

（BOX 1）ポリシーミックスの効果

今回の展望レポートにおける中心的な見通しでは、日本銀行が現在の強力な金融緩和政策を続けるもとで、2019年12月5日に閣議決定された経済対策が執行されて、政府支出が拡大していくことを前提としている。そうしたもとでは、所謂「ポリシーミックス」の持つ相乗的な景気刺激効果を通じて、国内需要が下支えされることが見込まれる。

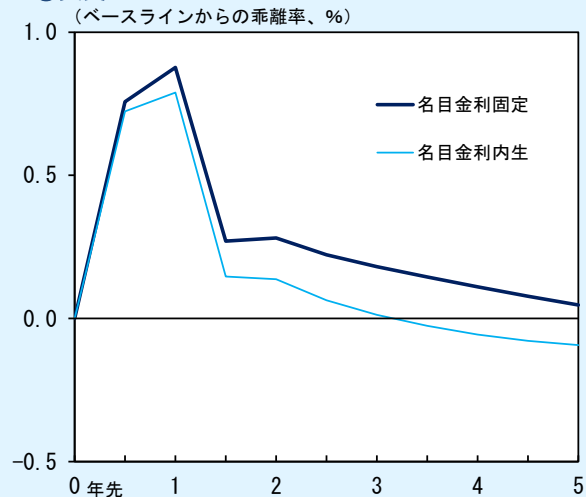
一般に、政府が国債増発を通じて資金調達を行い、財政支出を増加させる場合には、長めの市場金利に上昇圧力がかかるため、民間投資が抑制される「クラウディング・アウト」が発生し、景気刺激効果が減殺される。他方、中央銀行が、財政拡張と同時に金融緩和を進める場合には、国債発行に伴う金利上昇が抑制されるため、財政拡張と金融緩和が相乗的にプラスに作用し、景気刺激効果がより強力なものとなる。今回の展望レポートにおける中心的な見通しでは、日本銀行が「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続するもとで、財政拡張によるクラウディング・アウトは発生せず、設備投資等の金利感応的な国内民間需要は、見通し期間を通じて、着実な増加を続ける姿を見込んでいる。

ここでは、こうしたポリシーミックスの持つ景気刺激効果を検証するため、日本銀行調査統計局のマクロ経済モデル（Q-JEM）を用いて、公共投資の増額シミュレーションを行った²⁵。その

図表B1：公共投資増額シミュレーション

（シナリオ）公共投資がベースラインから名目GDP対比1%分、1年間増加したケース

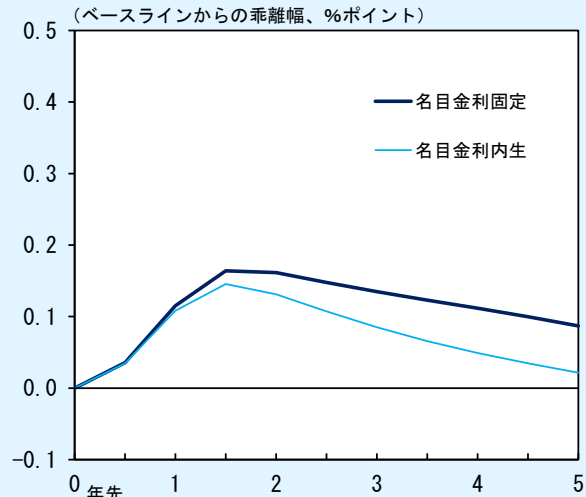
①実質GDP



（出所）内閣府、日本銀行等

（注）日本銀行スタッフが開発したマクロ経済モデル（Q-JEM）を用いた結果。モデルの詳細は、「The Quarterly Japanese Economic Model (Q-JEM): 2019 version」日本銀行ワーキングペーパー（19-E-7）等を参照。

②CPI総合（除く生鮮・エネルギー）の前年比



（出所）総務省、日本銀行等

（注）日本銀行スタッフが開発したマクロ経済モデル（Q-JEM）を用いた結果。モデルの詳細は、「The Quarterly Japanese Economic Model (Q-JEM): 2019 version」日本銀行ワーキングペーパー（19-E-7）等を参照。

²⁵ 2016年10月展望レポートのBOX 1でも、同様のシミュレーションを行っているが、それ以降のデータの蓄積と、モデルの定式化の見直しによって、結果は幾分変化している。モデルの詳細については、以下の論文等を参照。“The Quarterly Japanese Economic Model (Q-JEM): 2019 version,” Bank of Japan Working Paper Series, No.19-E-7, June 2019.

際、名目長期金利が内生的に変動する（金利上昇と為替円高が発生する）場合と、名目長期金利を外生的に固定する場合の双方について、シミュレーションを実施した。なお、公共投資については、当初の1年間で、名目GDPの1%分に当たる支出増加が生じるケースを設定している。

シミュレーション結果をみると（図表 B1①）、名目金利が固定されている場合の方が、設備投資に対しクラウドディング・アウトを通じた抑制効果が働かないため、GDPの押し上げ効果は、金利内生の場合よりもはっきりと大きくなることが確認できる²⁶。こうしたGDPの動きを反映して、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）についても、名目金利が固定されている場合の方が押し上げ効果は幾分大きくなっている（図表 B1②）。

ただし、こうしたシミュレーション結果は、経済変数間の過去の平均的な関係に基づくことから、幅を持ってみておく必要がある。また、実際の予算の成立・執行時期や、人手不足感の強い建設業における工事の進捗状況を巡って、ある程度不確実性が存在することにも注意が必要である。

²⁶ また、名目金利が固定されている場合には、金利上昇に伴う円高進行が回避され、輸出の減少が生じないことも、GDPの増加幅を大きくする方向に寄与している。