

誰も指摘しない意図せざる金融引締め：97年景気後退の教訓

ジャーディンフレミング証券会社

松岡幹裕

97年4月に始まった景気後退は、通説では、総額13兆円を上回る財政緊縮によって始まり、97年7月のアジア通貨危機、97年11月の金融システム危機による家計・企業心理の冷え込みや貸し渋りを通じて深刻化したとされている。はたしてこれは本当だろうか。上記要因によってすべてを説明するには限界がある。本稿では、97年11月の金融機関の連続倒産が極めて明確なマネタリーショックを引き起こし、「意図せざる金融引締め」を13ヵ月もの長期間にわたって作り出し、景気後退の増幅要因になったことを指摘したい。

当時、倒産金融機関に対して約4兆円の日銀特別融資が実施された。短期金利をターゲットとする金融政策が実施され、かつ、超過準備の保有が容認されない場合には、金利を一定水準に維持するために必然的に売りオペによる資金回収(非借入準備の減少)が行われる。97年11月から98年12月までの13ヵ月間、総準備に占める借入準備(日銀貸出)の比率(リザーブミックス)は0.3を上回る極めて高水準で権移し、「意図せざる金融引締め」の状況を生み出した。非借入準備(買いオペによる資金供給)に依存していた健全銀行にとっては資金繰りの逼迫した状況が継続したのである。破綻銀行は限界的信用創造能力がマイナスであるため、特融の資金は信用創造のプロセスに何ら寄与しない。むしろ、他の健全銀行の信用創造プロセスを制約する。

日本銀行は、金融機関の連続倒産という未曾有のマネタリーショックに対して、より積極的な金融調節によって十分な準備を供給し、コールレートの低下を容認することで、ショックを吸収する道を選択すべきだった。ゼロ金利政策が99年2月ではなく97年12月に導入されていたならば、その後の景気後退の深刻度も軽減していたはずである。当時、日本では破綻金融機関の処理のルールが明確ではなく、無為の錯誤が長期間にわたったことが事態を一層深刻化させてしまった。

金融政策が緩和されているか否かは名目短期金利をみるだけでは分からない。金利は实体经济によって決定される部分と金融政策によって決定される部分がある。インフレ率5%、200円/ドルの為替レート、生産の伸びが10%の場合の3%の名目短期金利と、インフレ率0%、100円/ドルの為替レート、生産の伸びが5%の場合の3%の名目短期金利とでは、政策スタンスが異なるのは明らかである。最も簡単なやTaylor's ruleや筆者のVARから求めた金融政策スタンスによっても、過去30年間の金融政策の中で、政策変更の遅れが少なくとも3回は確認される。