

日本における財政政策のインパクト

ー1990年代のイベント・スタディー

ふくだしんいち けい そう
福田慎一 / 計 聡

要 旨

本稿では、イベント・スタディーの観点から、経済対策決定のニュースが株価、為替レート、長期利子率に与えたインパクトを計測し、財政赤字の累積が1990年代に実施された財政政策の影響をどのように変化させたかを検証する。資産市場のデータはきわめて頻度が高いものが入手可能であるばかりでなく、ニュースに対する反応も瞬時になされる。したがって、イベント・スタディーは、1990年代を通じて何度も行われた財政支出拡大に関するニュースがいかなるインパクトを日本経済に与えたかを考察するうえで有用なアプローチと考えられる。

本稿の分析で明らかにされる主な結果は、1990年代を通じた財政支出拡大のインパクトが1990年代前半と後半で大きく異なっていたという点である。すなわち、1990年代の前半では、財政支出拡大のアナウンスメントは、株価を大きく上昇させ、為替レートを円高に導くなど、その影響をポジティブに評価する市場の反応が顕著であった。しかし、1990年代半ば以降になると、大幅な財政支出拡大が決定されても、株価が大きく上昇することはまれとなり、1990年代末には、有意性は低いながら、長期利子率の上昇や為替レートの下落（円安）が政策決定後に観察された。これらの結果は、1990年代を通じて財政赤字の累積が顕在化するにつれて、マーケットが政府の予算制約を通じた財政拡大のマイナス面を大きく認識するようになり、それによって財政のインパクトも大きく低下したことを示唆しており、非ケインズ効果の考え方と整合的である。また、1990年代末の反応は、物価の財政理論（FTPL）が想定する状況とも矛盾しなかった。ただし、長期金利の上昇や円安の統計的有意性は低く、実証結果は必ずしも物価の財政理論の妥当性を強く支持するものではなかった。

キーワード：財政赤字、イベント・スタディー、非ケインズ効果、物価の財政理論（FTPL）

本稿は、福田慎一が日本銀行金融研究所の国内客員研究員として、また計聡が同研究生として、2000年10月から開始した研究プロジェクトの成果の一部である。本稿を作成するに当たっては、久田高正氏ら日本銀行金融研究所ワークショップ参加者の方々および2名の査読者から多くのコメントをいただいた。また、小田信之氏からは、研究プロジェクト全般のお世話をさせていただくと同時に、本稿を改訂するうえで有益な助言をいただいた。ここに記して感謝の意を表したい。なお、本稿で示されている内容および意見は筆者たち個人に属し、日本銀行および金融研究所の公式見解を示すものではない。

福田慎一 東京大学大学院経済学研究科教授
計 聡 専修大学商学部助教授

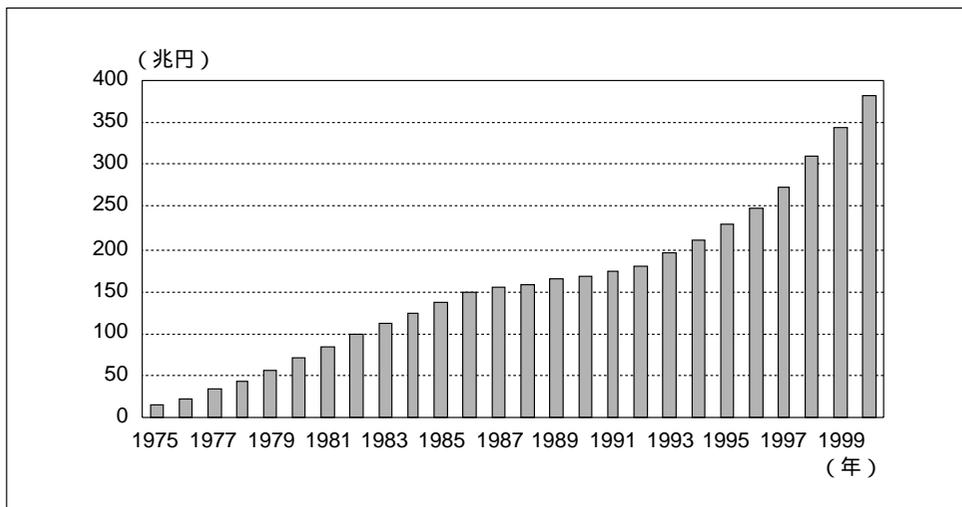
1. はじめに

1990年代の日本経済は、「失われた10年」といわれるように、さまざまなマイナスの側面が顕在化した時代であった。なかでも、巨額の財政赤字の累積は、急速に高齢化社会を迎えようとする日本の将来にとって深刻な問題を生み出している。図1からもわかるように、日本の国債残高は1970年代後半から増加しつづけてきた。しかし、国債残高は、1990年代初頭に一時的にその増加が抑えられたにもかかわらず、1990年代を通じて加速度的に増加し、2002年3月末の残高は395兆円余りに達してしまった。

主要先進国の国債残高（対GDP比）を比較した場合、日本の国債残高は1990年代初頭の段階ではさほど際立って大きいものではなかった。しかしながら、1990年代を通じて欧米諸国が国債依存度を減少させるのに成功したのに対して、日本の国債残高は1990年代ほぼ一貫して増加を続け、日本の国債残高（対GDP比）は今日ではイタリアを抜いて先進国で最も大きな国となってしまった¹。このような1990年代における日本の国債残高累積は、長引く景気の低迷による税収が大きく落ち込んだことが1つの要因である。しかし、もう1つの重要な要因は、たび重なる経済対策によって、1990年代を通じて財政支出の拡大が継続されたことである。

本稿の目的は、1990年代を通じて財政赤字が拡大するなかで、財政支出の拡大が日本経済に与えたインパクトがどのように変化したかを検証することである。

図1 日本の国債残高の推移



1 欧州諸国が財政赤字を削減した大きな要因は、通貨統合に伴って財政赤字に上限が設けられたことである。また、米国では、冷戦終了による「平和の配当」によって軍事費を中心とした財政支出が大幅に削減されたことが、財政赤字減少に大きく寄与した。

財政政策の効果を評価する場合、伝統的なケインズ経済学では、もっぱら有効需要拡大という視点から議論がなされてきた。しかしながら、財政支出の拡大は、需要サイドのみならず、社会資本の蓄積などを通じて供給サイドからもマクロ経済にインパクトを与える。また、歳入の増加を伴わない財政支出の拡大は財政赤字をもたらす、それによる国債残高の累積は、リカードの中立命題が成立する特殊ケースを除けば、中長期的に財政運営の大きな足かせとなる。特に、巨額な財政赤字の累積は、「政府債務の維持可能性 (sustainability)」の問題を生み出し、マクロ経済に深刻なインパクトをもたらす可能性がある²。したがって、財政支出の拡大が日本経済に与えたインパクトを検証する際にも、これら政府の予算制約式がもたらすさまざまな効果を統合して評価する必要がある。

最近の研究では、国債残高が累積した経済において、財政支出の拡大が逆に消費など国内需要を減少させる「非ケインズ効果」が存在することが明らかにされている³。国債残高が一定のレベルを超えた場合、乗数によるプラスの効果よりも、将来の負担の拡大がもたらす歪みによるマイナスの効果が大きくなり、結果的に財政支出の拡大が経済にマイナスの影響を与えるというのがこれら非ケインズ効果を強調する研究の主張である。また、「物価の財政理論 (以下、FTPL: fiscal theory of the price level)」では、政府の予算制約式が物価水準を決定するうえで本質的な役割を果たすとされ、国債残高の累積は物価の下落などによって調整されるメカニズムが明らかにされている⁴。本稿では、このような非ケインズ効果やFTPLが1990年代の日本経済で観察されたかどうかを、日次データを使ったイベント・スタディの観点から実証的に検討する。

財政政策のインパクトを検証する最も古典的なアプローチは、マクロ計量モデルを推計することによってケインズ型の乗数を計測することである⁵。しかし、「ルーカス批判」でも知られるように、マクロ計量モデルによる乗数の計測は、財政政策の変化が民間主体の期待や行動を変化させないという強い仮定に依拠している。このため、1990年代の日本経済のように、財政支出の拡大が頻繁に行われ、それに対する民間の反応も変化してきたという状況のもとでは、財政政策のマクロ経済への影響を測るアプローチとして適切なものとはいえない。

2 この分野の実証研究は多く存在し、日本についてもこれまでに、浅子・福田ほか [1993]、Fukuda and Teruyama [1994]、土居・中里 [1998] などの研究がある。また、平成12年版『経済白書』(経済企画庁)も日本における国債の持続可能性の検定を行っている。

3 非ケインズ効果を検討した代表的研究には、Giavazzi and Pagano [1990]、Giavazzi and Pagano [1996]、Alesina and Perotti [1997]、Sutherland [1997]、Perotti [1999]、Giavazzi, Jappelli and Pagano [2000] などがある。

4 FTPLの考え方は、Leeper [1991]、Sims [1994]、Woodford [1995, 1996, 1998] によって発展させられた。FTPLの解説を試みた論文としては、Kocherlakota and Phelan [1999]、Carlstrom and Fuerst [2000]、Christiano and Fitzgerald [2000]、McCallum [2001]、竹田 [2002] などがある。

5 例えば、伴 [1996] や堀・鈴木・萱園 [1998] は、1990年代とそれ以前の時期におけるマクロ計量モデルの推計結果を比較し、1990年代に財政支出の乗数が低下したという事実はほとんど観察されていないという結果を報告している。

近年では、マクロ計量モデルと代替的なアプローチとして、VAR、とくに構造VARの手法を使った推計も幅広く行われている⁶。VARは、民間の期待形成を誘導型として式に組み入れることができるため、マクロ計量モデルよりはルーカス批判を回避できる可能性がある。しかし、これまでの分析は、いずれも月次や四半期データを使ったものであり、それでは時々刻々と伝えられる政策決定ニュースがどのようなインパクトを与えたかを測ることはほぼ不可能である。

そこで、本稿では、昼と午後の日次データという頻度の高いデータを使うことによって、大規模な経済対策のニュースに対する株価、為替レート、長期利子率の反応を計測し、イベント・スタディの観点から、1990年代に実施された財政支出の拡大がもたらした影響を検証する。分析の大きな特徴は、『日本経済新聞』に掲載された記事を詳細に調べることによって、どの時点で財政支出の拡大が決定されたかを明らかにし、そのニュースに対してマーケットがどのように反応したのかを測ることにある。分析では、政策決定のアナウンスメントがどのようなインパクトをマーケットに与えたかが調べられる。

株価など資産市場のデータは、しばしばマーケット心理に左右され、必要以上に変動することがある。このため、本稿のイベント・スタディによって財政政策がマクロ経済に与える影響を完全に把握することには限界がある。しかし、資産市場のデータはきわめて頻度が高いものが入手可能であるばかりでなく、ニュースに対する反応も瞬時になされる。したがって、本稿で行うイベント・スタディは1990年代を通じて何度も行われた財政支出拡大に関するニュースがいかなるインパクトを日本経済に与えたかを考察するうえで、最も有用なアプローチであると考えられる。

これまでの研究でも、日本における財政政策のインパクトをさまざまな角度から分析した研究は数多く存在している⁷。しかし、われわれの知る限り、財政政策の効果を測るうえで、日次データのような頻度の高いデータを使った研究は、本稿に引き続いて執筆された福田 [2002] を除けば、存在していない。頻度の極めて高いデータを利用することのメリットは、ほぼ同時に起こったその他のイベントの影響と政策決定の影響とを識別できることであり、外国為替市場の分析や金融政策の分析では幅広く行われている。一般に、月次や四半期レベルのデータでは、現在起っているマクロ的な変化が、財政支出のニュースによるものなのか、それ以外のニュースによるものなのかを区別することは難しい。特に、財政政策は金融政策など他の政策手段とほぼ同じ時期に決定される傾向にあるだけでなく、一定期間に複数の財政政策のパッケージが順を追って決定され、変更されていくのが通常である。したがって、特定の政策決定のアナウンスメントがどのようなインパクトを持ったかを正確に検証することは、より頻度の高いデータを使った分析で初めて可能となる。

6 例えば、Blanchard and Perotti [1999]、日本でも、平成12年版『経済白書』(経済企画庁) 谷内・宮川・板倉 [1994]、山澤・中野 [1998]、Bayoumi [2001]、鴨井・橋本 [2001]、中澤・大西・原田 [2002] などが、VARによって財政政策のインパクトを検証している。

7 例えば、浅子 [2000]、井塚ほか [2000]、貝塚編 [2001] のオーバービューを参照。

本稿では、1990年代に政府によって実施された経済対策がマクロ経済へ与えたインパクトを検証する⁸。これら経済政策に注目する理由は、それが補正予算による財政支出の拡大に対するコミットメントと考えられるからである。日本の財政政策では、慣例として、各年度の当初予算は前年度の当初予算を踏まえて決定される。このため、不況期に景気対策を実施する必要が生じた場合には、補正予算を組むことによって財政支出を行うことになる。政府が決定する「経済対策」は、政府があらかじめ補正予算の内容を金額も含めて具体的に発表するものであり、詳細では曖昧さも残るが、日本における財政政策に関するもっとも重要なニュースである。

福田 [2002] では、経済対策のニュースと株価の関係を調べることによって、1990年代になぜ財政赤字が拡大したかを考察した。これに対して、本稿では、経済対策のニュースのインパクトを、株価だけでなく、為替レートや長期利子率についても検証する。より多くの変数間の関係を調べることによって、本稿では、財政赤字の拡大が日本経済に与えた影響が1990年代を通じてどのように変化したかを多角的に考察することが可能となっている。

本稿の以下の分析で明らかにされる主な結果は、1990年代を通じた財政支出拡大のインパクトが1990年代前半と後半で大きく異なっていたという点である。すなわち、1990年代の前半では、財政支出拡大のアナウンスメントは、株価を大きく上昇させ、為替レートを円高に導くなど、その影響をポジティブに評価する市場の反応が顕著であった。しかし、1990年代半ば以降になると、大幅な財政支出拡大が決定されても、株価の上昇や円高はまれとなり、1990年代末には長期利子率の上昇や為替レートの下落（円安）が政策決定後に弱いかたちで観察されるようになった。これらの結果は、1990年代を通じて財政赤字の累積が顕在化するにつれて、マーケットが財政拡大のマイナス面を大きく認識するようになり、それによって財政のインパクトも大きく低下したことを示しており、非ケインズ効果の考え方と整合的である。また、1990年代末の反応は、FTPLが想定する状況とも矛盾しなかった。ただし、1990年代末に観察された長期利子率の上昇や円安の統計的有意性は低く、実証結果はFTPLの妥当性を強く支持するものではなかった。

2 . 1990年代の日本における財政政策の特徴

1990年代の日本における財政政策の拡大は、主として、景気対策を目的とした「経済対策」の実施によって行われたといつてよい。1990年代を通じて、政府は具体的な財政支出を伴う大規模な経済対策を9度にわたって実施した⁹。表1は、その時期および事業規模をまとめたものである。各経済対策の内容を比較した場合、いくつかの特徴が観察される。

8 1990年代の経済対策の効果を検証したこれまでの研究としては、清水・伊藤・榎沢 [1995] などがある。

9 1997年11月にも、経済対策が行われているが、規制緩和が主であるため、ここでは含めていない。

表1 1990年代の主な経済対策

名称	時期	首相	事業規模
総合経済対策	1992年8月	宮沢喜一	10兆7,000億円
新総合経済対策	1993年4月	宮沢喜一	13兆2,000億円
緊急経済対策	1993年9月	細川護熙	6兆1,500億円
総合経済対策	1994年2月	細川護熙	15兆2,500億円
緊急・円高経済対策	1995年4月	村山富市	-
経済対策	1995年9月	村山富市	14兆2,200億円
総合経済対策	1998年4月	橋本龍太郎	16兆6,500億円
緊急経済対策	1998年11月	小淵恵三	23兆9,000億円
経済新生対策	1999年11月	小淵恵三	18兆円

備考：事業規模には、減税分などを含む場合がある。

まず第1の特徴は、1993年9月と1995年4月の経済対策を例外として、経済対策の総事業規模が回を重ねるごとに大規模なものとなった点である。総事業規模の金額を比較した場合、1990年代末に行われた経済対策では、その規模は1990年代初めの経済対策の2倍近くになった。例えば、1992年8月に実施された総合経済対策は、その当時としては過去最大規模の経済対策で、総事業規模は10兆7,000億円であった。これに対して、1998年11月に行われた緊急経済対策の総事業規模は、減税分を含めて23兆9,000億円、減税分を除いても17兆6,000億円にも達している。また、1999年11月の経済新生対策でも、総事業規模が18兆円と、減税分を除けばほぼ1998年11月の緊急経済対策に匹敵するものとなっている。

発表された事業規模は財政投融资など一般会計以外の政府支出を含むため、以上の結果は政府予算の規模拡大をそのまま意味するわけではない。しかし、このような総事業規模の拡大は、1990年代を通じて補正予算が慣例化し、本来一時的なものであるべき財政支出の拡大が半恒常的なものとなったことを概ね示していると考えられる。特に、経済対策の効果をより高めたいという考えから、各経済対策の規模は少なくとも前回の規模を上回るべきだという議論が一般化し、それが総事業規模を回を重ねるごとに増額させる大きな要因となった。その結果として、財政支出の規模は1990年代を通じて飛躍的に拡大し、結果的に巨額の国債残高を生むこととなった。

第2の特徴は、各経済対策の事業規模を決定する過程で、当初に見込まれていた金額が減少したことは一度もなく、最終案が決定されるまでに数兆円単位で必ず増額されたことである。表2は、1990年代に行われた9つの経済対策のうち、事業規模が明確にされなかった1995年4月の緊急円高対策を除く8つの経済対策においてその事業規模が、当初の公約から最終的な決定までの間にどのように変化したかを『日本経済新聞』の朝刊および夕刊の記事にもとづいてまとめたものである。表から、すべての経済対策で当初の金額が、最終決定までの間に複数回にわたって増額され

表2 経済対策策定過程におけるの事業規模の変化

(1) 1992年8月の総合経済対策(8月28日午前、決定)

92.8.7	6～7兆円	自民政務調査会
92.8.21	7～8兆円	政府案の骨子
92.8.25	8兆円超	自民党方針決定
92.8.26	9兆円超	政府原案
92.8.28	10兆7,000億円	政府最終決定

(2) 1993年4月の総合景気対策(4月13日午前、決定)

93.3.16	10兆7,000億円超	自民4役意向
93.4.2	12兆円規模	政府の見通し
93.4.13	13兆2,000億円	政府最終決定

(3) 1993年9月の緊急経済対策(9月16日夕方、決定)

93.9.10	5兆円超	政府案の骨格
93.9.16	6兆1,500億円	政府最終決定

(4) 1994年2月の総合経済対策(2月8日午後、決定)

	事業規模 (含む減税)	事業規模 (除く減税)	減税	
94.1.7	7兆円超	7兆円超	0	与党案の骨格
94.1.25	13兆2,000億円	9兆円弱	6～7兆円?	政府案の骨格
94.1.28	15兆円超	9兆円	6～7兆円	消費税増税 政府案見通し
94.2.3	15兆1,000億円	8兆8,000億円	5兆3,000億円	消費税増税 政府案見通し
94.2.8	15兆2,500億円	9兆7,800億円	5兆4,700億円	消費税増税撤回 政府最終決定

(5) 1995年9月の経済対策(9月20日昼、決定)

95.9.13	10兆円超	政府案骨格
95.9.18	11～12兆円	政府・連立与党案の見通し
95.9.20	14兆2,200億円	政府最終決定

(6) 1998年4月の総合経済対策(4月24日夜、決定)

	事業規模 (含む減税)	事業規模 (除く減税)	特別減税	
98.3.25	12兆円超	12兆円超	0	政府・自民党方針
98.3.26	16兆円超	16兆円超	0	与党3党の基本方針
98.3.29	16兆円超	12～13兆円超	3～4兆円	政府・自民党方針
98.4.9	16兆円超	12兆円超	4兆円	首相表明
98.4.24	16兆6,500億円	12兆6,500億円	4兆円	政府最終決定

(7) 1998年11月の緊急経済対策決定(11月16日午前、決定)

	事業規模 (含む恒久減税)	事業規模 (除く恒久減税)	恒久減税	
98.10.6午前	17兆超	10兆超	約7兆	首相の閣議発言
98.11.12	20兆超	13兆円超	7兆円規模	政府案の見通し
98.11.16午前	23兆9,000億円	17兆9,000億円	6兆円	政府最終決定

(8) 1999年11月の経済新生対策成立(11月11日午前、決定)

99.10.8午前	10兆超	首相の方針表明
99.10.22	11～12兆円	政府・与党案の骨格
99.11.3	15兆円	政府見通し
99.11.10	17兆円(介護費用含めて18兆円程度)	政府最終案
99.11.11午前	18兆円	政府最終決定

た過程が明確に読み取れる。また、最終的な増額は、少ない場合でも当初の2割増、多い場合には8割近くの増加になっている。

そのなかでもっとも増額が大きかったのは、1992年8月の総合経済対策と1999年11月の経済新生対策である。前者では6~7兆円という自民政務調査会の当初の表明から20日間余りの間に10兆7,000億円で膨れ上がり、後者では10兆円超という当初の首相方針表明から1カ月余りの間に18兆円となった。特に、1992年8月の総合経済対策では、8月28日午前中に最終的な決定が行われる直前の数日間に8兆円超から10兆7,000億円へと2兆円を超える上積みが行われ、その後の経済対策決定過程での規模増額の先例となってしまった。

第3の特徴は、1990年代の前半と後半では、経済対策の内容に変化があったという点である。表3は、各経済対策の内訳をまとめたものである。表から、1990年代を通じて公共事業関連の支出が常に最大のウエイトを占めてきたことがわかる。しかし、そのウエイトは徐々に減少し、代わって減税や中小企業対策のウエイトが高まったことが確認できる。特に、1994年2月、1998年4月、1998年11月には、総事業規模の4分の1程度にのぼる減税が追加された。また、金融市場の不安定化に対応して、1990年代半ば以降は中堅・中小企業向けの金融対策のウエイトが高まり、1998年11月と1999年11月の2回の経済対策ではそれぞれ、5兆9,000億円、7兆4,000億円と、公共事業関連支出にほぼ匹敵する額となった。

伝統的ケインズ経済学では、財政政策の乗数効果は公共事業などの財政支出のほうが減税よりも大きい。また、公共事業は社会資本の蓄積を通じて、社会的な生産性を高める可能性がある。しかしながら、公共事業関連支出のなかには、用地取得費などケインズ経済学の財政支出に含まれない項目も少なくない。また、公共事業によって実際に建設されたものには、利用価値が非常に小さいものも少なくなく、仮に短期的な乗数効果は存在していたとしても、中長期的に維持コストが便益を上回るマイナスの効果をもたらす可能性もある。したがって、仮に財政政策の効果をポジティブにとらえる立場から考えたとしても、上述のような経済対策の内容の変化が、1990年代の財政支出拡大のインパクトにどのような変化をもたらしたかは先見的には明らかではない。

表3 経済対策の概要

(1) 自民党「緊急総合経済対策」の骨子(1992年8月28日)

総事業規模10兆7,000億円	
公共投資拡大	8兆円超
一般公共事業追加	3兆円超
公共用地の先行取得	1兆5,000億円以上
各種施設整備	5,000億円以上
地方単独事業	1兆8,000億円程度
住宅金融公庫などの融資枠を拡大	8,000億円程度
中小企業対策および民間設備投資促進	
政府系金融機関の融資枠	2兆円超追加
投資減税	約300億円で1兆円の設備投資拡大を期待
電力など公益事業の設備投資促進	
金融システムの安定性確保	
金融機関の相互扶助による担保不動産流動化策を速くとも年内に具体化	
不良資産処理のため、税務上の取扱いを含め必要な措置をとる	
金融機関の貸渋りがなく十分に配慮	
金融政策の適切機動的な運営	
証券市場の活性化等	
簡保資金など公的資金株式運用規制緩和	総額2兆円8,200億円を財政投資で手当て
貸付信託の株式運用規制緩和	5,000億円程度の運用増を期待
自社株買い解禁へ法案提出	
株式投資単位の引下げ	
輸入促進	

(2) 自民党「緊急総合景気対策」の概要(1993年4月13日)

総事業規模13兆2,000億円	
1. 21世紀に向けたわが国発展基盤の整備	
新国土軸の整備	
国際空港ネットワーク整備	
整備新幹線の設備促進	
大阪ベイエリア、都市再開発	
2. 新社会資本整備の新たな展開、2兆円	
3. 公共事業の前倒し上半期78%以上目標	
4. 公共投資拡大、4兆2,000億円	
5. 地方単独事業、2兆3,000億円 用地先行取得1兆2,000億円	
6. 住宅対策の促進	
・住宅金融公庫の融資枠拡大、5万戸程度、1兆8,000億円	
・住宅ローン控除の上限5万円引上げ	
7. 中小企業・農林漁業対策	
・政府系金融機関融資を1兆9,000億円拡大、1年間の時限限定中小企業投資減税	
8. 民間設備投資促進 NTT、電力などの設備投資追加	
9. 雇用対策 雇用調整助成金の積増しと弾力的運用	
10. 調和ある対外経済関係の形成と輸入促進	
・輸入インフラの整備、輸銀融資枠の拡大、社員旅行非課税枠を4泊5日に延長	
11. 教育減税 特定扶養親族控除の5万円引上げ	
12. 金融システムの安定性確保	
13. 証券市場の活発化	
14. 規制緩和の積極的推進	

表3 経済対策の概要（続き）

(3) 政府「緊急経済対策」の骨子（1993年9月16日）

総事業規模6兆1,500億円	
規制緩和等の推進 ・ 94項目の公的規制緩和 ・ 地域開発プロジェクトの認可手続き迅速化 ・ 独占禁止法の適用除外制度見直し	
円高差益還元（10項目の公共料金の差益還元） 電気（約2,300億円）、ガス（約350億円）、国際電話料金（30億円）など	
厳しい経済情勢等への対応と調和ある対外経済関係の形成 ・ 社会資本整備の推進 ・ 公共投資（1兆円）、地方単独事業（5,000億円）、公共用地の先行取得（3,000億円） ・ 災害復旧（4,500億円） ・ 住宅投資の促進 ・ 住宅金融公庫などの融資追加（2兆9,000億円） ・ 地価監視区域の弾力的運用など宅地供給の促進 ・ 中小企業対策 ・ 政府系金融機関の融資拡大（1兆円） ・ リストラ支援法（仮称）の臨時国会提出 ・ 雇用対策 ・ 教育減税、住宅減税、投資減税 ・ 金融の円滑化と金融政策の機動的運営 ・ 輸入促進など ・ 経済改革研究会で中長期的構造改革を検討 ・ 政府税制調査会で抜本的税制改革を検討	

(4) 政府・与党「総合経済対策」の骨子（1994年2月8日）

総事業規模15兆2,500億円	
景気浮揚のための内需拡大 ・ 所得税減税の先行実施 ・ 法人特別税、普通乗用車に消費税の特別税率の廃止 ・ 公共投資などの拡大 ・ 住宅投資の促進 ・ 民間設備投資を促進するための税制上の措置	5兆4,700億円 3,800億円 7兆2,000億円
課題を抱える分野への重点的施策の展開 ・ 民間都市開発推進機構による用地の先行取得 ・ 中小企業対策 ・ 農業の国際化対応のための緊急対策 ・ 雇用対策 ・ 金融、証券市場に関する施策	5,000億円 1兆3,600億円 2,300億円 100億円
経済活力の喚起のための発展環境整備 ・ 規制緩和の実施 ・ 新規産業創出の促進と発展への支援 ・ 地域の視点に立つ経済の活性化 ・ 調和ある対外経済関係の形成	1,000億円

表3 経済対策の概要（続き）

(5) 緊急円高・経済対策の要旨（1995年4月14日）

1. 内需振興政策
2. 規制緩和の前倒し、輸入促進策等
3. 円高差益還元と公共料金の引下げ等
4. 円高による影響への対応
5. 経済構造改革の推進
6. 金融・証券市場に関する施策等

(6) 政府「新経済対策」の骨子（1995年9月20日）

総事業規模14兆2,200億円	
公共投資等事業規模	12兆8,000億円
1. 内需拡大	
公共事業推進	4兆6,000億円
公共投資等事業規模	9,000億円
阪神大震災復興	1兆4,000億円
ラウンド農業合意関連	1兆1,000億円
地方単独事業	1兆円
住宅投資促進	5,000億円
2. 直面する課題の克服	
土地の有効利用促進	3兆2,000億円
・公共土地取得	
・民都機構の取得用件の緩和	
証券市場活性化	
みなし配当課税の見直し	
中小企業対策	1兆3,000億円
信用補完の充実	
・債務返済の円滑化	
雇用対策	
中小企業の人材育成助成	
3. 経済構造改革の一層の推進	
新規企業育成策	
規制緩和の一層の推進	
電気・ガス、旅客、電気通信料金	

(7) 政府「総合経済対策」の骨子（1998年4月24日）

総事業費16兆6,500億円	
国と地方の財政出動	12兆3,000億円
・一般公共事業	4兆5,000億円
・災害復旧事業	2,000億円
・新たな社会資本	1兆5,000億円
・地方単独事業	1兆5,000億円
・特別減税追加・継続	4兆円
・政策減税・福祉給付金	6,000億円
その他	
・土地流動化策	2兆3,000億円
・中小企業対策	2兆円

表3 経済対策の概要（続き）

(8) 政府「緊急経済対策」(1998年11月16日)

総事業規模減税含め23兆9,000億円	
	事業費
社会資本整備	
・一般公共事業	5兆7,000億円
・非公共事業	1兆8,000億円
情報通信や環境など「21世紀先導プロジェクト」、PFI推進など	
・災害復旧	6,000億円
その他	
・貸渋り対策	5兆9,000億円
中堅企業向けを中心に開銀の融資対象拡大や信用保証制度の拡充	
・住宅投資の促進	1兆2,000億円
住宅金融公庫融資の貸付金利引下げ融資額の拡充	
・雇用対策	1兆円
中高年の非自発失業者への対策「緊急雇用創出特別基金」の創設	
・地域振興券	7億円
・アジア対策	1兆円
合計	17兆9,000億円
減税	
・所得・法人課税減税	6兆円超

(9) 政府「経済新生対策」の概要(1999年11月11日)

総事業規模18兆円		
	事業規模	国費
社会資本整備	6兆8,000億円	3兆5,000億円
(1) 物流効率化・競争力強化	1兆1,000億円	
(2) 生活基盤充実	1兆2,000億円	
(3) 情報通信・科学技術振興等経済発展基盤強化	1兆2,000億円	
(4) 少子高齢化・教育・環境	1兆1,000億円	
(5) 緊急安全防災	9,000億円	
(6) 災害復旧	7,000億円	
(7) 公共事業の契約前倒し	6,000億円	
中小企業等金融対策	7兆4,000億円	7,000億円強
住宅金融対策	2兆円	2,000億円
雇用対策	1兆円	3,000億円
金融システム安定対策	-	9,000億円
計	17兆円	5兆6,000億円
介護対策	9,000億円	9,000億円
計	18兆円	6兆5,000億円

3. 財政政策の効果

(1) 予算制約を考えないケース

一般に、財政支出の拡大が日本経済に与えたインパクトを検証する方法には、さまざまなアプローチが考えられる。しかし、その政策的インプリケーションは、政府の予算制約の問題をどれだけ深刻に考えるかどうかで大きく異なる。そこで、この節ではまず、政府の予算制約を考慮しない場合のインプリケーションを短期的視野から需要面を重視する立場および中長期的な視野から供給面を重視する立場の2つの側面から概観する。

政府の予算制約を考慮しない場合、需要面を重視する立場では、財政支出の拡大が短期的に有効需要を刺激するケインズ効果が重要となる。ケインズ効果が存在する場合、財政支出の拡大は総生産を増加させる一方、利子率を上昇させ、為替レートを増価させる効果がある。ただし、その効果の大小は、一般に、限界消費性向や限界輸入性向、それに租税や社会保障負担に漏れる割合を示す限界国民負担率の大きさなどさまざまな要因に依存する。また、財政支出の拡大の結果、利子率が上昇すれば民間投資が減少するクラウディング・アウトが発生し、為替レートが円高となれば経常収支が悪化するマンデル＝フレミング効果が働く。これらの効果が大きい場合には、財政支出の拡大が総生産に与える効果は小さくなる。

平成10年度『経済白書』（経済企画庁）は、このような観点から1990年代の財政政策の効果をそれ以前の時期における効果と比較している。それによると、1990年代では、限界消費性向がやや低下すると同時に、限界輸入性向は上昇する傾向が観察され、それらは1990年代の財政支出乗数の低下要因となっている¹⁰。しかし、その変化は限定的であり、財政支出乗数を大きく低下させたとは言い難い。また、1990年代の財政支出の拡大による利子率の上昇やそれに伴う為替レートの増価は小さく、クラウディング・アウトやマンデル＝フレミング効果によって、1990年代に財政支出乗数が低下した傾向は観察されていないことが示されている¹¹。

一方、1990年代の財政政策の効果は、供給面での効果を重視する立場からも考えることができる。財政支出の主要項目である公共事業は、公的インフラの整備に使われる支出である。したがって、公共投資が有益な公的インフラの整備に役立つ限りにおいて、財政政策は中長期的に経済にプラスの効果をもたらす可能性がある¹²。

10 限界国民負担率は長期的には上昇傾向にあるが、1990年代は逆に低下したため、財政支出乗数を高める方向に働いたと考えられる。

11 平成10年度『経済白書』では、バブル期に積み上がった過剰な生産設備のストック調整や資産価格下落への対応などによって民間の自律的回復メカニズムが弱まり、その結果、財政政策が民間需要へ波及する効果が小さくなったとする考え方を強く支持している。ただし、民間の自律的回復メカニズムの大小と財政政策の効果がどのように関連しているのかは、理論的には必ずしも明らかではない。

12 Aschauer [1989]以降、このような供給サイドの効果に注目した研究は、数多く行われており、日本でも浅子ほか [1994] や三井・太田 [1995] などがプラスの効果を指摘している。ただし、岩本ほか [1996] は、1970年代と1980年代を比較した場合、社会資本の生産力効果が低下したと主張している。

財政支出が供給面に与える効果は、その影響が出るまでに数年単位のタイムスパンが必要なので、1990年代の政策効果を評価することは、需要面での財政政策の効果を評価する以上に難しい。しかし、公共事業が中長期的に社会的な限界生産性を高める場合、財政支出の拡大は民間の設備投資を増加させ、総生産を高める効果がある。このため、その効果が大きく見込まれる場合には、株価など資産価格はポジティブに反応すると考えられる。また、資本ストックが望ましい水準に瞬時に調整されない限り、長期利率を上昇させると同時に、為替レートを増価させる効果も生まれると考えられる。

もっとも、以上の議論は、需要面・供給面いずれの立場を重視する場合でも、政府の予算制約を明示的に考えていない。このため、財政支出の拡大が総生産や利率・為替レートにトータルとしてどのような効果を及ぼすかは、政府の予算制約式を明示的に考えてはじめて可能となる。とりわけ、財政赤字の累積が進んだ1990年代後半の日本経済では、この問題は無視できなかったと考えられる。そこで次節では、政府の予算制約式を通じた影響を中心に、財政支出拡大のインパクトを考察する。

(2) 非ケインズ効果：政府の予算制約の影響

マクロ経済学では、均衡予算乗数の定理に代表されるように、政府の予算制約式に注目して財政政策のインパクトを測ろうとするアプローチは古くから存在していた。しかしながら、伝統的アプローチでは、政府の予算制約式を考慮する場合でも、それがもたらすマイナスの影響は2次的なものであると考えるケースが多かった。これに対して、最近の研究では、政府の予算制約式自体が、財政政策のマクロ経済へのインパクトを考えるうえで、決定的に重要な役割を果たすと考えるアプローチが主流となりつつある。

その初期の研究には、Barro [1974] による「リカードの等価定理」やSargent and Wallace [1981] による「不快な算術 (unpleasant arithmetic)」の議論がある。最近の非ケインズ効果を重視する研究は、これらの研究成果を拡張し、国債残高が一定レベルを超えて累積した場合、将来の税負担がもたらす歪みが大きくなり、財政支出の拡大が消費など国内需要にマイナスの影響をもたらすことを示している。

議論を単純化するため、以下では、政府の発行する国債が、満期が1期間の短期国債 B_t と無限期間の永久債(コンソル債) D_t のみであるケースを考察しよう。このとき、政府の予算制約式は、次のように書き表せる。

$$g_t - \tau_t + (1 + i_t)B_{t-1}/P_t + D_{t-1}/P_t \leq (M_t - M_{t-1})/P_t + B_t/P_t + Q_t(D_t - D_{t-1})/P_t \quad (1)$$

ここで、 τ_t は実質税収額、 g_t は実質財政支出額(ただし、公債利払いを除く)、 M_t は t 期末の名目通貨発行残高、 B_{t-1} は t 期首($t-1$ 期末)の名目短期国債残高、 D_{t-1} は t 期首($t-1$ 期末)の永久債の額面、 i_t は t 期の短期国債の名目利率、 Q_t は t 期の永久債の価格、 P_t は t 期の物価水準である。

t 期の実質財政余剰 s_t を、

$$s_t \equiv \tau_t - g_t + (M_t - M_{t-1}) / P_t, \quad (2)$$

と定義し、 $(1+i_t)Q_{t-1} = 1 + Q_t$ となることに注意すると、(1)式から以下の式が求められる。

$$[(1+i_t)B_{t-1} + (1+Q_t)D_{t-1}] / P_t = s_t + \sum_{j=1}^{\infty} \left(\prod_{k=1}^j \frac{1}{1+r_{t+k-1}} \right) s_{t+j}. \quad (3)$$

ただし、 r_t は t 期の実質利子率で、 $r_t = (1+i_t)(P_t/P_{t+1})$ である。

非ケインズ効果を重視する経済モデルでは、財市場や貨幣市場によって決定される名目利子率 i_t 、永久債の価格 Q_t 、実質利子率 r_t 、および物価水準 P_t の流れを所与として、(3)式を政府が満たすべき予算制約式と考える。このため、財政赤字によって現在の s_t がマイナスとなれば、それによるアンバランスは、将来、税収の増加、財政支出のカット、マネーサプライの増加のいずれかの方法を通じて s_{t+j} を増加させることになる。

将来の s_{t+j} の増加は、民間の経済主体にとっては将来の負担増を意味するので、他の条件を所与とすれば、将来の経済活動にマイナスの効果をもたらす。また、民間の経済主体がこのことを正確に認識して行動する場合、将来の s_{t+j} の増加は、現在の経済活動にもマイナスの効果を及ぼす。したがって、仮に現在の財政支出が乗数効果などを通じてプラスの影響を経済にもたらす場合でも、その影響は将来の負担増加によるマイナスの効果で打ち消されることになる。特に、税制の歪みが存在する場合、国債残高が大きくなるにつれて、マイナスの効果がプラスの効果を上回るようになり、現在の財政支出の増加が現在の経済活動に与える総合的な効果もマイナスとなる可能性が高まる。最近の研究は、このような観点から、財政支出の拡大が逆に消費など国内需要を減少させる「非ケインズ効果」が存在することを、理論的・実証的に明らかにしている（例えば、Sutherland [1997]、Perotti [1999] など本稿の脚注3における文献を参照）。

(3) 物価の財政理論 (FTPL)

非ケインズ効果を強調する研究では、累積した国債残高による政府の予算制約式のアンバランスは、結果的には、将来の負担増加によってまかなわれなければならないことが前提となっている。これに対して、FTPLの政府の予算制約式のアンバランスは、物価水準などの変動によって調整されるメカニズムが明らかにされている。

FTPLの大きな特徴は、政府は必ずしもその予算制約を満たすように財政政策を運営するものではないとし、財政余剰 $s_t, s_{t+1}, s_{t+2}, \dots$ は政府によって任意の水準に決定されると考える点である。このとき、実質利子率は資産市場で決まり、 t 期首の短期国債の名目残高 B_{t-1} 、名目利子率 i_t 、永久国債の額面 D_{t-1} は既に決まってい

ることに注意すると、(3)式は t 期の物価水準 P_t および永久債の価格 Q_t を決定する式となる。特に、永久債の残高がゼロ(あるいは、永久国債の額面が一定)のとき、FTPLでは、(3)式を所与の財政余剰のもとで一般物価水準を決定する均衡式と捉え、物価水準 P_t が現在から将来にかけての財政余剰の現在割引価値が現在の公債残高に等しくなるように調整されると考える¹³。

Woodford [1995] は、政府がその予算制約を満たすように財政政策を運営する伝統的なケースを「リカード的政策局面 (Ricardian policy regime)」、そうでないFTPLのケースを「非リカード的政策局面 (non-Ricardian policy regime)」と呼んだ。上述の議論から明らかなように、財政赤字が累積し、国債残高 B_{t-1} が増加した場合、リカード的政策に従う政府は財政余剰の実質現在割引価値 [(3)式の右辺] を変えないように将来の財政余剰を増加させる。これに対し、非リカード的政策に従う政府にはそのような制約はなく、むしろ物価水準 P_t が上昇することによって調整が行われることになる。したがって、経済がリカード的局面にあるかそれとも非リカード的局面にあるかによって、財政赤字の累積がマクロ経済に与える影響も大きく異なることになる。

FTPLの論理的妥当性に関しては、Buiter [1999] による批判があるものの、最近では広く受け入れられるようになってきている。ただし、実証的にみた場合、リカード的と非リカード的のいずれの局面が正しいとしても、(3)式は成立し、何らかの追加的な仮定を設けることなしに観測値から財政政策がリカード的か非リカード的かを実証的に検証することはできない¹⁴。また、仮に妥当性の高い追加的な仮定を設けたとしても、(3)式に含まれる変数を使った分析はデータの制約から精度の高いかたちで行うことは困難である。特に、短期的には価格は硬直的であるため、政府の予算制約式のアンバランスは、財市場の価格の変化によって瞬時には調整されない。

しかし、資産市場の価格は、財政政策に関するニュースに瞬時に反応している。このため、FTPLが成立する世界でも、財政赤字のインパクトは、短期的には物価の上昇ではなく、資産価格の変動というかたちで表面化すると考えられる。例えば、(3)式において、物価水準 P_t は硬直的で、財政政策に関するニュースに瞬時には全く反応しないものとしよう。このとき、(3)式の右辺を減少させるニュースは、国債価格 Q_t の下落、すなわち、国債の流通利回りの上昇というかたちで表面化する。したがって、価格が硬直的な短期では、FTPLの妥当性は、予想されない財政赤字拡大のニュースが国債の流通利回りを上昇させるかどうかで検証できることになる。

13 伝統的なFTPLの議論は、もっぱらこのような短期国債のみ存在するケースが取り扱われてきた。しかし、Cochrane [2001] やDaniel [2001] は、議論を長期国債が存在するケースへと拡張し、国債の満期構造によって均衡価格の動学経路が異なることを明らかにしている。

14 Cochrane [1999] は、非リカード的局面を仮定した経済モデルによるシミュレーションによって、FTPLの現実的妥当性を検討している。土居 [2000] は、この方法に沿って、FTPLは日本のインフレ率の動向にある程度の説明力を持つと結論している。一方、Canzoneri, Cumby, and Diba [2001b] は、各局面が満たすべき制約条件の妥当性をVARを推計することによってテストし、米国ではリカード的局面が当てはまるとしている。福田・照山 [2002] は、これと同様のVARを推計し、日本においてもFTPLに否定的な結果を導いている。

なお、われわれのここでの議論は閉鎖経済を前提としているため、FTPLが成立し、かつ価格が硬直的な世界で、予想されない財政赤字拡大のニュースが為替レートにどのようなインパクトを与えるかは必ずしも明らかではない¹⁵。しかしながら、仮に財政赤字の拡大が中長期的に国内の物価水準を上昇させるとすれば、為替レートもそれに伴って中長期的に減価することが予想される。他の条件を所与とした場合、そのような為替レート減価の予想は、現在の為替レートを減価させる。したがって、FTPLが成立する世界で、予想されない財政赤字拡大のニュースは、仮に価格が硬直的な場合でも、期待の変化を通じて為替レートを減価させる可能性がある。また、開放経済では、一般物価水準 P_t は、国内製品の価格が硬直的な場合でも、為替レートの減価による輸入物価の上昇によって上昇する。したがって、FTPLが成立する世界で、(3)式の右辺が減少し、一般物価水準 P_t の下落による調整が必要となった場合、国内価格が硬直的な場合でも、為替レートの減価による調整が起こる可能性がある。

4. 経済対策の資産価格へのインパクト

(1) 実証分析の目的

本稿の実証分析の目的は、昼と午後の日次データを使って大規模な経済対策の決定に対する株価、為替レート、長期利子率の反応を計測し、1990年代に実施された財政支出の拡大がマクロ経済へもたらした影響が、これまでの節で述べたどの経済理論と整合的かどうかを検証することにある。以下の分析で特に注目する問題は、財政政策のインパクトが1990年代を通じてどのように変化したかという点である。

日本における財政赤字の推移をみると、1990年代初頭には赤字国債の発行がゼロとなるなど、一時的には赤字解消の方向へ向かっていた。このため、財政赤字の累積がさほど大きくない1990年代前半では人々は中長期的な政府の予算制約をさほど認識しない傾向があったと考えられ、その際の人々の財政政策に対する評価は近視眼的に財政政策のポジティブな効果を大きく評価する傾向があった可能性がある。これに対して、1990年代を通じて財政赤字が拡大し、国債の累積が大きくなってくると、人々は、財政政策の効果を評価するうえで政府の予算制約の存在を認識する必要が出てくる¹⁶。したがって、1990年代後半には、人々の財政政策に対する評価

15 開放経済のもとでのFTPLに関しては、Dupor [2000]、Daniel [2001]、Canzoneri, Cumby, and Diba [2001a]らの研究があるが、それらは価格が伸縮的なケースを取り扱っている。

16 例えば、『社会意識に関する世論調査』（内閣総理大臣官房広報室）によれば、日本が悪い方向に向かっていると回答したもののうち、悪い点に国の財政をあげた人（複数回答）の割合は、1993、1994年の調査では10%を少し超える程度であったが、1996年12月の調査で54.4%、1997年12月の調査で58.5%、1998年12月の調査で54.4%と大きく上昇した。

は、財政政策の短期的な拡大効果よりも、財政赤字累積によるネガティブな効果をより大きく考えるようになった可能性がある。以下では、このような観点から、以下の2つの問題を検証する。

まず第1の問題は、1990年代を通じて財政赤字が拡大するなかで、政府の予算制約の問題が、財政支出のプラスのインパクトを弱めるかどうかという点である。国債残高が一定のレベルを超えた場合、将来の負担の拡大がもたらすマイナスの効果が乗数によるプラスの効果よりも大きくなり、結果的に財政支出の拡大が経済にマイナスの影響を与える可能性がある。以下の分析では、1990年代を通じて財政赤字が拡大するなかで、このような「非ケインズ効果」が日本でも存在するようになったかどうかを、経済対策のニュースが株価に与えたインパクトの変化をみることによって検証する。

オーソドックスなケインズ経済学の立場からは、財政支出のインパクトは、もっぱら財政支出乗数の大きさに測られてきた。しかし、マクロ計量モデルを使って財政支出乗数を計測しようとする試みには批判も多い。また、仮に財政支出乗数が正確に計測されたとしても、2節や3節で議論したように、財政支出乗数の大小だけでは、財政支出がマクロ経済に与える影響を総括的に捉えることはできない。そこで以下では、大規模な経済対策が決定された前後における株価の動きをみることによって、イベント・スタディの観点から、1990年代に実施された財政支出の拡大がもたらした影響を検証する。

以下で検証する第2の問題は、国債残高の増加が政府の予算制約に対する認識を高めた場合、その影響が非ケインズ効果というかたちで顕在化したのか、それともFTPLが主張するような価格変数の調整というかたちで顕在化したのかという点である。人々が政府の予算制約を念頭において行動する場合、リカード的局面であるか、非リカード的局面であるかによって、財政赤字の影響は異なる。

すなわち、リカード的局面では、民間の経済主体がこのことを正確に認識して行動する限りにおいて、財政赤字を伴う現在の財政支出がもたらすプラスの効果は、将来の負担増によるマイナスの効果によって打ち消される。したがって、このような非ケインズ効果が存在するもとは、財政支出の効果は大きく低下し、株価も上昇しなくなる一方、利子率の上昇や為替レートの増価を伴うクラウディング・アウトも起こらない。

これに対して、非リカード的局面では、現在の財政赤字が予想以上に増加した場合、価格変数が下落することによって調整が行われる。特に、一般物価水準が硬直的な短期では、財政赤字のインパクトは、物価の上昇ではなく、国債価格の下落（すなわち、国債の流通利回りの上昇）や為替レートの減価という「資産価格調整」のかたちで表面化すると考えられる。そこで、以下では、日々変動する国債の流通利回りの上昇や為替レートといった資産市場のデータの変化を調べることによって、間接的ではあるが、非ケインズ効果とFTPLの妥当性を検証することにする。

(2) 株価・為替レートへのインパクト

イ．実証分析の方法

以下の分析では、株価・為替レートについて、経済対策決定のニュースのインパクトをみることにより、(1)で指摘した2つの問題の妥当性を検討する。分析では、『日本経済新聞』に掲載された記事を詳細に調べることによって、どの時点で財政支出の拡大が決定されたかを明らかにし、そのニュースに対してマーケットがどのように反応したのかを測ることにする。推計に当たっては、ほぼすべての経済対策が、当初の案が何度も修正された後に最終案が決定されていた点に注目する。特に、2節でみたように、1990年代の経済対策は、その決定プロセスにおいて、当初に見込まれていた事業規模が減額されたことは一度もなく、最終案が決定されるまでに数兆円単位で必ず増額された。そこで、この節ではまず、各経済対策の策定プロセスにおいて、事業規模がそれ以前に発表された額から増額されたというニュースが、その後の株価と為替レートにどのようなインパクトを与えたかという観点から計測を行う。

計測は、株価と為替レートの対数値の差分(ΔS_t)および(ΔE_t)を被説明変数とし、それらを、事業規模の増額に関するニュースが報道された時点 $t=1$ 、その他の時点 $t=0$ とするダミー変数に回帰させた。ただし、財政政策の効果と金融政策の効果を判別するため、説明変数には、金融政策の変化を示すコール・レートも同時に加え、以下のような式の推計を行った。

$$\Delta S_t = \text{定数項} + \sum_j \alpha_j D_j t + \beta \Delta Call_t, \quad (4)$$

$$\Delta E_t = \text{定数項} + \sum_j \gamma_j D_j t + \delta \Delta Call_t. \quad (5)$$

ここで、 $D_j t$ はニュースが報道された時点 $t=j$ でのみ1の値をとるダミー変数、また、 $\Delta Call_t$ はコール・レート(無担保、翌日物)の差分を表す。

推計では、1995年9月の経済対策に関しては、ほぼ同時に公定歩合の引下げが行われたため、コール・レートの代わりに公定歩合ダミーを加えた推計も行った¹⁷。また、1998年11月の経済対策に関しては、為替レートの短期的な変動がきわめて大きかったため、サンプル期間を多少短縮すると同時に、当時報道された海外からのいくつかのニュースに対応するダミー変数を加えた推計も同時に行った。

分析の対象とする経済対策は、表1で示された9つの経済対策のうち、新聞記事では決定プロセスが明確でなかった1993年9月の緊急経済対策と、事業規模が明確でない1995年4月の緊急・円高対策を除く7つの経済対策である。各推計は、経済対策が実施された前後の約2カ月間の昼と午後の日次データを用いて行った。また、事業規模の増額に関するニュースは、表2にまとめられたものを使用した。推計式で

17 具体的には、公定歩合が引き下げられた日の昼のデータが1の値をとるダミー変数を説明変数に加えた。

は、被説明変数が差分をとったものであるため、ダミー変数の係数が統計的に有意にプラスである場合、当該のニュースは株価と為替レートの水準を恒常的に上昇させたと判断できる。

以下の分析で使用するデータは、株価については日経平均株価（225種）の12時45分時点と終値の日次データ、コール・レートについては無担保・翌日物の正午と終値の日次データ、為替レートについては東京市場における円・ドル・レートの午後1時時点と終値のデータである。これらのデータを用いて、各経済対策の決定プロセスで、事業規模の増額に関するニュースが、株価と為替レートの変化にどのようなインパクトを与えたかを計測した¹⁸。

ロ．株価へのインパクト

表4が、株価に対するインパクトをまとめたものである。表をみると、1992年8月と1993年4月の経済対策では、すべてのニュースがプラスの影響を与えている。とりわけ、1993年4月の経済対策では、ニュースのインパクトはすべて有意にプラスで、常に株価を2%以上押し上げている。また、1992年8月でも、統計的な有意性は少し低いものの、株価を2%以上押し上げるニュースが大半で、8月26日の政府原案の発表は6%を超える株価の上昇をもたらすニュースであったことが読み取れる。

これに対して、1994年2月以降の経済対策では、ニュースが株価に与えるインパクトは大幅に低下し、統計的な有意性は低いケースが大半である。唯一の例外は、1998年4月の総合経済対策で、そのニュースは統計的に有意なプラスの効果を株価に与えている。これは1997年に実施された財政構造改革直後の経済対策であったからと考えられ、緊縮財政路線が財政拡張路線へ転換した直後の経済対策は有効であるという点で、1992年8月と1993年4月の経済対策と共通した特徴を持っている。ただし、1992年8月と1993年4月の経済対策とを比較した場合、1998年4月の経済対策のインパクトは、その事業規模が1.5倍程度であったにもかかわらず、相対的に低かったといえる。

一方、1994年2月以降のそれ以外の経済対策では、プラスの効果が有意でなくなるケースが多くなったばかりでなく、マイナスの影響を与えるケースさえ観察される。もちろん、これらの経済対策でも、1994年2月と1999年11月の経済対策で、統計的に有意なインパクトが観察されている。しかし、これらの経済対策では、ニュースのプラスのインパクトは全体としては小さく、その効果はその後のマイナスの効果でかなり打ち消されている。

以上の結果は、少なくとも株価の反応をみる限り、経済対策による財政拡大のマクロ経済へのインパクトは、1990年代初めは大きなプラスであったが、その後は大

18 説明変数に被説明変数のラグを加えたケースも推計したが、その場合でも、以下の結果は基本的に変わらなかった。

19 一方、コール・レートの方は、公定歩合が引き下げられた1995年9月の経済対策でのみ、統計的に有意な効果がみられた。

表4 ニュースの株価へのインパクト

	1992年8月 (8/3-9/30)	1993年4月 (3/10-5/14)	1994年2月 (1/4-3/10)	1995年9月 (8/21-10/20)		1998年4月 (3/4-5/25)	1998年11月 (10/1-12/15)	1999年11月 (10/1-12/10)
<i>D1</i>	0.0281 (1.818) *	0.0298 (3.026) **	0.0060 (0.524)	0.0080 (0.981)	0.0080 (0.950)	0.0188 (1.983) *	-0.0049 (-0.362)	0.0103 (1.374)
<i>D2</i>	0.0076 (0.490)	0.0214 (2.179) **	0.0543 (4.707) **	-0.0042 (-0.524)	-0.0042 (-0.503)	0.0042 (0.444)	0.0016 (0.116)	0.0142 (1.906) *
<i>D3</i>	0.0604 (3.388) **	0.0247 (2.519) **	0.0017 (0.149)			0.0267 (2.804) **		-0.0033 (-0.445)
<i>D4</i>	0.0265 (1.717) *		-0.0196 (-1.729) *					
$\Delta Call$	-0.014 (-1.400)	0.0010 (0.225)	-0.0247 (-0.427)	-0.0879 (-5.258) **		0.0147 (1.631)	-0.0059 (-0.304)	-0.1464 (-1.329)
<i>Dummy</i>					0.0424 (5.324) **			
R^2	0.230	0.194	0.228	0.262	0.267	0.120	0.002	0.081
D.W.	1.877	2.087	2.271	1.961	2.014	1.822	1.792	2.203

備考：1. 推計値の下の括弧の中は、*t* 値。 **、*はそれぞれ5%、10%水準で有意であることを示す。

2. 日付の後の括弧の中は、推計期間。
3. 定数項の推計値は、省略。
4. *Dummy*は、公定歩合の引下げダミー。
5. 各推計期間のダミー変数が1の値をとるのは、以下のとおりである。

1992年8月：*D1*=8月24日昼、*D2*=8月25日昼、*D3*=8月27日昼、*D4*=8月28日昼。

1993年4月：*D1*=4月2日昼、*D2*=4月7日昼、*D3*=4月12日終値。

1993年9月：*D1*=9月17日昼。

1994年2月：*D1*=1月26日昼、*D2*=1月31日昼、*D3*=2月3日終値、*D4*=2月9日昼。

1995年9月：*D1*=9月19日昼、*D2*=9月20日昼。

1998年4月：*D1*=3月26日昼、*D2*=3月30日昼、*D3*=4月24日昼。

1999年11月：*D1*=11月13日昼、*D2*=11月16日昼。

1999年11月：*D1*=10月25日昼、*D2*=11月4日昼、*D3*=11月11日昼。

幅に下落したことが読み取れる¹⁹。特に、財政支出の規模が1990年代前半よりも後半の方がはるかに巨額なものであったことを考え合わせると、少なくとも株価の反応をみる限り、財政赤字の累積という大きなコストを払った便益はきわめて小さかったといえ、1990年代後半には非ケインズ効果が発生した可能性を緩やかながら支持する結果となっている。

八．為替レート

表5は、為替レートに対するインパクトをまとめたものである。表の結果をみると、1992年8月の経済対策ではダミー変数の係数に有意なマイナスの符号が観察される。この結果は、この時期に財政支出拡大のニュースが為替レートを1%程度円高に導いたことを示している。このような有意なマイナスの符号は、その後の経済

表5 ニュースの為替レートへのインパクト

	1992年8月 (8/3-9/30)	1993年4月 (3/10-5/14)	1994年2月 (1/4-3/10)	1995年9月 (8/21-10/20)	1998年4月 (3/4-5/25)	1998年11月 (10/1-12/15) (11/5-12/14)	1999年11月 (10/1-12/10)		
D1	-0.0092 (-2.511)**	-0.0026 (-0.600)	-0.0081 (-1.407)	-0.0012 (-0.1829)	-0.0012 (-0.201)	-0.0061 (-1.011)	-0.0027 (-0.251)	-0.0022 (-0.438)	0.0001 (0.030)
D2	-0.0052 (-1.422)	-0.0019 (-0.600)	0.0079 (1.366)	-0.0018 (-0.292)	-0.0019 (-0.311)	0.0102 (1.697)*	0.0083 (0.758)	0.0089 (1.785)*	0.0024 (0.551)
D3	0.0017 (0.467)	0.0064 (1.486)	0.0007 (0.119)			-0.0068 (-1.133)			0.0034 (0.775)
D4	-0.0112 (-3.074)**		-0.0036 (-0.625)						
ΔCall	-0.001 (-0.355)	-0.0064 (-0.741)	-0.0233 (-0.801)	-0.0138 (-1.082)		-0.0056 (-0.981)	-0.0021 (-0.132)	0.0046 (0.372)	-0.0905 (-1.416)
Dummy					0.0084 (1.381)				
R ²	0.190	0.038	0.056	0.016	0.025	0.055	0.007	0.618	0.036
D.W.	2.141	2.100	1.880	1.722	1.746	2.094	1.934	1.794	1.780

備考：1. 推計値の下の括弧の中は、*t* 値。 **、*はそれぞれ5%、10%水準で有意であることを示す。

2. 日付の後の括弧の中は、推計期間。
3. 定数項の推計値は、省略。
4. Dummyは、公定歩合の引下げダミー。
5. 各推計期間のダミー変数D1、D2、D3、D4が1の値をとるのは、表4の備考5.と同じである。
6. 1998年11月の経済対策の推計のうち、推計期間が11/5-12/14のものに関しては、以下の海外ニュース（日時は対応する為替レートのもの）をダミー変数として加えた。
 - (i) 11月9日終値：米の金利引下げ観測の後退。
 - (ii) 11月10日昼：サマーズ財務副長官発言「米の景気回復基調は維持できる」。
 - (iii) 11月12日昼：イラク情勢の緊迫化。
 - (iv) 11月12日終値：イラク情勢の緊迫化。
 - (v) 11月24日昼：ドイツ銀が米バンクカードラスト買収のための資金調達。
 - (vi) 12月3日昼：ドイツ連邦準備銀行の利下げの可能性残る。
 - (vii) 12月7日昼：ルービン財務長官の辞任表明報道。
 - (viii) 12月8日昼：ルービン財務長官の年内辞任説を否定。

対策では観察されない。ただし、1995年9月の経済政策までは、有意ではないが符号がマイナスになるケースも多く、その頃までは、財政支出拡大のニュースが為替レートを円高に導く傾向がある程度あったものと考えられる。

これに対して、有意性はさほど高くないものの、1998年4月の経済対策では財政支出拡大のニュースが為替レートを1%程度、また1998年11月の経済対策では0.8%程度、それぞれ逆に円安に導いたケースも観察される。また、1999年11月の経済対策では、すべてのダミー変数の係数が有意ではないがプラスの符号を持った。これらの結果は、この時期の財政支出拡大のニュースが、弱いながらも為替レートを円安に導く傾向にあったことを示している。

以上の結果は、さほど統計的に有意でないため、明確な結論を導くことは難しい。しかし、仮に財政支出拡大のニュースが1990年代前半は円高に導く一方、1990年代末には円安に導くようになっていたとすれば、経済対策の決定による将来の為替レートに対する期待が1990年代前半と後半で変化したことになる。

(3) 長期利子率へのインパクト

以下の分析の目的は、経済対策決定のニュースが、その後の長期利子率にどのようなインパクトを与えたかを計測することにある。分析に当たっては、試みとして、長期国債流通利回りに関しても、(4)式や(5)式と同様の式の推計を行った。しかし、その推計では、ダミー変数の係数はほとんど有意でなく、その結果も不安定であった。これは、同じ資産価格であっても、長期国債の価格の決定にはある程度の情性が存在したからとも考えられる。そこで、以下では、各経済対策が最終決定された前後で、長期国債流通利回りの変化率がどのように変化したかを、簡単な回帰で検証する。

具体的には、長期国債流通利回りの対数値の差分(ΔR_t)を被説明変数とし、それを、経済対策の最終案に関するニュースが報道された以前は0、それ以降は1をとるダミー変数に回帰させた。ただし、説明変数には、ダミー変数に加えて、ラグ付き内生変数および金融政策の変化を示すコール・レートと公定歩合ダミーを用いて、以下のような式の推計を行った²⁰。

$$\Delta R_t = \text{定数項} + \phi_j DDj_t + \eta \Delta Call_t + \phi_1 \Delta R_{t-1} + \phi_2 \Delta R_{t-2} + \phi_3 \Delta R_{t-3} \quad (6)$$

ここで、 DDj_t はニュースが報道された時点 $t = j$ 以前は0、時点 $t = j$ 以降1の値をとるダミー変数である。

以下の分析で使用する長期国債流通利回りのデータは、国債指標銘柄利回りの正午と終値の日次データである。サンプル期間は、各経済対策の最終案が決定される前の10営業日と後の10営業日の合計20営業日とした。推計式では、被説明変数が差分をとったものであるため、ダミー変数の係数が統計的に有意にプラスである場合、経済対策の最終案に関するニュースが長期利子率を上昇させたと判断できる。

表6は、(6)式の推計結果をまとめたものである。表の結果をみると、ダミー変数 DDj_t の係数値はほとんどのケースで有意ではなく、経済対策の最終案の発表がその後の長期国債流通利回りを上昇させたという現象は1990年代を通じてほとんど観察されない。特に、1994年2月、1995年9月、1998年4月では、ダミー変数の係数は、小さいながらもマイナスの符号をとった。

20 公定歩合ダミーを加えたのは、1995年9月のみである。

表6 ニュースの長期利子率へのインパクト

	1992年8月	1993年4月	1994年2月	1995年9月	1998年4月	1998年11月	1999年11月
<i>DDj</i>	0.0013 (0.502)	0.0013 (0.409)	-0.0026 (-0.536)	-0.0009 (-0.241)	-0.0038 (-0.935)	0.0226 (2.261)**	0.0025 (0.609)
$\Delta R(-1)$	0.1362 (0.810)	0.0901 (0.451)	0.0021 (0.014)	0.0298 (0.180)	-0.2087 (-1.203)	-0.0275 (-0.165)	0.1558 (0.950)
$\Delta R(-2)$	-0.0570 (-0.343)	0.3773 (1.876)*	-0.0533 (-0.353)	-0.1912 (-1.135)	-0.1816 (-1.062)	-0.0961 (-0.581)	-0.0068 (-0.040)
$\Delta R(-3)$	0.2063 (1.199)	-0.0200 (-0.092)	-0.2358 (-1.538)	-0.2810 (-1.846)*	0.0786 (0.463)	-0.2159 (-1.322)	-0.0164 (-0.097)
$\Delta Call$	0.0082 (0.617)	0.0044 (0.876)	-0.0012 (-0.010)	0.0392 (0.657)	-0.0124 (-0.306)	-0.0404 (-0.460)	0.1108 (0.509)
<i>Dummy</i>				0.0082 (0.311)			
R^2	0.0873	0.1047	0.0704	0.1404	0.0875	0.1503	0.0468

備考：1. 推計値の下の括弧の中は、*t*値。 **、*はそれぞれ5%、10%水準で有意であることを示す。

2. 日付の後の括弧の中は、推計期間。

3. 定数項の推計値は、省略。

4. *Dummy*は、公定歩合の引下げダミー。

5. 各推計におけるダミー変数*DDj*が1の値をとるのは、以下のとおりである。

1992年8月：8月28日昼以降。1993年4月：4月12日終値以降。1994年2月：2月9日昼以降。

1995年9月：9月20日昼以降。1998年4月：4月24日昼以降。1999年11月：11月16日昼以降。

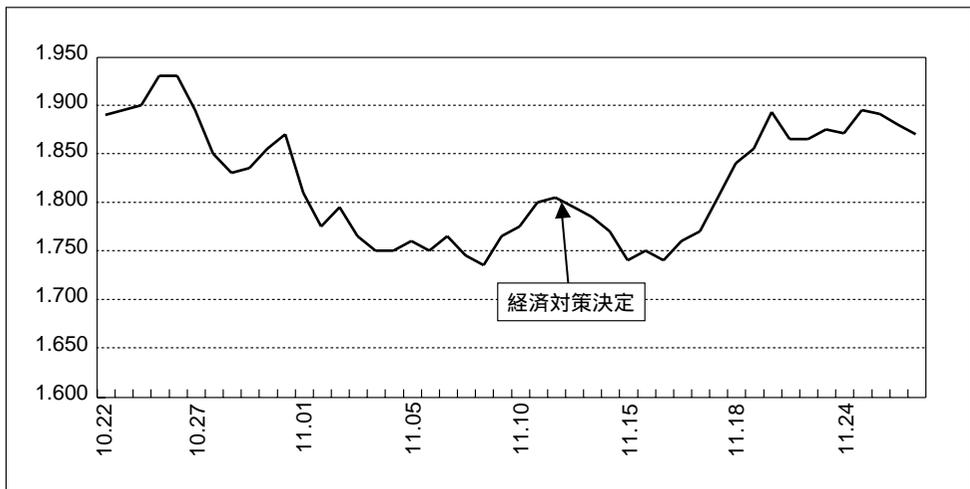
1999年11月：11月11日昼以降。

しかし、1998年11月と1999年11月の経済対策では、正式決定が行われた後に長期利子率の上昇が観察され、その傾向は1998年11月の経済対策において統計的に有意でプラスであった。これは、1998年11月17日にムーディーズによる日本国債の格下げが行われたことを反映したものと考えられる。実際、1998年11月と1999年11月のいずれの経済対策でも、正式決定前後の長期利子率をグラフに描いてみると、1998年11月では正式決定の直後に、また1999年11月では正式決定の数日後に長期利子率の上昇が観察されることがはっきりと読み取れる（図2、図3）。

図2 1998年11月の経済対策決定前後の長期利率の推移



図3 1999年11月の経済対策決定前後の長期利率の推移



経済対策後の長期利率の上昇は、ケインズ経済学のフレーム・ワークでも、クラウディング・アウトという観点から議論することは可能である。しかしながら、1990年代末の日本では、財政赤字の累積が深刻化したことを考え合わせると、政府の予算制約の問題がこの時期、長期利率を高めた可能性は否定できない。特に、財政赤字拡大のニュースが日本国債の格下げを引き起こし、それが長期国債流通利回りを上昇させたという1998年11月の結果は、3節(2)で議論したモデルにおいて、 s_t [および s_{t+j} ($j \geq 1$)] の下落が(3)式の右辺の値を下落させた結果、右辺の Q_t が低下するというFTPLの考え方と整合的である。

(4) 実証結果の解釈

これまでの実証結果は、財政支出増額のニュースが株価、為替レート、長期利子率に与えたインパクトが、1990年代初めと半ば以降では大きく異なったことを示している。そのなかで、1990年代に株価に対する財政政策のインパクトが低下したという結果は、1990年代を通じて財政支出乗数や社会資本の生産性効果が下落したとして説明ができるかもしれない。しかし、1990年代末の経済対策の財政規模が1990年代はじめの規模と比べて2倍近くになったことを考えると、乗数や社会資本の生産力効果の低下でわれわれの実証結果を説明するにはきわめて大きな低下が必要となってしまう。

このため、前節までの実証結果に対するより有力な説明は、政府の予算制約式からくる非ケインズ効果にインパクト低下の原因を求めることであろう。財政赤字の累積がさほど大きくない段階では、人々は中長期的な政府の予算制約をさほど認識しない傾向があると考えられる。これに対して、財政赤字の累積が大きくなってくると、財政政策の効果を評価するうえで、人々は政府の予算制約の存在を認識する必要が出てくる。したがって、1990年代後半、人々は、財政政策の短期的な拡大効果よりも、財政赤字累積によるネガティブな効果をより大きく考える傾向があった可能性がある。

仮に人々が政府の予算制約がもたらすマイナスの効果を強く認識した場合、財政支出拡大のマクロ経済への効果は限定的となる。特に、財政赤字を解消するために近い将来に増税や歳出のカットが予想される場合、現在の財政支出拡大のインパクトは小さくなる。1990年代半ば以降にニュースに対する株価や為替レートの反応が小さくなったという実証結果は、1990年代半ば以降、このような非ケインズ効果が発生したとする立場と整合的である。

しかし、非ケインズ効果のみを強調するストーリーでは、1990年代末に国債の格下げが行われ、長期利子率が上昇したという実証結果を整合的に説明することは難しい。1998年11月や1999年11月の経済対策決定後には、長期利子率が上昇する傾向があった一方、為替レートは緩やかながら円安となった。標準的な金利裁定を重視する立場からは、このような長期利子率と為替レートの反応を整合的に説明することは難しく、その意味では非ケインズ効果のみで1990年代末の財政政策を評価するには限界がある。

一方、政府の予算制約を非リカード的局面で考えるFTPLのアプローチでは、恒常的な財政赤字の拡大は財政余剰の割引現在価値の減少を意味する。このため、非リカード的局面での財政支出の拡大は、通貨価値の下落（すなわち、為替レートの減価）や国債価格の下落（すなわち、国債利回りの上昇）をもたらすと考えられる。1998年11月の経済対策決定後は、株価だけでなく長期利子率も上昇する一方、為替レートはわずかながら円安となった。1990年代前半はこれらのネガティブな効果はほとんど存在しなかったと考えれば、FTPLの考え方は1990年代末の長期利子率と為替レートの反応を不完全ながらも説明できることになる。

(5) 分析結果の留意点

本稿の分析の特徴は、株価、為替レート、長期利子率といった資産価格のデータを使って大規模な経済対策がマクロ経済へもたらした影響を検証することにある。株価などの資産価格は、リアル・タイムにデータが入手可能な数少ないマクロ変数である。また、株価は、月次のCI一致指数や鉱工業生産指数など主要な景気指数に有意な先行性を持っている²¹。したがって、日次データのような頻度の高いデータを使って財政政策決定のインパクトを検証するには、株価などの資産価格は適した経済指標といえる。しかし、政策の効果を評価するうえで株価など資産価格を用いることには、いくつかの大きな問題がある。

まず第1は、株価など資産価格が、企業業績などのファンダメンタルズを反映するだけでなく、心理的・投機的要因から実態と乖離して発生するバブル的要素を含んでいる可能性がある点である。一般に、株価を政策の指標とした場合、経済政策の対応のあり方は、株価の変動がファンダメンタルズを反映したものなのか、それともバブルによるものなのかによって大きく異なる。しかし、実際の株価の変動が、ファンダメンタルズを反映したものなのかどうかを瞬時に判別することはほぼ不可能である。したがって、政策指標としての株価はしばしば誤った情報をもたらすことになりかねない。

第2は、本稿の分析のように株価や為替レートといった資産価格のデータを使って財政支出のインパクトを計測する際には、資産価格がフォワード・ルッキング (forward-looking : 先読み変数) であることに注意する必要がある点である。資産価格がフォワード・ルッキングである点に注目した場合、1990年代を通じて財政支出が継続して拡大され続けた結果として、1990年代半ば以降は、経済対策が正式に決定される以前に、株価や為替レートが財政支出の拡大を織り込んでしまったとする解釈も可能となる。これは、マーケットが過大な財政支出を事前に期待した場合、仮に経済対策のマクロ経済への効果が大きかったとしても、株価は経済対策が正式に決定される以前にそれに見合った水準に達していることになるからである。したがって、この場合、正式決定の際の財政規模がマーケットの予想を上回らない限り、経済対策は実際の規模が大きなものでも株価には影響を与えないことになる。

福田 [2002] で議論したとおり、この考え方は財政支出が継続して拡大され続けた1990年代の状況を説明するのに1つの有力な考え方だと考えられる。特に、1994年2月や1998年4月の経済対策では、正式決定の直前での金額の上積みマーケットの予想に比べて少額だったことを考慮すると、この考え方は当時のアナウンスメントに対して株価が下落した事実をうまく説明できる。

しかしながら、上述の考え方では、株価の反応に加えて、長期利子率や為替レートの反応も1990年代を通じて変化したという結果を整合的に説明することは難し

21 例えば、原田 [2002]

い。加えて、1993年9月や1995年9月では、経済対策正式決定の直前での金額の上積みが大きかったにもかかわらず、その正式決定のアナウンスメントに対して株価は下落した。また、1998年11月と1999年11月の経済対策では、経済対策正式決定の直前に3兆円レベルの金額の上積みがそれぞれなされたにもかかわらず、その正式決定後の株価の反応はプラスではあったが、その上昇幅は限定的であった。したがって、資産価格がフォワード・ルッキングであるという点は、重要な考え方ではあるが、われわれの実証結果を十分に説明できていないと考えられる。

もっとも、以上の解釈がどれくらい妥当であるかを調べるには、経済対策が決定される過程でマーケット参加者の期待がどのように変化したかをより詳細に把握する必要がある。そこで、以下では節を改め、経済対策が正式決定されるプロセスにおいて、マーケットがニュースにどのように反応してきたかを、各経済対策が実施された前後の経済状況を個別に調べることによって検証する。これまで述べてきたように、いずれの経済対策においても、その実施が表明されてから正式決定されるまで、経済対策の内容に多くの変更が行われている。以下では、マーケットがそれにどのように反応したかを、本節で回帰分析を行わなかった経済対策やニュースも含めて具体的に検討する。

5. 経済対策の決定過程におけるマーケットの反応

(1) 1992年8月の総合経済対策

イ. 概要

1992年8月28日に決定された総合経済対策は、財政支出の拡大を伴ったという点で、1980年代から1990年代初頭にかけての財政再建路線を修正した大きな政策転換であったといえる。この景気対策を補正予算に盛り込むことが本格的に議論されるようになったのは、1992年8月6日頃からである。しかし、当初は必ずしも財政再建路線を転換し、景気浮揚策を柱とした補正予算を組むべきかどうかは与党・自民党の中でも意見の一致があったわけではない。特に、大蔵省は補正予算の早期提出に慎重な姿勢を示していた。このため、8月7日(金)、自民党は8月28日を目処に総合経済対策の全容をまとめることを決め、全体の事業規模も「6兆円を超え7兆円に近い額」になる見通しを示したにもかかわらず、マーケットの反応はネガティブであった。8月6日(木)の終値では1万5,900円を超えていた日経平均は、7日(金)の終値で1万5,500円台へ、そして週明けの10日(月)には一時1万5,000円を割り込むこととなった。また、8月3日の段階では1ドル=127.2円であった為替レートも、10日(月)には1ドル=128円台にまで下落した。

この事態を受けて、18日、大蔵省は、市場安定のための緊急対策として、銀行の株売却抑制や不良債権処理策を盛り込んだ「金融行政の当面の方針」を発表した。また、同日、自民3役が、総合経済対策として金融を含めて大胆な思索を行うこと

を経団連会長に表明した。その結果、株価はその後反発し、20日には再び1万5,000円台を回復した。しかし、マーケットが本格的に回復し始めたのは、総合経済対策の政府案の骨格が固まった21日以降であるといつてよい。この案は、当初の想定を上回る事業規模7~8兆円というものであり、一般会計公共事業でも3兆円を越すものであった。これを受けて、日経平均株価は、21日終値で1万6,000円台となり、週明けの24日には一時1万7,000円台を回復するなど大幅に続伸した。また、21日の時点では1ドル=126円台であった為替レートも、週明けの24日に125円台、25日に124円台と、円高方向へ急伸した。

その間、事業規模の総額も毎日のように増額され、26日の政府原案では9兆円超、27日の政府・自民党案では9兆5,000億円超になり、結果的に28日朝に自民党が決定した総額では10兆7,000億にものぼった。21日の時点では事業規模7~8兆円と考えていたわけであるから、1週間のうちに約3兆円の増額が行われたこととなる。この大幅な増額に対するマーケットの捉え方は概ね好意的で、株価も28日には一時1万8,000円台を回復した。

ロ．ニュースのインパクト

以上のように、1992年8月の経済対策は、株価の大幅な下落を受けて急きょ策定されたものであり、8月21日以降はそのマーケットへのプラスのインパクトは大きかった。表7は、1992年8月の総合経済対策が正式決定されるまでの一連のニュースに、株価、為替レート、長期利子率がどのように反応したかをまとめたものである。表から、追加景気対策を行うという8月6日夜のアナウンスメントや、事業規模を初めて明示した8月7日の自民政務調査会の発言は、マーケットに目立ったインパクトはなく、株価はむしろ下落したことが読み取れる。これは、この時期、それまでの財政再建路線を転換するという方針が、政府・自民党と大蔵省の間で十分に合意されていなかったことも影響したと考えられる。

しかしながら、それぞれ1兆円を超える事業規模の増額を伴うその後4回にわたるニュース（8月21日、24日、26日、および27~28日）は、いずれもマーケットに大きなプラスのインパクトを与えている。特に、株価は8月24日のニュースを除けば大幅に上昇し、為替レートもマルク安につられた8月24日を除けば大幅に円高に振れ、28日には1ドル=123円台となるなど、20日間で4円以上の円高となった。ただし、その後のニュースでも、事業規模総額の変更を伴わない8月28日夜の政府による経済対策の正式決定は、午前に発表された自民党案をより具体化したものであったが、マーケットにはインパクトがなく、株価は逆に下落した。

これらの結果は、この時期、財政支出の拡大がマーケットにポジティブなインパクトを与えたのは、具体的な事業規模総額の拡大を伴ったときであったことを示しており、伝統的なケインズ効果とも整合的である。特に、財政支出の拡大が予想されないニュースであればあるほど、マーケットの反応も大きく、財政支出拡大のネガティブな側面は、この時期ほとんど観察されなかった。

表7 ニュースのインパクト(1) : 1992年8月28日の総合経済対策決定

(1) 92.8.7 朝刊	自民党筋が明かず、追加景気対策に補正規模も盛る(6日夜)			
	株価	為替レート	長期利子率	
8.6(木) 昼	15848.05	127.53	5.000	
終値	15926.44	127.53	5.005	
8.7(金) 昼	15618.63	127.79	5.030	
終値	15518.27	127.95	5.030	
(2) 92.8.8 朝刊	総合経済対策、28日メドに全容 - 自民(政務調査会)、事業規模も明示 全体の事業規模は、6兆円を超え7兆円に近い額、自民(政務調査会)			
	株価	為替レート	長期利子率	
8.7(金) 昼	15618.63	127.79	5.030	
終値	15518.27	127.95	5.030	
8.10(月) 昼	15001.61	128.03	5.040	
終値	15066.34	127.92	5.020	
(3) 92.8.22 朝刊	政府・自民党が今月末にまとめる総合経済対策の政府案の骨子固まる 総合経済対策の政府案、事業規模7~8兆円に - 当初の想定(6兆円強)上回る			
	株価	為替レート	長期利子率	
8.21(金) 昼	15997.49	126.35	4.755	
終値	16216.88	126.45	4.765	
8.24(月) 昼	16709.15	125.25	4.750	
終値	16627.96	125.33	4.720	
(4) 92.8.25 朝刊	総合経済対策自民党方針決定、事業規模8兆円超、公共事業最低でも3兆円以上			
	株価	為替レート	長期利子率	
8.24(月) 昼	16709.15	125.25	4.750	
終値	16627.96	125.33	4.720	
8.25(火) 昼	16768.67	124.63	4.705	
終値	16380.77	124.85	4.635	
(5) 92.8.27 朝刊	総合経済対策・政府原案 財投追加、4兆円確保、総合経済対策12項目明日決定、総額で9兆円超す			
	株価	為替レート	長期利子率	
8.26(水) 昼	16527.30	124.88	4.815	
終値	16541.65	124.95	4.850	
8.27(木) 昼	17515.05	125.08	4.835	
終値	17555.00	124.95	4.845	
(6) 92.8.28 朝刊	事業規模、9兆5,000億円超す - 総合経済対策きょう決定(政府・自民党)			
(7) 92.8.28 夕刊	自民党・総合経済対策決定(28日午前)、政府今夜決定 事業規模10兆7,000億円、最大の総合経済対策 - 公共投資に8兆円			
	株価	為替レート	長期利子率	
8.27(木) 昼	17515.05	125.08	4.835	
終値	17555.00	124.95	4.845	
8.28(金) 昼	18016.96	123.50	4.845	
終値	17970.79	123.60	4.930	
(8) 92.8.29 朝刊	政府・総合経済対策決定、自民党案を具体化 事業規模10兆円7,000億円の総合対策 - 景気、下期回復狙う			
	株価	為替レート	長期利子率	
8.28(金) 昼	18016.96	123.50	4.845	
終値	17970.79	123.60	4.930	
8.31(月) 昼	17855.68	123.18	5.010	
終値	18061.12	123.42	5.000	

(2) 1993年度の経済対策

イ．1993年4月の総合経済対策

1993年4月13日に決定された総合経済対策は、景気を回復軌道に乗せることを目的とした景気対策であった。総合経済対策の決定プロセスでは、当初からその事業規模が1992年8月の経済対策規模10兆7,000億を上回るかどうか大きな議論の焦点となった。自民党からは3月18日に事業規模12兆円超の要望がなされ、3月19日には自民党政策担当首脳が経済対策を「13～14兆円規模に」する見通しを明らかにした。

ただし、総合経済対策が1992年8月の経済対策規模を上回ることが明確となったのは4月1日午後に行われた宮沢首相の記者会見以後で、4月6日には事業規模の総額が12兆円程度になる総合経済対策の骨格が固まった。この事業規模は当初の見通しと異なるものでなかったが、株式市場は事業規模自体が1992年8月の経済対策を上回ったことを好感した。その結果、株価は3月中旬以降着実に値上がりし、日経平均は、3月29日に1万9,000円台、4月7日には一時2万円台を回復するなど、大幅な上昇を続けた。特に、事業規模13兆2,000億円の総合経済対策が政府・自民党によって正式決定された4月13日以降、日経平均は2万円台を安定して推移した。

ロ．ニュースのインパクト

表8は、1993年4月の総合経済対策が正式決定されるまでの一連のニュースに、株価、為替レート、長期利子率がどのように反応したかをまとめたものである。表から、3月中になされたいくつかの自民党首脳の発言は、具体的な事業規模額に言及した場合でも、マーケットに目立ったインパクトはなく、株価はむしろ下落した傾向すら読み取れる。しかしながら、4月1日午後には首相が事業規模を過去最大とする発言を行った後は、経済対策のニュースは、いずれも株価に大きなプラスのインパクトを与えている。これらの結果は、財政支出の拡大がマーケットにポジティブなインパクトを与えるためには、コミットメントのクレディビリティ（信認）が重要であることを示唆している。この時期、ニュースが信頼のおけるものである限り、財政支出の拡大に関する発言は効果があり、そのニュースが予想されないものであればあるほど、マーケットの反応も大きかったといえる。

なお、1992年8月の経済対策の際と同様に、経済対策のニュースで株価が大幅に上昇した際には、為替レートも円高に振れる傾向が観察される。特に、3月30日の時点では1ドル＝116円台後半であった為替レートは、4月1日の終値で114円台半ば、4月5日の終値で113円台と、円高方向へ急伸した。ただし、この時期、トレンドとしては長期金利は下落していたが、経済対策のニュースで株価が大幅に上昇した際の長期利子率の反応ははっきりせず、場合によっては上昇する傾向も観察された。財政のマイナスの側面が、この時期、わずかながらではあるが認識され始めたといえる。

表8 ニュースのインパクト(2) : 1993年4月13日の総合経済対策決定

(1) 93.3.16	夕刊	自民4役意向、追加景気対策、10兆7,000億円(昨年8月の規模)超に(16日朝) 「昨年の総合対策上回る必要」(自民党側)		
		株価	為替レート	長期利子率
3.15(月) 昼		18039.33	118.37	3.990
終値		18086.18	118.18	3.995
3.16(火) 昼		18004.41	118.13	4.010
終値		17968.30	117.78	4.005
(2) 93.3.19	朝刊	自民党総合景気対策本部(本部長三塚政調会長)・党政調13部会(18日) 景気対策、12兆円超を要望、自民13部会-公共事業を拡大		
93.3.20	朝刊	自民政策担当首脳見通し、経済対策「13-14兆円規模に」(19日)		
		株価	為替レート	長期利子率
3.18(木) 昼		18772.75	117.15	4.055
終値		18727.90	116.94	4.040
3.19(金) 昼		18553.13	116.01	4.005
終値		18537.17	116.10	3.990
3.22(月) 昼		18669.91	116.13	4.035
終値		18784.39	116.02	4.065
(3) 93.4.1	朝刊	自民佐藤総務会長、補正予算、国会延長し処理、追加経済対策の規模は10兆円前後 (31日)補正予算案、2-3兆円に		
93.4.2	朝刊	三塚氏(政調会長)見通し、追加対策規模「昨夏上回る」(31日)		
93.4.3	朝刊	首相表明(4月1日午後)景気対策、規模最大規模に。秩序ある円高容認 政府の見通し、総合経済対策、12兆円規模で調整へ		
		株価	為替レート	長期利子率
3.30(火) 昼		18875.03	116.92	4.240
終値		18963.16	116.78	4.200
3.31(水) 昼		19009.34	115.60	4.220
終値		18591.45	115.35	4.210
4.1(木) 昼		18682.26	114.65	4.200
終値		19099.09	114.54	4.200
4.2(金) 昼		19686.98	114.20	4.200
終値		19446.94	114.00	4.215
4.5(月)		19766.59	114.00	4.280
終値		19759.46	113.83	4.265
(4) 93.4.7	朝刊	政府、総合経済対策の骨格が固まる 事業規模12兆円程度、300億円を上回る政策減税、所得税減税見送り 自民党は13兆円を超す事業規模にしたい考え、政府と自民党の調整急ぐ		
		株価	為替レート	長期利子率
4.6(火) 昼		19533.78	113.87	4.270
終値		19486.80	114.28	4.285
4.7(水) 昼		19921.29	114.00	4.320
終値		19829.23	114.02	4.375
(5) 93.4.13	朝刊	総合経済対策きょう決定、13兆円台前半に 政府は事業規模12兆円台とする方向で自民党と調整、自民党は上積みを主張		
93.4.13	夕刊	自民決定(13日午前)、総合景気対策13兆2,000億円-公共投資10兆6,000億		
93.4.14	朝刊	政府決定(13日)13兆2,000億円総合経済対策-景気下期回復へ財政主導 「真水」は5兆円、(昨年8月の経済対策の真水は4兆2,400億円)		
		株価	為替レート	長期利子率
4.12(月) 昼		19820.30	112.80	4.270
終値		19882.14	112.95	4.250
4.13(火) 昼		20219.76	112.68	4.255
終値		20740.29	113.33	4.270
4.14(水) 昼		20624.23	113.47	4.260
終値		20533.38	113.47	4.210
4.15(木) 昼		20449.65	113.95	4.235
終値		20675.84	113.43	4.240

八．1993年9月の緊急経済対策

1993年9月16日に決定された緊急経済対策は、細川連立内閣のもとで行われた最初の景気対策であった。すでに4月の総合経済対策によって補正予算が決定されていたため、政府は当初、景気対策を規制緩和策と円高差益還元策に限定し、追加的財政支出（2次補正）には必ずしも積極的ではなかった。しかし、経済企画庁が9月7日午前に発表した「9月の月例経済報告」で景気回復が足踏み状態にあるという景気判断が示されると、財政面での支出を伴う景気対策に関する議論が政府からも盛んに出されるようになった。その結果、9月8日に官房長官と首相がそれぞれ景気対策を盛った2次補正を組むことを表明し、16日に事業規模6兆1,500億円の緊急経済対策が決定された。

ただ、過去2回の景気対策とは大きく異なり、1993年9月の緊急経済対策のアナウンスメントはマーケットにほとんどインパクトがなかった。むしろ、景気対策が表明された8日以降や、正式決定された16日以降は、日経平均株価が逆に下落する傾向さえ観察された。また、為替レートも、9月はじめから中旬にかけて1ドル＝105円のレンジで安定し、過去2回の経済対策のときのような円高へは振れなかった。

これは、公定歩合の引下げ期待があったにもかかわらず引下げが行われなかったことに加えて²²、2次補正であったため、事業規模、特に国が直接負担する支出が限られていたことが大きかったとも考えられる。実際、17日の『日本経済新聞（夕刊）』は、株式が続落した理由として、「前日発表された緊急経済対策は景気浮揚面での即効性がない」とのマーケットの見方をあげている。

マーケットは、経済対策の事業規模を予想する際、前年度の実績を目安とする傾向がある。事業総額が、前年8月の総合経済対策の規模を下回った1993年9月の緊急経済対策は、その意味で予想を下回る財政支出であり、その結果、株価が下落したのは、予想されない財政支出の拡大のみがプラスのインパクトをマーケットに与えるとするフォワード・ルッキングの考え方と整合的といえる。もっとも、この経済対策の教訓から、その後の経済対策では、少なくとも前年度の規模を上回る支出を行うべきだという議論が一般化し、それがその後の財政規模の大幅な拡大につながった可能性は否定できない。

（3）1994年2月の総合経済対策

イ．概要

1994年2月8日に決定された総合経済対策は、細川連立内閣のもとで決定された2度目の景気対策であり、宮沢内閣の際の総合経済対策を含めれば、1993年度で3度目の追加的景気対策（3次補正）であった。この景気対策が決定されるまでの大きな特徴は、当時の政治的な混乱によってその発表が延期され、それによって株価も大幅に乱高下したことである。

.....
22 公定歩合は、結局、9月21日に引き下げられた。

1994年1月当初、連立与党は1月中旬を目処に事業規模7兆円超の景気対策を発表する予定であった。この予定は、初めから政治改革関連法案に関する与党内の調整が難航したため、徐々に延期されたが、21日までは株価も順調に回復し、経済に好影響を与えた。しかし、21日午後の参議院本会議で政治改革関連法案が社会党議員の造反によって否決されると、政治的混乱が深まり、景気対策をすぐに発表することは困難となった。その結果、週明け24日の日経平均株価は1,000円近く的大幅な下落となり、政治的な混乱は経済的混乱へ波及することとなった。

株価の大幅な下落を受け、政府は1月25日に投融資9兆円に迫る総合経済対策の骨格を発表すると同時に、1月28日にはその具体的な内容を2月2~4日に発表することを明らかにした。また、自民党と妥協することによって1月29日午後には政治改革関連法案を成立させ、政治的混乱をひとまず收拾させた。その結果、週明けの31日に日経平均株価は2万円台を回復、その後の1週間は2万円台を維持することとなる。その間、政治的には、経済対策に盛る予定だった減税の財源をめぐり、連立与党内での調整は難航した。特に、2月3日未明に細川首相の判断でまとめられた「消費税を国民福祉税に変更し3年後に7%に引き上げる」という合意は、社会党の大きな反発を招き、経済対策の決定はさらに遅れることとなる。ただし、3日に総合経済対策の規模が総額で過去最大の15兆1,000億円程度になる見通しが明らかにされたこともあり、株価は、総合経済対策が正式決定されるまで、比較的安定した動きを示した。

2月8日午後、政府と連立与党は、5兆4,700億円の所得税・住民税の減税を含む総額15兆2,500億円の総合経済対策をそれぞれ決定した。総額でみた場合、この経済対策は過去最大のものであった。しかし、既に織り込み済みという見方から市場での反応は鈍く、9日以降、株価はむしろ下落し、日経平均株価は15日には円高の進行もあって1万9,000円を割り込むことになる。

総合経済対策の決定が「国民福祉税」創設構想の白紙撤回をもとに合意された分、減税の財源問題は先送りされることとなった。また、10日には内示が出された1994年度予算の大蔵原案は、1993年度当初予算比1%増という緊縮型であったが、国債発行額は13兆3,430億円にものぼり、そのなかには1989年度以来5年ぶりの赤字国債3兆1,340億円を含むものであった。平成不況となって行われた計4回の景気対策規模の総額が45兆円にもなり、徐々に経済対策のポジティブな面ばかりではなく、財政赤字の増加というネガティブな面も、赤字国債の累積というかたちで顕在化してきたといえる。

ロ．ニュースのインパクト

表9は、1994年2月の総合経済対策が正式決定されるまでのニュースに、株価、為替レート、長期利率がどのように反応したかをまとめたものである。表から、政治的な混乱の中で株価が乱高下し、1月に行われた事業規模や減税に関するアナウンスメントは、いずれも株価を上昇させたことが読み取れる。ただし、この時期の為替レートや長期金利の反応ははっきりせず、為替レートが円高に振れ、長期金利

表9 ニュースのインパクト(3) : 1994年2月8日の総合経済対策

(1) 94.1.7 夕刊 連立与党の景気対策、3次補正、事業規模7兆円超に				
	株価	為替レート	長期利子率	
1.6(木) 昼	17887.79	112.78	3.035	
終値	17881.99	112.65	3.015	
1.7(金) 昼	17981.00	112.75	2.990	
終値	18124.01	112.48	2.970	
1.10(月) 昼	18419.84	111.68	2.980	
(2) 94.1.26 朝刊 投融資9兆円に迫る、政府が総合経済対策骨格 - 住宅公庫融資、6万戸上積み 総合経済対策の骨格、減税を加えると昨年4月の規模(13兆2,000億円)上回り過去最高に				
	株価	為替レート	長期利子率	
1.25(火) 昼	18427.84	111.69	3.210	
終値	18648.36	111.55	3.305	
1.26(水) 昼	18766.48	110.48	3.435	
終値	19138.21	110.24	3.500	
(3) 94.1.29 朝刊 政治改革合意成立(28日夜、細川・河野会談で) 消費増税明示焦点に - 経済対策、福祉財源化など調整案 経済対策、来週発表へ、6~7兆円規模の所得税減税、投融資の合計事業規模で9兆円				
	株価	為替レート	長期利子率	
1.28(金) 昼	18762.98	108.65	3.395	
終値	18757.88	109.10	3.490	
1.31(月) 昼	19809.18	109.80	3.590	
終値	20229.12	109.55	3.540	
(4) 94.2.2 夕刊 事業規模14兆円超に、公的投融資9兆円に迫る - (3日の経済対策閣僚会議で決定へ) 94.2.3 朝刊 減税財源に国民福祉税、首相決断(3日未明)、消費税を97年4月に変更 - 新税率7% 所得・住民税減税94年1月、5兆3,000億円、97年以降は純増税に 夕刊 総額、減税含め15兆1,000億円に、所得3兆6,000億円、住民1兆7,000億円、投融資の規模9兆4,000億円				
	株価	為替レート	長期利子率	
2.1(火) 昼	20371.74	108.25	3.505	
終値	20416.34	108.00	3.480	
2.2(水) 昼	20142.81	108.29	3.515	
終値	20250.03	108.43	3.470	
2.3(木) 昼	20119.71	108.27	3.470	
終値	20174.82	108.26	3.500	
2.4(金) 昼	20062.91	108.42	3.550	
終値	20301.43	108.37	3.530	
(5) 94.2.8 朝刊 6兆円減税先行実施へ、「福祉税」を撤回 財源、協議で検討 夕刊 6兆円減税先行で決着、1年の時限立法与党で合意(8日午前の連立与党・代表者会議) 財源「年内に処理」、協議機関設置へ「福祉税」は白紙 94.2.9 朝刊 政府・与党決定(8日午後)、(政府の経済対策閣僚会議と連立与党の政策幹事会で) 総合経済対策15兆2,500億円、所得・住民税の減税5兆4,700億円				
	株価	為替レート	長期利子率	
2.7(月) 昼	20019.40	108.83	3.590	
終値	20014.40	108.90	3.525	
2.8(火) 昼	20489.85	108.63	3.540	
終値	20251.23	108.70	3.500	
2.9(水) 昼	19878.29	108.23	3.425	
終値	19841.38	108.14	3.425	

が下落するというこれまでの景気対策でのパターンは観察されなかった。

一方、ほぼ同じ事業規模と減税実施に関するアナウンスメントでも、将来の消費税増税を明示した2月3日未明のニュースは株価を下落させることになったが、消費税増税を撤回し、とりあえず減税を先行実施させるという2月8日のアナウンスメントは、株価を一時的に上昇させている。この結果は、リカード的な局面が強く働くのは将来の増税をコミットしたときであり、将来の財源があいまいなままの財政支出拡大では必ずしもリカード的なメカニズムが働いていなかった可能性を示唆している。

ただし、この時期、消費税増税のコミットメントは政治的混乱を増幅させて株価を下落させる効果がある一方、消費税増税の撤回は逆に政治的混乱を收拾させることを通じて株価を安定化させる効果があったと考えられる。また、2月3日未明のニュースでは事業規模の増額がほとんどなく、それをマーケットがネガティブに捉えた可能性も否定できない。さらに、消費税増税の撤回のニュースは一時的に株価を上昇させたが、その効果は長続きせず、株価はすぐに反落している。したがって、以上の結果からだけで、リカードの局面の妥当性を厳密に議論することは難しいといえる。

(4) 1995年の経済対策

イ．1995年4月の緊急・円高経済対策

村山連立内閣のもとで行われた1995年4月の経済対策は、4月に入って急速に進展した円高とそれに伴う株安に対応したものであった。「急速な為替レートの変動は日本経済の先行きに重大な影響を及ぼす恐れがある」との認識に基づき、円高対策を打ち出す方針が政府によって明らかにされたのは、4月7日である。急速な円高の方はそれ以降も19日に一時1ドル＝79円台のピークに至るまで進展したが、株価はこの方針決定を契機に上昇に転じた。

政府が円高対策を正式決定したのは、4月14日であり、それは同日の公定歩合の引下げと歩調を合わせるかたちで発表された。その主たる内容は、内需拡大のために1995年度第1次補正予算を早期に編成するというものであり、その財源として赤字国債を発行することを明記したという点では財政政策における1つの方針転換であったといえる。この発表直後では、マーケットの反応は鈍く、株価は伸び悩み、円高も進行した。しかし、17日にニューヨークの株価（ダウ平均）が最高値を更新したことや、19日以降為替レートの円高傾向に反転がみられたことなどが好材料となり、短期金利の大幅な下落もあって、株価はその後大幅に回復した。

ロ．1995年9月の経済対策

1995年9月の経済対策は、兵庫銀行や木津信組の経営破綻が表面化し、邦銀の海外での資金調達にジャパン・プレミアムと呼ばれる金利上乘せが発生するなど、日本の金融システムの不安定さが顕在化した時期に策定された。ただし、対策の内容

は、これまで以上に公共事業による内需拡大を目的としたものが主であり、事業規模も減税分を除けば過去最高のものとなった。

株価（日経平均）は、経済対策が議論されるようになった9月はじめの段階で、1万8,000円台にあり、決して低迷していたわけではなかった。このため、1995年9月の経済対策のアナウンスメントに対する株価に対する反応は概して鈍かったといえる。この時期、株価が唯一大きく反応したのは、経済対策の決定に先立って行われた9月8日の公定歩合の引下げとそれに伴う短期金利の下落であろう。この金利の引下げによって、7日に1万7,600円台であった日経平均は、14日には1万8,700円台と1,000円以上も上昇した。

その一方、当初は総事業規模が10兆円超とみられていた経済対策が、20日の決定では総事業費14兆2,200億円と大幅に増額され、「真水」でも8兆円と予想をはるかに上回る規模として発表されたのにもかかわらず、20日以降株価は連日下落し、日経平均も22日以降1万8,000円割れと9月当初の水準を下回る事となった。これまでの経済対策では、事業規模が前年度より大きく、かつその伸びが予想を上回るものであれば、マーケットに大きなプラスのインパクトをもたらしてきた。しかし、1995年9月の経済対策では、その従来のパターンが成立せず、マーケットが財政支出の拡大の効果に徐々に懐疑的となった時期でもあった。

（5）財政構造改革法見直し後の経済対策

イ．1998年4月の総合経済対策

1998年4月24日に決定された総合経済対策は、財政再建を目的とした財政構造改革法を見直し、再び財政支出の拡大を始めた最初の経済対策であった。この景気対策の議論が本格的に開始されたのは3月はじめ頃であり、3月8日には山崎自民党政調会長が事業規模で10兆円を超える景気対策を行う方針を表明した。また、3月26日には、総合経済対策の基本方針の骨子が固められた。特に、26日午前の段階では12兆円超とみられていた事業規模は、その日の午後発表された与党3党（自民、社民、さきがけ）の決定では一気に16兆円超と過去最大のものへと増額された。この方針決定を受け、25日には1万6,000円台であった日経平均は、26日には一時1万7,000円台を一気に回復した。

しかしながら、その後、財政改革法を改正する方向で議論が進み、総合経済対策で真水の財政出動の規模をできるだけ大きくする方針が明らかにされたにもかかわらず、株価は伸び悩んだ。特に、株価は、1998年度予算が成立した4月9日前後や財政改革法の改正と総合経済対策の政府決定が行われた4月24日に回復傾向をみせたが、その回復はほんの一時的にすぎず、日経平均株価は、4月末には1万5,000円台半ばと3月はじめの水準に比べて1,500円近く下落することとなった。

金融危機による景気的大幅な悪化や、事業規模の増額が3月末以降特に行われなかったことを考慮すれば、1998年4月の総合経済対策のニュースがマーケットに限られたインパクトしか与えられなかったことは、やむを得ない側面がある。また、

4節(2)で示したように、事業規模増額のニュース自体は、株価を押し上げる効果があった。しかし、16兆円を超える規模の事業規模が、この時期、経済の下支えに大きく役立ったという事実は必ずしも強くサポートされるわけではない。

ロ．1998年11月の緊急経済対策

1998年11月16日に決定された緊急経済対策は、総額23兆9,000億円と1990年代に行われた経済対策の中では最大のものであった。この景気対策の議論が出始めたのは10月はじめであり、10月6日午前には小渕首相が閣議で事業規模10兆円を超える補正予算と約7兆円の恒久減税の前倒しと額の上積みを行う方針を表明した。ただし、その当時の経済状況は、日経平均株価がバブル後の最安値となる1万3,000円割れとなるなど、金融不安・信用収縮による経済の低迷は深刻なものであった。このため、緊急経済対策に関する具体的な議論は、金融の早期健全化法案の成立後に行われることとなった。

その間、1998年10月の日経平均株価は、1万2,800円台から1万4,400円台の間を激しく乱高下した。しかし、10月下旬以降、大手行の資本注入への姿勢が明らかとなり、長銀の国有化や富士銀行と第一勧業銀行の提携など、金融市場の安定化に関するニュースが相次いで流れるなか、日経株価は11月4日以降、ようやく1万4,000円台で安定するようになる。特に、日経平均株価は、11月中旬以降、アップ・ダウンを繰り返しながらも上昇し、24日には1万5,000円台を回復することとなる。

もっとも、この時期の株価の上昇がどこまで緊急経済対策によるものであるかははっきりしない。実際、16日午前の緊急経済対策決定に対する株価の反応は、対策が「新鮮味に欠く」として非常に鈍く、株価が本格的に上昇したのは11月20日以降のことであった。また、経済対策決定後、長期金利は大幅に上昇し、17日にはムーディーズによる日本国債の格下げが行われた。財政赤字が累積した結果として生まれたこのような長期金利の上昇は、4節(3)でみたように、FTPLと整合的なものといえる。

ハ．1999年11月の経済新生対策

1999年11月11日に決定された経済新生対策は、緩やかな景気の回復が報告されるなか行われた1990年代最後の経済対策であった。景気回復が始まった時点で大規模な経済対策を行うことによって、「景気回復のため押しを狙う」というのがその大きな理由であった。この景気対策の議論が出始めたのは9月末である。この経済対策の事業規模は、10月時点での見通しでは、おおよそ10～13兆円とみられていた。それが、11月4日には事業規模が15兆円になる見通しが伝えられるなど、規模の上積みが行われ、11月11日午前に正式決定された際には18兆円にまで膨れ上がった。

その間、株価は1万8,000円台を維持し、緩やかな上昇をみせた。特に、事業規模の大幅な増額が伝えられた11月4日や対策が決定された11日直前は、株価の大幅な値上がりが観察された。しかし、4節(2)で示したように、事業規模増額のニュース自体は、全体としては株価を押し上げる効果は弱かった。特に、11日午前に対策

が発表された後は、事業規模が「市場の予測の範囲内」であるとして株価はむしろ下落した。この結果は、大規模な財政支出による景気の下支えが、この時期かなり限界にきていたことを示唆している。

(6) ニュースのインパクト

表10～12は、1998年4月の総合経済対策、1998年11月の緊急経済対策、1999年11月の経済新生対策のそれぞれについて、経済対策が正式決定されるまでのニュースに、株価、為替レート、長期利子率がどのように反応したかをまとめたものである。表から、経済対策のアナウンスメントの多くは、株価を上昇させる傾向にあったことが読み取れる。しかし、いずれも事業規模が20兆前後ときわめて大きなものであったにもかかわらず、株価の上昇は限定的であった。また、1990年代前半とは異なり、経済対策のニュースによる株価の上昇は一時的な場合が大半で、すぐに下落してしまうケースが多かった。

一方、この時期の長期金利（国債流通利回り）の反応をみると、経済対策のニュースで株価が上昇した場合、長期金利も上昇するという傾向が観察される。特に、長期金利は、1998年3月25日から27日にかけて1.49%から1.615%へ、1998年11月16日から17日に0.8%から0.86%へ、1999年10月22日から25日は1.89%から1.93%へ、それぞれ上昇している。1990年代初めの景気対策では、経済対策によって株価が上昇した場合、長期金利は横ばいかやや下落というパターンが一般的であったので、この結果は経済対策に対する長期金利の反応が全く逆になったことを示している。低金利政策と資金需要の低迷などによって、このような長期金利の上昇は必ずしも長続きするものではなかったが、少なくともこの時期、金利の動きも財政支出拡大のマイナスの側面を反映するようになってきたといえる。

一方、為替レートは、1998年10月上旬には景気対策への期待感と金融健全化法案の成立による株価の上昇に呼応するかたちで、大幅な円高が進行した。しかし、その他の時期には、経済対策のニュースで株価が上昇した場合、円安となることが少なくなかった。特に、1999年10月22日から25日にかけては長期金利が上昇したにもかかわらず、為替レートは緩やかな円安となった。これは金利裁定式の観点からすると、逆方向の為替レートの動きである。1990年代はじめの景気対策では、経済対策によって株価が上昇した場合、金利の低下にもかかわらず為替レートは円高となるというパターンが一般的であった。これらの結果は、経済対策に対するこのような長期金利と為替レートの反応が、1990年代後半にはもはや成立しなくなったことを示しており、理論的にはFTPLと整合的となっている。

表10 ニュースのインパクト(4) : 1998年4月24日の総合経済対策決定

98.3.9	朝刊	10兆円超す景気対策、事業規模、自民方針 - 情報通信重点 山崎政調会長ら表明(8日のテレビ番組で)、政策減税も		
		株価	為替レート	長期利子率
3.6(金) 昼		16972.93	127.63	1.590
終値		17131.97	127.23	1.615
3.9(月) 昼		17217.98	128.22	1.580
終値		16972.53	128.18	1.575
98.3.24	夕刊	自民幹事長、財政再建目標2年延長も、2005年期限に、所得税減税に道		
98.3.25	朝刊	財政再建目標延長も、所得減税、今後の選択肢 - 自民・加藤氏、路線転換へ布石		
98.3.26	朝刊	経済対策、事業規模12兆円超、25日政府・自民方針固める - 実質、過去最大に (自民党は、26日の党政調審議会と総務会などで、総合経済対策の基本方針をまとめる)		
98.3.26	夕刊	自民経済対策、「12兆円超」決定へ - 郵貯の自主運用拡大 (山崎政調会長、26日午前、事業規模について「11兆7,000億円を上回るものにしたいと表明」) 総合経済対策基本方針の内容		
98.3.27	朝刊	経済対策方針与党3党決定、最大の16兆円超 - 自民政調会長、「所得税減税浮上も」 (与党3党の政策担当責任者は26日夜、官房長官に基本方針を伝える) 山崎政調会長記者会見(26日夜)、16兆円に「現段階では所得税減税は含まれていない」 財政改革法改正、来月協議へ		
		株価	為替レート	長期利子率
3.24(火) 昼		16671.43	130.10	1.505
終値		16606.39	129.93	1.510
3.25(水) 昼		16659.94	130.03	1.505
終値		16658.34	129.68	1.490
3.26(木) 昼		16955.64	129.00	1.515
終値		16980.62	128.94	1.555
3.27(金) 昼		16858.94	128.91	1.600
終値		16739.26	129.09	1.615
98.3.30	朝刊	特別減税99年も継続、政府・自民方針、大型3~4兆円検討 - 98年分上積みも (特別減税は、現在、98年分を2月から6月にかけて2兆円規模で実施中)		
		株価	為替レート	長期利子率
3.27(金) 昼		16858.94	128.91	1.600
終値		16739.26	129.09	1.615
3.30(月) 昼		16788.21	130.53	1.595
終値		16263.04	131.67	1.600
98.4.6	朝刊	総合経済対策で加藤・山崎氏、国と地方実質的な財政出動、「8兆円超」を明言		
		株価	為替レート	長期利子率
4.3(金) 昼		15576.82	134.61	1.685
終値		15517.78	134.57	1.680
4.6(月) 昼		15666.43	134.65	1.695
終値		15705.99	134.78	1.660
98.4.10		特別減税98年4兆円に、首相表明、99年は2兆円を継続 - 財革法、今国会で改正 財政出動10兆円規模		
		株価	為替レート	長期利子率
4.9(木) 昼		16360.64	131.75	1.660
終値		16536.66	132.14	1.665
4.10(金) 昼		16345.05	130.46	1.640
終値		16481.12	129.03	1.605
98.4.24	朝刊	財政再建目標2年延長、財革法改正案決着へ、政府・与党		
98.4.24	夕刊	政府・自民、総合経済対策16兆円きょう決定 - 新社会資本1兆5,000億円 財革法改正案を決定、赤字国債発行額を弾力化、再建目標2005年に延長 総合経済対策今夜決定、恒久減税視野に - 個人所得税を見直す		
98.4.25	朝刊	総合経済対策決定、最大の16兆6,500億円(政府、24日夜、経済対策閣僚会議で決定) 特別減税(4兆円)・公共投資(7兆7,000億円)が柱、財政出動12兆円超		
		株価	為替レート	長期利子率
4.23(木) 昼		15874.33	130.12	1.535
終値		15761.69	130.55	1.515
4.24(金) 昼		16168.63	129.77	1.535
終値		16011.24	129.78	1.520
4.27(月) 昼		15729.72	131.94	1.495
終値		15649.95	132.65	1.490

表11 ニュースのインパクト(5) : 1998年11月16日の総合経済対策決定

98.10.3 朝刊	緊急経済対策策定へ、6日の閣議で首相指示へ、「雇用」「住宅」など検討 小淵首相、緊急経済対策へ、景気・株価に軸足 - 経済政策を総動員 事業規模10兆円の98年度第2次補正予算案と約7兆円の恒久減税前倒し処理と額の上積み			
	株価	為替レート	長期利子率	
10.2(金) 昼	13189.51	135.27	-	
終値	13223.69	134.79	0.710	
10.5(月) 昼	12910.71	134.97	-	
終値	12948.12	135.86	0.735	
98.10.6 朝刊	補正・減税を上積み - 首相、緊急経済対策を指示(閣議で関係閣僚に) 事業規模10兆円の第2次補正予算案と約7兆円の恒久減税を年内に前倒し処理し、 額の上積みも検討			
	株価	為替レート	長期利子率	
10.5(月) 昼	12910.71	134.97	-	
終値	12948.12	135.76	0.735	
10.6(火) 昼	13099.83	133.62	-	
終値	13021.64	132.86	0.730	
98.10.27 朝刊 夕刊	3次補正、1兆円上積み、政府・自民党内で構想浮上 緊急経済対策、来月16日に決定 - 4兆円の景気対策臨時特別枠に加えて財政規模上積みへ			
	株価	為替レート	長期利子率	
10.26(月) 昼	13858.49	118.57	0.860	
終値	13843.46	119.02	0.880	
10.27(火) 昼	13900.96	119.11	0.880	
終値	13820.68	119.37	0.905	
10.28(水) 昼	13681.95	118.24	0.890	
終値	13516.07	117.89	0.875	
98.11.10 朝刊	緊急対策原案、社会資本5分野に重点(16日に取りまとめる予定の原案が9日明らかに) 事業規模は、第3次補正予算と来年度実施する減税とを合わせて20兆円とすべきだとの声 (政府・自民党)			
	株価	為替レート	長期利子率	
11.9(月) 昼	14101.02	118.01	0.830	
終値	14194.54	119.37	0.835	
11.10(火) 昼	14151.01	122.31	0.830	
終値	14108.09	122.33	0.810	
98.11.13 朝刊	緊急経済対策、減税含め20兆円超(16日に取りまとめる政府案の見通し) - 財手法を無期限凍結 国・地方の実際の財政支出と減税(7兆円規模)を合わせた「真水」は15兆円規模に			
	株価	為替レート	長期利子率	
11.12(木) 昼	14272.48	122.26	0.845	
終値	14075.06	123.23	0.825	
11.13(金) 昼	14015.27	122.71	0.820	
終値	14268.21	121.69	0.815	
98.11.16 朝刊 夕刊	緊急経済対策今日決定、財政支出10兆円、総額23兆円超 事業規模17兆9,000億円、減税を加えると23兆円を超える見通し (16日午前に経済対策閣僚会議を開き正式決定) 緊急経済対策決定、減税含め23兆9,000億円(16日午前、経済対策閣僚会議) 事業規模17兆9,000億円、6兆円兆超の減税			
	株価	為替レート	長期利子率	
11.13(金) 昼	14015.27	122.71	0.820	
終値	14268.21	121.69	0.815	
11.16(月) 昼	14299.64	122.52	0.800	
終値	14428.27	122.15	0.845	
11.17(火) 昼	14383.06	121.77	0.855	
終値	14413.00	120.62	0.860	

表12 ニュースのインパクト(6) : 1999年11月11日の総合経済対策決定

99.10.6	朝刊	自公連立内閣が発足 - 首相会見、早急に経済対策 総合経済対策で自民亀井政調会長、「13兆円以上に」(5日、記者団との懇談で) 公共投資3兆5,000億円、2次補正で政府・与党方針(5日)		
99.10.6	夕刊	2次補正、ゼロ国債(入札の前倒し)5,000億円、政府・自民方針 - 電線地中化5,000億円		
99.10.7	夕刊	大蔵、2次補正5兆5,000億円提示(政策責任者、7日昼、国会内で会談で) 大蔵省は2次補正の事業規模は10~11兆円になると説明		
99.10.8	朝刊	首相、2次補正、事業規模で10兆円超指示へ(8日の閣議で) - 数兆円上積みで調整		
99.10.8	夕刊	首相、8日の閣議で2次補正「全体の事業規模は10兆円を上回るものとする」との方針表明		
		株価	為替レート	長期利子率
10.5(火)	昼	17852.95	106.57	1.615
	終値	17784.15	106.60	1.610
10.6(水)	昼	17852.69	106.89	1.660
	終値	17896.42	107.36	1.705
10.7(木)	昼	18060.55	107.78	1.705
	終値	18136.55	107.92	1.735
10.8(金)	昼	17934.10	107.73	1.740
	終値	18062.18	107.47	1.765
99.10.23	朝刊	総合経済対策骨格(22日固まる)、事業規模11~12兆円(信用保証枠の上積み分を含め)		
		株価	為替レート	長期利子率
10.22(金)	昼	17469.50	105.65	1.890
	終値	17438.80	105.45	1.895
10.22(月)	昼	17645.69	105.52	1.900
	終値	17719.73	105.97	1.930
99.11.4	朝刊	雇用創出へ奨励金、2次補正、中小企業向け500億円 総合経済対策15兆円に(見通し、3日明らかに) - 事業規模政府調達「中小・金融」膨らむ 社会資本に6~7兆円、金融対策の事業規模が8~9兆円 2次補正、6兆円規模も(大蔵省の想定5兆5,000億円上回る)		
		株価	為替レート	長期利子率
11.2(火)	昼	17937.75	104.37	1.765
	終値	17991.96	104.78	1.750
11.4(木)	昼	18248.72	104.99	1.750
	終値	18348.13	104.73	1.760
99.11.11	朝刊	経済新生対策(政府の最終案が明らかに)、事業規模は17兆円、介護経費含めると18兆円程度 事業規模は昨年の秋の総合経済対策から減税分を引いた額(17兆9,000億円)とほぼ同規模 7兆円程度の国費を盛り込んだ2次補正予算案を編成へ		
	夕刊	経済新生対策18兆円を政府決定(11日午前、経済対策閣僚会議で) 財政支出(真水部分)9兆円前後に		
		株価	為替レート	長期利子率
11.10(水)	昼	18294.97	104.78	1.800
	終値	18567.87	104.77	1.805
11.11(木)	昼	18533.14	105.18	1.795
	終値	18327.28	105.07	1.785
11.12(金)	昼	18369.30	104.92	1.770
	終値	18258.55	104.73	1.740

6. おわりに

本稿では、経済対策決定のニュースに対する株価、為替レート、長期利子率の反応をみることによって、イベント・スタディの観点から、1990年代に実施された財政支出の拡大の影響を検証した。資産市場のデータはきわめて頻度が高いものが入手可能であるばかりでなく、ニュースに対する反応も瞬時になされる。したがって、本稿で行ったイベント・スタディは1990年代を通じて何度も行われた財政支出拡大に関するニュースがいかなるインパクトを日本経済に与えたかを考察するうえで、もっとも有用なアプローチであると考えられる。

本稿の分析で明らかにされた主な結果は、1990年代を通じた財政支出拡大のインパクトが1990年代前半と後半で大きく異なっていたという点である。すなわち、1990年代の前半では、財政支出拡大のアナウンスメントは、株価を大きく上昇させ、為替レートを円高に導くなど、その影響をポジティブに評価する市場の反応が顕著であった。しかし、1990年代半ば以降になると、大幅な財政支出拡大が決定されても、株価が大きく上昇することはまれとなり、1990年代末には長期利子率の上昇や為替レートの下落（円安）が政策決定後に、その有意性は低いながら観察された。これらの結果は、1990年代を通じて財政赤字の累積が顕在化するにつれて、マーケットが財政拡大のマイナス面を大きく認識するようになり、それによって財政のプラスのインパクトも大きく低下すると同時に、予算制約式を通じた価格調整がわずかながら生まれ始めたことを示唆していると考えられる。

本稿の実証結果は、さまざまなファクト・ファインディングを提供すると考えられる。本稿では、実証結果を政府の予算制約式に注目するアプローチを用いて非ケインズ効果とFTPLの観点から解釈を行った。しかし、これらの結果を1つの経済理論で整合的に説明することは必ずしも容易なことではない。また、経済対策で計上された支出項目のなかには、財政投融資や用地取得費などケインズ経済学の財政支出に含まれない項目も少なくない。したがって、仮に財政政策の効果をポジティブに捉える立場から考えたとしても、上述のような経済対策の内容に変化が、1990年代の財政支出拡大のインパクトにどのような変化をもたらしたかは理論的には明らかではない。今後、解釈の妥当性をより厳密に検証するには、さらなる実証分析が必要であることは言うまでもない。

参考文献

- 浅子和美、『マクロ安定化政策と日本経済』岩波書店、2000年
- ・福田慎一・照山博司・常木淳・久保克行・塚本隆・上野大・午来直之、『日本の財政運営と異時点間の資源配分』、経済分析131、経済企画庁経済研究所、1993年
 - ・常木淳・福田慎一・照山博司・塚本隆・杉浦正典、『社会資本の生産力効果と公共投資政策の経済厚生評価』、経済分析135、経済企画庁経済研究所、1994年
- 井堀利宏・加藤竜太・中野英夫・中里透・土居丈朗・佐藤正一、『財政赤字の経済分析：中長期的視点からの考察』、経済分析（政策分析の視点シリーズ）16、経済企画庁経済研究所、2000年
- 岩本康志・大内聡・竹下智・別所正、『社会資本の生産性と公共投資の地域配分』、『フィナンシャル・レビュー』第41号、1996年、27～52頁
- 貝塚啓明〔編〕、『財政政策の効果と効率性：サステナビリティを求めて』、東洋経済新報社、2001年
- 鴨井慶太・橘木俊詔、『財政政策が民間需要へ与えた影響について Structural VARによる検証』、『フィナンシャル・レビュー』第55号、2001年、166～185頁
- 清水滋・伊藤由樹子・糊沢徹郎、『制度疲労が生む曖昧さ - 総合経済対策を点検する - 』、JCER Paper No. 36、1995年
- 竹田陽介、『デフレ下における財政政策ルールをもとめて』、『フィナンシャル・レビュー』第64号、2002年、140～179頁
- 谷内満・宮川努・板倉良直、『景気対策としての財政政策の有効性 時系列分析による検証』、JCER Discussion Paper No. 33、1994年
- 土居丈朗・中里透、『国債と地方債の持続可能性』、『フィナンシャル・レビュー』第47号、1998年、76～105頁
- ・『我が国における国債管理政策と物価水準の財政理論』、井堀利宏・加藤竜太・中野英夫・中里透・土居丈朗・佐藤正一、『財政赤字の経済分析：中長期的視点からの考察』、経済分析（政策分析の視点シリーズ）16、経済企画庁経済研究所、第5章、2000年、169～211頁
- 中澤正彦・大西茂樹・原田泰、『90年代の財政金融政策と経済動向～VARモデルによる分析～』、財務総合政策研究所ディスカッションペーパー02A-02、2002年
- 原田信行、『景気指標としての株価』、JCER Discussion Paper No.76、2002年
- 伴金美、『マクロ計量モデルによる公共投資の乗数効果：展望と評価』、『公共投資の経済波及効果分析に関する調査』、財政経済協会、1996年、65～76頁
- 福田慎一、『なぜ日本の財政赤字は拡大したか？ 90年代の「ニュース」からの視点』、『フィナンシャル・レビュー』第63号、2002年、83～106頁
- ・照山博司、『貨幣経済モデルにおける不決定性の再検討』、西村和雄・福田慎一編『非線形動学：不決定性と複雑性』、東京大学出版会、2002年（近刊）
- 堀雅博・鈴木晋・萱園理、『短期日本経済マクロ計量モデルの構造とマクロ経済政策の効果』、『経済分析』157号、1998年

- 三井 清・太田 清〔編〕『社会資本の生産性と公的金融』、日本評論社、1995年
- 山澤成康・中野邦彦、「VARモデル、エラーコレクションモデルの安定性について - 財政政策の効果を中心にした実証分析 - 」、日本経済研究センター、研究報告No .91、1998年
- Alesina, A., and R. Perotti, “Fiscal Adjustments in OECD Countries: Composition and Macroeconomic Effects,” *International Monetary Fund Staff Papers*, 44, 1997, pp. 210-48.
- Aschauer, D.A., “Is Public Expenditure Productive?,” *Journal of Monetary Economics*, 23, 1989, pp. 177-200.
- Barro, Robert J., “Are Government Bonds Net Wealth?,” *Journal of Political Economy*, 82, 1974, pp. 1095-1117.
- Bayoumi, Tamim, “The Morning After: Explaining the Slowdown in Japanese Growth in the 1990s,” *Journal of International Economics*, 53, 2001, pp. 241-259.
- Blanchard, O., and R. Perotti, “An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Change in Government Spending and Taxes on Output,” NBER Working Paper, 7269, 1999.
- Buiter, Willem H., “The Fallacy of the Fiscal Theory of the Price Level,” NBER Working Paper, 7302, 1999.
- Canzoneri, M.B., R.E. Cumby, and B.T. Diba, “Fiscal Discipline and Exchange Rate Systems,” *Economic Journal*, 111, 2001a, pp. 667-690.
- , and , “Is the Price Level Determined by the Needs of Fiscal Solvency?,” *American Economic Review*, 91, 2001b, pp. 1221-1238.
- Carlstrom, C.T., and T.S. Fuerst, “The Fiscal Theory of the Price Level,” *Economic Review*, 36 (1), Federal Reserve Bank of Cleveland, 2000, pp. 22-32.
- Christiano, L.J., and T.J. Fitzgerald, “Understanding the Fiscal Theory of the Price Level,” *Economic Review*, 36-2, Federal Reserve Bank of Cleveland, 2000, pp. 1-34. (also available in NBER Working Paper 7668).
- Cochrane, John H., “A Frictionless View of U.S. Inflation,” in Ben S. Bernanke and Julio J. Rotemberg, eds, *NBER Macroeconomic Annual 1998*, 1999, 323-384.
- , “Long-term Debt and Optimal Policy in the Fiscal Theory of the Price Level,” *Econometrica*, 69, 2001, pp. 613-630.
- Daniel, Betty C., “A Fiscal Theory of Currency Crises,” *International Economic Review*, 42, 2001, pp. 969-988.
- Dupor, Bill, “Exchange Rates and the Fiscal Theory of the Price Level,” *Journal of Monetary Economics*, 45, 2000, pp. 613-630.
- Fukuda, Shin-ichi, and Hiroshi Teruyama, “The Sustainability of Budget Deficits in Japan,” *Hitotsubashi Journal of Economics*, 35, 1994, pp.109-119.
- Giavazzi, F., and M. Pagano, “Can severe fiscal contractions be expansionary Tales of two small European countries,” *NBER Macroeconomics Annual*, 5, 1990, pp. 75-111.
- and , “Non-Keynesian effects of fiscal policy changes: International evidence and the Swedish experience,” *Swedish Economic Policy Review*, 3, 1996, pp. 67-103.

- , T. Jappelli, and M. Pagano, "Searching for non-linear effects of fiscal policy: Evidence from industrial and developing countries," *European Economic Review*, 44, 2000, pp. 1259-89.
- Kocherlakota, N., and C. Phelan, "Explaining the Fiscal Theory of the Price Level," *Quarterly Review*, 23 (4), Federal Reserve Bank of Minneapolis, 1999, pp. 14-23 .
- Leeper, Eric M., "Equilibria under 'Active' and 'Passive' Monetary and Fiscal Policies," *Journal of Monetary Economics*, 27, 1991, pp. 129-147.
- McCallum, Bennett T., "Indeterminacy, Bubbles, and the Fiscal Theory of Price Level Determination," *Journal of Monetary Economics*, 47, 2001, pp. 19-30.
- Perotti, R., "Fiscal Policy in good time and bad," *Quarterly Journal of Economics*, 114, 1999, pp. 1399-1436.
- Sargent, Thomas J., and Neil Wallace, "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic," *Quarterly Review*, 5, Federal Reserve Bank of Minneapolis, 1981, pp. 1-17.
- Sims, C., "A Simple Model for Study of the Price Level and the Interaction of Monetary and Fiscal Policy," *Economic Theory*, 4, 1994, pp. 381-399.
- Sutherland, A., "Fiscal Crises and Aggregate Demand: Can High Public Debt Reverse the Effects of Fiscal Policy?," *Journal of Public Economics*, 65, 1997, pp. 147-162.
- Woodford, Michael, "Price-Level Determinacy without Control of a Monetary Aggregate," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 43, 1995, pp. 1-46.
- , "Control of the Public Debt: A Requirement for Price Stability?," NBER Working Paper, 5684, 1996.
- , "Public Debt and the Price Level," manuscript, Princeton University, 1998.