

# わが国の金融・経済情勢と対外不均衡問題

——三重野総裁講演

平成6年4月19日、日本外国特派員協会にて

はじめに

本日は、各国の特派員の方々とお話しできる機会が得られ、大変光栄に存ずる。日銀総裁の任務は、今日の表現で言えば、インフレなき持続的成長の実現と金融システムの安定維持の2つである。本日はこのうちの前者について、いわばプロGRESS・レポートを申し上げ、それに関連して対外不均衡の問題についても、セントラル・バンカーとして日頃考えていることを申し上げたいと思う。

## 1. 日本経済の現状と展望

まず、持続的な経済成長軌道への復帰という課題であるが、景気はようやく最近に至り、消費関連を中心に幾つか改善を示す動きがみられ始めている。また、昨年後半には悲観一色となった企業マインドも、このところ、やや落ち着きを取り戻しているように窺われる。このような経済活動の改善の動きが今後とも持続し得るかどうか、また経済全体に広がっていくかどうかを判断するに当たっては、今後明らかになる指標をもうしばらく分析してみないと明確な結論を下せない。それと同時に、この数年来、日本経済の底を流れている幾つかの「調整」のメカニズムの性格を正確に理解し、そのうえで調整がどこまで進捗しているかを評価することが不可欠である。

(調整の性格)

これまでいろいろな機会に申し上げてきたとおり、日本経済は、過去約3年間にわたって、80年代後半の行き過ぎた経済活動の調整から生じた強いデフレ圧力を被ってきた。第1の調整は、ストック調整である。これは、バブル期に過大となった資本設備や耐久消費財ストックの増加率を、中長期的に持続可能な成長軌道と両立する増加率まで低下させていくプロセスである。

第2の調整は、フィナンシャルな側面に着目した概念であるが、バランスシート調整である。企業部門について言えば、そのバランスシートは、バブル期における大幅な負債の増加やその後の資産価格の下落に伴う実質的な自己資本の減少によってダメージを受けたが、その後これを修復する過程で、支出活動が抑制されるプロセスである。同様に、金融機関についても地価の下落やこれに伴う不良貸出の増加から、貸出態度は従来の緩和期に比べ幾分慎重化している。

「山高ければ谷深し」と言われるとおり、これらの調整圧力は、大変厳しいものとなり、長くかつ深い景気後退を日本経済にもたらすことになった。

ただ、どのように厳しい調整であっても、調整が進捗することは、経済の回復に向けての基盤を徐々に整備していくことを意味する。

だからこそ経済は拡大する一方とか縮小する一方とかにはならず、「循環」の過程を辿るのである。

実際、ストック調整については、3年間に及ぶ支出抑制が続いた結果、回復の条件も徐々に整備されつつあると言ってよいように思われる。例えば、GDPに占める企業の設備投資の割合は、一時は20%に達し、かつての高度成長期並みの投資比率を記録したが、最近では、15~16%という、80年代以降の趨勢的なレベルにまで戻ってきている。耐久消費財についても、例えば家計の保有する乗用車の台数は、ピーク時には年率で7%もの高い伸びを示したが、これも、最近では3%強と、ほぼ運転免許保有者数の伸びに近いところまで低下してきている。

一方、バランスシート調整の進捗状況を見ると、わが国の金融機関は、現在、不良資産の償却や経営のリストラに真剣に取り組んでおり、事態は望ましい方向へ変化しつつある。しかし、調整を要する問題の大きさとの関係でみると、残念ながら調整はなお途半ばと言わざるを得ない。ただ、近年における米国の商業銀行の経験によれば、商業銀行の貸出姿勢が際立って改善し始めるのは、先行きの不良資産の償却にはっきりとした展望が拓けてくる時期にほぼ対応している。したがって、不良資産の償却がすべて終了しなくても、それにはっきりとした展望が拓けてくると、経済活動に対する金融面からのサポートがより強力なものになる可能性はあるように思う。この点での最近のニュースは、資本ポジションの強い多くの銀行において、このところ不

良資産の償却スピードが加速しつつあることで、それらの先では、不良資産の処理を極力短期間で済ませるという決意でこの問題に取り組んでいるように窺われる。我々としても、このような方向性をエンカレッジしたい。

日本経済においては、以上申し上げたストック調整、バランスシート調整が進行しているが、これに加え国際的な経済環境の変化への調整とでも言うべき第3の調整のメカニズムも作用している。現在、企業は生産拠点の海外シフト、海外からの部品調達の増加等、様々な対策を講じているが、このような対応は、必然的に国内の産業の再編成をもたらしつつある。

このような変化は直接的には円高を契機とするものであり、円高で加速されていることは事実である。しかし、より基本的には、東アジア諸国や旧計画経済諸国など、世界の様々な地域において市場化・工業化が急速に進展し、これに伴い、労働集約的な分野における競争圧力が高まりつつあることを背景とする動きと理解した方が適切であろう。このような日本の産業の再編成は、やや長い目で見れば、日本経済だけでなく世界経済全体としても効率的な生産体制の再編成をもたらすものであるが、短期的には景気に対し下押し圧力として作用する面があることも事実である。

#### （経済政策運営の考え方）

以上申し上げてきたように、日本経済は近年、ストック調整、バランスシート調整、それに国際的な経済環境の変化への調整という大き

な経済調整の影響を受け、厳しい景気停滞を経験してきたが、この間日本銀行は、経済の調整過程を促進するという観点から、思い切った金融緩和政策を採ってきた。

確かに、これまでのところ、表面に表れた企業の投資行動をみる限り、金融緩和が企業の支出行動を刺激するには至っていない。しかし、金利低下が景気を下支えするうえで確実に効果を発揮しているのをみてとれる分野もある。現在、住宅投資は民間需要の中で唯一高水準を続けているが、金利低下はその大きな要因となっている。また企業部門についても、金利支払いの負担軽減、キャッシュフローの改善等により、リストラの促進に貢献しているはずである。さらに、現在の低金利は、調整に目処<sup>めど</sup>がついた企業が前向きの活動を開始する際、それを十分サポートし得る金融環境を用意していると思う。

財政政策面でも、累次にわたり、公共投資の増加や減税措置を含む大規模な景気支援措置が採られ、当面、財政面からも途切れることのない景気下支え効果が期待できる状況にある。

以上、申し上げたことを要約すると、第1にストック調整の進捗や企業のリストラの進展、さらには、これまでの金融・財政政策の景気支援効果によって、景気回復の基盤は徐々に整いつつある。

しかしながら、第2に、ちょうど米国において、景気が回復に転じてからもバランスシート調整の影響から支出行動に弾みがつかず、FRBのグリーンズパン議長が「時速50マイルの逆風」が吹いていると形容するような状

況が長く続いたように、日本の経済活動も、当分の間、下向きの圧力を抱えて走らざるを得ないかもしれない。

結論として、経済活動は悪化が止まったけれども、ここから先、まだ様々な方向性を念頭に置いておくべき状況にある。日本銀行としては、金融・経済情勢の展開を注意深くモニターしていくつもりである。

## 2. 対外不均衡問題

### (交換の利益)

次に、残る時間を使って、わが国の当面する大きな課題のひとつである対外不均衡問題について、見解を述べることにしたい。この問題はいまや完全に政治問題化されており、純経済的な議論をしてもその有効性は限られているかもしれない。しかし、どのような経済的問題もエコノミックスに基づく正確な認識なくして的確な処方箋は書き得ない以上、ここでは対外不均衡の問題をエコノミックスの問題として議論をしてみたいと思う。

まず強調したいことは、国際的な経済取引は財・サービスの国際貿易であれ、国際的な資本取引であれ、取引当事者双方にとって、それぞれの置かれた状況が改善する(better-off)からこそ行われるという単純明快な原理である。言い換えれば、国際的な経済取引は、利益一定の下で取引当事者が利益を分け合うゼロサム・ゲームではなく、取引当事者双方が利益を増やし得るプラスサム・ゲームとして認識する必要があるということである。なぜこのような、ある意味で自明のことを申し上げるかと言うと、既にアダム・スミス

が交換の利益を発見してから200年以上経過しているにもかかわらず、「輸出は善で輸入は悪である」とか「貿易黒字は善で貿易赤字は悪である」という見方が根強く残っているからである。

いま申し上げたプラスサム・ゲームの意味をより具体的に理解するため、近年における世界経済の変化をリードしてきた東アジア諸国の経済成長を取り上げ、そのプロセスにおいて国際貿易や国際資本取引が果たした役割を振り返ってみたい。

言うまでもなく、経済成長の源泉は設備投資やそれに具体化された技術革新であり、さらにこれをファイナンスする潤沢な貯蓄の供給である。例えば、東アジア諸国にとって海外からの直接投資の受け入れは、不足する国内貯蓄をカバーすると同時に、海外から経営資源や新しい技術を導入するという役割も果たすものであった。その過程で、直接投資の受入国は工場の建設、稼働に必要な資本財を海外から輸入し、その後一定の懐妊期間を経て、直接投資の本国や周辺諸国に対し消費財を中心とする工業製品を輸出するに至っている。このような一連のプロセスにおいて、資本投下国、受入国双方は競争的な関係にあると言うより、相互補完的な役割を果たしている。東アジア諸国において直接投資の受け入れとその後の成長というプロセスは、当初韓国、台湾等のN I E s 諸国から始まったが、やがてインドネシア、マレーシア、タイ等のA S E A N 諸国、さらに中国へと地域的にも拡がりを見せている。さらにこれら東アジア諸国相互間の貿易・資本取引も一段と活発化している。

「東アジアの奇跡」と呼ばれる同地域の経済発展もこうした貿易・資本取引の活発化と密接に関連している。

このような国際貿易や国際資本取引によって生み出される利益を定量的に示すことは難しい。しかし、仮に海外からの直接投資の受け入れがなく、国内の投資をすべて国内の貯蓄供給だけに依存し、また消費財の生産に必要な資本財もすべて国内生産で賄おうとした場合に、果たして「東アジアの奇跡」を実現することが可能であったであろうか。ちなみに、国内の民間設備投資に占める海外からの直接投資受入金額の割合をみると、ピーク時にはN I E s 諸国で1割弱、A S E A N 諸国では4割弱にも達している。国際的な経済取引の利益がいかに大きいかはこれらの数字から明らかであると思う。

ところでいま、東アジア諸国の経済発展を例に取りながら貿易取引のパターンを説明したが、そうした貿易取引のパターンは経済の成長の過程で大きく変化する。例えば、わが国の輸出の花形はかつては繊維であり、1955年には全体の輸出の37%にも上っていたが、現在は僅か2%に過ぎない。もう少し最近におけるわが国の貿易パターンの変化の事例を挙げると、プラザ合意のあった85年から93年までの間に、消費財の輸出は15%減少し、資本財の輸出は4割以上増加した。一方、輸入面での大きな変化は製品輸入の増加である。製品輸入比率は、85年の30%から飛躍的に上昇し、最近では50%を超えているが、これは、一次産品の資源に乏しく、その大部分を輸入に頼らなければならない日本の状況を踏まえ

ると、相当の高水準と言ってよい。

これらの貿易パターンの変化には様々な要因が絡み合っているが、最も大きな要因のひとつは生産要素価格の相対的な変化、特に経済成長に伴う賃金コストの上昇であろう。賃金コストの上昇の結果、相対的に労働集約的な商品の輸出が減少し、また加工組立等労働集約的な生産プロセスは海外にシフトする。先程わが国経済の直面している第3の調整として挙げた、国際的な経済環境の変化への対応ということは、いま述べたような不可避免なプロセスが、近年における国際環境の変化や円相場の上昇によって加速していることを意味している。これは短期的には景気に対し下向きの圧力を及ぼすが、やや長い目でみれば、経済の発展に寄与するものである。自由で多角的な貿易・資本取引を確保していくことが重要であるのも、まさにこうした貿易の変化を通じて、貿易のメリットを実現していくためである。

#### （対外不均衡についての考え方）

以上、貿易のメリットということを説明したが、それでは貿易の不均衡という問題についてはどのように考えるべきであろうか。すなわち、個々の企業が国際貿易のメリットを追求し、国境を越えた売り買いを行う中で、結果として対外不均衡が生じ、これが根強く残るといふ現象についてはどのように考えるべきかという問題である。

最初に事実関係から申し上げると、経常黒字や赤字が根強く続くこと自体は、歴史的には決して珍しくない。例えば、19世紀後半の

英国、第2次世界大戦後の米国、東西統合前のドイツなどでは、経常黒字が相当の長期間にわたって継続し、その裏腹の現象として対外資本輸出が高水準に上った。一方、長期間にわたって経常赤字を記録し、これを資本収支の黒字でファイナンスするかたちで、健全な経済発展を遂げている国も少なくない。

誤解のないように急いで付け加えておくと、私は、このような例を、日本の黒字を正当化するために挙げているわけではない。また、「経常黒字が有用である」とか、逆に「経常赤字こそが有用である」ということを主張しているわけでもない。黒字とか赤字という言葉は利益や損失を連想させる言葉であるが、国際収支の黒字や赤字は損益とは無関係であり、資金の流入、流出を表す言葉である。住宅ローンを借り入れて住宅を購入する個人の経済活動を国際収支に当てはめて考えてみたい。この場合、経常収支は赤字で資本収支は黒字になるが、この過程で損失が発生しているわけではない。その個人にとって経常収支の赤字が問題になるわけではなく、重要なことは、全体として資金繰りをうまくマネージできるかどうか、言い換えれば、住宅ローンの返済計画が合理的な生活設計、経済計算に基づくものであるかどうかである。

もうひとつの例として、余資が積み上がりつつある企業を考えてみたい。この場合、経常収支は黒字で資本収支は赤字ということになるが、潤沢なキャッシュフローはその企業が収益性の高い投資機会に恵まれない結果、生み出されているのかもしれない。そうだとすれば、経常黒字はその企業の中長期的

な発展にとってむしろ危険な信号であり、重要なことは新たな投資機会を創出することである。

いま個人や企業の経常収支や資本収支について述べたのと同様のことは、一国全体についても当てはまる。すなわち、マクロ的な対外不均衡の問題を考えるに当たっては、その背後にあるマクロ的な貯蓄・投資のバランス、すなわち貯蓄超過や投資超過がどのような状況の下で生じているかを十分考察する必要がある。

例えばわが国の場合、近年趨勢的に貯蓄超過の状況が続いているが、これは基本的には今後の急速な人口高齢化を控え、マクロ的な貯蓄率が高水準となっていることを反映したものである。

もちろん、いま申し上げた貯蓄超過や投資超過の議論は、経常収支の不均衡の趨勢的な部分に関する考え方であって、現在の日本の黒字がすべてそのような趨勢的な貯蓄・投資パターンを反映したものだということではない。実際、現在のGDP対比で3%近い経常黒字のうち何がしかは、循環的な要因による投資の減少を反映したものであろう。この面については、わが国は、経済をできるだけスムーズにバランスのとれた回復軌道に乗せるべく、マクロ経済政策面ででき得る限りの措置を採ってきており、今後もそうするつもりである。我々はまだ持続的成長という目標を実現していないが、過去3年間に比べ展望は改善しており、目標に近づくにつれて経常黒字の中の循環的部分は減少しよう。

しかし、現在のわが国の経常黒字は、趨勢

的な貯蓄超過をも反映している以上、マクロ経済政策によって黒字がすべて解消されるわけではないこともしっかり認識しておく必要がある。このことを忘れて、対外不均衡是正に過度にambitiousなマクロ経済政策を採用した場合、インフレや経済活動の行き過ぎという帰結をもたらしやすい。これは近年経験済みのことである。

#### (政策対応のあり方)

それでは、趨勢的な経常黒字の問題についてどのように対応すべきであろうか。

これまでの説明からも明らかなように、政策的な対応が趨勢的な経常黒字の縮小をもたらすとすれば、そうした政策は、必ず、企業や個人の貯蓄・投資の意思決定に働きかけるものでなければならない。そうでない限り、貯蓄・投資パターンの趨勢的な変化は生じないであろう。

一般論として言うと、企業や個人の貯蓄・投資の意思決定は所与の制度や慣行の下で行われるものである以上、これを一挙に、短兵急に変えることは難しい。しかし、同時に貯蓄や投資の意思決定に影響を与え得る様々な制度を改めて点検することは意味のあることである。そうした観点から、以下ではわが国の課題を3つ申し上げたい。

まず第1は、3月末に発表された政府の「対外経済改革要綱」にも示されているように、規制緩和や対日アクセスの改善である。この両方とも貯蓄・投資の意思決定に歪みを与えている制度の見直しであり、わが国としては積極的に進める必要があり、私自身繰り



返しその重要性を強調している。

このうち、対日アクセスの改善は、取りあえずわが国の輸入の増加要因として作用することは言うまでもない。その過程で当該輸入品目の国内生産は減少し、その結果所得・貯蓄も減少しよう。しかし、タイムスパンをもっと延長してこの変化を追及してみると、これまで当該輸入品目の生産に振り向けられていた資源は他の財・サービスの生産に徐々にシフトし、所得も——したがって貯蓄も——再び以前の水準に戻ることになる。したがって、厳密に言うと、やや長い目でみた場合、対日アクセスの改善によって一国全体としての貯蓄・投資のバランス、ひいては経常収支がどのように変化するかは必ずしも明らかでないかもしれない。

しかし、仮に経常収支尻がやや長い目でみて変化しない場合でも、輸出入の金額はともに増加する。国内取引ではなく、輸出入取引が増加すると言うのは、この方がbetter-offであると取引当事者が判断するからである。その意味で、輸入取引、対日直接投資いずれにしても、対日アクセスを改善していくことはわが国自身の経済的利益に合致することである。

一方、規制緩和であるが、これによって新たな投資のフロンティアが拓けてくるにつれて、やや長い目でみれば設備投資は増加し、一国全体の経済の効率性、生産能力も高まっていくことになる。もちろん、この場合でも一方的に投資水準だけが高まるわけではない。その過程では所得や貯蓄も増加するので、投資増加の一部は相殺され、最終的に貯蓄・

投資バランスと経常収支が意味のある変化を示すとは必ずしも断言できないかもしれない。しかし、仮にそうであっても規制緩和はわが国経済の活力を高めるという観点からみて、極めて重要な課題であり、わが国が自らのイニシアチブの下に積極的に取り組む必要があると認識している。

第2の課題は社会資本の充実である。これについては政府の「対外経済改革要綱」にも方向性が示されており、総論としては既に合意が得られているように思う。私自身、こういう方法で国内の貯蓄超過の一部を有効に活用していくべきであるということをこれまでも主張してきたし、またそのような政策は貯蓄・投資に関する民間の意思決定にも間接的に影響を与える可能性がある。ただ、社会資本の充実を図るに当たっては、これが安易な財政支出の拡大につながることを回避するよう十分な配慮を行うことも必要であることは言うまでもない。この点、わが国の財政収支ポジションをみると、一般政府部門の収支尻は、GDP対比でみて、90年度の3.5%の黒字から、昨年はOECDの見込みによれば1.0%程度の赤字に転化し、本年はこの赤字幅がさらに拡大する方向にある。このような財政事情を勘案すると、公共投資のあり方や予算配分方式、さらには財源の問題等について、今後国民的な検討を深めていく必要があると思う。

第3の課題はわが国の金融・資本市場の整備である。これは貯蓄・投資の意思決定を円滑に行うためのインフラ作りと位置付けられるものである。これは純粹に国内的な観点か

らも重要であるが、国際的にも責任は大きい。これは単に世界最大の貯蓄供給国としてわが国の責任が重いという意味でない。円建ての輸出入や起債を行っている非居住者のヘッジや国際分散投資のニーズを考えれば、厚味のある円資金の運用・調達の「場」を提供するうえでも、わが国の果たすべき役割は大きい。円滑な金融取引を確保し、国際的な整合性を実現するうえで、税制・会計・決済システム等、改善を図るべき余地はなお多く残されている。

以上、現下のわが国の対外不均衡問題について、セントラル・バンカーの立場からアプローチを試みた。要約すると、エコノミックスとして考える限り、対外不均衡是正のために短兵急な手段を採ることには疑問が多いと

いうことになる。しかし、適切なマクロ政策の運営、市場アクセスの改善、規制緩和、社会資本の充実といった措置が何がしかインバランスの縮小に資することも明らかであるし、それにも増して、それ自体として追求する価値のある政策であると思う。

世界各国の経済や金融市場がますます緊密の度を高める中で、わが国が世界経済に対して果たすべき貢献には、様々な分野があり得る。しかし、どのような選択肢を採ろうと、その基礎となるのは、自国経済の安定的な発展、言い換えれば、インフレなき持続的な成長を実現し維持していくことと、金融システムの安定性を維持することにあり、中央銀行の責務もこの点にある。最後にこの点を強調して、本日の私の話を終えることとしたい。