

内外の金融経済情勢

—— 三重野総裁講演

平成4年1月17日、経済倶楽部にて

はじめに

本日は、経済倶楽部にお招き頂き、皆様方に直接お話しする機会を頂戴し、誠に光栄に存ずる。

昨年を振り返ってみると、湾岸戦争に始まり、年末のソ連邦の消滅と独立国家共同体の誕生や、マストリヒトでのEC首脳会議における欧州同盟創設に関する基本合意など、歴史に残るような大きな出来事が相次いで発生し、まさに激動の1年であった。このように国際情勢が大きく変動する中で、世界経済は多くの困難な課題に取り組んできたが、その解決が本年以降に持越されているものも少なくない。

そこで本日は、年頭にあたり、内外の金融経済情勢全般についての基本的認識と課題についてお話し申し上げることとしたい。話の流れとしては、まず最初に海外経済情勢について申し上げた後、わが国の金融経済情勢や、その下での金融政策運営に関する私どもの基本的な考え方について、昨年末に実施した公定歩合引下げの趣旨も含めてお話し申し上げ、最後にわが国経済の当面の課題について、皆様とともに考えて参りたいと思う。

1. 主要先進国の経済情勢

(主要先進国経済の現状)

最初に主要先進国経済についてみると、昨年は、1980年代から引継いださまざまな経済

活動の行過ぎを克服しながら、「東西ドイツの統一」そして「EC統合」をにらんで、安定的かつ持続的な成長を実現するという困難な課題に取り組んできた。しかし、昨年主要先進国の成長率はむしろ低下し、主要国経済の現状は必ずしもバランスのとれたものとはいえず、その課題の克服はいまだ「途半ば」であって、主要先進国の経済は現在もいろいろな意味で「調整期」にあると言ふべきであろう。

それでは、各国がどのような「調整期」の「途半ば」にあるのであろうか。

まず米国経済についてであるが、昨年春にいったん底入れした後、実質GDPでみて4～6月以降2四半期連続してプラス成長を記録したが、消費の伸び悩み等を背景にここに来て追加的な在庫、雇用の調整が生じており、足踏み状態にある。このように景気回復がもたついている基本的な背景としては、①高水準の負債を抱えている家計・企業が財務体質の改善を優先する傾向にあり、これが金利低下効果を減殺する方向に働いているとみられること、②商業用不動産の過剰在庫が依然解消されていないこと、および③連邦・地方財政の悪化から歳出の削減や地方での増税の動きが広がっていることなどが指摘されている。さらに④1980年代に不動産融資等を積極的に推進した金融機関が不良資産の増大

を眺め貸出姿勢を慎重化させており（いわゆるクレジット・クランチ）、これが設備投資、消費に対して抑制気味に作用しているとも言われている。このように米国経済の現状は、1980年代の経済活動の行過ぎを調整する過程にある、と位置づけることができよう。

一方欧州経済をみると、E Cの政治・通貨統合という大目標に向けてその基礎となる経済面でのコンバージェンスの達成に努力している状況といえよう。すなわち、ドイツでは従来からのインフレ抑制策に加え、昨年7月の増税措置の実施等もあって内需が減速傾向にあることから、景気拡大テンポが鈍化してきている。こうしたドイツ経済の現状について、ブンデスバンクでは、E C通貨統合へ向けての経済体質の健全化という中期的視点をにらんで、ドイツ統一を契機に過熱化した経済状態を、物価安定を軸とした持続可能な経済へ移行させるための「正常化」のプロセスとして位置づけている。このため政策スタンスとしても、一貫して金融引締め姿勢を強化・堅持しているわけである。

ドイツ以外のE C諸国では、現在通貨統合へ向けての努力を積み重ねている途上ということもあって、自国通貨の安定を図ることを主眼とし、ドイツの金利引上げに対しては、これに追随する姿勢を示している。実際昨年12月にドイツが公定歩合、ロンバート・レートを引き上げたのに対応して、フランス、イタリア、ベルギー等のE C諸国が時日をおかず金利引上げを実施したところである。これら諸国では景気は必ずしも明確な回復軌道に乗ったとはいえない状況にあり、高金利、高為替レートがE C経済の回復を妨げるのではない

かと懸念する声も聞かれている。こうしたE C諸国の現状を評して「ヨーロッパのジレンマ」と言われているが、これは「東西ドイツの統一」と「E C統合」という2つの政治的、経済的大変動の狭間にあって、欧州経済が物価安定を伴った持続的成長の基盤を確立するための調整過程にあるとみることができよう。

このように「調整期」にある欧米各国のマクロ経済のパフォーマンスについて特徴点を列挙すると、第1に経済成長率が総じて低いこと、第2に失業率が高いこと、第3にインフレ率は改善されてきているがなお高めであること、そして第4に経常収支が赤字であること、の4点が挙げられる。

例えば、成長率については、米国は昨年春以降回復方向にあるとはいえ、極めてスローテンポな状況であるほか、E C諸国の昨年の成長率も、OECDの見通しによれば全体で1.4%と低いものにとどまっている。こうした状況下、失業率は米国で7%程度、E C諸国では国によってバラつきはあるが全体としては9%程度に達している。また、消費者物価は、米国では食料・エネルギーを除いたコア部分でみて前年比4%強とひとところに比べれば改善をみているが、なお高めの伸びが続いている。E C諸国ではフランスが前年比3%程度と比較的落着いているものの、ドイツでは前年比4%と根強い物価上昇圧力が続いているほか、英国、イタリアでも4~6%の上昇率となっており、総じて改善傾向にあるとはいえ、いまだ安心できる状態ではない。経常収支の面では、かつての黒字国ドイツが、昨年はドイツ統一による投資需要の増大から、一転

して赤字化するという大きな変化が生じた。

このような欧米諸国経済の現状に比べると、わが国経済は減速が続いてはいるが、引き続き相対的に良好なパフォーマンスを保っていると言える。またアジア経済も、N I E s、A S E A Nでは域内貿易の活発化を軸とした相互依存関係の強まりの中で、比較的高めの成長を維持し続けており、世界経済の中では、わが国も含めたアジア地域の経済が相対的に良好な状態にあるとみることができよう。

（主要先進国の政策運営）

こうした中で主要国の政策運営をみると、大幅な財政赤字の存在が、金融政策への負担を重くしているのが特色である。米国では社会保障関連支出等の増加や税収の伸び悩みから財政赤字は90年度の2,200億ドルから91年度は2,700億ドル弱へと拡大しており、今後東西冷戦構造終えんによる平和の配当が期待し得るとしても、当面92年度もさらに赤字が拡大すると予想されている。また、ドイツでも旧東独地域向けの支出増加から当面高水準の赤字が持続するとみられている。このように両国とも財政面では財政再建や旧東独地域の経済基盤整備といった中期的課題を抱え、機動的対応が困難となっているため、経済を安定的な成長路線に導くための政策対応は勢い金融政策が担わざるを得ない状況となっている。

このような経済情勢の下で、金融政策運営についてみると、米国では昨年1年間を通して緩和方向で運営されてきた。12月には昨年中で5度目の公定歩合引下げが実施され、公定歩合の水準は3.5%と1960年代前

半以来の低水準となっている。こうした緩和措置はF R Bの発表文にもあるように、これまでの金利引下げの累積効果と相まって景気回復の基礎を築くために実施されたものである。

一方、ドイツでは、昨年中は一貫して引締め方向で金融政策が運営され、12月には昨年中で3度目の公定歩合、ロンバート・レートの上上げが行われた。これにより、公定歩合、ロンバート・レートはともに戦後のピークを更新している（公定歩合8.0%、ロンバート・レート9.75%）。こうしたドイツの政策運営は、今やドイツとフランスの消費者物価上昇率が十数年ぶりに逆転するという、ドイツにとっては「耐え難い物価上昇テンポ」に達した状況下、賃金の大幅上昇やマネーサプライの増加テンポの高まりといった状況にかんがみ、ブンデスバンクがインフレ抑制に向けて強い決意を示したものといえよう。

このように利下げの米国と、利上げのドイツおよびこれに追随するE C諸国の金融政策運営は、全く逆方向にあり、これをみて主要国間の政策協調は破綻をきたしたとする向きもあるが、「インフレなき持続的成長」を目指すという最終目標は同じであり、現在はこの目標の実現に向けて各国がそれぞれの置かれた状況に応じて努力を続けているということにはほかならない。その意味でこうした各国の政策運営は、昨年のG 7の共同声明でもうたわれているように「中期的な視点に立って、物価の安定を伴った持続的な成長の達成を共通の目標とする」という国際協調の精神に沿ったものである。

（主要先進国経済の展望）

それでは、本年の主要先進国経済はどうなるであろうか。景気循環的な面ではこうした政策当局の努力が少しづつ実を結び始め、昨年よりは安定した展開をたどることが期待されている。米国では在庫、雇用の調整進展に加え、これまでの金利低下効果の浸透や物価安定基盤の整備を背景に、景気は本年後半にかけて極く緩やかながらも持直すものとみられている。また、EC諸国では、ドイツが所得税増税の期限が切れる本年後半には成長テンポが多少上向くとみられているほか、英国でも物価安定等を背景とする個人消費の持直しにより、徐々に景気回復に向かうとみられている。

しかしながら、現在欧米諸国が取組んでいる経済の調整が、財政の再建、家計・企業の財務体質の改善、金融機関の不良資産の整理等の1980年代に生じた経済活動の行過ぎの是正という性格や、東西ドイツ統一後の経済の健全化、およびEC統合という大事業の達成のための各国経済のコンバージェンス実現へ向けての調整という構造的な性格を有していることを考えると、金融政策の効果がフルに発揮されて目指すゴールにたどり着くまでにはまだしばらくの時間を要するとみておくべきであろう。

2. わが国経済の現状と金融政策運営

本年のわが国経済は、これまで申し上げてきたような厳しい海外環境の中で、よりバランスのとれた成長のあり方を模索すると同時に、幾つかの課題の解決に向けて努力していかなければならない。そこで次にわが

国経済の現状に対する私どもの認識と金融政策運営に関する基本的な考え方について申し上げたい。

（1）景気の現状評価

わが国経済は、底堅さを維持しつつも、引き続き減速しているが、現在の景気減速がこれまでのやや速過ぎた成長からよりバランスのとれた経済に向けての望ましい移行プロセスであるということは、私自身これまで折に触れ繰返し申し上げてきた。その意味で現状は望ましい経済の姿に向けての移行が進みつつある段階であるという基本的認識はいささかも変わっていないが、そうしたいわば経済の「正常化」の過程にあって、景気は内需の増勢鈍化から、このところやや減速の度合いを強めているのが実情である。

これをやや詳しく申し上げますと、最終需要面では、個人消費は引続き底堅く推移しているが、住宅着工が減勢を続け、設備投資も増勢が鈍化している。こうした最終需要の減速によって、住宅・建設関連など幅広い業種にわたって在庫が積上がったため、在庫調整の必要が生じており、鉱工業生産も抑制基調で推移している。このようにわが国経済は在庫調整の広がり軸として、現状は調整局面へ移行していると認識している。また、企業マインドも、景気の調整局面入りに伴う売上げの鈍化から、企業収益が製造業を中心に低下していることに加え、先行きに対する不透明感もあって、慎重化している。

こうした中で物価面では、国民生活に係りの深い消費者物価が前年比3%前後の伸びで下げ渋っており、なお課題を残しているが、

国内卸売物価は製品需給が緩和してきている下で、石油価格の低落などもあって前年比上昇率が若干マイナスとなるなど一段と落ち着いた推移を示しており、全体として物価情勢は落ち着き傾向がより確かなものになりつつある。また、地価も鎮静化傾向が続いている。このような物価・地価の落ち着き傾向は、わが国経済の「正常化」の過程が進行しつつあることの1つの現われといえよう。

（２）人手不足経済化での景気調整の進行

このように現在のわが国経済は景気調整局面に入っているが、しかし労働需給や製造業の稼働率等の需給指標をみると過去の景気調整局面に比べてなおかなり高い水準にある。特に今回の景気調整は、わが国経済が労働供給面での構造的な制約が強まるといういわば「人手不足経済」へ移行しつつある中で生じているという点で、過去の同じような局面と大きく異なっており、これが景気の底堅さを支える要因として作用している。ちなみに最近の労働需給をみると、さすがに景気減速を反映して幾分緩和しているが、それでも例えば有効求人倍率は昨年11月でも1.3倍台であり、前回の景気拡大局面であった80年代前半の0.6～0.7倍に比べてもはるかにタイトな状況にある。

こうした労働需給のタイトな状況が中期的にも続く公算が高いことに対する企業の対応はすでに始まっており、それが次のような点で景気を下支えし、今回の景気調整を比較的浅いものとする要因として働くと考えられる。

第1は、合理化・省力化投資や人材確保のための福利厚生関係の投資など独立的な投資

の下支え要因として働いていることである。

第2は、企業が中期的な人手不足への対応として計画的に雇用確保に努めており、これが労働時間短縮化の動きとも相まって雇用者数の順調な伸びを支えており、雇用面も巻き込んだ景気調整の進展といった事態を回避しているとみられる点である。こうした雇用の増加は、家計所得の伸びを支え個人消費が底堅さを維持する要因として働いているわけである。

（３）金融政策運営

（金融政策の運営スタンス）

次に金融政策運営に関する私どもの基本的な考え方について申し上げたい。

金融政策は、その時々を経済・金融情勢を踏まえて弾力的、機動的な運営がなされるというのが特徴であるが、私どもは短期的な景気の方角のみをとらえて政策運営を行っているわけではなく、同時に、物価の安定とその下での持続的な成長を目指すという中期的な視点を見据えて金融政策運営にあたっている。かつて欧米諸国では、景気後退を避けるため政策的にファイン・チューニングを繰返した結果、経済が次第にインフレ体質化し、結局物価上昇と景気低迷が併存するスタグフレーションに陥ってしまうという苦い経験を味わってきた。私どもとしてもそうした貴重な体験から学びうるところを、わが国のマクロ政策運営に活かしていかなければならないと考える。

この点をもう少し敷衍してみると、私どもは一昨年までの3～4年間の経済成長については、それが強いインフレ圧力を発生させた

ことにかんがみると、やや速過ぎた成長スピードであったと考えており、現在はこれを「中期的にみて安定的かつ持続可能な成長経路」に誘導していきたいと願っているわけである。そのためのもっとも大事な条件は、物価安定の基盤・環境をしっかりとつくりあげることであって、89年5月以降の5回にわたる公定歩合の引上げ、また昨年後半の3回にわたる引下げは、このような考え方で一貫している。

（今回の公定歩合引下げの趣旨）

とくに昨年12月30日に実施した公定歩合引下げは、新年1～3月が、企業が新年度の設備投資計画を樹立する時期にあたるので、このところ慎重化している企業マインドに明るさを与えることを狙ったものである。今次公定歩合引下げ後、市場金利はさらに低下し、長期、短期ともに5%台前半まで低下した。この結果、長短金利逆転は解消し、市中貸出金利もさらに低下した。現在の短期プライム・レートの5.875%（ピーク比△2.4%）と、長期プライム・レートの6.6%（ピーク比△2.3%）という水準は歴史的にみてかなり低いレベルであり、平成元年末に公定歩合が3.75%であった時とほぼ同水準となっている。このように長短プライム・レートは、企業の設備投資意欲などを採算面から十分下支えし得るところまで低下していると思う。そういう意味では、よりバランスのとれた経済に向けての移行プロセスを一層円滑かつ確実なものとしていくうえでの必要な条件を、金融面から十分整えることができたと思っている。したがって、企業は経済正常化へのこの機をとらえて、バブル収縮後の経

済に見合った経営基盤の再構築に向けて努力を傾注していただきたいと思う。

ところで、話は少し横道にそれるが、公定歩合と市中の貸出金利の関係について触れてみたい。以前は公定歩合が動かなければ、預金金利は動かず、したがって市中の貸出金利も動かなかった。しかし、金利自由化が進展し、金融市場が整備され、その結果として市中銀行資金の約7割が市場金利により調達されるようになった現在は、公定歩合が動なくても、市場金利が動けば貸出金利が動くようになっている。例えば今回の緩和局面でも、公定歩合は、3回、1.5%低下したが、短期プライム・レートは、6回、2.4%低下した。このことは、金利水準が実体経済の状況に応じ早めに対応できるようになってきたことを意味し、景気調整過程をスムーズに進めていくうえで極めて重要な変化である。世の中の人が金利について語る場合、公定歩合だけでなく、市場金利や市中貸出金利の動向にも注目して欲しいと思っている。

（景気循環の持つ自浄作用）

そこで金融政策運営にあたっては、景気調整の深度が深くなり過ぎないようにきめ細かく機動的に行うことは当然であるが、しかし、そうした努力を払っても金融政策によって景気循環を完全に除去することは非常に難しい。周知のとおり、金融政策の効果が経済に浸透するまでには時間がかかる。だからこそ政策の機動性を心掛けなければならないわけであるが、景気循環の波を取除く方向での機動性にのみ目を奪われると、かつて欧米諸国で失敗したファイン・チューニング政策の

轍を踏むことになる。

また、そもそも今回の景気調整には、過去4年間にわたり高成長を続けた景気が成熟局面入りしたことに伴う「自律的」な要素が多分に含まれている。例えば、設備投資や住宅投資は、これまで高水準の伸びが続いてきたことによってストックがかなり増加しており、現在はこうしたストックの規模が需要動向等からみて適正な水準となるよう調整している過程にあり、景気の成熟に伴う自然な動きという側面を有している。そしてこうした自律的な動きは、景気拡大の過程で経済の中に生じた歪みを是正し、次の拡大局面に向けての基盤を整備するという意味で資本主義経済の持っている一種の「自浄作用」であり、また資本主義経済のダイナミズムの源泉でもある。

したがって、わが国経済は当面は在庫調整の進展に伴い、なお調整色が強まるとしても、この調整局面をくぐり抜けることによって新たな拡大に向けての基盤が整備されるということを経験していただきたいと思います。わが国経済はこれまで幾多の試練を乗り越えて、その都度新たな発展を実現してきたが、そうしたわが国経済のしなやかさや適応力の高さは引き続き健在であると確信している。

こうしたわが国経済のいわば底力の背景として私は次の2点を挙げたいと思う。

第1は、国民・企業の皆様が大きな環境変化に対して、その本質あるいは持っている意味をよく理解され、そうした先見性に基づき柔軟かつ力強く対応してこられたということである。例えば2度のオイルショックを契機に急速に進められた省エネ型産業構造への転

換や、プラザ合意以降の円高進行の下での内需主導型経済構造への転換などは、優れた先見性と適応力の高さが遺憾なく発揮されたものということができる。

第2はこうした積極的な企業家精神の存在を背景にした技術革新の進展である。近年におけるエレクトロニクス関連等の技術革新には目覚ましいものがあるが、製造業、非製造業を問わず、常にチャレンジ精神を持って新たな技術革新を実現し、製品の高付加価値化、新製品の開発や経営の効率化につなげてこられたわけであり、これがわが国経済に活力を与える源泉となってきたことは申し上げるまでもない。

このようなわが国経済のダイナミズムは今も脈々と生き続けていると思う。こうしたわが国経済の底流にある活力に加えて、先程述べた「人手不足経済」への移行に伴う景気下支え要因や金利低下効果の浸透等を考え合わせると、今後設備投資等の最終需要が大幅に減速し、わが国経済が急速に失速するといったリスクは小さく、在庫調整の進展に伴い、いずれ調整局面を終え、安定的かつ持続的な成長経路へ移行していくものと判断している。現在の調整局面の意味と中期的な視点に立った私どもの政策運営の考え方を十分ご理解いただき、皆様がこれまで同様柔軟かつ力強く対応していかれることを切に期待する次第である。

3. わが国経済の当面の課題

(1) 対外黒字増大についての考え方

次にわが国経済が直面している大きな課題の1つである対外黒字の増大について、私ど

もの考え方を申し上げることとしたい。

わが国の経常収支は昨91年の1月から11月までの間、累計で625億ドルの黒字を計上しており、90年中の黒字額358億ドルの2倍近い水準となっている。こうした大幅な黒字の増大を眺めて「わが国の対外収支の基調が再び拡大方向に転じたのではないかと懸念する声も少なくない。しかし、最近の黒字拡大の内容を詳しく調べてみると、一時的な要因や特殊な要因によって見かけ上の黒字が膨らんでいる面が強く、わが国経済が再び外需に依存した成長パターンに戻りつつあるわけではないというのが私どもの判断である。

一時的な要因ないし特殊な要因のうち主なものを具体的に申し上げますと、1つは金貯蓄商品に見合う金輸入が90年に増加した一方、91年には減少に転じたため、これが往復でかなりの黒字拡大寄与を示したこと、2つには為替相場の円高により、円建て契約となっている輸出価格がドル・ベースでは自動的に上昇することを主因に黒字が増加したこと（いわゆるJカーブ効果）、3つには湾岸戦争発生に伴い91年前半に海外旅行者数が目立って減少したこと、などである。なお、90年に黒字が大幅に縮小した背景には、こうした要因の幾つかが91年とは逆に黒字縮小方向に作用していたことに加え、原油価格が大幅に上昇したこともあって、表面上の黒字額が実勢以上に縮小したかたちになっていたことにも留意する必要がある。

それでは対外収支の基調はどうなっているのかということであるが、わが国全体の実質収支、すなわち輸出と輸入の数量収支の動きをみると、ここ3年程は安定した状態が続い

ており、名目上の黒字が拡大した90年後半以降もこうした実質収支安定化の状態はほとんど変わっていない。つまり実体経済への影響という面では、海外へ向けての「失業の輸出」が増えているといった状況にはないわけである。

また、名目ベースの経常黒字についても、その規模を名目GNPとの対比でみるならば、90年度の1.1%よりは上昇しているとはいえ2%程度と、わが国の経常黒字が大きな問題となった86年度当時の4.4%に比べればその半分程度の水準であり、この程度でとどまるのであれば世界経済に攪乱的な影響を与える程のマグニチュードではないといって差し支えないように思う。

ただ、そうはいってもわが国経済が調整局面にあるため、内需の減速に伴ってその分輸入が伸び悩んでいることも事実である。したがって、先程述べたようにわが国経済をできるだけ早くインフレなき持続的な拡大軌道に乗せることを通じて、輸入の着実な拡大を図っていくことが肝要である。

しかしながら、経常黒字の縮小を至上目標としたインフレにつながりかねないような政策は絶対に採り得ないし、わが国が無理に「機関車」の役割を果たすべきでもない。いわゆる「機関車論」は1970年代の後半に提唱され、実際にも1978年以降わが国や西ドイツなどで財政政策を中心とした内需喚起策が採られた。しかし、その結果は多くの国でインフレの進行と財政収支の悪化を招き、安定的で持続的な成長や対外収支の不均衡の是正にはつながらなかった。これには第2次オイルショックの発生による原油価格の高騰も影響

しているが、より基本的には「機関車論」が経常黒字国に対して内需の拡大による高成長とそれを通ずる輸入の増加という負担を課す一方、経常赤字国に対してはその背景にあるインフレ抑制についてあまり強いスタンスをとらなかったために、結果として双方にとってインフレ的な政策となったというのが歴史の教訓である。

結局、わが国の対外収支問題への対応策としては、第1に、内需の安定的かつ持続的な拡大を軌道に乗せたうえで、第2に、経済のファンダメンタルズに見合った為替レートの形成を図り、第3に、これらのマクロ政策の下でミクロ的な市場開放措置を極力積み重ねていく、というのが王道である。その場合、当然ながら貿易相手国においても、わが国の措置に見合ったマクロ、ミクロ両面での努力がなければ効果は期待できないわけである。

最近の世界経済の構造変革の流れとして、独立国家共同体（旧ソ連）・東欧の市場経済化の流れと並んで、ECに代表されるような地域経済統合の動きが生じている。こうした流れの中であって、世界経済の中で大きな地位を占めるわが国にとっては、物価の安定を基礎とする内需中心の安定的かつ持続的成長を実現し、自国の市場開放等を通じて自由貿易体制の維持に努めることが最も重要な責務である。また、こうしたわが国の努力は世界経済の保護貿易主義化を防ぎ、世界経済の発展に貢献することにつながるものである。

しかし、そうした努力を積み重ねていても、各国経済の相互依存関係が一段と強まっている中で、貿易相手国の政治・経済情勢や個別的な産業の事情に基づく貿易摩擦の火種

は尽きないというのが皆様の実感ではないかと思う。先程述べたように、純経済的にみればわが国の経常収支黒字は世界経済の秩序を乱すほどの規模ではないが、それでも今回のブッシュ大統領来日の際にもみられたように、わが国の黒字に絡めて、貿易相手国側が管理貿易的な方向に目を向けがちになることには留意しておくべきであろう。そうした事態に対して現実的な配慮やさまざまな妥協を余儀なくされることも時としてやむを得ない場合があると思う。ただし、そうした場合でもただいま申し上げたような筋道は堂々と主張していかなければならないし、そうした主張を行い得るためにも、わが国の市場をより一層開かれた、透明性の高いものにしていかなければならないと思う。

（２）金融部門の役割と課題

最後に、先程実体経済面での「正常化」の問題について述べたこととも関連するが、締めくくりとして金融面の課題について申し上げたい。

今回の景気拡大過程では金融面においても、金融機関のリスク管理がやや甘くなり、不動産関連取引等に積極的な信用供与を行った結果、資産内容の悪化を招来し、また金融機関や金融システムに対する信認を損なうような事件が発生するなど、幾つかの金融活動の行過ぎがみられたのはきわめて残念なことである。また、実質的にコストゼロといった極端な低コストでのエクイティ・ファイナンスの盛行も、一時の金余り局面における異常な現象であったというべきであろう。

現状はこうした金融面での行過ぎを是正

し、金融システムの健全性を取戻し、確保する過程と位置づけることができよう。この点、金融機関に関していえば、自己のリスク感覚を厳しく磨き上げることが求められているとともに、資産内容の健全化という課題を抱えている状況にある。

そうした中で、このところマネーサプライの伸び率が低水準にとどまっており、マネーの供給面で大宗を占める金融機関貸出の伸びもかなり鈍化してきている。これには財テク、不動産関連の需資の減少や景気減速等に伴う借入れ需要の減退という循環的要因等が影響している面が大きい。一方において金融機関の融資態度がリスク管理を厳格化し、量より質を重視する姿勢に変化してきていることも事実である。もっとも、現状において米国のようなクレジット・クランチが生じているわけではなく、健全な実体経済活動にとって、金融面で支障が生じている状態ではない。実際、企業金融の動向をみると、普通社債等による資本市場からの調達や生保からの借入れ等が順調に行われていることもあって、現在は不動産業等特定の業種を除き、資金の量的な面で制約が加わっているといった状況にはなく、総じてみればなお余裕を残しているとみられる。

私どもでは、金融機関の与信姿勢の変化に根ざすさまざまな金融面の動きが実体経済面にどのような影響を及ぼすかについては、今後も注意深く見守っていく必要があると思っている。しかし、金融機関がこうした過程でリスク感覚を強めること自体は、基本的には金融システムの健全性の向上につながるものと考えている。この点、一般経済界におかれ

ても、わが国の金融機関が健全経営に向けて努力を払いつつあること、またそれによっていろいろな金融の慣行や金利のバランス等が「正常化」しつつある、という認識を是非新たにしていきたいと思う。

おわりに

以上、内外の経済情勢とわが国経済の当面の課題について政策運営と関連づけながら、私どもの考え方を申し上げてきた。その中で皆様に何度も申し上げたことは、現在の金融政策運営の基本的スタンスは「物価安定の下での持続的な成長の実現」を目指しているということである。また、こうした慎重な政策運営を通じて健全なわが国経済を維持していくことが、ひいては世界経済への貢献にもつながるものと確信している次第である。

本年も内外経済ともに多くの課題を抱えてのスタートとなるが、年頭にあたり、こうした時期に金融政策運営を担当する責任の重さに改めて思いを致し、通貨価値の安定と信用制度の保持・育成という中央銀行の基本的使命の達成に誤りなきを期して参りたいと思っている。皆様のご理解とご協力をお願いし、私の話を終わらせて頂くこととしたい。