

第3章 景気対策としての公共投資

I. 財政支出乗数の変化とその背景

以下、推計した1975年第1四半期から1993年第4四半期を4つの期間に分けて論ずる。ここでは、同時方程式バイアスを回避するため、操作変数法を用いて推計した。以下における乗数の値が時系列的に異なっているのは、係数ダミーを用いて推計した結果である。

第2章において示した財政支出の影響経路のフローチャートを振り返ると、以下のようになる。

図 2-3-1 財政支出の影響経路（再掲）

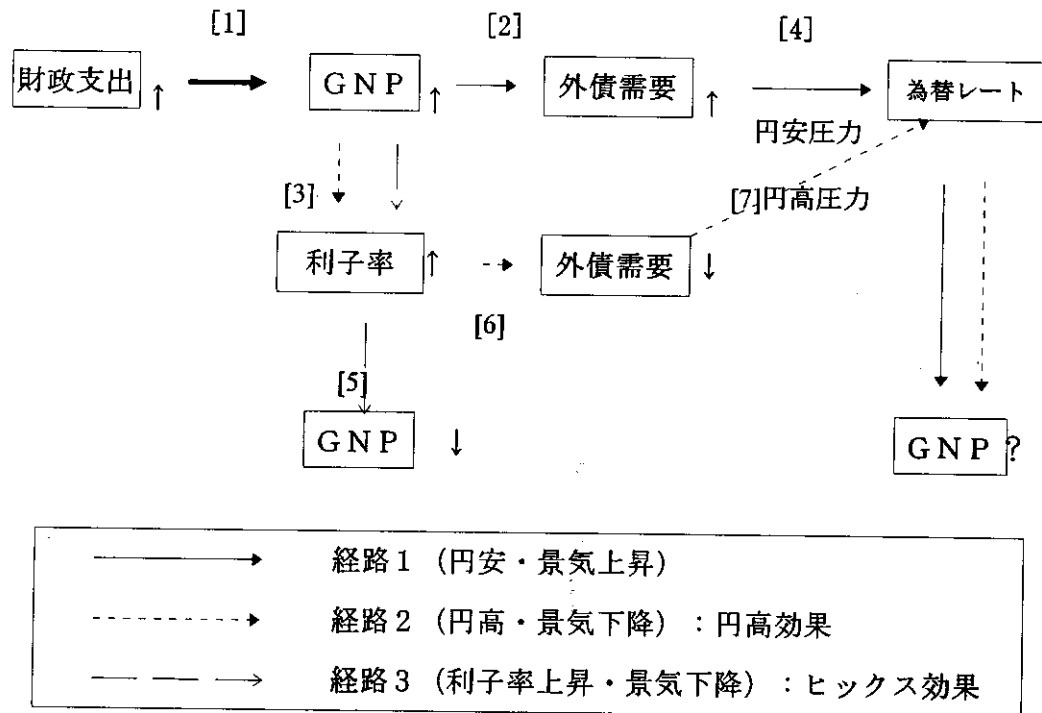


図 2-3-1に見るとおり、財政支出が景気を刺激する乗数効果については、外国債券需要など金融市場における利率・為替レートの反応などが大きな影響を持っていることになる。

このような、金融・貿易市場を取り巻く情勢は1970年代から現在に至るまで大きな変化を辿ってきた。ここでは、推計式より算出された1975年以降の財政支出乗数の変化の背景として、金融・貿易構造の変化を中心に概観する。

1. 外為法の改正以前(資本移動が原則禁止の時期)(1975年第1～80年第4四半期)

四半期	dY/dG (GNPの感応)	di/dG (利子率の感応)	de/dG (為替の感応)
75年第1～76年第2	2.937	0.0077	0.2128
76年第3～79年第2	不安定	不安定	不安定
79年第3～80年第1	2.937	0.0077	0.2128
80年第2～80年第3	3.576	0.0094	0.2591
80年第4	不安定	不安定	不安定

(1)外国債券需要について

この期間の特徴としては、外国為替管理法で資本取引のための外国為替取引が原則として禁止されていたため、外国債券需要が内外の利子率格差に対して非感応的であった点があげられる。

外国債券の需要はもっぱら取引需要に基づくものであり、故に、国内のGNPの増加は外国債券需要を増加させ、自国通貨を減価させることになった。

(2)消費・投資の利子弾力性について

また、この期間は消費や投資は金利に感応的でない。この原因としては、消費については国内金融市場において、特に預金金利について規制が存在していたことなどがあげられる。また、投資についても同じような金利規制の影響のほか、高度成長期において法人企業のオーバーボロイング(銀行部門のオーバーローン)が存在しており、70年代後半に解消に向かったものの、企業の金利選好を弱める原因となっていたと考えられる¹。

以上より、国内市場において投資が利子率に非感応的であったためクラウディングアウトが生じず、また、GNPの増大が為替レートを減価させることにより経常収支を改善させていたため、この期間の財政政策の効果は、IS-LM分析から導かれる財政支出乗数よりも大きくなる。

¹ 詳細は、三宅(1992)参照。

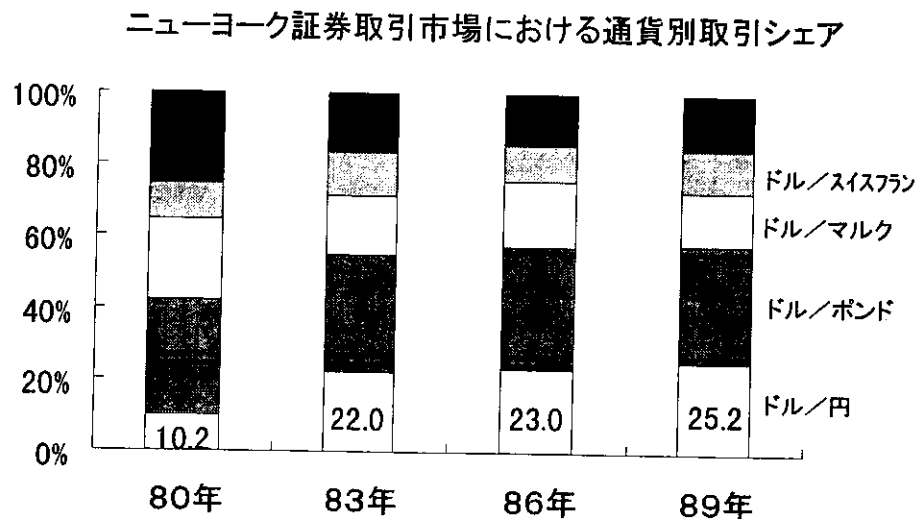
2. 外為法改正からプラザ合意まで(1981年第1～85年第3四半期)

四半期	dY/dG (GNPの感応)	di/dG (利率の感応)	de/dG (為替の感応)
81年第1～81年第3	3.318	0.0087	0.2238
81年第4～82年第2	3.480	0.0026	0.2460
82年第3～85年第3	不安定	不安定	不安定

(1)外国債券需要について

外国債券需要は、GNPに引き続き感応的であり、実需に基づいた取引が行われているものの、内外の利率格差に対して感応するようになった。この背景には、1980年12月の外国為替管理法の改正により、外国為替の取引が原則禁止から原則自由に改正されたことが挙げられる。

図 2-3-2



河合(1992)p296表より作成

図 2-3-2にみるとおり、80年代前半に円の取引が活発化するようになり、ニューヨーク証券取引市場における円/ドル取引のシェアは80年から83年の3年間で急増した。円の取引が自由化されることで、外国債券需要が取引需要のみならず為替レートや利率によって変動するようになったと考えられ、推計結果と整合的であるといえる。

この外国債券需要に対する利率感応度の上昇により、財政支出によりGNPが増加

しても、取引需要による外債需要の増大と利子率上昇による外債需要の減少が相殺することになり、70年代までに見られたような、財政支出を増大させた際の、外債需要を介した経常収支の改善効果は若干弱められた。しかしながら、この期間の財政政策の効果は、通常の国内マクロモデルによって予想されるものより依然として大きい。

3. プラザ合意からバブル期(1985年第4～1991年第2四半期)

四半期	dY/dG (GNPの感応)	di/dG (利子率の感応)	de/dG (為替の感応)
85年第4～86年第3	0.953	0.0019	-0.0006
86年第4～88年第3	1.104	0.0014	-0.0004
88年第4	1.087	0.0013	-0.0007
89年第1	1.017	0.0013	-0.0007
89年第2～90年第2	1.082	0.0013	-0.0007
90年第3	2.569	0.0032	-0.0016
90年第4～91年第2	2.568	0.0032	-0.0016

(1)金融自由化と外債需要

80年代の後半になると、70年代とは対照的に、消費・投資は利子率に感応的になり、外債需要はGNPではなく利子率に感応するようになる。つまり、70年代後半から80年代前半にかけて、日本の国内外の金融市場において大きな構造変化が起こったと考えられる。

70年代後半以降、日本の国内金融市場においては、前述のような法人企業部門の資金不足が解消に向かったほか、成長率の鈍化に対処するために政府が行った国債の大量発行が大きな影響を及ぼした。

まず、大量発行された国債を市中で消化するために、1978年に中期国債の入札発行を開始するなど、個人に中期国債を売りやすい環境を整備した。このような金融自由化は、銀行の預金吸収力を低下させることにつながったため、79年のCD（譲渡性定期預金）の発行や85年のMMC（市場金利連動型預金）・大口定期預金の金利自由化など、規制を緩和していかざるをえなかった²。

このような金融自由化の流れを受けて、家計が預貯金などにおいて金利選好を強めるようになり、85年以降の消費には、金利の上昇が負の影響を与えるようになった。

² 詳細は、吉野(1996)参照。

その一方で、外国債券市場においては、80年代前半のユーロ債・ユーロ預金市場の発達など国際金融市場の変化によって、外国通貨・債券に対する需要が為替レートや利子率の影響を強く受けるようになった。

図 2-3-3

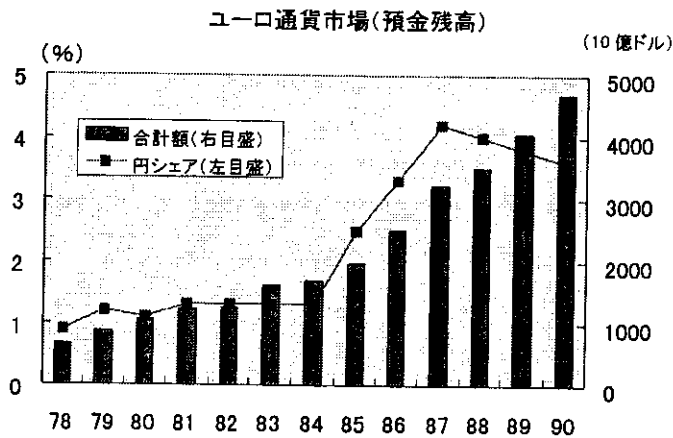


図 2-3-4

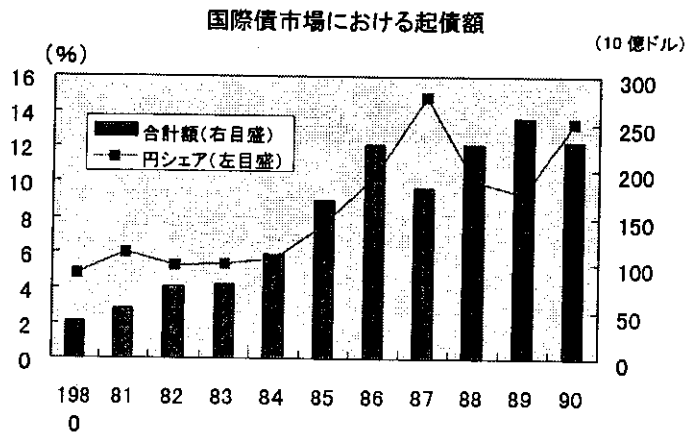


図 2-3-3・図 2-3-4は、ユーロ通貨市場(預金残高)における通貨別シェア、及び国際債市場における起債の通貨別シェアである。

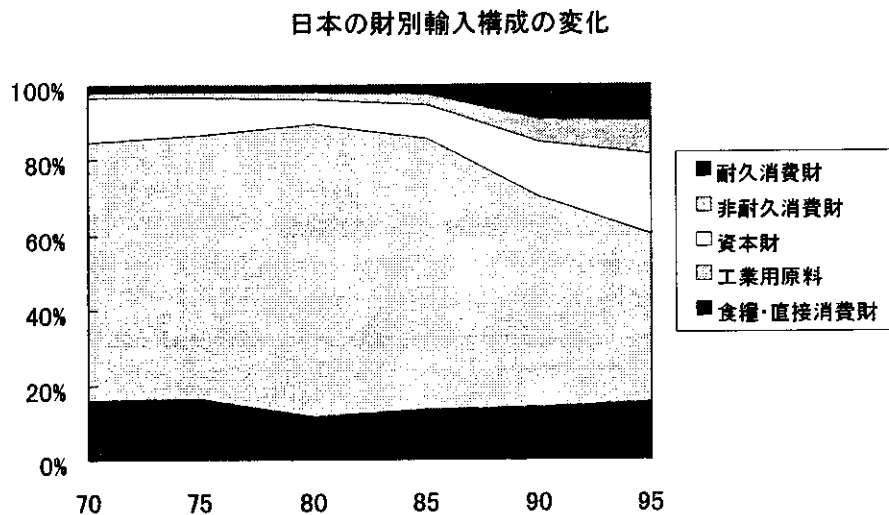
70年代のユーロ債市場は産油国からのいわゆるオイルマネーが流入することにより形成されていたが、80年代前半のユーロ債市場は、中南米の累積債務問題などを通

して固定金利と変動金利のスワップなど金融商品が積極的に開発され、急速な発展を遂げた。こうして、外国債券需要はもはや国内・海外の景気ではなく、金利、為替レートの変動と密接に結びつくようになったと考えられる³。

以上のような環境変化により、財政政策によってGNPを増大させると、金利が上昇して国内の消費及び民間投資をクラウドアウトするのみならず、外国債券需要がGNPに対して反応しなくなり、マンデル＝フレミング＝ドーンブッシュ的な効果、すなわち「GNPの増加→利子率の上昇→自国通貨の増価→経常収支の悪化→GNPの減少」というプロセスが働くようになる。このため、この期間の財政支出乗数はプラザ合意前と比べ、大幅に低下する。

(2)貿易構造の変化

図 2-3-5



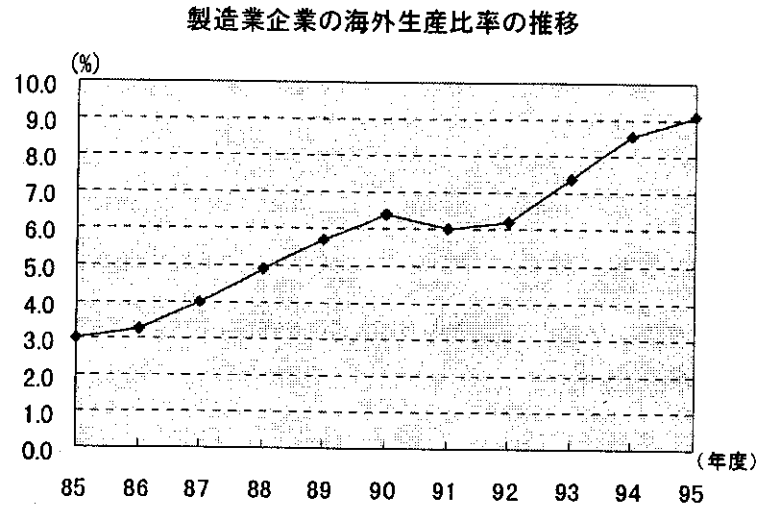
(ジェトロ白書各年版より作成)

図 2-3-5に見るように、1985年以降日本の貿易構造が大きく転換することとなった。オイルショックの後で高騰していた石油などの工業用原料の価格が沈静化し、プラザ合意後の円高を背景に企業が海外に進出するようになると、原料を輸入して製品を輸

³ 伊藤(1988)および本田(1992)等参照。

出するという貿易構造から、資本財を輸出して東南アジアなどの海外で生産を行い、耐久消費財などの最終製品を輸入するようになった。

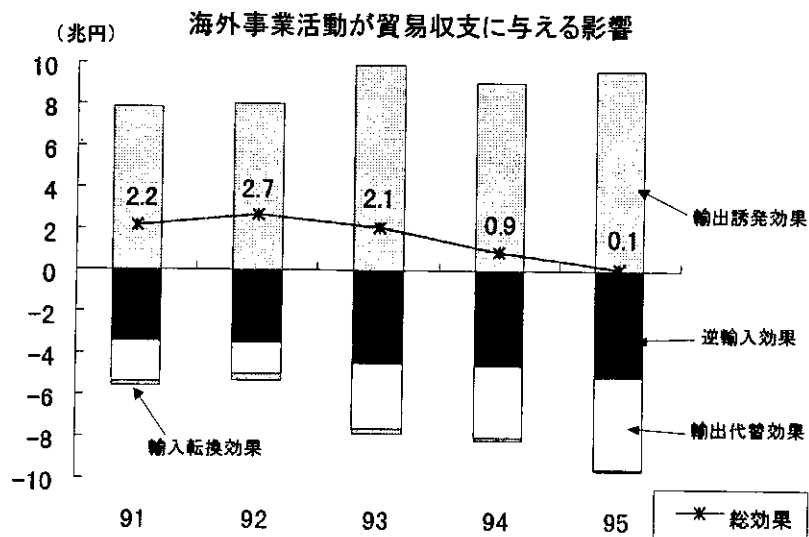
図 2-3-6



(ジェトロ白書各年版より作成)

90年以降、一時的に減速した企業の海外展開も、1ドル100円を割り込むような急激な円高や東南アジア・中国の経済発展をうけて、再び急増するようになった。(図 2-3-6)

図 2-3-7



(ジェトロ白書 1997年版 P81 図Ⅲ-5 を加工。)

また、製造業において、このような海外展開がおこると、単に日本の海外からの輸入が増大するだけでなく、現地で生産を行うために輸出を誘発する効果はかなり大きいことが分かる（図 2-3-7）。

本研究において推計された輸出入の関数においても、以上のような貿易構造の転換が、日本の輸出入の動向に大きな影響を与えていることを示している。

バブル期の 1990 年第 3 四半期以降、輸入が GNP に有意に反応しなくなり、財政支出乗数は再び上昇する。これは、GNP の上昇が即輸入の増加をもたらすという貿易構造から、アジアなどの経済成長を背景に、輸入された原材料をもとに部品や資本財（生産設備等）を日本で生産してアジアに輸出し、海外で最終製品を生産して再び輸入するという GNP とはあまり相関しない貿易構造が、家電などを中心に定着したことが原因として考えられる。

また、1989 年第 2 四半期以降、名目為替レートの上昇期（自国通貨の減価期）に比べ、名目為替レートの下落期（自国通貨の増価期）の方が、輸出は実質為替レートにより大きく反応する。この原因の一つとしては、円高が起こると企業の海外進出が加速して輸出が減少するのに対し、円安に反転しても進出企業が撤退や生産縮小をせず輸出が増大しないという履歴効果の存在が考えられる。

つまり、80 年代後半以降の輸入の増勢は、貿易構造の変化を反映した構造的なものであると考えられ、GNP の動きにはほとんど相関がないのである。輸入が所得に対して反応しなくなっている以上、財政政策によって GDP が拡大し輸入が増大することによって乗数効果が小さくなるという経路は遮断されていることになる。

したがって、これは第 1 章で紹介したような、限界輸入性向の上昇を財政政策の効果減退の根拠とするような財政支出批判は妥当性を欠いているといわなければならない。

一方、輸出については、1990 年第 4 四半期以降、名目為替レートが下落する（円高になる）中で輸出の価格弾力性が強まっている。したがって、財政支出の拡大によって為替レートが下落（円高）することによって財政政策の効果を阻害する程度は大きくなっている。

4. ポストバブル期(平成不況の時期)(1991年第3～1993年第4四半期)

四半期	GNP	dY/dG (GNPの感応)	di/dG (利率の感応)	de/dG (為替の感応)
91年第3～92年第2	-	1.292	0.0016	-0.0016
92年第3～93年第4	上昇	1.825	0.0003	-0.0002
92年第3～93年第4	下落	1.136	0.0002	-0.0001

(1)投資の利子・所得弾力性

景気後退が起こった1991年第3四半期以降、民間投資のGNPに対する反応が小さくなる。この期間で特徴的なのは、GNPが増加しているとき、投資はバブル期に比べ小さくなるものの、GNPと正の相関を持ち続けるのに対し、GNPが減少するときには何の相関も持たなくなる点である。

これは、90年代の厳しい経済状況下で、景気が後退する時期には企業の投資マインドが著しく悪化し、金融機関も貸し出しを抑制する行動をとるようになったことと表れと考えられる。

民間投資のGNPに対する反応が小さくなると、財市場における財政支出乗数が下落して経済に与える影響が小さくなる。したがって、利率、為替レートの反応も小さくなる。

(2)国内貨幣需要の動き

1992年第3四半期以降、実質貨幣需要の利子感応度が上昇した。これは、先に述べたようなCDなどの金融商品の登場、預金金利の自由化などが背景にあると考えられる。これによって、財政政策時の利子を通じたクラウドアウトが減ることになる。つまり、財政政策の効果は改善し、利率、為替レートの反応は小さくなる。

II. 財政支出乗数と公共投資

1. 財政支出乗数と景気対策

(1)財政支出乗数が持つ意味

1975年以降の財政支出乗数は、所得に対する限界投資性向の低下、及び外国債券に対する資産需要が利率感応度の上昇によって低下してゆき、80年代後半はかなり低い値をとるようになった。

しかし、近年には貿易構造の変化にともなって輸入とGDPの結びつきが小さくなり、さらに、金融自由化によって貨幣需要の利子弾力性が上昇しており、財政政策の景気浮揚効果は再び上昇していると考えられる。少なくとも、限界輸入性向の上昇は観察されず、乗数の低下の要因であるとは言い難い。

財政支出乗数は、今後も金融情勢等の経済状況の変化によって多少の上下動があることが予想される。しかし、いずれにしても、財政支出乗数が1～2の間であるという計測結果においては、1兆円の財政支出増大は、0.2～0.5%前後のGNP増大に結びつくことになり、景気に対して一定の効果を与えることになる。

(2)効果的な財政支出と公共投資

第2部の冒頭に紹介したような財政支出乗数のあり方は、政府が財政支出額を増加させることで、その増加額以上のインパクトが経済に与えられるとするものであった。ここで注意しなければならないことは、ここまでで示した乗数の値は、財政支出の自身が何であるかを問わないものであるということである。

しかし、このことから、景気対策として公共投資を行う場合に、その効果が他の支出を増やす場合と無差別であるということにはならない。特に、90年代に入って、投資の所得弾力性が景気上昇期と下降期で異なる反応をみせるようになったことは、景気対策としての財政支出の拡大には、タイミングや手法に検討を要するようになったことの表れということができる。

乗数には限界消費性向や外国債券需要のあり方など、さまざまな影響経路があるが、これらの値を政府がコントロールすることは極めて困難である。その一方で、所得の増大に対する民間投資の増大分を表す限界投資性向については、景気や投資環境に応じて変動が大きいものと考えられる。したがって、フローの面から財政支出の経済効果を高めるためには、財政支出が必要とされる不況時にあっても、民間投資を刺激するような環境をもたらす財政支出を行うことが効果的であると考えられる。

2. 公共投資の経済効果

(1)景気対策としての公共投資

第1部においては、社会資本整備のストック効果を分析し、社会資本が民間資本と同様に生産要素の一つとして総生産に寄与していることを示したが、景気対策として

公共投資を行った場合、公共投資は財政支出の一部として乗数効果をもたらすのみならず、社会資本となって経済の生産力の増大に寄与し続けることになる。

したがって、公共投資の経済効果がどのような値をとるかについては、乗数効果だけではなく、社会資本の生産力効果と併せて評価されるべきであるということになる。

本研究においては、まず、ストック効果について、社会資本の整備は民間資本の生産力を高めて民間資本を誘発する効果を持つことが示された。その一方で、フロー効果については、民間の限界投資性向が景気状況などで変動するものであり、乗数に大きな影響をもたらすことになることが示された。

これらを併せて考えると、供給サイドにおいて民間資本が誘発されるということは、需要サイドにおいては民間投資が誘発されているということであり、ストックの面から見た社会資本整備による民間資本の誘発は、フローの面から見た場合には、公共投資の増大による民間投資の誘発という現象になる。

したがって、景気対策として財政支出を行う場合には、単に景気対策として支出を増加させるのではなく、民間資本の生産性を高め、民間投資を誘発するような公共投資であることが、フローの面からもストックの面からも重要であることになる。

(2)残された課題

以上のような観点から、本研究においては、短期的な景気対策としての財政支出の経済効果を分析する一方で、中期的な公共投資の効果を分析するために、フローとストックの両面から公共投資が経済に寄与するモデル（AD-AS分析）の作成を試みた。

現時点では、供給曲線の分析等に依然として課題は残るが、一定の成果が得られたと考えられるため、次章にその結果を提示する。