

最近の内外金融経済情勢

—— 三重野総裁講演

平成4年2月6日、読売国際経済懇話会にて

はじめに

本日は、読売国際経済懇話会にお招きを頂き、誠に光栄に存ずる。

ご承知のように、約2週間前ニューヨーク郊外のロングアイランドでG7蔵相・中央銀行総裁会議が開催され、私も羽田大蔵大臣とともにこれに出席した。今回のG7は私にとって8回目となるが、旧ソ連の解体や欧州同盟創設に関するマストリヒトでの基本的合意など、世界経済をとりまく環境が大きく変化する中で、各国の置かれた情勢について率直な意見交換を行い、これをベースにインフレなき持続的成長のための政策運営について、議論を深めることができたのは、大変有意義であった。

本席では、それらの議論を踏まえつつ、まず、世界経済、とりわけ日米欧経済の動向について幾分長めの観点からお話しし、次に、最近の国際的な政策協調の考え方について私の理解するところを述べたい。最後に、現在の状況に照らして、わが国が抱える政策課題について、皆様とともに考えて参りたいと思う。

1. 移行・調整期にある世界経済

(移行期にある欧州経済)

さて、私が日本銀行総裁に就任したのは平成元年12月、西暦でいえば1989年12月であるが、偶然にもこのころから世界情勢は大きな移行期ないしは調整期に入ってしまったように思う。B I S（国際決済銀行）に集まる中央銀

行総裁の間でも、最近は「世界経済が調整期にある。そしてこの過程はいましばらく続く可能性が強い」という認識で一致している。これはどんな事態を意味するのかということから話を始めたい。

まず、旧共産圏諸国についてはこの意味は明らかであろう。改めて申すまでもなく、旧ソ連、東欧諸国では政治的な体制転換を経て、いまや市場経済への移行をめざして苦しい試みが行われつつある。

E C諸国での変化も、こうした東西関係の本質の変貌と深く絡み合ってきた。マクロ経済面に限っても、ドイツ経済は、東西ドイツの統合、それにつづく旧東ドイツ地域の再建のためのさまざまな負担、なかんづく大規模な財政支出を行わざるをえなかったこと等を背景として、ドイツ経済は従来にない過熱状態を呈するに至った。ドイツの消費者物価上昇率は、前年比4%程度と今やフランスを上回り、ブンデスバンクの言を借りれば「ドイツにとっては耐え難い上昇テンポ」に達しており、また、高い賃上げ要求にみられるようにインフレ圧力も強い。そうした中でブンデスバンクは一貫して引締め姿勢を堅持してきた。これは、もちろん物価安定の確保を狙ったものであるが、その背後には、もう少し長い目でみて、E C通貨統合へ向けて経済体質を健全化しようという配慮が働いており、このためにもドイツ経済を、物価安定を軸とする持続可能な成長へどうしても着地さ

せなければならないとの強い意図が込められていると思う。

こうしたドイツの高压経済的状况は、周辺のヨーロッパ諸国に大きな影響を及ぼしている。欧州の主要国は實際上固定為替相場で結ばれているため、景気が必ずしも回復軌道になくとも、自国通貨の安定を図ることを主眼に、昨年12月のドイツの金利引上げに際しては、これに追隨して利上げに踏切らざるをえなかった。ドイツ以外の国で「不況下の金利引上げ」という選択をとらざるをえない事態を称して、最近「欧州のディレンマ」という呼び方をよく聞く。そのことから想像できるとおり、ヨーロッパ諸国のなかにはドイツに対し不満を抱いているところもあるだろうが、しかしドイツとしては高金利政策以外の道を選ぶ余地が少ない、という冷静な理解もまた行渡っているように思われる。そして、それに対するに安易な通貨調整を避けてきたことについては、ドイツ・マルクとの価値を維持するという厳しい選択を採用してきたことが、結局は物価パフォーマンスの改善をより確かなものにしてきたという実績の重みがある。したがって、「欧州のディレンマ」という言葉が象徴していることは、「東西ドイツの統一」と「EC統合」という2つの大きな政治的・経済的変革のはざまにあって、欧州経済がインフレなき持続的成長の基盤を確立する方向へ各国経済の一層のコンバージェンスを進めていくための「調整過程」、ないしは欧州経済の新秩序に向けての「移行過程」と位置づけることができよう。

(80年代好景気の調整が続く米国経済)

次に、米国について考えてみると、米国経済が昨年春にいったん底入れした後、再び足踏み

状態にあるのは、周知のことであろう。金融政策の相次ぐ緩和にも経済が反応してこない状況をFRBのグリーンズパン議長は「時速50マイルの逆風を受けている」と述べているが、ここでいうagainstの風の内容をひと言でいえば、現在の米国経済には1980年代の経済活動の行過ぎの調整という側面が色濃くにじんでいる、ということであろう。1980年代といえば、平和時の最長景気拡大局面と呼ばれたように、実に8年にもわたる景気拡大が続いた時期である。そうした景気拡大のきっかけとなったのは、いうまでもなく、財政支出の拡大と減税であった。これによって巨額の財政赤字が発生し、その後現在に至るまで、米国経済の足かせとなっていることは皆様ご存知のとおりである。

また1980年代前半にはドル為替相場の過大評価を背景に、米国の製造業が外国からの部品供給、あるいは完成品輸入に依存する体質を強めたことも、この時代のひとつの特徴的な現象であった。その後80年代後半には一転ドル安に転じ、その過程で、製造業の競争力はある程度回復してきた。現に米国輸出の世界市場に占めるシェアは、1987年以降高まってきており、また外需は米国の経済成長に対してプラスに寄与してきた。ただ、ここ数年間については、外需の牽引力によって米国経済全体が回復するといった事態にはなかなか至っていない。

さらに1980年代の特徴的出来事として、80年代半ばの金融緩和局面にあって、不動産投機、さらにはジャンクボンドなどを利用したLBOなどが盛上がったことも見逃すことができない。この結果、商業用不動産には大幅な過剰が発生し、また、企業の財務内容も債務累積というかたちで悪化した。家計の負債もこうしたブームの中で増加し、結局90年代に入って

これから経済活動の行過ぎの調整が始まることになったわけである。

このようにやや長い目でとらえると、現在の米国経済を特徴づける、家計・企業の高い負債、過剰不動産、連邦・地方政府ともにみられる財政赤字などは、いずれも1980年代の景気拡大のなかにそのルーツがあるといえる。当面の米国経済の展開については、金利低下効果の浸透や物価安定基盤の整備を背景に、本年後半にかけて極く緩やかながらも持直すものと期待されるが、以上述べたように現在の米国経済は1980年代の経済活動の行過ぎの調整過程という側面が強いとするならば、本格的な立直りまでには時間がかかる、とみておくべきであろう。

（日本経済の調整）

以上、海外経済の状況について、私の理解するところを述べてきた。そこから引出せるインプリケーションを考えてみると、第1は、当然のことではあるが、本年のわが国経済も以上のような海外の厳しい環境によって制約を被らざるをえない、少なくとも外需に期待することはできない、ということである。もちろん、近隣のアジア諸国が世界の成長センターとして活況を呈している姿は誠に心強いが、これら近隣諸国からはわが国が欧米に代わる輸入大国としての役割を期待されていることも、直視しなければならぬ。第2に、世界経済の調整過程をみるにつけても、国民経済の健全性と安定性を維持することが、結局は息の長い成長につながり、世界経済の健全な発展に貢献できる、という平凡だが厳然たる命題に帰らざるをえない。当面の経済運営に際しても、単に景気が悪からそれを良くするというだけでなく、中長期的な展望をしっかりと踏まえなければならない。

以下、そうしたことを念頭におきつつ日本経済について若干述べてみたい。

私どもは、景気循環的にみると日本経済が目下調整局面にあると考えているが、1980年代から90年代へという時間の幅のなかでみると、速すぎた成長から、よりバランスのとれた望ましい経済の姿に向けて調整が進みつつある段階と考えている。

わが国の経済成長率は1987年度に5%、88年度6%、89年度4.6%、90年度5.5%と4年連続で高い成長が続いたあと、91年度になって漸く成長テンポは鈍化してきている。この間、企業の設備投資は毎年約10%、ないしはこれを上回るテンポで拡大を続け、昨年になって一桁の伸びに戻ったわけである。また、住宅投資、乗用車販売などについても、87年から90年までの間、歴史的にみても著しい拡大を示したあと、昨年になって減少、あるいは「調整」が明らかになってきている。そして、こうした高成長が持続した過程で、労働需給が極端に逼迫したことは記憶に新しく、その後、幾分緩和方向に動いてきたとはいえ、依然人手不足状態が続いている。

つまり、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生み出す結果となったことからみて、やや速すぎるスピードであったと私どもは考え、これを「中期的にみて安定的かつ持続可能な成長経路」に誘導してゆきたいと願って政策を運営してきたわけである。それと同時に、私どもは景気のスローダウンは経済の循環的な意味で景気が成熟するにつれて、当然自律的に生ずるものであることを指摘しておきたい。たとえば、設備投資についていえば、過去数年間のようにGNPに対して投資の比率がどんどん上昇するプロセ

スは、大幅な供給力過剰を避けようとすれば、いつかは鈍化せざるをえない。これを政策によって完全に平準化することは非常に難しい。しかし、この投資調整が次の経済拡大の基盤を準備することにもなる。その意味で、自律的なスローダウンは、資本主義経済のもつダイナミズムの源泉であり、一種の自浄作用でもある。

もちろん、政策担当者としては、経済が「持続可能な成長経路」に極力早期にたどりつくよう努めなければならないし、またその過程で、調整の程度がいたずらに深くならないように、きめ細かな政策運営を行うのは当然である。これが昨年後半に、物価環境や金融市場動向をもにらみつつ、利下げを行ってきた背景である。ただ「きめ細かい運営」といっても、短期の経済変動のみに目を奪われて金融政策を行うということではないし、中期的な経済の健全な発展という観点を忘れてはならない、というのは先ほど述べたとおりである。

およそ以上のような考え方に基づいて、私も昨年7月以降3回にわたる公定歩合引下げを実施してきた。とくに第3回目、12月30日の引下げに際しては、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念頭に置いた。

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。金融自由化、金融市場の整備が進んでいる中で、世の中の人々が金利について語る場合、公定歩合だけでなく、市場金利、市中貸出金利まで注目して頂きたい。経済の実態に直接影響するのは市中の貸出金利である。現在の短期プライム・レー

トの5.875%（ピーク比 Δ 2.4%）と、長期プライム・レートは6.0%（ピーク比 Δ 2.9%）という水準は歴史的にみてかなり低いレベルまで下がっている。このように金利水準は、ここ数か月の「変化」でいえば企業収益率の低下を下支えするスケールで下がってきているし、また現在の「水準」を歴史的に観察するならば企業の設備投資意欲を投資採算面から下支えし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移行して行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。

もちろん、経済の動きを規定するのはマクロ的な政策環境だけではない。そのほかにも当然さまざまな力が作用しており、それらの総合として景気の変動が生じているわけである。

主なものを幾つか挙げてみると、第1に、先ほど述べた景気の成熟化に伴う自律的な調整の要素がある。このなかには、住宅投資のように概ね底が見えてきたものもあるし、来年度の設備投資計画などのようにいまだ不透明な部分もある。第2に、海外市場の状況——このなかには貿易摩擦の影響も含まれるが——も、当面は極めてモダレートな拡大にとどまるとみておくべきであろうし、そもそも外需に期待をかけるわけにはいかない。第3に、いわゆるバブルの後遺症という問題がある。資産価格の下落によるバランス・シートの悪化、異常な低コストによるファイナンス機会の消滅、あるいは高級化・高額化一本槍の風潮への反省気運等々が、経済の実体的な活動をどの程度制約していく可能性があるのか、その評価が極めて難しいだけに、留意すべき事項のひとつであろう。

これらの反面、第4に、日本経済が技術革新のとうとうたる流れのなかで、依然として強い

成長ポテンシャルを保持していることも確かと思われる。この一端は、たとえば日本銀行の短観対象である主要製造業企業の設備投資内容にもみられ、「合理化、省力化、新製品ないし新技術開発のための投資」が全体の4割をも占め、今後も底堅い増加を示すものとみられる。この種の投資が、数年前、いわゆる「円高不況」から脱け出すにあたって、強力なバネとして作用したと考えている。第5番目に、労働市場の状況——つまり景気調整下における労働需給のタイトさという現象——をどう解釈すべきであろうか。これは一面では、経済活動の水準がなお比較的高いことの現われでもあるし、他方では経営者の方々自身、中期的な成長のポテンシャルをしっかりと見据えながら、「人手不足経済」下における経営資源の獲得を着々と推進しておられる証左でもあるのではないだろうか。

これらのさまざまな底流を総合的に勘案してみると、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、景気が急速に失速するといったリスクは小さく、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。皆様方におかれては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頂き、バブル収縮後の経済の正常な状態に見合った経営基盤の再構築に向けて、努力を傾注して頂くことを期待している。

2. 国際的政策協調の運営方法

（国際的政策協調の意義と陥穽）

以上において、日本を含め、世界の主要国が当面している状況を述べてきたが、近年いわゆるG7諸国の経済運営が、「国際的政策協調」の枠組みのもとで、相互の検討、場合によって

は批判の対象にもなってきたことは、皆様ご存知のとおりである。たまたま最近G7が開催され、「成長戦略」といった側面に注目が集まったことでもあり、ここで国際協調についての私どもの考えと、現在の政策の位置づけについて若干申し述べてみたい。

まずはじめに誤解のないように申し上げるが、私は国際的政策協調の意義を否定するものでは全くない。今日のように、「もの」と「かね」が国際的に頻繁に移動する時代となり、その結果、ロンドン、ニューヨーク、東京といった金融センター間の統合が進む時代となると、各国がお互いの経済運営方針について——私どもの分野でいえば金融政策や信用秩序面での政策について、基本的な考え方や次の行動計画を理解し合ったうえで、自国の経済政策に当ることは、非常に意義のあることだと考えている。

しかしながら、現実には国際協調のなかで政策を運営するに当たっては、幾つかの陥穽が潜んでいることにも注意しなければならない。幸いにして、各国の努力によって問題は問題としてははっきり意識され、実際には望ましい方向での協調がなされてきているが、常に自戒が必要な点なので、以下幾つか述べてみたい。

まず第1に各国の経済局面がそれぞれに異なる下で、関係国は時として中期的な経済パフォーマンスの改善をエンカレッジし合うよりも、相手国の経済運営から短期的な利益を得ることに注力しがちとなる傾向がある点是否めない。そうした傾向に流されてしまえば、中期的にみて健全な経済運営の視点が脇におかれるリスクが高まることとなる。現在の世界経済の状況に即していうと、短期的な成長志向にウエイトが置かれている感が強いが、——そして

それはそれで重要な課題であるが——、私どもはそれのみに焦点を当てるのではなく、各国の経済ファンダメンタルズの強化・改善に資する方向で、政策努力を行うべきであると考えている。そして、この点は今回も含めて最近のG7のステートメントの中に、明示的に盛り込まれていることである。つまり「中期的な観点からの物価安定に伴った持続可能な成長」をめざすことが、財政金融政策の適切な枠組みであるとうたっているくだりは、私はいま述べたような文脈で理解している。

第2に、経済調整の非対称性の問題がある。一例として、国際収支不均衡の問題をとりあげてみると、赤字国・黒字国双方の調整が本来必要であるが、政治的に困難な調整は延び延びにされがちである。特に、景気抑制政策は往々にして、各国国内で不人気であるため、実施が遅れるリスクがあり、そうした場合には、調整は他国への景気刺激要請に転化しやすくなる。ただ、そうした場合は、要請された国にとっては、本来あるべき調整策に比べ、過度に景気刺激的になるリスクがないとはいいい切れない。これは先ほどの問題に通じる点であり、この意味においても中期のファンダメンタルズを改善、強化するという視点が不可欠になる。

第3には、今日、主要国経済には多くの構造的問題があり、そうした問題は経済成長によって解決できるとは限らないという点を常に意識していなければならない。たとえば、財政赤字の問題、対外競争力の問題、あるいは金融システムの問題などの構造的な問題は、場合によっては痛みを覚悟で取組まない限り解決が難しい類のものであって、これに短期的な成長重視の政策が果たしうる役割は限られている。幸い、この点についてもG7参加者の間で

共有の認識ができつつある。すなわち、構造政策の実施について、「硬直性を小さくし、市場原理を強化する」との合意があったほか、財政政策との関連で、財政赤字の大きい国について、「国民の貯蓄を高めること」、および「財政再建のための中期的努力」の必要性が、ステートメントにも述べられている。したがって、今後これらの真に困難な課題への取組みが一層真剣に行われるよう、私どもも努力し、他国にも努力を期待したい。

以上要するに、国際的政策協調のフレームのなかで、最近のように「成長」という側面についてより多くの議論が割かれる場合でも、それは中期的な経済安定化の努力と矛盾するものであってはならないことが強く意識されているのである。こういう文脈のなかでみれば私どもの政策努力が「インフレなき持続的成長」を達成するというG7共通の課題に沿ったものであることがお分かり頂けると思う。

3. わが国の政策課題

最後に、わが国が当面するさまざまな課題のうち、まだ触れていない点を2つほど申し述べたい。これから述べる点は、現在の世界的な「調整期」の性格が、これまでの景気調整局面と異なる特徴点でもある。

第1に、日米両国において、金融セクターがさまざまな問題を抱えるに至ってしまったことである。

米国については、先ほど幾つかの経済問題を指摘したが、そのひとつに不動産関連貸出やLBO絡みで不良債権が累積している点がある。わが国についても、今回の景気拡大過程では、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託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極めて残念なことである。

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、確保する過程でなければならない。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、資産内容の健全化を図るという難しい仕事を息の長い課題として受止め、これに一層真剣に取り組んでいくことが期待されている。

このように、金融機関が自己責任原則の下、リスク感覚を強め、バランス・シートの健全化をすすめていくことを大前提に考えると、わが国におけるマクロ経済のパフォーマンスは良好であること、また、主要金融機関の収益力・資本力も高い水準を保っていること、などの点からみて、金融システム全体に動揺が生ずるといったことはないと確信している。

ただ、金融機関の行動が従前より慎重になる場合、それは金融市場のさまざまな分野で変化を惹起せざるをえない。これは必ずしも金融の量的な逼迫を意味するものではない。たとえば、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。しかし、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。現に貸出金利が大幅に低下している状況などからみても、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、現在は資金の量的な面で制約が加わっているといった状況ではなく、総じてみればなお余裕を残しているとみられる。

こう考えてくると、今生じている変化の本質は、金融機関がリスク管理を厳格化し、量よりも質を重視する方向への大きな転換、つまりは金融の正常化、健全化のプロセスそのものではなかろうか。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、という認識をぜひ新たにしたいと思う。

第2に、今回の景気調整局面のもうひとつの特徴は、これほど経済統合が進み、世界市場で競争が激化しているなかで迎える初めての調整である、という点だと思う。これは、たとえば、各国とも輸入品の競争圧力にさらされながら景気の調整あるいは産業のリストラクチャリングが進行中である、といったことを想起されるならば、十分ご理解頂けることと思う。これも景気の見通しを難しいものになっているひとつの要素であるが、ここで触れたいのは景気とは別の側面、すなわち、今日のいわゆる経済グローバル化のなかで経済の調整が進行しているため、どうしてもミクロ的な産業の競争上の優劣が生じやすく、貿易摩擦の種子が尽きない、という問題である。

私は金融サービス業以外の産業の専門家ではないので、話を経済全体に通じる一般的な論点に限定して貿易摩擦の問題を考えてみたい。そういう一般的な論点としてまず思い当るの

は、数年前から提起されていたことであるが、わが国企業の経営環境が海外諸国と同じかどうかという、いわゆるlevel playing field論であろう。この議論の代表的な産物が金融におけるいわゆるB I S規制、すなわち銀行の自己資本比率規制であって、これは1988年10月の世界銀行監督者会議の東京大会で採択された合意文書をもとにするものであるが、そのなかで、この規制の狙いについて、金融システムの健全性維持と、国際的銀行の間でのlevel playing field確保がうたわれている。お金というものは、おそらく規制や取引慣行の差がなければ、国際的に最も移動しやすいものであるが故に、規制の国際的統一化による競争条件の均等化が、いち早く意識されてきたともいえる。

同様の見地に立って経済全体を考えてみると、まず優先度の高い課題としては、産業に対する規制や保護をできるだけ少なくして、市場の透明性を高めるべきことが挙げられよう。もちろん、これはわが国のみならず、各国共通の課題というべきであり、その意味でウルグアイ・ラウンドを成功させることは極めて重要だと考える。

競争条件の平準化という観点から検討されるべき次の側面は、経営のコアに近い幾つかの慣行、たとえば労働時間の長短——これについては方向性は既にはっきりしているが——、投資リターン的高低あるいは価格設定の仕方、等々といった部分であろう。最近、これらの点についても国内から大胆な問題提起が行われ始めたとの印象が強い。恐らく日本企業の経営諸慣行のなかには、今後とも保持されるべき真の強さの部分と、わが国が欧米にキャッチ・アップする過程でもっぱら企業体質強化を優先した結果、それが定着したまま今日に

至っている部分とが、混在しているのではなかろうか。後者の部分についてはこれを見直し、今申し上げたような点について、議論がさらに深められることを期待するものである。

以上述べたことからもお分かりのとおり、貿易摩擦の一層の激化を防ぐためには、日本としても痛みを伴うような措置が要請されつつあり、その意味で私たちはいよいよ困難な状況に直面しつつあると思う。先ほども述べたとおり、構造調整の努力は諸外国側でも対称的に行われなければ有効さが乏しくなる。しかし、自由貿易のメリットを享受しつつここまでの発展を遂げ、保護主義の強まりからは大きな打撃を被らざるをえないわが国としては、自由貿易擁護のために最大限の努力を傾けなければならないと考え、長年経済問題に携ってきたものの1人の見方として、あえて申し述べた次第である。

おわりに

本日は、現在の主要国の経済動向を1980年代からの流れの中でとらえたうえで、いずれも調整期、あるいは移行期にあるとの見方を示した後、その関連で、現在のわが国経済運営上の考え方や、国際的政策協調について、お話しした。繰返しになるが、それらを踏まえていえるのは、経済運営は目先だけを追うのではなく、中期的視点に立って経済の安定性、健全性を構築する方向で行うべきである、という点ではないかと思っている。私としても、今後ともそうした気構えで、通貨価値の安定と信用秩序の保持・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。皆様のご理解とご協力をお願いして、私の話を終わらせて頂くこととしたい。