

いわゆる「ポリシー・ミックス」の 政策的意義とその衝撃メカニズム について

橋 口 幸 夫

序 説

われわれは、あたかも、昭和30年代が40年代に移行する時点において、日本経済の上に生じた景気変動（business cycle）と、それに対してとられた経済政策（economic policy）の pattern に関して極めて興味ある体験をした。

すなわち、その構造的側面が close up されて論議された不況の特殊性とそれに対して、金融と財政が一体化した形でとられた一連の景気刺激対策のことである。そして、一連の景気刺激対策は、財政政策（fiscal policy）と金融政策（monetary policy）との「組合わせ」という意味で「ポリシー・ミックス」（policy mix）と呼ばれた。
(注1)

注1. 「ポリシー・ミックス」という呼称が経済政策上の term として使用され出したのは何時ごろからのことか必ずしも明確ではないが、最初の事例の具体的なひとつが1965年（昭和40年）10月にローザ前米国財務次官がワシントンでの演説に際して、景気の各局面に即応した「諸政策の適正な組み合わせ」（the appropriate mix among policies）が必要であると述べた中に認められる。

ポリシー・ミックスについての経済学的に厳密な定義はない。しかし、各国における具体的な事例から推せば、経済政策の中心である財政政策と金融政策とを、特定の政策目的を実現するために一体的に運営していくことをさしているようである。ポリシー・ミックスの意義をこのように理解すれば、それが経済政策上の重要なパターンとして政策当局に認識されるようになったのは、1961年、米国にケネディ政権が誕生し、いわゆる「ニュー・エコノ

ミックス_ニ (new economics) が政策原理として登場して以来のことといわ
(注2)
ねばならない。

注2. ミニュー・エコノミックス_ニの本質について JFK+LBJ=JMK+J KG とい
う方程式による説明の仕方がある。(たとえばロンドン・エコノミストのハーシ
ニ記者)。いうまでもなく JFK はケネディ, LBJ はジョンソン, JMKはケイ
ンズ, JKGはガルブレイスのイニシャルであり, つまり, ケネディ・ジョンソン
時代の経済政策は, J・M・keynes の経済学と J・K・Galbraith の政治哲学が
結合したものだという意味である。極めて journalistic な説明の仕方である
としても, まことにいい得て妙とするほかない。とにかく, それは, 米国経済では
じめて意識的に採用されたケインズの積極政策として理解される。

単なる財政赤字による ミスペンディング政策_ニ (spending policy) によ
り沈滞した経済に刺激を与える理論は, すでに1920年代に確立していたわけ
であり, また景気循環に対応して財政政策をアンチ・サイクリカル (anticyc
lical) に運用する, いわゆる 補整的財政政策 (compensatory fiscal
policy) はつとに A. H. ハンセン教授などによって advocate されていた
(注3)
ところであった。ただこれらの理論では財政独自の機能に重点が置かれ, 金
融政策との関連は, それほど深くは考慮されていなかったように思われる。

注3. Alvin Harvey Hansen: たとえば "Fiscal policy and Bnsiness Cycles"
1941.あるいは "Monetary Theory and Fiscal Policy" 1949.など。彼はさら
に "Economic Policy and Full Employment," 1947.において先進資本主義
国のとるべき新しい経済政策の方向として "mixed economy"を主張している。

もともと成長論的な政策原理としてのニョー・エコノミックスも, 長期的
(注4)
な経済成長 (economic growth) を支えるもっとも効果的な武器として財政
政策に当初の重点を置いた。ところが, 政策運用の過程で, 金融面の有機的
な協力なしでは当初の目的を十分に達成することができないことが判明する
一方, 金融政策の立場からも, これまで伝統的に金融政策の固有の分野とさ
れていた領域まで財政政策の影響がおよんで 景気の安定化 (stabilization)
をねらいとする金融政策も, 財政の協力なしには十分その目的を遂行できな
いことが認識されるに至った。そこでニョー・エコノミックスの政策原理は

ポリシー・ミックスのパターンをとるに至ったわけである。
(注5)

注4. 成長論的な政策原理としてのニュー・エコノミックスの、ことにその財政政策面におけるケインズ理論的な特徴は、完全雇用時における財政余剰 (= Full-Employment - Surplus) という概念の導入である。具体的には、積極的な減税の実施—財政支出の増大の代りに大幅減税によって Full-Employment-Surplus を零 (均衡) に近づけていったということであろう。ニュー・エコノミックスにより指導された、60年代の長期上昇にやがて転機おとずれたに際して「新しい経済学」は成長学であり「完全雇用」状態を lead するには適切でない……という批判がでてきたことも強ち背けないことはない。

注5. ニュー・エコノミックスがとったポリシー・ミックスの形態について留意しておかねばならないことは、それが fiscal policy と monetary policy との組合わせであったばかりでなく、さらに特徴的なのは、これに強力な所得政策 (incomes policy) をも配したことである。そしてそれは具体的には = guid line = あるいは = guid post = といわれる直接政策として示された。

しかし、いわゆる「ニュー・エコノミックス」の政策原理や、その景気調節機能 (business adjustment function) を具体的に分析することは本稿の目的ではない。本稿の意図は、昭和40年度第4四半期から実現に移された本格的国債発行を中心とする一連の景気調節 (当初の目的は専ら浮揚) 策を日本におけるポリシー・ミックスの登場としてとらえ、その政策的意義と衝撃メカニズム (impulse mechanism) を考察してみるにある。

I 景気刺激対策の展開

<序>

わが国でも、たとえば池田内閣時代の「4億減税・4億施策」といったスローガンからも看取されるように、補整的財政政策 (compensatory fiscal policy) が政策意識として取り上げられたことがなかったわけではない。しかしドッジ・ライン (dodge line) 以後のわが国財政は「均衡財政」 (= balanced finance) (注7) あるいは「国債不発行」の原則を堅持していたため、赤字財政 (deficit finance) による景気調節策の本格的な展開は事実上阻まれてきた

注6. 昭和35年7月19日～39年11月9日。いうまでもなくこの時期の経済政策は「所得倍增計画」と名付けられたいわゆる「高度成長政策」で代表される。それはまたスローガンとプロパガンダに富んでいた。

注7. 占領軍総司令部経済顧問 J. M. ドッジが昭和24年4月以来わが国に実施した経済安定政策。その緊縮政策はいわゆる「ドッジ・デフレ」をもたらしたが、それによって戦後日本経済のインフレは急速に収束された。

また、とくは高度成長期においては、民間部門の投資 mind が恒常的に旺盛であったため、景気変動の主因は主として民間投資 (private investment) の行き過ぎに認められ、これに対処するには金融政策だけで十分であるとされた。事実、戦後の一貫した傾向として企業、銀行が常にオーバー・ボローイング (over borrowing) の状態にあったところから日本銀行による一連の引締め効果は、このうえもなく敏速かつ強力であった。つまり、高度成長期までのわが国では、景気調節は専ら金融政策の分野であり、ポリシー・ミックスが現実的な政策パターンとして登場する余地も、また必要性もなかったわけである。

注8. わが国の戦後経済の基調は、専ら低金利政策 (cheap money policy) によって驚異的な経済成長がなしとげられてきたといつてよい。

注9. 後出。なお、わが国の公定歩合の変更幅は元来、先進諸国に比較して相対的に小幅であり、実際には実勢面に対して心理効果を大きく出るものではないはずにもかかわらずその効果が敏速かつ強力だったのはこのためであると思われる。

ところが、高度成長の末期になると、景気変動がそれまでに見られなかった特殊な局面を現象しはじめ、これに対処してとられた金融政策は、もはや敏速かつ強力な効果を示さなかった。そして、不況の局面が「構造的」を露呈するに至って経済政策に臨機応変性と同時に長期的 vision が要請されてきた。それは本格的な補整的財政政策の採用となって示現されたわけだが、いわゆる「国債を抱いた経済」になるにおよんで、にわかにポリシー・ミックスの重要性が認識されるようになった。ポリシー・ミックスの政策的意義を認識するには、その間の事情を分析してみる必要があるようだ。

1. 政策不況の変調と金融政策の限界

昭和30年代に日本経済が経験した高度成長は35～36年を peak として39年不況でひとまず epoch が付されたとするのが一般的な認識である。30年代の高度成長を展開させた主要な incentive は、産業界の旺盛な設備投資意欲を motif とした有効需要の創出であった。もっともその間、国際収支動向を上限転回点とする度々の金融政策は、^(注10)「引締め」と「緩和」の refrain を通じて高度成長下の日本経済に軽度の政策不況を与えつつ、従来の成長路線が^(注11)over heat するのを阻止してきた。しかし、そうした過程で日本経済は異常な構造的歪み (structural distortion) を内包しつつあった。

注10. 昭和39年までの10数年間においても28年、32年、36年、39年と一連の金融引締めと緩和の政策が交互に発動され、いずれも景気調節の実効を挙げてきた。

注11. 昭和30年代の高度成長期に見られた不況現象は、国際収支の悪化を上限とするわが国特有の経済政策の主導原理に基いて金融政策によって創出されたところから「政策不況」と呼ぶべき性格のものであり、経済体系の循環的帰結としての「自然不況」とは区別される必要がある。

そのため、高度成長期も後半になると、間接金融方式 (indirect financing method) 偏重の内的矛盾の顕在化、あるいは法人企業部門における景気動向^(注12)に対する先行き不安観などが露呈するようになり、従来のような積極的な投資意欲を前提とした単なる引締めと緩和の繰返しは効力を失ってしまい、その効果が経済実体のいずれの局面にも浸透しないままに、政策不況に端を発した39年不況はついに本格的な不況に転じるに至った。

注12. 戦後のわが国の金融構造上の特質の一つとしてオーバ・ローン (overload situation) の一貫した現象があげられるが、これは間接金融方式による銀行信用供与の容易性に裏付けられた企業成長投資資金の恒常的外部依存と、これを可能ならしめた市中銀行サイドの競合的な貸付け行為が、ともに資金の供給と需要を相互に刺激し合った結果であると解される。

そこで昭和39年9月から一連の金融緩和政策が実施されたわけだが、すでに投資マインドが沈静化した段階では、それは銀行信用のアヴェイラビリティ

ィ (availability) の増加と金融市場の弛緩という資金供給条件の改善を果しただけにとどまり、有効需要 (effective demand) の喚起あるいは資金需要要因への刺激に対しては全く効果を示さなかった。引き続き公定歩合の通算三厘の引き下げや窓口規制の撤廃、さらに二度にわたる法定準備率引き下げなど緩和措置には追い討ちがかけられたが、昭和40年7月に至るまで、日本経済の実勢面には、全くのところ景気浮揚の実現が見られなかった。そればかりでなく、企業間決済条件の悪化はさらに進行して倒産件数の急増を示し株式市場は恐慌 (panic) の様相を露呈するに至った。
(注13)

注13. 昭和36～37年の 公社債担保金融、38年からはじまった株式投信の解約、39年
はじめの共同証券の設立、ダウ1200円防衛、日銀の共同証券への直接融資、増資
ストップ、40年の証券保有組合の設立を経て、5月、山一証券の破綻、運用預り
の解約資金の日銀直接融資に至って株式恐慌の進展は本来の信用パニックに移行
する危険を十分にはらんでいた。

それまでの高度成長期のように企業の投資マインドが旺盛で投資資金需要
が高水準にあった時期ならば、政策不況の浸透から転じて一連の金融緩和政
策 (easy money policy) がとられた場合、資金供給条件の改善を通じて即
時に資金の不足需要を充足することになったはずである。そしてそれは経済
の実物的有効需要創出に直結するため高度成長の継続を再び容易に促がし得
たのである。ところが、昭和39年以降40年にかけての本格不況に転じたあと
(注14)
の状況は、一連の金融緩和措置にもかかわらず、景気浮揚の実効は一向に上
がらなかった。

注14. いわゆる≡政策不況≡あるいは≡景気調整不況≡に対して使われたわけだが
経済体系の循環的帰結としての、ことに短期的な在庫循環的不況とは区別され、
昭和39～40年不況の本質については、過度な高度成長の結果である供給過剰圧力
型の経済構造の変化と需要パターンの変化が顕在化したために発生したものであ
り、不況構造要因を認識すべきであるという主張が一般的に、そして支配的に
行なわれた。

過去の設備投資の累積があつて生産設備の稼動に至る time lag を経過す

ると、供給能力は相対的に過剰となる。この傾向が顕在化するにおよんで、企業サイドには将来の期待収益の悪化と先行きの景気見通しについての不安観が強まり、それは当然投資マインドを衰微させ、さらに、企業ですでに蓄備されていた内部流動性保有 (internal liquidity possession) の増加が資金需要を弱めるという相乗作用も加わって、金融緩和政策は一向に投資のインセンティブを刺激し得ず、ついに不発に終らせてしまったのである。

このような金融政策無力化の決定的な原因は、昭和38年以降の金融引締めのとられ方そのものの中に求められる。すなわち、それが資金需要インセンティブを全く疲弊しつくすまでの不必要に永いタイミングをとったということである。金融政策に過去の政策不況における浮揚効果を期待できなくなったのは、構造要因の認識を別とすれば、そのためであると考えられる。

(注15)

注15. ほかに在庫循環調整期と新投資循環の下降期との重合的下降局面における合成振幅増に帰するような短期的な在庫循環不況とする考え方もあった。たとえば名島太郎「景気の回復は始まっている」『週刊東洋経済』1966年新年特大号64～69頁

もともと金融政策として発動し得る政策手段の効果は、即時的には資金供給要因に限定される。仮りに資金供給条件を改善し、市場利子率が低下したとしても、わが国の場合、市場利子率の資金需要要因としての機能は極めて無力で、他の資金需要要因が衰微したままにとどめられている限り、利子率の効果のみで資金需要を誘発することはほとんど期待できない。高度成長の期間は、一般に、一定の高い資金需要インセンティブが存在していたから、単に資金供給条件を control しさえすれば、金融政策は景気調整機能を発揮し得たのである。しかし、本格不況期に転じて、前提としての資金需要インセンティブが後退してしまったあとでは、必然的に金融政策は無力化せざるを得なかったのである。

現に、昭和39年後半以来、繰返し発動されてきた金融緩和政策は、昭和40年前半までにおよそ実行可能な措置が出つくしてしまったにもかかわらず、景気浮揚の兆候は一向に表面化せず、景気刺激対策はいよいよ積極的な財政政策へと重点が移行することになった。

2. 本格不況下の補整的財政政策と国債発行

昭和30年代における高度成長期を通じて民間設備投資は著しく充実され、それと正に相対的に、いわゆる「社会資本」(social overhead capital)の立ち遅れが目立ってきた。そこで政府財政政策はその充実のために比較的一貫して散超型(excess pattern)をとらざるを得なかった。したがって、た(注16)とえば金融が引締め基調下にある時すら財政支出はかなりの規模で打出されるなど、金融政策に対する財政政策の独立の動きが顕著であり、両政策間(注17)(注18)の不等一はたまたま政府財政支出が金融引締め効果を相殺するような事態も否めなかった。

注16. 財政政策が本来、景気の状態に順応して弾力的な政策運用を実施すべきものであるならば、わが国の高度成長期ないし景気過熱期には、むしろ、財政支出の大幅な削減と支出操延べ、あるいは大規模な増税政策による超過有効需要の減退を図るべきであったという論理が成立つ。

注17. 公共部門の投資拡充の恒常的な要請のために、財政支出は一般会計と財政投融资計画の双方とも常に一定の規模を縮めることができず、年々の慣例化した減税措置とともに金融政策の引締め基調下にも積極財政を堅持し続けたいという特殊事情は、金融引締めによる政策不況下での高度成長をなお可能にした一素因を形成していたと考えられる。今井則義・長洲一二・清水嘉治編「日本経済政策の展開」110—111頁、1965.

注18. 財政・金融二面の政策的乖離が39年金融引締めに伴った特有現象の第一に挙げられる。

昭和39年不況がいよいよ本格化するにおよび前述のように金融政策が無力化し一連の緩和措置も景気浮揚の実を挙げ得なくなったことが認識されるに至り、昭和40年7月の第4回経済政策会議を契機に、財政政策は景気浮揚のdriving motiveとして改めて補整的財政政策の機能を発揮すべき本来の役割りを担って登場することになった。

すなわち、昭和40年7月に開催された第4回経済政策会議では、当面の総合的な緊急対策として、まず①『40年度予算の一割留保措置における公共事

業費等施設費に対する 850億円の解除』②『財政投融资の対象機関事業における40年度 2,100億円の拡充』③『既決定の財政および財政投融资の繰上げ支出計画の実行と促進』が提起され、これに関する政府財政支出の繰上と追加は早速40年度補整予算で実施の運びとなり、さらに④『輸出金融拡大の積極化』⑤『長期減税構想』⑥『国債発行の準備』などの面も、41年度当初予算編成や41年度大幅減税措置などが具体化するにつれて明瞭になってきた。こうして、景気刺激の要請から金融政策に取って替った政府財政政策は、従来の積極基調を さらに 拡大発展させたパターンで急速に 本格化したのである。

40年度補整予算の結果では、景気刺激に対して一般会計で1,412億2,100万円の追加、財政融資計画で 1,335億円の追加とが決定されたほか、繰上げ支出、留保措置 850億円の解除が行なわれた。そうして41年度当初予算案では一般会計 4 兆3,142億7,000万円、財政 投資計画 2 兆0,273億円という 規模に達した。その一方で、減税総額は、国税で平年度 3,069億円、地方税で同じく380億円が志向された。

当然、財源問題が大きくクローズ・アップされたわけであるが、結果として戦後最初の本格的国債発行の実施が俄わかに具体化されるに至った。まず(注19) 40年度において国税の自然増収が当初の予想に反して3分の1に低下、租税および印紙収入でも2,590億6,000万円もの減少が見込まれるに至って、一般会計収入不足分を国債発行によって補填せざるを得なくなった。すなわち、40年度内国債は明白に「赤字国債」としての性格をもったのである。

注19. 第4回経済政策会議において国債発行の準備は長期財政政策の一環として幾分抽象的に打出され、当初はそれほど急務とは考えられていなかった。しかし財源問題がクローズ・アップすると国債発行は急速に具体化された。

公債（＝国債）特別発行額の範囲は特別措置としての単年度「財特法」の(注20) 成立により、40年度内 2,590億円に決定されたが、40年度内国債による財源(注21) の使途対象は公共事業費、出資金および貸付金に限定された。このような公共的使途制約をもつ国債は「建設国債」と呼称される。さらに40年度内国債発行額2,590億円のうち、1,300億円は資金運用部資金によって引受けられ、

残金の 1,200 億円余りが市中公募されることになり、いわゆる「市中公募原則」が確立した。日銀の一括引受けを排したのは、国債発行が従前のように^(注22)安易に流れて経済に inflation の悪影響を与えぬための「歯止め」効果を狙ったためであり、この点は戦後国債発行の特徴のひとつといえる。

注20. 「昭和40年度にたおける財政処理の特別措置に関する法律」。いわゆる「赤字国債」の発行は財政法第4条の禁ずるところであるが、均衡予算で出発した40年度当初予算がその後の予想外な不況の深化により巨額の税収不足を生ずるに至ったためやむをえない事後的応急措置であるという理由で、政府はこの法律を制定し、昭和40年度に限り財政法第4条の規定にかかわらず、臨時非常の措置として赤字国債を発行するという建前をとった。このことは、赤字国債の発行をあくまでも昭和40年度だけの例外措置にとどめ、財政法第4条の原則は堅持するということであるとともに、財政法第4条が認めている公債（＝国債）については、これまでのような不発行主義にこだわるものではないということの意味したと理解される。この点は、41年度以降の国債発行が赤字国債の発行ではなく、財政法第4条の規定にしたがった合法的な国債発行であることを認める上で重要である。

注21. 年度末近くになって税収の減少実績額が補整予算当時の見込額より約150億円ほど下回ることが確実となり、かつ歳出不要額および税外収入の増加で約150億円の財源の余裕を生ずることが明らかとなったので、40年度国債の実際の発行額は、資金運用部引受け分を含め、額面で2,300億円にとどめられた。

注22. 当面の景気刺激の目的に対しては、日銀引受けによる方が速効性を有しようが、国民の心理的影響と対外信用上（諸外国では市中公募が一般的）不適當と考えられる上、安易な公債発行による財源調達が財政の膨張という不測の事態を招くおそれもないとは限らない。したがって、公債の市中消化原則は、公債発行の「歯止め効果」を有し、不当な公債残高の累増を阻止する効力があるとされる。

このような、40年度内国債発行の基本的な性格は41年度以降の本格国債でも踏襲されたわけだが、40年度国債は、臨時例外的な赤字国債であるということから、できるだけ必要最少限度の発行にとどめるという、多分に reserved した態度がとられたに対して、41年度国債は、積極的に堂々と発行され、その発行額も財政法第4条によって許される限度にほぼ近い7,300億円、歳入予算額の16.9%にもおよぶ規模となったのである。このような「本格的」な^(注23)

国債政策の導入は、不況の長期化に当面して財政面からの景気浮場策を積極的に行ない、日本経済を安定成長（stable economic growth）の軌道に乗せていくためであり、少くともその時点においては、日本経済が安定成長の軌道に乗るまでは比較的長期的につづけられていくことが予想された。

注23. 財政法第4条が公債（＝国債）に財源をもとめることを認めている公共事業費、出資金および貸付金の41年度一般会計予算額は、重要経費別の「公共事業関係費」から、道路整備費の目的税である揮発油税、国の直轄公共事業に対する地方公共団体の分担金等特定財源を差引き、さらに産業教育施設整備費、文教施設整備費、保健衛生施設整備費等の「その他の施設費」を加えたものを財政法第4条にいう「公共事業費」とし、これに出資金および貸付金を加えて7,650億円となる。すなわち41年度の国債発行額7,300億円は、財政法第4条の許す限度内であったけれども、限度まで350億円を残すだけで、それも「その他の施設費」794億円を加えたことによる余裕であったことに留意すべきである。

Ⅱ いわゆる「財政・金融新時代」の意味

<序>

「国債政策（public debt policy）の登場」は、日本の戦後における経済政策の上で画期的な事柄に属した。それは財政金融の「新時代」（new age）を意味した。事実、国債の積極的な大量発行という新事態への突入にともない、わが国経済は、その各部に変容の現われることは当初から予想されたことであり、そして実際にも、これが契機となって、従来の、とかく不備な金融制度における不満足な構造メカニズムを是正しようとする一連の動きが抬頭してきた。

民間金融機関では、爾後の大量国債消化の枠に対処するために、都市銀行を中心に手元資金事情を改善する兆が見え、また、資金運用利回りの低下予想が強まったことから自己資本充実の気運が高まってきた。同時に産業界では、金融緩和期の安定的長期資金が国債発行に偏流することによって企業体質改善資金の供給が圧迫されるという危惧から、資本構成（capital structure）の是正を急ぐ気構えが見えてきた。

財政政策と金融政策とが「一体化」したという意味で「新時代」は「ポ

シー・ミックス」の時代といえるわけだが「新時代」を正しく理解し、その政策効果を論究するには、その意味を本質に立ち入って考察してみる必要があるようだ。

その場合、本源的なのは財政の新時代であり、金融の新時代はそれに照応して、いわば *passive* にもたらされたものと理解される。したがって、問題はまず「財政新時代」の本質的な意味である。

1 財政新時代の本質的な意味

財政新時代は、戦後20年にわたって堅持されてきた「公債不発行主義」が政策的に放棄されたことを意味しよう。しかし、それを正しく理解するには「公債不発行主義」あるいはその「放棄」ということが、厳密には何を意味したかを明らかにしておく必要がある。なぜならば、それ以前の「公債不発行主義」の下においても、公債は大いに発行されてきたという経験的事実があるからである。

いうまでもなく「公債」(public debt)とは公的債務、すなわち、国およびその他の公共団体の債務のことである。そして「国債」(national debt)は公債の一種であって、厳密な意味における国の債務、すなわち国の一般会計(general account)および特別会計(special account)の債務である。これまでの論述では、しばしば公債(=国債)の表現をとってきたが、ここに至ってはそれを明確に区別する必要がある。

すなわち「公債不発行主義」といい、その「放棄」というのは、厳密には「国債不発行」であり、その「放棄」である。したがって「公債発行への転換」ということも、実は「国債発行への転換」ということである。さらにこの場合の国債も「国債一般」ということではなくて、国債のうち特定の種類の国債に関することである。「特定の種類の国債」とは各種公債のうち長期内国債たる「普通国債」のことであり、したがって公債不発行主義を放棄して公債発行に踏み切ったということは、長期内国債たる普通国債の発行に踏み切ったということである。

(注24)

注24. その他の国債、準国債および地方債等の公債は、公債不発行主義下において

も積極的に発行されてきており、短期の公債（短期国債）および借入金（一時借入金）を除き、長期の国債、その他の公債および借入金のみについてみても、その残高は昭和39年度末において4兆8,942億円の巨額に上っている。このうち、外貨債および外貨借入金は3,414億円、国内債および国内借入金は4兆5,528億円で国内資金によるものが圧倒的な割合を占めている。また、国債のうち長期内国債でも39年度末残高4,332億円は、ドッジ財政が行なわれた昭和24年度末の残高に対し約1.5倍の増加である。しかし長期内国債たる普通国債のみは、一般会計については昭和22年度以降、特別会計については昭和27年度以降の発行が行なわれなかったのもあって、それが「公債不発行主義」の「堅持」ということの正しい意味にほかならない。

長期内国債たる普通国債は、国の一般会計または特別会計の歳入財源調達のために発行される国債であって、その点において同じ長期内国債である交付国債、出資国債および借換国債とは性格を異にするものである。しかも、^(注25)そのような長期内国債たる普通国債を一般会計において、すなわち、一般会計の歳入財源調達のために発行するということが財政の大きな転換を意味するのである。一般会計が歳入財源調達のために長期内国債を発行するということは、昭和22年度以来のことであり、赤字国債であれ、財政法第4条が認める建設国債であれ、国債に財源がもとめられるということは、支出が租税その他の経常収入では賄えないということにほかならない。それは財政運営の質的転換である。

注25. これらの国債はいずれも財政法第4条の対象外であり、したがって「公債不発行主義」の例外にあったのは当然である。

2 金融新時代の意味

金融新時代は、国債政策の登場が長期内国債たる普通国債の発行であったということに関連する。すなわち、長期内国債のうち普通国債は他の国債（短期国債および外国債を別とし準国債およびその他公共債を含む）と異り日銀の operation 対象および日銀貸付担保適格として第1級の債券であるばかりでなく、日銀引受け発行も場合によっては可能となる。したがって、長^(注26)期内国債たる普通国債の発行ということは、日銀信用の膨張と密接な関係をもつわけである。

注26. 日銀引受けによる国債発行は、財政法第5条によって原則として禁止されているが、但し書において「やむをえない事由がある場合」には国会の議決を条件として許されている。

もっとも、画期的な「国債発行への転換」に当っては日銀一括引受けを排して「市中公募原則」が確立されたわけだが、これが国債発行の「歯止め効果」を発揮するには公社債市場が十分に機能することが前提条件となるはずであり、事実上金融機関の割当て消化となる場合には日銀信用となって結びつく可能性が大きい。

また国債の発行条件とくに利回りのいかんによっては、金融構造に大きな影響をおよぼす。すなわち、国債の引受けが都市銀行に偏る場合は、大都市圏、地方分散の傾向をもつわが国の財政資金対民間収支の構造から、国債発行によって主として都市銀行から政府に吸い上げられた資金はより多く地方に放出され、地方銀行、相銀、信金、農林系統金融機関等への預金増加として現象する。したがって、国債発行の長期継続は、その過程で資金偏在を激化させることになるわけである。

さらに、政府財政が建設国債の発行により主として公共事業費を中心にその規模を増大する場合には、現在のわが国における国と地方公共団体の行政・財政・税制の構造のもとにおいては地方財政の収支悪化は不可避となり、そのため国債の発行はいわば連動的に地方債の増発をもたらすことになる。また、国の一般会計の財源調達のために国債が発行されるような事態のもとにおいては、財政投融资計画の原資面において民間資金の活用への依存が必然的に増大し、それは上述した地方債の増発によって政府資金の地方債引受けが増加せざるをえないこととあいまって、一そう拍車づけられる結果、政保債も国債の発行と連動して増発されざるをえなくなる。

このように、国債政策の導入は、たんに国債のみでなく、政保債、地方債の増発を伴って金融市場に対する大きな圧迫要因となる。とくに金融債への影響が大きく、このことは景気が回復し、民間資金需要が停滞を脱すると、進展を兆した金融正常化（financial normalization）の傾向が挫折する可能性があることを意味する。

要するに、長期内国債たる普通国債の発行という意味における国債政策の導入は、その結果として金融の構造および環境にも大きな変化をおよぼさざるをえないわけで、したがって金融の“新時代”は金融政策に対する画期的な課題として提起されたといえる。

Ⅲ ポリシー・ミックスの経済的機能

<序>

ポリシー・ミックスを、所与の政策目的の実現を志向する財政政策と金融政策の一体的な運営と理解する場合、そのパターン、すなわち財政と金融の政策的な組合わせ（combination）は、もちろん、政策目的と景気の各局面（注27）に応じて可動性をもつはずである。いやむしろ、この可動性の中にこそ景気調節（浮揚はその積極的な一例）の“新兵器”としてのポリシー・ミックスの政策的意義は認められるべきかもしれない。

注27. ポリシー・ミックスのoriginを“the appropriate mix among policies”

（前出）に求めれば、組合わせを財政政策と金融政策に限るのは適切でないかもしれない。現にアメリカにおける“ニュー・エコノミックス”の場合、両政策の他にincomes-policyが配されている。しかし経済政策の中心をなすのはfiscal policyとmonetary policyであり他は第二次的なものとしてよからう。

ポリシー・ミックスの適正（appropriate）な組合わせとしては、一般に下記の4つのパターンが想定される。①財政を積極的にし、かつ金融を緩和する（沈滞した景気に刺激を与える）②財政は積極的にするが、金融は中立ないし軽度の引締め基調をとる（景気のある程度刺激しながら、かつ金利低下に伴う短資の流出により国際収支が悪化するのを防ぐ）③財政は中立、金融を緩和する（民間投資の刺激によって景気の漸次的な上昇を期する）④財政は中立ないし引き締め、金融を引き締める（景気が過熱した場合の対策）

注28. 日本におけるポリシー・ミックスは昭和40年7月の第4回経済政策会議以来

①のパターンで出発、42年の9月からは明らかに④をとっている。米国は1961～'64か年にけては①と②の組合わせにより行なわれたが'66年9月から④を発足させ、

やがて③に転じた。なお②のパターンは「アクセルをいっぱい踏みながらブレーキをかけている」（西独ブンデス・バンク・プレッシング総裁）状態で経済に対するショックが大きく適正なポリシー・ミックスとはいえない。

しかし、ポリシー・ミックスの現実的なパターンは上記の4型にとどまらない。組合わせの対象になる財政政策と金融政策がそれぞれ、いくつかの種類と機能をもっているからである。したがって“組合わせ”は数学的に多様化する。それは景気の各局面の多様性に対応するものである。しかし、それぞれの政策的意義ないし経済的機能を考察する場合、基本的なのは、やはり財政政策と金融対策それぞれの種類と機能である。

1 財政政策の種類と機能

景気安定対策としての財政政策は、景気の状態に即応して政府の財政支出・収入を調整し、その乗数効果（multiplier effect）を通じて有効需要をコントロールする意味で“補整的財政政策”（compensatory fiscal policyある（注29）いは単にfiscal policy）と呼ばれる。財政政策は一般に、政策当局による景気状態の認識から実行段階までかなりのタイム・ラグを要するため、金融政策ほどの即時的効果には欠けるが、乗数効果が大きい（注30）ため、適合性を失なわない（注31）かぎり、その総合的影響力は景気過熱や冷却に対して極めて有効で、ことに資金需要インセンティブが疲弊しきった場合の景気浮揚策としては無力化した金融政策に代って最も強力な手段とされる。

注29. 館 龍一郎・小宮隆太郎『経済政策の理論』43頁，1965。

注30. 一般に法的制約の下で会計年度毎の予算立案と補整予算の作成と審議，議会における議決を経てのち支出が実行されていくことによる。前掲書 49～54頁

注31. しばしば政治的配慮や党略上の事由からそれを失うきらいがある。

経済の有効需要が供給能力に対し相対的に不足の状態にあるとき、補整的財政政策は、公共事業費、公共投資、社会保障支出等の財政支出増と、減税による財政収入削減の2面から有効需要の創出を目ざして実施されるのが一般的なcaseである。

財政支出の増加分は、直接、有効需要の増分として経済の総供給にconfront

して出現し、国民所得の増加を促がすことから、波及的に消費支出や投資需要の増加を惹起し、これはさらに有効需要の増分を形成することになり“乗数的”に波及効果をおよぼすという乗数効果をもつ。こうした財政支出の用途は往々にして重点的に特定の sector、総じて公共的色彩の強い産業部門に集中する可能性をもつが、その場合、裁量的 (discretionary) に選択された受注産業間における相対的位置によって、乗数効果は若干の差異を生じうる。

すなわち、財政支出が特定の公共部門に集中する場合、財政支出はまず当該部門に対する需要を喚起する。ついで当該部門における財政支出分は、その部門の勤労者の所得として所属家計の消費を構成する一方、その一部は受注消化のための関連産業部門への中間生産物需要の増加となって示現される。また当該部門の家計消費増は消費関連部門の生産を刺激する一方、関連産業では同様な process で第 2 次関連産業に対する中間生産物の需要増を実現し、これが究極的には全経済体系に波及して乗数効果を惹起するのである。

(注32)

注32* この場合の産業間波及効果は産業連関分析 (投入産出分析 input-output analysis) によって把握されるが、これに付帯する家計消費の乗数効果を包括した理論はまだ十分には展開されていないようである。それには、産業付帯家計層別の限界消費性向などが明確化される必要があるようだ。

財政支出の繰上げ、繰延べは、しばしば財政支出の増減と併行してとられるが、その本質的效果は、波及効果の時間的短縮ないしは延長という効果没透速度の調整的機能にあり、単なる追加とは異なる効用をもつ。そして支出が繰り上げられたあと支出増加の手当がなされないときは、期末においてはあたかも繰り上げがなされなかったと同様の状態に復し、また、もし支出繰り上げののち支出増加が付加されるならば、その期の効果は単なる支出増に基づく乗数効果に還元されるものと理解される。

減税措置も、有効需要の増加を目ざす効果をもつ。すなわち、個人税減税の場合、個人可処分所得、法人税減税の場合は法人内部留保の分配分を、それぞれ増殖し、間接税減税は直接的には物品税の軽減による消費支出の誘発と、間接的には国民経済的に aggregate した場合の分配国民所得の増殖を志向する機能をもつからである。

(注33)

しかし、減税の乗数効果は、一般に、政府支出の増加にくらべて小さい。端的に言って、減税による民間可処分所得の増分に民間部門の限界支出性向 (marginal propensity to expense) を乗じたものだけが第一次的な支出増加となるからである。これは政府支出増加による波及効果の第二 round に相当する。したがって乗数値を決定する諸係数が同一なら、後者の乗数は前者のそれより 1 だけ小さい。
(注34)

注33. 減税措置は、個人税あるいは法人税のいずれかに政策的重点が置かれるかまた個人税減税においても、どの階級に優遇的であるかによって必ずしも一様の乗数効果を生まない。

注34. 吉田義三「現代経済政策論講義10」〃政府予算と財政政策〃『経済セミナー』1968/No 142. 62頁.

とくに重要なのは国債発行の需要創出効果である。赤字国債発行の直接効果 (direct effect) は、国債によって調達された財源が政府財政支出とな^(注35)って、そのまま当期に支出されたとする場合、有効需要に対する効果は直接的創出要因となり、財政支出と全く同質な乗数効果を国民経済に与える点に見出される。そしてそれは、家計部門における消費函数 (consumption function) を shift させ、あるいは、市場利子率の変化を通じて民間企業の投資函数 (investment function) に影響を与える間接効果 (indirect effect) を伴い、さらに、国債の流通面における永続効果 (permanent effect) も複雑^(注36)に加わるはずである。

注35. 直接効果は、時間的な観点から、永続効果に対してしばしば〃即時効果〃 (impact effect) として把握される。たとえば『経済政策の理論』 (前掲) 168 頁。

注36. 永続効果は流動性効果 (liquidity effect) とも呼ばれる。前掲書 169頁。国債発行の永続効果の中には、いわゆる〃建設国債〃の特徴に由来して公共事業・財政投融资計画の増強を通じる社会資本充実に基く外部経済 (external economies) の高揚も認められる。そして、この種の比較的長期にわたる外部経済の効果は国債による財源の使途構成が多分に関係してくるはずである。

また、国債の市中消化にもとづく家計部門における収益的金融資産保有増

は、いわゆる "ピグー効果" (pigou effect) を発して家計の消費を誘発し、
(注37)
他方で、国債の公社債市場への流通は市場利子率の変化を促がして企業主体
の投資行動に positive な衝撃 (impulus) を与えるかも知れない。国債の金
融資産としての役割は、市中銀行の引受けにおいて強制的割当てがとられた
ときには、投資資産の unintentional な保有増となって、市中銀行の最適
ポート・フォリオ (port-folio) 編成の変異を招来し、中央銀行借入れ、
(注38)
コール・マネー手当での増加を促がすという点に認められる。

注37. "A.C.Pigou, "The Classical Stationary State" , Enomic Journal.
53 : P. 343 ~ 351, 1943: および"Econcmic progress in a Stable Enviro-
ment" , Economica, New Series. No.14 : P.180~188,1947。ピグー効果の
メカニズムは、通常、物価水準が下落すると、大衆の保有する流動性資産ストッ
クの実質価値が高まるから消費者は将来の購買計画のための貯えが少くて済むと
考え、貯蓄を切下げて消費を増加する。経済全体の実物市場が不均衡にあるうち
は物価と賃金が下落しつづけ、やがて完全雇用が達成される—と理解される。

注38. H.M.Mankowitz, portfolio Selection." Efficient Diversification of
Investment 1959, および George. R, Morrison," Portfolio Behavior of
Bank" Ph.D.dissertation, University of Chicago 1962, などによる。

2 金融政策の種類と機能

金融政策は、発生的には monetary policy すなわち "通貨政策" を意味
した。今日的な意義で把握した場合の、その具体的内容を発達順序にしたが
って挙げれば、まず金利政策 (bankrate policy) であり、つぎが金利政策の
不備を complement するために出てきた公開市場操作 (open market opera-
tion) さらに 公開市場操作の不備を fill up するものとして比較的最近登場
きた法定支払準備制度 (reserve requirment system) にもとづく法定準備率
(注39)
(legal reserve rate) の変更がその主要なものである。
(注40)

注39. 日本では端的に「準備預金制度」という呼び方が一般的である。

注40. 吉野俊彦『わが国の金融制度と金融政策』65~66頁, .1967. その他。

金利政策は、狭義には公定割引政策（official discount policy あるいは単に discount policy）^(注41)の意味に解される。事実、公定割引政策は、その今日的な意義においても金融政策の典型的な政策手段としての position を占めている。そして金利政策の金融政策に占める位置を政策機能的な側面から把握するとき、それは公定歩合（official bank rate）変更と synonym であるという認識も成り立つ。^(注42)

注41. 広義には金融諸機関の預金利子または貸付利子に対する政策、さらには、公債・社債の利子政策等を含めて解釈される。

注42. このことは必ずしも公定割引政策＝公定歩合変更を意味しない。なぜならば「公定歩合」として広告されるのは手形割引利率および貸付利率であるからである。

公定歩合変更の政策的機能は、中央銀行が市中銀行に貸出す際の基準金利（standard money rate）を変更することにより、部分準備制（fractional reserve banking system）の下で市中銀行が法定準備金の不足を補填するのに、中央銀行からの借入に依存するか、手持ち保有の政府短期証券（treasury bill あるいはbill）を売却するかとの二者択一あるいはその compounded な配分選択行動の選択基準に影響を与え、究極的には、市中銀行の貸出しを抑制、緩和する政策的メカニズムに依拠している。

市中銀行の準備金が不足しているときに公定歩合の引上げが行なわれると中央銀行借入れ金利が高くなるから、手持ちの政府短期証券利回りよりもまだ低い間は補填分を中央銀行借入に依存するが、公定歩合の引上げによって中央銀行借入れ金利が手持ちの短期証券利回りよりも高くなると、市中銀行は短期証券の売却処分の方を採択する。この結果、短期市場利子率は上昇するから、金融が逼迫すると同時に、短期証券も次第に処分しにくくなり、かつ市中銀行の信用創造分のうち現金で引出される分がふえるため、市中銀行の現金保有額がさらに減少し、貸付け利子も高まることになるから、市中銀行貸出はおのずから制約を受けることになる。

公定歩合引下げのメカニズムはこれと contrary な認識をすればいいわけである。すなわち、中央銀行借入れに対する市中銀行の依存度が相対的に高くなり、短期証券の処分が手控えられるので、短期利子率が低下し、金融は

総じて緩和されるわけである。

公定歩合引上げ政策の、このようなメカニズムは、その前提条件として市中銀行における法定準備の不足がなければ、実際効果に乏しい。過剰準備の際には一般市中に与える心理的效果以上を出るものではない。また、短期資本市場 (short term capital market) が発達していることなど、市中銀行における中央銀行からの借入れと手持ち短期証券処分との間の選択が意味をもつことも必要条件である。その情勢下の短期利子率が民間資金需要に与える影響の強さに依存して、公定歩合の有効性は決ってくるといえる。

つぎに公開市場操作は、個人ないし機関投資家 (institutional investor) に対する公開市場 (open market) で各種の長・短期証券の売買を通じ、市中銀行の支払準備金に影響を与え、長期・短期市場利子率や通貨供給量を規制する機能をもつ。たとえば売オペレーション (selling operation) の場合市中銀行の預金あるいは支払準備金は同額分だけ減少するから、中央銀行からの借入れの必要を生ずるはずであり、この面から通貨供給量は規制される他方で、公開市場操作は、証券市場への売買を通じて、長・短期証券の市場金利を直接に支配することもできる。また長期証券や短期証券に限定した、operationにより、特定証券の金利水準を変化させることができ、さらに、長期証券を購入する一方で短期証券を売却するという操作によって、長期利子率を上昇させる反面、短期利子率を低下させるという複合操作も可能であって、timelyな直接効果を各種の金利水準に与えることができるという極めてorganicな機能をもっている。

法定支払準備制度にもとづく法定準備率変更の政策は、量的調整手段として市中銀行の創造的預金量に直接的影響を与える点で最も強力な金融政策である。これは、金融市場が未発達である場合や、過少準備のpremissが満たされておらず、公定歩合変更政策の機能が十分に期し難いときなど特に有効である。また法定準備率変更は、引上げの場合、市中銀行に対して現金等の非収益的貨幣資産の増加、引下げの場合は減少をもたらすので、この面から貸出金利の変更を必然的にもたらす効果がある。

(注43)

注43. 以上、金融政策の各種手段の機能については『経済政策の理論』前掲232～

243頁。『わが国の金融制度と金融政策』前掲67～75頁。川口 弘『金融論』経済学全集17. 1966. 311～313頁 および日銀『調査月報』1966年1月号「わが国金融政策の有効性」などによる。

公定歩合変更が有効に作用するための前提条件としての短期証券市場が未発達であって、中央銀行借入れが盛んな場合、市中銀行貸出金利が公定歩合とほぼ等しくなるまで低下しなければ、市中銀行の中央銀行からの借入れ依存度は、自律的には減退しないので、これに対処して中央銀行貸出に“貸出限度額”（credit line）を設け、直接、貸出し規制を行う施策があり“貸出規制”^(注44)と呼ばれる。

注44. 日銀が昭和37年11月から従来日銀依存度の高かった都市銀行に対して設けたもので、そのねらいは都市銀行のオーバー・ローンの抑制によって経営の健全化を図るにあった。なおこの限度額を越える借入れには、基準歩合より日歩一銭高の懲罰的な高利をかけた（いわゆる“貸付限度額適用制度”——“新金融調節方式”）。

さらに市中銀行の企業貸出し段階に、いわゆる“窓口規制”（window operationあるいは“窓口指導”——window guidance）を設けることがある。

これは市中銀行の月間資金需給計画の提出を求め、市中銀行＝民間企業資金に対して中央銀行が直接に貸出規制を行なうという差別規制であるが、貸出し限度の設定、窓口差別化などは中央銀行貸出側のarbitrarinessの介入する危険があり、貸出対象差別化の意味が強い。心理的效果は別として機能的には窓口規制は量的規制ではなく、貸出配分に関する質的規制と考えるべきである。^(注45)

注45. 質的規制についてはとくに『経済政策の理論』前掲242～244頁

以上の量的そして質的金融政策が、いわゆる財政・金融新時代以前の traditional なものとしたら、国債発行という新局面の中で新たに導入された金融政策手段について付記しておく必要がある。すなわち、日銀が昭和41年2月11日の定例政策委員会で採用を決定した“無条件オペレーション”がそれである。無条件オペは①買オペに際しては売戻し条件をつけない②オペ価格は理論価格でなく市場価格を基準にする③オペ対象機関に新たに証券会社^(注46)

（４大証券）を加えるの３点において新金融調節方式とは異なっている。
（注47）

注46. このため「買切りオペレーション」とも呼ばれる。

注47. 昭和37年10月に導入されたもので、市場の資金不足をそれまでのような日銀と対銀行貸出で調整するのではなく、各金融機関との債券売買と貸出限度額（前出）で調節するというもの。

無条件オペレーションの導入は、新金融調節方式の理念を継承しつつ、その技術的難点を一部手直ししたものとして、また、公社債市場で不特定多数を相手に債券売買を行う公開市場操作に向って一歩前進した epochmaking な措置であるとして、一般的には高く評価された。しかし、それが十分に機能するには公社債市場の確立が前提とされ、その点、現実的な有効性については一部では疑問視されていた。
（注48）

注48. 国債発行下の新金融政策手段については前田四郎 「金融市場の変化と金融政策」『経済評論』1966年7月号 27～28頁

Ⅳ 景気刺激対策の衝撃効果

<序>

わが国におけるポリシー・ミックスは“国債を抱いた経済”とともに登場した。それは、金融政策、とくに金利政策の不況対策としての無力化を契機とした補整的財政政策の導入というパターンをとって出発した。しかし、昭和39年後半から40年末にかけての、いわゆる“本格不況”下における金融政策の無力化は、それ以前の金融政策のとられ方に責はあるとしても、前述した金融政策の諸機能の全き否定を意味しない。露呈されたのは不況の特殊性に対する金融政策の有効性の限界である。

由来、金融政策は、景気の過熱防止には卓越せる効果を発揮するが、不況に対してはあまりみるべきものはないといわれているが、前述したような諸政策手段の appropriate な実施次第では、その有効な brake 機能の一方に、accelerator の機能が全くないわけではない。ただ、それには、ある程度の資金需要インセンティブの存在が前提となり、その前提条件が充たされぬ場合

は、金融政策単独では、不況対策としての期待性は薄弱化せざるを得ない。そこにacceleratorとして最も強力な手段としての fiscal policy導入の政策的な必然性があったわけである。

昭和30年代が、あたかも40年代へ移行する時点における前述のような客観的条件を背景に「ケインズの分析の日本経済への適用」のpurportは「有効需要刺激策ならなんでもよいから、まず実行可能なものから実施することであろう」という声援の中に登場したのが、前述したような一連の補整的財政政策^(注49)だったわけだが、それが強力に起動する過程で金融政策の景気浮揚機能が無力のままに全く停止していたわけではない。いや、それは最大限の緩和、すなわち、アクセルを踏んだままの状態、補整的財政政策の強力なpropulsionを得たのである。

注49. 内田忠夫「ケインズの分析の日本経済への適用」『週刊東洋経済』1965年12月2日号 13頁

したがって、昭和39～40年度にわたる一連の景気浮揚策の諸効果は、財政政策と金融政策の一体化、すなわち、両政策のappropriateな「組み合わせ」—「ポリシー・ミックス」の景気調節（始発的には刺激＝浮揚）効果として論ぜられるべきであろう。本稿の主題もこの解釈に関連している。

1 衝撃効果の方法論的考察

金融政策および財政政策が、macro,またはmicroの経済活動におよぼす効果には「直接効果」（あるいは「即時効果」と「間接効果」さらに国民経済の長期的な構造になんらかの「過痕」を残す「永続的效果」とが考えられる。しかし、本稿の主題に即して「衝撃」の意味を定義づける場合、それを「直接効果」と「間接効果」にとどめて考察することが適切なように思われる。

「直接効果」とは、他の事情が等しい限り、経済システムにおいては与件（Daten）であるところの政策変更が、各種の経済市場の需給関係に対して経済的メカニズムを通じてもたらす量的衝撃（quantitative impact）であるこれを経済理論モデルの観点から数学的に定義すれば、経済行動函数（eco-

nomical behavior function) における特定の政策変数 (policy variables) または政策パラメーター (policy parameter) に関する偏微分とすることも可能である。

通常、直接効果を追究するには、微視 (micro) 的行動函数か、あるいはその集計的 (aggregative) 行動函数に follow すればこと足りるわけであるが、派生的影響 (derived effect) としての間接効果のすべてを包括した “総効果” を決定するには、経済の諸機構を複合的に記述し、これを完全に解析し得る連立巨視経済モデル (simultaneous micro-economic model) の構築が必要となる。

政策パラメーターの変更に起因する “総効果” を経済学的に分析するには比較静学的 (comparative statics) approach によらなければならない。静学的巨視経済モデル (statics micro-economic model) の連立体系 (simultaneous system) において、まず、それぞれの内生変数 (endogeneous variable) について解いた誘導型方程式 (reduced form equation) が得られればこの微分形式によって、個別的経済変数 (individual economic variable) に対する衝撃の分析を進めるのが一般的な手法のようである。

この場合、必ずしも、経済体系が常に均衡しているという仮定 (assumption) や、パラメーター変更後、即時に経済が均衡するという前提 (premiss) を置くわけではないが、ex post factoに発生した内生変数値の集合を、一応近似的 (approximate) な均衡とみなすことは必要である。その上で、政策パラメーターによって生じた新らしい (hypothetical な) 均衡を以前の均衡と比較することによって、この政策パラメーター変更が国民経済に対して創出した諸効果を察知するわけである。

静学的巨視経済モデルは、同じ政策パラメーターの変更が直接効果を出発点として、さらに物価や利子率等にどのような間接効果を与えるかという即時的動学分析 (impact dynamic analysis) にも有用性をもっている。

なお、経済政策の効果判定に関しての量的分析をeffectiveなものにするには、その前提として日本経済の巨視的行動メカニズム (macro behavior mechanism) を精密にdescribeした精度の高い同時決定モデルを構築することが重要な課題となってくる。

昭和39～40年度にわたる一連の景気刺激対策の展開順序にしたがって、まず金融引締め一緩和に関連する市中銀行体系への衝撃に焦点を合わせる場合最も有用なのはポートフォリオ・セレクション (portfolio selection) の理論体系であろう。^(注50) つぎに補整的財政政策 (fiscal policy) に関しては、理論的展開の主体は、やはりケインズの乗数理論 (theory of multiplier) であろう。今日、乗数理論が定量分析にどれだけの有用性をもっているかについては疑義の余地はあるにしても静学的巨視経済モデルにおける仮設的均衡 (hypothetic equilibrium) から仮設的均衡への processは、一連の乗数過程に当たると理解されるからである。

本稿でも、前述の時点における一連の景気刺激対策を、所与の政策パラメーターの変更としてとらえ、その総効果が国民経済のdetail partにまでどのような量的インパクトを生起せしめたかということ、および時系列 (time series) に得られる仮設的均衡の系列において、客観的な景気浮揚がいつ出現すべきであったかということ、を、実証的にではなく理論的に追体験してみたかったが、本格的な econometric の展開は小論では意に任せぬものがあり方法論的な考察にとどめた。^(注51)

注50. portfolio selectionの理論についてはHarry M. Markowitz, "Portfolio selection", 1959。

注51. この方法論は『経済政策の理論』前掲のほか、とくにエコノメトリックスについては伊東正則『経済計画のモデル分析』1967および富士銀行『金融問題シリーズNo. 7』1965年 7月「経済予測のためのエコノメトリック・モデル」によった。

2 衝撃効果の実証的追跡

昭和39年末以来の極度な景気沈滞の中でク有効需要刺激策ならなんでもよいから、まず実行可能なものから実施するク (前出) との purportのもとに打出された財政・金融を一体化した景気刺激対策は、政策実践におけるク trial and errorクとして、またポリシー・ミックスの模索として、その practical effectの側面は大きく注目された。しかし41年に入っても当初は、倒産件数が依然たる高水準をつづけるなど、phenomenalな面での景気回復の

実感は極度に乏しかった。

しかし、そうした中で経済諸指標（economic indicators）の動きは、次第に上昇を兆し始めていた。すなわち、鉱工業生産指数（季節修正値）の前期比でみると、40年10～12月の横這いから41年1～3月には3.7%増、4～6月には4.2%増、7～9月には5.7%増と上昇のtempoを次第に高めてきている。その他の諸指標、とくに景気諸指標（business indicators）も大半がそれぞれ尻上りのpitchiで上昇を志向、経済企画庁の「25系列による景気動向指数」によれば、日本経済は昭和40年10月を底に順調なテンポで回復をつづけてきたが41年末を境にさらに好況局面に移行したものとみられた。

注52. 経済活動はその間接の表われと考えられる経済指標の動きによってとらえることができるが、すべての経済指標が景気に対応した動きを示すとは限らない。そこで経済指標の中から景気との対応関係のよい指標を選択しなければならないこれを景気指標と呼ぶ。

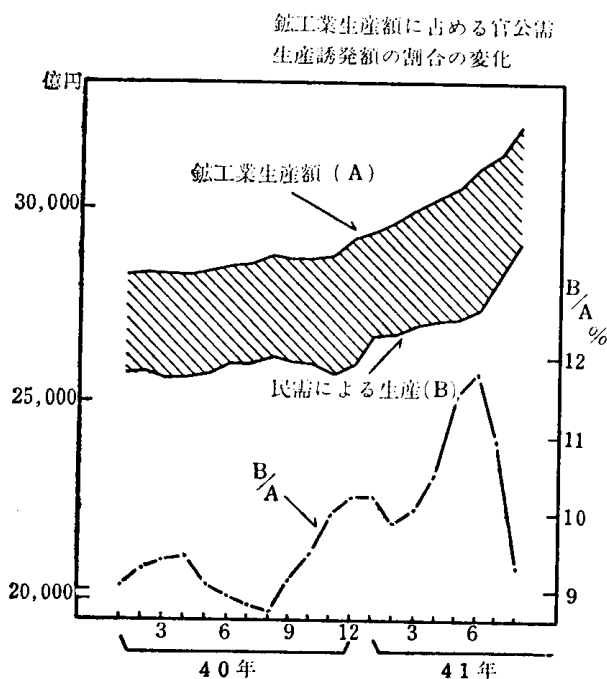
建設工事受注額 (46社分) (単位億円)

年 月 (会計年度)	総 額	発 注 者 別						
		官 公 需			民 需			その他 (外需を 含む)
		総 額	産 業	非産業	総 額	製造業	非製造業	
39月平均	1,191	420	148	272	680	225	455	91
40 "	1,208	570	195	375	556	150	407	82
40. 6	1,157	500	111	389	593	162	431	65
7	1,177	536	165	371	528	106	422	113
8	1,279	622	235	387	578	128	450	79
9	1,432	574	193	382	762	159	603	96
10	1,084	541	163	378	475	174	300	68
11	1,258	634	219	415	530	106	425	94
12	1,371	710	272	438	571	178	393	90
41. 1	859	346	142	204	447	147	301	66
2	1,009	467	248	220	466	160	306	76
3	1,826	1,083	355	728	625	180	445	118
4	1,107	573	136	437	422	133	289	111
5	1,192	571	138	434	510	169	341	110
6	1,319	559	182	376	673	176	497	87
7	1,294	605	164	441	602	174	428	88
8	1,423	770	329	442	571	173	398	81
9	1,658	830	260	570	728	232	496	100
10	1,313	573	216	356	640	212	428	100

資料：建設省（建設月報）

注53. C.D.I (current diffusion index)。景気をかなりよく反映すると認められる25の景気指標をえらび、そのうちで上昇を示している指標の割合で景気を判断しようとするものである。これが50%を切る近傍に景気の転換点があることが経験的に知られている。指数が50%ラインの上方にある間は景気の上昇局面、指数が50%ラインの下方にある間は景気の下降局面を表わしている。経済企画庁調査局『景気予測統計季報』1967.8.No. 1.97～101頁、「統計調査解説」

景気の〆谷〆 (bottom) から半年間 (昭和40年7～9月から41年1～3月まで) における総需要 (aggregate demand) の増加は年率11.3% という高いものであった。これは、個人消費が3.5%、輸出が2.1%と総需要の増加に大きく寄与したうえ、政府の固定資本形成 (government fixed capital formation) の増加率も13.2%と大幅に伸び、増加寄与率も1.2%を占め、政府の財貨サービスの経常購入の増加も9.7%と高まって、需要増加に0.6%のconduceしたからであったと判断される。こうした総需要の増大に刺激され



資料：経済企画庁「経済月報」

- (備考)
1. 35年産業連関ベースで算出
 2. 建設受注および機械受注における官公需の動きから産業連関表ベースの公共投資を推計してこれを最終需要として生産誘発額を算出し、官公需による直接需要および派生需要の合計値とした。
 3. 価格は53年価格による。

て、民間の在庫品増加や民間企業の設備投資も回復に転じ、経済の成長に対してそれぞれ2.4%、0.7%寄与している。

このように、景気の自律的な回復要因がととのっていたところへ、41年度に入ると財政面からの景気刺激が一段と強まった。とくに上期中に年度中の公共事業関係費の70%を契約するという支出促進措置がとられたため、建設工事受注額は別表にみられるように41年3～9月にかけて急増した。もっとも官公需向けの機械受注や建設受注は支払い額より約1期先行しているから財政の刺激効果は41年度に入ると間もなく *concentrative* に現われたものと考えられる。

以上のような、財政面からの集中的な需要拡大策によって、産業界の需給バランスは別図にみられるように急速に改善された。すなわち、鉱工業生産が上昇し、生産設備の稼働率も上昇し、製品在庫率に低下がみられるようになってきた。こうした需給バランスの改善や市況の回復に支えられて、企業の41年度9月期決算はいちじるしく好転し、経済の先行きに対する成長期待観が生れてくるようになってきた。

(注54)

注54. 以上、景気の谷から上昇への経過については論旨を主として経済企画庁・経済分析研究会『わが国の産業構造と経済予測』207～214頁 1967および『昭和42年度年次経済報告』に、数値的な資料は通産省「統計月報」、経済企画庁「経済月報」および建設省「建設月報」によった。

もっとも、景気の先行きについては、一部 *economist* の間に「長命説」と「短命説」の論議の対立がみられ、景気上昇のまだ早い時期に *journalism* をにぎわした。「短命説」（たとえば経済評論家・武村忠雄氏）の要旨は「昭和39年末以来の不況は、従来のような景気循環によるものでなく、構造不況に根ざしたものとみるべきである。しかし、政府も日銀当局も抜本的な構造対策はとり得えず、財政支出の増加という姑息な手段で景気回復を図ろうとした。したがって、上昇は財政支出の増大による需要拡大効果がつづく間の一時的なもので、それが切られる42年上半期には早くも国際収支は赤字となりそれを契機として下半期には金融引締めへの転換を余儀なくされ上昇は終る」というにあった。これに対して「長命説」（たとえば官庁エコノミスト

の代表者としての経済企画庁内国調査課長・金森久雄氏)は「短命説」の論拠を否定し「財政支出の増大による需要拡大効果が切れたら国際収支の許容するかぎり財政支出を追加していけばよい」と主張していた。
(注55) (注56)

注55. このことはポリシー・ミックスのその後に重要な問題を提起したように思われる。

注56. 「長命説と短命説」については「問題をはらむ景気回復」『ダイヤモンド』
1966年3月7月号 18～24頁

対立したままsterileに見えた両説の当否も、必ずしも判然とした形こそとらなかったが、やがて次第に実証されていった。すなわち、昭和41年末を境に新たな好況局面に移行した景気は、42年に入るといよいよpitchi upする勢いを示し、早くも「景気過熱論争」が政策当局間を中心に巻き起った。口火を切ったのは宮沢経済企画庁長官の3月2日の記者会見席上における「いまずぐ金融引締めに踏み切れとはいわないが、企業の投資活動の行き過ぎに対して警告する必要がある」という指摘だった。あたかも1月の国際収支が総合で2億2,000万ドルというIMF方式の統計が始まって以来の大幅赤字を記録したことが判明した直後であっただけに経済界に与えたshockは大きかった

しかし、この景気過熱警戒論は、その後政策当局間の主流の見解には発展しなかった。まず山本通産次官は3月9日の記者会見で通産省の統一見解として「現状は景気の行き過ぎとは考えない。国際収支の動向に注意を払う必要はあるが、特別な措置をとる段階ではない。資本自由化を控えて国際競争力強化のため設備投資を積極的に推進する必要がある」という強気の見方を提示、さらに水田大蔵大臣は3月13日の臨時閣議で「景気はまだ回復段階であり、過熱を心配するような段階ではない。過熱の指標に使われている卸売物価もやがて落ち着くだろう。過熱警戒論を吐くのは時期尚早だ」と鋭く対立した

さらに佐藤総理大臣も3月22日の衆議院予算委員会で「現在は財政によって景気過熱対策を行なう段階ではない。景気コントロールの必要があるならばそれは金融面で行なうべきだ」と微妙な答弁をしている。このように政策当局間で相ついで示された過熱尚早論^(注57)に対して、2月の鉱工業生産指数が季節変動修正値で214.9と前月にくらべて1.7%低下したことは格好の支持材料

一過熱警戒論に対する反撃材料となった。
(注58)

注57. この発言も ポリシー・ミックス のその後に微妙な暗示を与えているはずである。

注58. 各政策当局者の発言はいずれも日本経済新聞および朝日新聞の縮刷版1967年3月号による。

このように、政策当局内部に過熱尚早論が支配的となった一方、学者グループで構成されている参与会の意向を前面に出したといわれる経済企画庁の2月の『月例報告』はいち早く〃過熱警戒論〃を打出しており、また民間エコノミストの間には景気過熱を警戒する見方が強まっていた。

政策当局首脳の〃楽観論〃を放棄させるにも、少し時間を藉すだけで十分であった。7月下旬、政府・日銀は、従来の〃警戒・中立〃型の景気政策を放棄し、〃警戒・抑制〃型の景気政策に転換した。すなわち、7月25日の閣議は、42年度国債発行予定額8,100億円のうち700億円を、また政府保証債の発行予定5,100億円のうち500億円をそれぞれ減額することを決定、大蔵省は今後の景気抑制の具体的内容として①今後も自然増収の増加に見合って国債発行を減額し、42年度当初予算の国債依存率 16.16%を大幅に引下げる②42年度補整予算をできるだけ圧縮する③43年度予算に対する各省の概算要求限度を42年度比30%増から25%増に圧縮する④金融政策が財政政策に歩調を合わせるよう日銀と調整する。という方針を明らかにした。さらに、宇佐美日銀総裁は、同日の衆議院大蔵委員会と翌26日の定例記者会見で「融資面でも十分注意し、経済がこれ以上急角度で伸びることがないようにしたい。これを〃政策転換〃と受け取られるならそれでもよい」と発言している。
(注59)
(注60)

注59. いうまでもなくこのことこそが、いわゆるポリシー・ミックスのespritといえよう。

注60. ふたたび日本経済新聞および朝日新聞の縮刷版1967年7月号による。

政策当局首脳の楽観論を放棄させる直接の原因となったのは、6月の鉱工業生産指数が前月比1.9%という大幅上昇になったこと、卸売物価が5.6の2カ月間連続して上昇したこと、そして4～6月の国際収支が1～3月の2億

8,400万ドル赤字につづいて2億ドル強の赤字になる公算が強まったことなどにあったと思われる。いずれにしても、国債発行を主軸にして景気刺激政策に踏み切った昭和40年7月27日の第4回経済政策会議から、ちょうど丸2年にして景気政策 (counter-cyclical policy) が逆の方向に転換されたわけである。

付 記

ポリシー・ミックスの政策的意義とそのメカニズムを考察する場合、昭和42年7月25日の景気政策の再転換以来のことを主題にべきだったかもしれない。事実、わが国で、ポリシー・ミックスが政策原理として一般に認識されはじめたのは、その前後からである。昭和40年7月27日の第4回経済政策会議における景気政策の転換で有効需要刺激策ならなんでも……
（前出）というurgencyの中で国債発行とともに登場した財政・金融政策は、いわば、ポリシー・ミックス導入のtrialだった。そして、必ずしも判然とはしないながらも、一応、衝撃効果と判定できるものが、経済諸指標のtransition^(注61)の上に認められてのち、景気が新しい好況局面を迎えて、やがて次第に過熱化を兆すにつれてerrorの段階がきた。景気政策の刺激から抑制への転換がそれである。

注61. 補整的財政政策の乗数効果が理論的にはまだ本格的に波及しない時点で景気諸指標の過半が「底入れ」を完了したということは、その前に自律的な回復要因が発生していたということであり、衝撃効果そのものがいかなるタイミングでどのように現出したかは、少くも現象的には判然としない。

にもかかわらず本稿の論述を、ほとんど専ら景気刺激的な側面、すなわち試行の段階で進めたのは主として次の2点からである。①政策原理としてその必要性が認識されようと、あるいは模索の中でおそらく意識されなかったであろうと、日本経済の上に、その言葉のapplicableな意味でのポリシー・ミックスが導入されたのは、昭和39年末からの本格不況に直面して財政・金融を一体化した積極的な景気浮揚策が発動されたのが端緒であるということ。②政策の再転換後の動きは、確かにポリシー・ミックスの運用につい

て重要な問題を提起しているが、なるほど複雑な展開は示しながら、少くも本稿執筆の時点ではまだ何も終ってはいない。景気抑制を政策目標とした財政政策と金融政策の運営は、まだ、 \times 錯誤 \times の段階を大きくは出ていないということ。

注62. 一部識者の間ではもちろん意識されていた。しかし、それはほとんど景気回復後の問題としてであった。

②に関してさらにいえば、ポリシー・ミックスの \times 錯誤 \times の段階は、内外の、とくに国際的な与件の極めて激しい流動の中にあるということである。そうした中で政策論を *wertfreiheitlich* に展開することは浅学菲才のよくし得るところではない。とかく、現象の終らぬうちに、不用意に発言することは、 \times 理論的考察 \times に紛れて \times Sollen \times を語ることにもなりかねない。それをおそれた。経済政策の今後の方向としてポリシー・ミックスによる \times 安定成長 \times の方向を模索するのは、また別の課題である。その前に、日本における財政・金融政策の中にポリシー・ミックスが定着する可能性いかんが確かめられなければなるまい。

1968. 6. 7.