

（BOX 1）ポリシーミックスの効果

中心的な見通しでは、大型経済対策による財政拡張と「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」による強力な金融緩和という組み合わせ（ポリシーミックス）が、相乗的に景気刺激効果を発揮するもとの、潜在成長率を上回る成長が続く、との考え方を基本としている。

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。この点について、中心的な見通しでは、経済対策による拡張的な財政政策のもとでも、実質長期金利は、強力な金融緩和を背景として、自然利子率よりもかなり低い水準で推移すると想定している。こうしたもとの、財政拡張によるクラウディング・アウトは発生せず、設備投資や住宅投資といった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、ポリシーミックスの効果を実証的に検証するため、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。その際、名目長期金利を内生的に変動させる（金利上昇と為替円高が発生する）ケースと、名目長期金利を外生的に固定するケースに分けて、シミュレーションを実施した。結果をみると（BOX図表1）、名目金利が固定されたケースでは、設備投資に対しクラウディング・アウトを通じた抑制効果が働かないだけでなく、金利上昇に伴う円高進行も回避されるため、輸出の減少も生じない。このため、GDPの増加効果は金利内生ケースよりも大きく、消費者物価の押し上げ効果も幾分大きくなる。これを財政乗数（＝GDPの累積増加額／公共投資の増加額）でみると、公共投資拡大後2年間でみて、金利固定ケースでは1.4と、金利内生のケースである1.1よりも大きな値となっている²⁹。

²⁹ 財政政策の効果、とりわけ「財政乗数が1を超えるか否か」を巡っては、経済学界において数多くの論争が行われてきており、未だ決着はついていない。ただし、近年では、ゼロ金利制約下ではクラウディング・アウトが生じないために、財政乗数は1を上回る

マクロ経済モデルによる公共投資の増加シミュレーション

（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

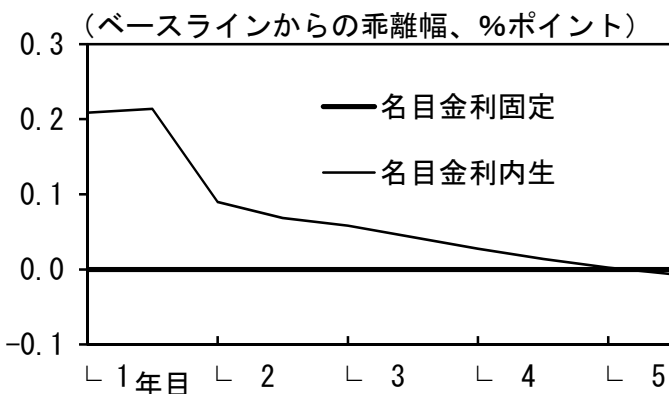
$$\left[\text{財政乗数} = \frac{\text{実質GDPの累積増加額}}{\text{公共投資の1年間の増加額}} \right]$$

	（財政乗数）				
	1年目	2	3	4	5
名目金利固定	1.1	1.4	1.5	1.4	1.3
名目金利内生	1.0	1.1	1.0	0.8	0.7

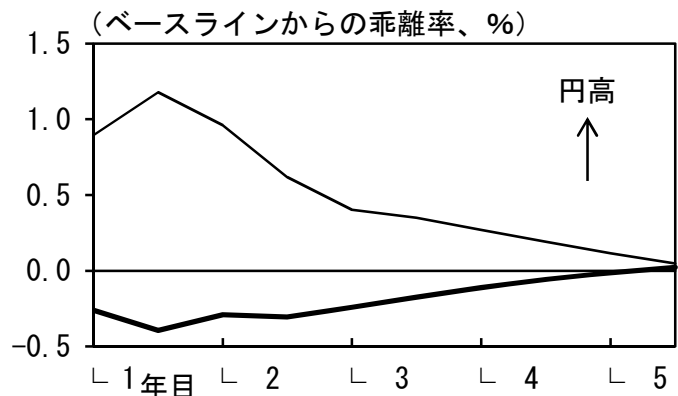
$$\left[\frac{\text{消費者物価（総合除く生鮮食品）}}{\text{前年比押し上げ幅}} \right]$$

	（%ポイント）				
	1年目	2	3	4	5
名目金利固定	0.1	0.2	0.1	0.1	0.0
名目金利内生	0.1	0.2	0.1	0.0	0.0

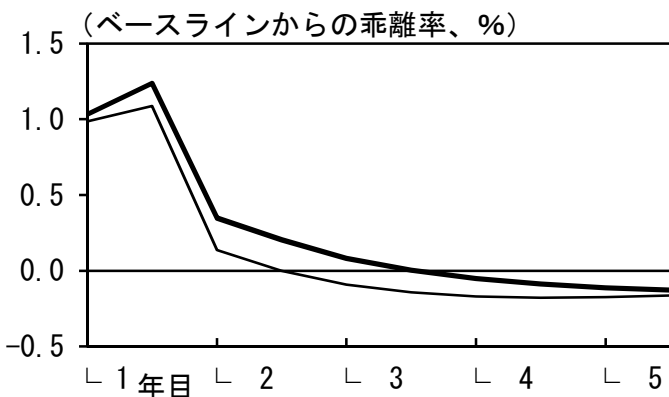
（1）名目長期金利



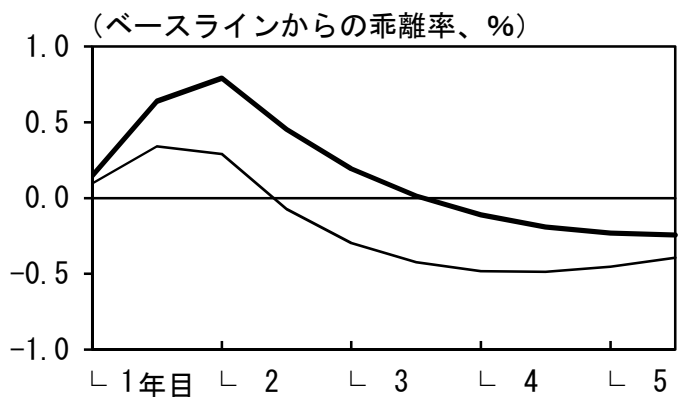
（2）実質実効為替レート



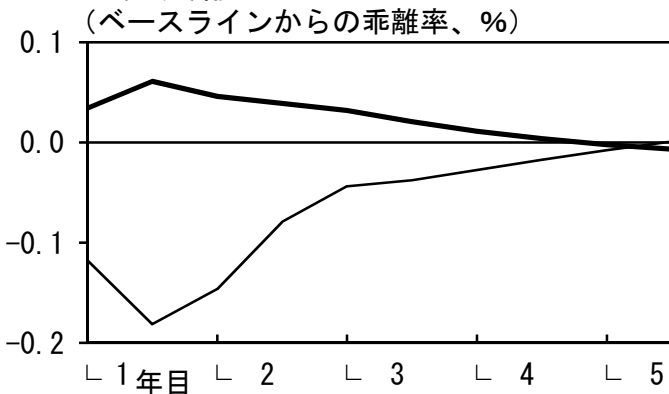
（3）実質GDP



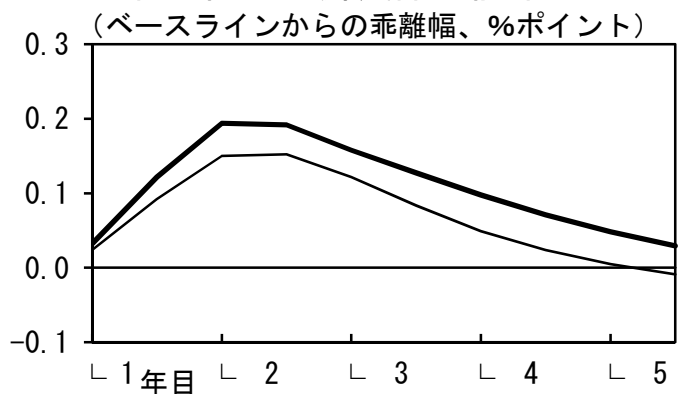
（4）実質設備投資＋実質住宅投資



（5）実質輸出



（6）総合除く生鮮食品の前年比



（注）日本銀行調査統計局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、日本銀行ワーキングペーパー「Quarterly Japanese Economic Model（Q-JEM）：2011年バージョン」（2011年11月）等を参照。

（出所）内閣府、総務省、日本銀行等