

## 最近の内外金融経済情勢

—— 三重野総裁講演

平成4年5月11日、沖縄にて

(沖縄経済同友会・同金融協会共催)

はじめに

本日は、数多くの皆様方にお集まり頂き、大変光栄に存する。

皆様方におかれては、この5月15日に本土復帰20周年を迎えられるとのことであり、まことにご同慶の至りである。私ども日本銀行も、沖縄の本土復帰と同時に那覇支店を開設し、皆様方とともにこの20年を歩んできたわけであるが、ここ沖縄で皆様方とともに復帰20周年をお祝いする機会を頂戴し、まことに感慨深いものがある。

振り返ってみると、20年前といえ、71年8月のいわゆるニクソンショックにより国際通貨情勢が混乱し、それが73年2月の変動相場制移行へとつながっていく世界経済の激動期であった。そうした中での本土復帰の実現は、皆様の使われるお金がドルから円に切替わったことに象徴されるように、生活が大きく変化する中で、希望に満ちつつも不安を織り混ぜたスタートであったことと推察される。私ども日本銀行の当地における最初の仕事は、ただいま触れた円とドルとの交換であったが、これは奄美、小笠原での通貨交換に比べても格段に規模が大きく、大変な労を要する大事業であった。

その後の沖縄県は、豊富な観光資源を生かしつつ、レジャーブームの到来を先見して観光産業の発展に力を入れられ、さらにまた2次にわたる「沖縄振興開発計画」に基づく財政支出にも支えられて、他府県を上回るテン

ポで着実な成長を遂げてこられた。最近では、生活・産業基盤整備の進展のほか、沖縄県外との財貨・サービスの取引面でも、観光産業に加え、当地の気象条件を生かした花卉栽培の成長などにより、県外からの受取りが着実に増加してきている。

もちろん、こうした今日に至るまでの発展の道のりは、決して平坦な道ばかりではなかったと推察される。当地には、「<sup>あわりどすじょう</sup>哀れが素性」という格言があるとのことであるが、この間の皆様方のご苦労はいま振り返ってみると本当に尊いものと思われ、皆様方の一方ならぬご努力に対し、深く敬意を表する次第である。

また、当地は、古くから海外との交流が盛んであったが、最近でも「沖縄県国際交流財団」等を中心とする各種親善交流事業や「沖縄国際センター」等発展途上国の人材育成のための施設の誘致・整備などにより、地理的に近いアジア諸国をはじめ、世界各地域との交流の推進に努められ、わが国の国際化にも大きく貢献してきておられる。

こうしたわが国の急速な国際化の進展や世界経済に占める地位の向上、あるいはそれに伴う責任の大きさというものは、私が国際会議に出席する度にいつも痛感させられているところである。

そこで本日は、最初に海外経済情勢について簡単に述べ、次に最近の国内経済情勢と金融政策運営に関する私どもの基本的な考え方を申し上げて、皆様方のご理解を賜りたいと思う。

## 1. 海外経済の動向

私はつい先日、ワシントンで開催されたG7、G10、IMF暫定委員会等一連の国際会議に出席、帰国したばかりであるが、それらの会議における主要な議題は、①主要国の景気がどう展開していくのか、②旧ソ連——現在はCISと呼んでいるが——の経済をどのように市場経済に組込んでいくかという2点であった。

前者の世界景気の問題からみていくと、わが国にとって身近なアジア諸国では、大型公共プロジェクトの推進等を背景に高めの成長を維持しているものの、欧米諸国では景気は回復傾向にあるとはいえ、いまひとつ冴えないというのが現状である。

すなわち、米国経済は、このところ景気の低迷が続いていたが、年明け後は住宅建設の堅調持続に加え、個人消費関連指標等に明るさがみられるなど、ようやく景気は回復過程に入ったとみられている。もっとも、商業用不動産の過剰在庫が依然解消されていないことや中央・地方財政の悪化等の重石が引続き残っていることなどから、景気回復のテンポは当面緩やかなものにとどまるものと思われる。

一方、欧州諸国についてみると、ドイツでは、東西ドイツ統合による財政赤字拡大により賃金の高騰、物価の上昇が続く下で、金融引締め政策を実施していることから、景気は引続き減速傾向をたどっている。また、ドイツ以外の諸国では、内外需が停滞しているので、本来は金利を下げたいところである。しかし、EMSという欧州の通貨を一定バンドの中にリンクした制度の下で、将来のEC統合を控えて自国通貨の安定を図らなければならないことから、ドイツの金融引締めによる高金利に対抗して、金利を高め維持せざるを得ないこともあって、目下のところ景気の足取りは捗々しくない。

ただ、こうした主要国の経済もお先真っ暗というわけではなく、次第に明るい展望も開けつつあるように思う。とりわけ物価についていえば、ドイツはいまだしの感はあるが、その他の国ではインフレ率の低下が相当程度進んできている。これは各国がインフレなき持続的成長を目指して政策対応を図ってきた結果ということができ、世界景気の今後の展開については、私としては過度に悲観するのは適当でないとの印象を先般のG7でも受けたところである。

いまひとつの関心事項である旧ソ連の各共和国では、政治的な体制転換を経て、市場経済への移行という困難な試みに取り組んでいる現状にある。この試みを成功させるには、それぞれの国の自助努力が大前提となるが、これが世界経済の不安定要因ではなく、新たな発展の基盤となるよう、西側諸国もさまざまな面でサポートしていかなければならない。こうした意味では、先般開催されたIMF暫定委員会において、旧ソ連における各共和国のIMF加盟が決定したことは、まさに歴史的出来事である。同時にG7、G10、暫定委員会でロシア共和国に対する各種の援助措置についても合意をみた。もとより、旧ソ連の各共和国が市場経済に移行するプロセスはそうなまやさしいものではない。しかし、「旧ソ連に対する支援はリスクも大きいが、援助しない場合のリスクも非常に大きく、やはり援助はしなくてはならない」といったことが各国共通の認識であったように思う。したがって、旧ソ連共和国がIMFに加盟し、今後IMFが市場経済化のプロセスの中で中核的な役割を果たしていくことの意義は大きい。もちろん、これで問題が解決したわけではない。「ルビコンは渡りつつあるが、なお前途三千里」という感じである。

## 2. わが国経済の現状と金融政策運営

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) わが国経済の現状

国内景気は、最終需要の減速が続く下で、在庫調整が本格化し、そうした中で企業マインドも一段と慎重化するなど、調整色を強めている。こうした意味で、今次調整局面ではいまが一番厳しい時ではないかと思っている。

それでは全国なべて真っ暗かというところではない。先般の私どもの支店長会議の報告によると、首都圏、東海、近畿など大都市地域では停滞感がかなり強い一方、その他の地域からは、さほどの深刻感はないとの指摘が少なからず聴かれた。このような「まだら模様」が生じた背景についての見方はさまざまであろうが、私は、今次調整が従来の調整に比べ、①いわゆるバブルの崩壊を伴っていること、②比較的高い雇用水準が維持されている中で、個人消費が底固く推移していること、という特色をもっていることと、無縁ではないように思う。

それではこれからはどうなるのであろうか。確かにいまは厳しい調整局面にあるが、必ずしも暗い要素ばかりではなく、底固い側面、明るい兆しもいくつかみえている。

- ① 住宅投資は底を打ち、回復の兆しがみえる。
- ② 製造業の設備投資が不振の中であって、非製造業のそれは、大企業中心に底固いものがあつたが、ここにきて中堅・中小非製造業の設備投資に、金利低下の効果浸透もあって、やや動意がみられる。
- ③ 前述のように調整局面にもかかわらず、比較的高い雇用が維持されているので、

個人消費は底固く推移している。確かに物を買う財布のひもは固くなったが、レジャー等サービス部門における個人消費は盛んである。当地でも観光面で実感されていると思う。

- ④ 公共事業、その中でも地方単独事業は活発で、これまでも景気を下支えしてきたが、これに本年度予算分の前倒しが加わる。したがって、なおしばらくの間は調整局面が続くとしても、現在進行中の在庫調整にめどがつくおそらく今秋以降、やがて、インフレなき持続的成長経路へつながっていく筋道にあると思う。

### (2) 金融政策の運営スタンス

以上が景気の現状に対する私どもの認識であるが、こうした中で私どもの金融政策の運営スタンスはどういうものであるか。それをお話する前に現在の調整局面をどうとらえているのかをお話ししなければならない。

わが国経済は、1987年以降4年間、5%前後の高成長を続けたが、この間、深刻な人手不足、インフレ圧力の高まり、資産価格の著しい上昇が生じた。これは速過ぎる成長というべきである。したがって、景気は昨年来減速過程をたどっているが、これは、速過ぎる成長から「インフレなき持続可能な成長」実現に向けての調整局面ととらえなければならないと考えている。その意味で現在の調整は望ましい成長経路へ移行するための避け難い、またやむを得ない調整と考えている。こうした調整を経てはじめて、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土台を築くことができるわけである。

ただ、調整局面がそういう意味合いを持つにせよ、それができるだけスムーズに進み、

必要以上に深いものとならないよう、政策運営上も可能な限り配慮していくことは当然である。

昨年7月以来、3次にわたる公定歩合の引下げ等一連の金融緩和措置を講じ、さらに去る4月1日に4度目の公定歩合引下げを実施したのもこうした観点に立ってのものである。繰返しになるが、これは中期的な展望、すなわち望ましい成長経路に、より確実に、より円滑につなぐために採った措置であり、単に景気が悪いから、これをよくするために採ったものではない。

この間、物価面では労働需給が総じてタイトな状況の下で、サービス分野では引続き根強い上昇圧力が残存しているなど、一部になお課題を残しているが、原油価格の落着きや製品需給の緩和等を背景に、全体として落着き傾向がより確かなものとなってきた。また、地価も、総じて鎮静化傾向が続いている。このような物価状況が、先に述べた一連の金融緩和措置を採ることを可能にしたといえる。

こうした一連の金融緩和措置により、市場金利、市中銀行の貸出金利ともに大幅に低下してきている。例えば、企業の借入れ金利である短期・長期プライムレートの現在の水準（短期：5%前半、長期：6.0%）は、ピークに比べともに3%程度低下し、歴史的にみても、諸外国に比しても極めて低い水準となっており、この点からみる限り、企業の設備投資意欲などを下支えし得る環境は整っていると考えている。

一方、財政面等においては、先般政府が緊急経済対策を打出され、また、沖縄県をはじめ各地方公共団体でも積極的な公共投資予算の策定が行われている。わが国のマクロ政策面では、これまではいわば金融政策のみが先

行するかたちでの片肺飛行を余儀なくされてきたが、そこに財政面等からの諸施策が出そろふことの意義は小さくない。

私どもとしては、現在、これまでの金融緩和の累積的効果が、財政面等におけるこれらの諸施策と相まって、わが国経済にどのように現われるか、見守っているところである。

### 3. わが国経済の当面の課題

これまで申し上げてきたように、わが国経済は現在調整局面にあるが、この調整過程をくぐり抜けてこそ、次の安定的かつ持続可能な経済の拡大が展望できるわけである。また、今回の調整局面は、行過ぎた資産価格の高騰——いわゆるバブル——の修正過程という側面も持っており、この処理も的確に行わなければならない。そこで次に、わが国経済の当面の課題について申し上げたい。

#### （1）いわゆるバブルの膨張期に生じた企業経営の緩みの見直し

先程、景気調整局面の持つ意味として、景気拡大過程で生じた行過ぎあるいは歪みの是正ということを申し上げた。

こうした行過ぎは、物価面からみれば労働需給がタイト化する中で、人件費や物流費等のコストが大幅に上昇し、インフレ圧力が高まったことなどに現われていたと思う。また、ミクロの企業行動等の中にも、結果的にみれば同様の行過ぎが生じていたことはやはり否めないのではないかと思う。例えば、景気拡大が持続し、異常ともいえる低コストでのファイナンスが可能となり、資産価格の上昇持続が暗黙の前提とされる中で、不動産投資や財テク投資等が大きな広がりを見せた時期には、リスクとリターンを冷静に評価したうえで投資決定をするという原則が、ややもす

れば軽視された面があったように思われる。こうしたことが、企業経営に行過ぎや歪みを与えているとすれば、現在は、これを是正し、バブル収縮後の経済に見合った企業経営の基盤を再構築すべき局面ということができると思う。

## (2) 金融システム面での課題

今回の景気拡大局面では、遺憾ながら金融面においても、幾つかの行過ぎがみられた。さらにバブルのつけは結局金融機関のバランスシートに回ってきつつある。金融機関は、現在、バブル現象は正の過程で生じた不良資産の整理、換言すれば資産内容の健全化という大きな課題を抱えている。この点をとらえ、一部にはセンセーショナルな報道がなされていることも事実であるが、私どもは、わが国金融機関のもつ基礎的な体力と、金融機関経営者の真剣な取組み姿勢をもってすれば、相応の時間はかかるが、必ず問題を克服し得ると確信している次第である。

一方、こうした出来事から得られる最大の教訓は、当り前のことではあるが、リスク管理とその前提としての自己責任原則の重要性ということであろう。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とともに、リスクへの備えとしての自己資本の充実が求められているわけである。

また、こうした個々の金融機関の努力と併行して、金融システム全体のあり方という面でも、自己責任原則を基軸に据えた広い意味での改革を進めていく必要がある。現在、国会には、いわゆる業態別子会社方式による、銀行、信託、証券業務への相互参入等を骨子とする金融制度改革関連法案が上程されているが、必要な改革はこれにとどまるものではない。わが国の金融システムがより効率的、

安定的かつ国際的にも通用するものとなるためには、決済システム、金融税制、市場慣行、会計制度などを幅広く見直し、それらの着実な改善を図っていくことも重要な課題である。私どもも中央銀行として、できる限りの努力をするつもりである。

## (3) 経常収支黒字問題

わが国の経常収支は、昨年度901億ドルの黒字で前年度(337億ドル)比大幅な黒字増加となった。こうした黒字急増は、一昨年度に急増した投資用金、高額絵画等の輸入の減少や、原油価格の下落、為替円高化といった特殊な要因が少なからず影響している。したがって、この先、同じようなテンポで黒字が拡大していくとか、わが国経済が再び外需に大きく依存した成長パターンに戻りつつあるとは思っていない。しかし、この程度の黒字は残ることになる。したがって海外からは引続き不均衡改善を求められることになろう。

もっとも、対外収支面での不均衡を短期的に是正しようとしても、そのための奇手、妙手があるわけではない。マクロ政策として、物価安定の基盤に立った内需主導の持続的成長経路を維持すること、構造政策として、従来にも増して市場開放を積極的に進めていくことが何よりも大事である。

それと同時に、為替相場の面でも、わが国のファンダメンタルズに見合ったかたちで円高方向での安定を図っていくことが重要である。

## 4. わが国経済の底力

以上、やや厳しいことを申し上げたが、これは私自身がわが国経済の実力を信じているが故の注文であるのご理解頂きたい。

戦後、わが国経済は幾多の試練を乗り越えてきた。この20年間を振り返ってみても、2度の



オイルショック、急速な円高など多く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。そうしたわが国経済の適応力の高さはいまなお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て、柔軟かつ迅速に対応してこられたということである。その代表的事例としては、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が挙げられよう。こうした柔軟性をもってすれば、最近よく議論されている「ゆとりのある経済社会」、あるいは「環境との調和」といったことを実現しつつ、内需主導型の経済構造をさらに定着させていくことは十分可能であると思っている。

第2は、連綿とした技術革新の流れとその背景にある旺盛な企業家精神である。近年におけるエレクトロニクス関連等の技術の発展には目覚ましいものがあるが、これを支えてきたものは常に中期的な経営戦略を見据え、明日の技術を先取りしようとする進取の精神であると思う。こうした積極的な企業行動が新たな設備投資機会を生み出し、わが国経済に活力を与え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、いま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活力がある限り、昨年来の金利低下の効果浸透、財政面等での諸施策の効果が現われて、先程申し上げたように、わが国経済はいずれは調整局面を終え、物価安定を基盤とした持続可能な成長経路へ移行していくものと考えている。

このように世界経済に大きな地位を占めるわが国が、自国経済の健全性と活力の維持に努めることこそ、世界経済の安定的な発展に対してわが国が果たすべき最大の貢献といえることができよう。

そのために重要なことは、第1に金融政策の適切な運営により物価安定を図ること、第2に長い目でみた財政の健全性を維持すること、第3に市場開放、規制緩和等を通じて経済の効率化、活性化を追求していくことである。さらに、わが国全体として経済の活力を高めていくためには、東京一極集中を是正し、地域経済の活性化を進めていくことも重要である。この点、当地沖縄県におかれても、リゾート開発、花卉・果樹等亜熱帯農業の振興およびコンピュータ・ソフトウェア等情報サービス産業の育成など、当地の特色を生かす方向でさまざまな工夫が講じられており、皆様方のご努力に敬意を表する次第である。またそうした努力と併せて、今後の県経済の発展の基礎となる社会資本の整備および県内金融基盤の強化に資する貯蓄の推進などに努められることも引き続き重要であると思われる。

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などについて、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。繰返しになるが、政策運営は目先の利益を追求するのではなく、中期的な視点に立って、経済の安定性、健全性を確保する方向で行うべきであると考えている。今後ともそうした気構えで、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て、私の話を終わらせて頂くこととしたい。