツー・パックの概要」

田中理(2023) 「EUが財政規律の見直しで合意～相変わらず複雑、改善か改悪か、悪魔は細部に宿る～」第一生命経済研究所 Europe Trends

土居丈朗(2022) 「入門財政学 第2版」日本評論社

内閣府(2021a) 「令和3年度年次経済財政報告」

内閣府(2021b) 「世界経済の潮流2021年」

吉野直行・宮本弘暁(2021) 「財政赤字の安定化条件「ドーマー条件」の再考察」財務省総合政策研究所「ファイナンシャルレビュー」通巻第145号