

円高を惹起するマンデルフレミングモデルの亡霊

2016年4月20日

りそな銀行 アセットマネジメント部
チーフ・マーケット・ストラテジスト 黒瀬浩一

90年代のバブル崩壊後の日本の財政金融政策は、一貫して引締め気味の金融政策と拡張気味の財政政策の組合せだった。財政政策と金融政策の組合せをポリシーミックスと呼ぶが、90年代のこの組み合わせこそ、マンデルフレミングモデル（注1）に基づき、長期間持続した円高の主因だったと考えられている。結果的に発生した円高は、マッキノンによって「円高シンドローム」としても理論化された。

日銀総裁に就任する前の黒田氏のご自身の著書「財政金融政策の成功と失敗（日本評論社、2005）」で、過去30年間の日本のポリシーミックスの10の実例を分析して「為替レートとの関係（筆者注、円高を惹起したの意味）で財政金融政策の誤りが生じた例が多い（P.169）」と書かれている。「マンデルフレミング理論は政策判断には有効（P.170）」とも書かれている。

黒田氏が安倍総理から要請を受けて日銀総裁に就任した後のポリシーミックスは、ご自身の著書での主張を实践するものであった。すなわち、2013年以降、超緩和気味の金融政策と拡張気味の財政政策の組み合わせで、円安と景気回復に成功した。

ところが、2016年1月の日銀のマイナス金利の導入で状況が変化しつつある。日銀としてはマイナス金利の導入で金融緩和手段を多様化するなど金融緩和の余地を拡大させたはずだった。ところが逆に、金融緩和はもはや限界という見方が広がりつつある。主因は、マイナス金利の導入で金利が大きく低下したにもかかわらず資金需要の増加は限定的な一方、金利の低下でリスクに見合う利鞘が確保できなくなった金融機関には貸出増強をするインセンティブはない、といった観測が出ていることだ。

他方、政府は選挙対策もあり財政政策には相当な前のめりの姿勢となっている。今年1月には2015年度補正予算を決定、2016年度本予算も前倒し執行に着手した。予算の前倒し執行は、2017年4月の消費税率引き上げ延期と本年度後半に再び補正予算を組みことを前提にしていると見て良いだろう。

金融緩和の余地が限定的で、財政政策に過度に依存する景気対策となれば、これは90年代の円高を惹起したポリシーミックスの再来ということになる。

黒田総裁就任後の円相場は、長期的な円安基調の元、グローバルなリスクオフの局面でだけ、短期的に円高となった。しかし、2月以降の円高はグローバルなリスクオンの局面で起きており、これまでの円高とは異質である可能性がある。アベノミクス3本の矢のうち金融政策が限界となれば、残るは財政政策と成長戦略しかない。しかし、財政政策に過度に依存すると円高を惹起するリスクがある。成長戦略はインバウンドなど成果も出ているが、まだ景気を牽引する力はない。足元の円高要因は、米国政治や人民元の動向など他にもあるが、経済合理性が高いのはポリシーミックスだと考えられる。以上

（注1） マンデルフレミングモデルの解説は以下のリンクにある同シリーズの別レポートをご参照。

<http://www.resonabank.co.jp/nenkin/info/economist/pdf/101021.pdf>

- ・本資料は、お客様への情報提供を目的としたものであり、特定のお取引の勧誘を目的としたものではありません。
- ・本資料は、作成時点において信頼できるとされる各種データ等に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性または完全性を保証するものではありません。
- ・また、本資料に記載された情報、意見および予想等は、弊社が本資料を作成した時点の判断を反映しており、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により、予告なしに内容が変更されることがありますのであらかじめご了承下さい。
- ・本資料に関わる一切の権利はりそな銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断りします。