

最近の経済情勢と金融政策運営

——三重野総裁講演

平成6年6月24日、日本記者クラブにて

はじめに

私は中央銀行総裁としては最も記者会見の頻度が多いと思うが、本日は、日本記者クラブのお招きにより改めて皆様方にお話しできる機会が得られ、大変光栄に存ずる。

前回、この席にお招きいただいたのは、私が総裁に就任してほぼ1年目の90年10月であったので、約4年ぶりにお話しすることとなる。

この4年間の金融政策運営を振り返ると、89年から2年間の引き締め、91年以降今日に至るまでの思い切った緩和という形で、政策の舵^{かじ}を取ってきた。ただ、引き締め・緩和を問わず、私どもが一貫して追求してきた目標は、80年代後半の経済の行き過ぎをきちんと整理し、新たな発展のための基盤を作り直すこと、言い換えれば、長い目でみて、日本経済をバランスのとれたインフレなき持続的な成長経路に移行させるということであった。

幸い、最近に至って景気情勢には曙光がみえてきた。これは、バブルの後遺症の克服という点では、民間の方も苦しいリストラ努力をされ、政策当局も大規模なマクロ政策を発動してきた結果、我々がかなりの前進を遂げたことの現れと言ってよい。しかし、今日のように世界経済が大転換しつつある時には、日本経済にとっても新しいチャレンジが現れてくるものである。その中でも重要なのは、後にも触れるように、国際経済の変化の中で日本が新しい適応を迫られているというテーマで

あると思う。

本日は、こうした日本経済に関する私どもの現状認識を申し述べるとともに、後半の時間を使って、金融政策運営や金融市場を巡る幾つかの問題について申し述べ、皆様のご理解を賜りたいと思う。

1. 日本経済の現状と展望

(最近の景気情勢)

まず、日本経済の現状についてであるが、わが国の景気は、本年に入ってから、一部に経済活動の改善を示す兆しが現れ始め、企業マインドも落ち着きを取り戻すなど、全体として「下げ止まり」と言ってよい状態が続いていた。

ただ、こうした改善の動きの一部には、昨年の春先にもみられたような、年度末の特殊要因が影響していたこともあり、経済の実勢についてなかなか見極めが難しかったのも事実である。このため、期明け後の経済の展開については、私どもとしても、それこそ細心の注意を払ってモニターしてきたところであるが、この間に判明した幾つかの指標を踏まえて要約すれば、景気はこれまでの「下げ止まり」の状態から一歩踏み出して、回復に向けて動き始めた可能性が高い、ということではないかと思う。実は、ただいま申し上げたことは、先週の参議院予算委員会で初めて述べ、その後定例の記者会見においても説明した

が、もちろん限られた時間であるため、ほんの箇条書き程度にとどまったわけである。本日は、その辺のことをいまい少し敷衍^{ふえん}してお話ししたいと思う。

こうした動きを幾つかの側面から整理してみると、まず第1に、最終需要面では、これまで景気を下支えしてきた住宅投資や公共事業が引き続き高い水準にあることに加え、このところ個人消費の一部にも改善傾向がみられている。また、輸出も、米国や東アジアの高い成長に引っ張られる形で持ち直しに転じている。

第2に、こうした最終需要の動向を反映して、企業の生産活動が緩やかに回復していることが挙げられる。鉱工業生産は、昨年4～6月以降、3期連続の落ち込みを示した後、1～3月には年度末の特殊要因も加わって大きくリバウンドした。このため、その後の反動が懸念されていたわけであるが、目下の処、この4～6月は昨年と異なり、反動と言えるほどの落ち込みはまず避けられそうである。

第3に、企業収益面でも改善の兆しが現れ始めており、私どもの5月「短観」の主要企業製造業では5年ぶり・2桁の増益を予想していることである。このため、企業マインドもかなりの持ち直しをみている。

(回復メカニズムの評価と留意事項)

このように、日本経済には、幾つかの分野で明るい動きがみられ始めている。ただ、こうした動きを全体として評価し、景気回復の力なり持続性を推し量るためには、やはりバブル経済崩壊後の3年間続いた調整の特徴点などと照らし合わせてみて、もう一度個別

の材料を整理し、吟味してみることが必要である。

これまで、様々な機会で申し述べてきたように、私は、日本経済には、ストック調整、バランスシート調整、そして、新たな国際経済環境への調整という3つの大きな調整メカニズムが同時に作用してきたと考えている。

このうち、ストック調整とバランスシート調整は、まさしく冒頭で申し上げたような経済の行き過ぎたブームの反動とバブル崩壊の後遺症そのものであるが、この3年間で、企業や家計のストック調整、あるいは企業のリストラは着実な進展をみせている。

例えば、乗用車の国内販売台数は、それまでの年間300万台から、ピークの90年には430万台まで跳ね上がったが、最近では、再び300万台強のレベルまで戻ってきている。文字どおり、家計も支出を切り詰めることによって、バブル時代に大幅に積み上がった耐久消費財のストックを調整してきたわけである。最近の個人消費の持ち直しには、こうしたストック調整の進展が相当寄与しているものと考えられる。

また、企業部門でも、GDPに占める設備投資の割合は、一時高度成長期並みの20%にまで達したが、これも最近では、15%台とほぼ80年代前半の平均的なレベルまで低下している。先般の「短観」調査結果でも設備過剰感が頭打ちになってきている。これらの動きからみて、投資の回復までにはまだ間があるとしても、設備の調整圧力は相当減衰してきたように思われる。

一方、いわゆるバランスシート調整についてみると、金融機関の不良資産問題の解決に

関しては、不良資産の金額自体はピークアウトしつつあるが、今後かなりの償却・引当を実行していかなければならない。金融機関もいま非常に積極的に努力しているところであるが、なお途半ばみちなかと言うべきだと思う。一般企業については、バランスシート調整を含むリストラは着実に進展しているように窺われる。

例えば、「短観」における本年度の事業計画をみると、売上計画はほぼ前年並みにとどまる姿となっているが、収益は先に述べたとおり、全体としてかなりの増益予想となっている。これは、いわゆる「価格破壊」とか「価格革命」が云々されているとおり、名目の売り上げがなかなか伸びない中にあっても、労働コスト削減などの固定費の圧縮、財務体質の改善、安価な輸入品調達へのシフト、さらには金利低下の活用など、これまでの様々な企業のリストラ努力が次第に実を結び、収益の下支えに寄与し始めている証左であると言えることができる。

また、これまでの金融・財政両面からの政策効果の浸透、あるいは世界景気の回復といった外部環境の好転も、経済の回復をサポートする重要な要因である。

今回のように、ポスト・バブル期に向けて経済の厳しい調整が避け難いような場合、マクロ政策が果たす役割は、必要な調整の痛みをできる限り和らげ、過渡期を可能な限り円滑に通過するのを助けることにある。これまでの金融緩和について言えば、企業収益の下支えやリストラの円滑化という面で相応の効果を発揮してきたと思うが、今後は、ストック調整が進捗するにつれ、低金利が実際の企業の投資活動を引き出す条件が整備されていく

ことになる。と言うのも、これまでの景気循環に共通した経験則からすると、金融緩和はその終盤で力を発揮し始めるからである。

同時に、海外経済が全体として明るい方向に向かっていることも、輸出面をはじめ足元の改善の動きに好影響を及ぼしているように思う。実際、米国、東アジアの景気拡大の足取りはしっかりしたものであるし、欧州経済もようやく最悪期を脱したとの見方が強まっている。もちろん、こうした輸出の動きが先行き貿易摩擦問題を難しくしかねない点は忘れてはならないが、当面の国内景気への影響という点ではプラス材料である。

このような3つの回復を支える力、つまり、ストック調整やリストラの進展、政策効果の浸透、世界経済の回復という流れからみると、先程説明したような最近の経済活動の改善を示す動きは、相応のバックグラウンドと言うか、回復のメカニズムに裏打ちされていると言ってよいように思う。この点、昨年春頃にも、一時改善の兆しがみられたが、それが長続きしなかったということがあった。もちろん、これは急速な円高や天候不順等、いろいろなことが重なったためであるが、現在は、昨年よりは景気回復への条件が整備されてきていると言ってよいと思う。

ただ、こうしたプラス材料の一方で、今後の景気展開を展望するうえで、留意しなければならないマイナスの要因が幾つか存在することも忘れてはならない。

第1に、設備投資や雇用面では、なお調整の圧力がいましばらくの間尾を引くとみられることである。実際、「短観」調査結果でも、設備投資は引き続き前年比減少の計画となっ

ているし、主力産業における稼働率の低さ、海外生産の増加傾向、リーディング・インダストリーの不在といった状況を考えると、投資の回復が従来の典型的パターンよりは遅れる可能性があるということは覚悟しておかなければならないと思う。

雇用面でも、過剰感は頭打ち気味となっているとは言え、過剰感の度合い自体はなお相当強いし、企業の先行きの雇用者数についての見方は慎重なものにとどまっている。

第2に、先程申し上げた3つの調整圧力のうち、新たな国際経済環境への対応という問題への取り組みは、むしろこれから本格化するということである。

近年、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・工業化が急速に進み、特に、労働集約的な分野で競争が一段と厳しくなっている。こうした世界経済の構造変化は、為替円高への対応と相まって——さらに言えば、円高対応よりも大きなインパクトをもって——、必然的に国内の産業構造の変化を迫ることになる。もう少し詳しく言うと、海外が相対的に発展してくると、どうしても労働集約的な部門での日本の競争力は低下してくる。そうすると、海外へ生産拠点を移す、あるいは海外からどんどん安い部品を買うということになるし、このことは、同時に、新しい産業が起きてこなければならないということも意味している。こうした状況の下で、産業の再編成がこれから始まろうとしているわけである。もちろん、このこと自身は円高によって一段と拍車をかけられていると言うことができると思う。

このような変化は、長い目でみれば、世界全体として効率的な生産体制を作り上げ、各国間の産業の再編成を促すうえで、プラスの動きとも言えるが、短期的には、景気回復の足取りを鈍くする要因となり得ることも認識しておく必要があるだろう。

第3に、これは不確定要因と言うべきであろうが、景気との関連でまだまだ為替相場の動向には目が離せないことである。現に今週に入って内外の為替市場は大きな投機の波の中にある。これは、世界経済の発展、特にようやく回復に向かおうかという日本経済にとって攪乱要因となりつつあり、私どもとしては重大な関心をもってウォッチしている。先進7か国の為替相場についての共通認識は、これが急速に変動することは望ましくなく、各国のファンダメンタルズに応じて安定的に形成されることが望ましいということであり、現在の動揺はこのような認識を大きく外れている。私どもとしては、各国と緊密な連絡を取りながら、為替市場において適時適切に対処していく方針である、ということを申し上げておきたい。

このように、景気は「下げ止まりの様相」という状態から一歩踏み出して、回復に向けて動き出した可能性が高いと考えられるが、依然、ただいま申し上げたようなマイナスのファクターにも十分な注意を払っていかねなければならない状況にある。したがって、私どもとしては、今後明らかになる各種経済指標をさらに注意深く点検し、回復に向けての持続力やそのテンポについて、判断の誤りなきを期して参りたいと考えている。

2. 金融政策運営を巡って

(的確な情勢判断の要件)

以上、日本経済の現状について、私どもの考え方を申し述べた。当面の金融政策運営に当たっては、このような認識を踏まえ、金融・経済情勢を注意深くモニターしつつ、適時・適切に対応していくことに尽きるわけだが、経済がこのような微妙な段階にあるだけに、的確な情勢判断の必要性は一段と高まっている。

私どもが情勢分析を行う際、常に心掛けていることは、まずフレキシビリティつまり柔軟な判断、ということである。経済は循環する性格を持っているが、景気が反転するタイミングとか動くスピードは毎回違うし、また長い間には構造変化が起こって、これが循環の姿にも当然影響を与える。したがって、私どもは経済の将来について、最も確率の高いと思われる「標準シナリオ」のほかに、上振れや下振れのケースを念頭に置き、具体的な景気指標に則して判断を点検するとともに、政策についても常に弾力的な姿勢で臨むようにしている。この原則は、現時点での判断についても当てはまる。

ところで、柔軟な判断を心掛けるのは当然として、経済活動がますます複雑になっている今日、情勢を総合的かつ的確に把握するのは容易でない。日本銀行では、マクロ分析のほか、本・支店において直接多くの企業と接して、貴重なマイクロ情報もいただいている。またアンケート方式で行っている「短観」の対象は1万社に近く、わが国で最も充実したマイクロ・データのひとつと言える。なお、「短観」を日本銀行の景気判断と間違える方

がたまにおられるが、「短観」は1万社の経営者が判断していることの集計結果であり、そうした意味で、マイクロ・データとして非常に優れたものであると思っている。いずれにせよ、こうしたマクロ・マイクロ両面の分析には一層力を入れていきたい。

それと同時に、私どもは、金融政策の方法論を磨き上げていくうえで、金融市場から得られる情報の活用が、非常に有益であると考えている。

本日は、残る時間を使って、最近の金融政策運営や金融資本市場を巡る幾つかの問題を取り上げながら、言わば金融政策運営の羅針盤として、広い意味での金融市場がいかに重要であるか——言ってみれば、私の実践的市場哲学めいたもの——について述べてみたいと思う。

(市場情報の重要性)

金融市場から得られる情報の意味と特徴については、幾つかの側面から説明することができる。

第1に、客観性である。これは金融市場に限られるわけではないが、一般に、各経済主体の市場行動、すなわち何をいくらで売るか、買うかということは、言わば「円表示による投票」とも言うべき、人々の評価の意思表示である。この投票行動は、とりわけ企業にとっては生存をかけた真剣な経済計算に基づくものである。こういう意味において市場動向には、市場参加者が突き詰めて考え抜いた後の選択や意思が最も正直に、しかも数年に1回ということではなく、絶え間なく反映されることになる。

第2に、総合性である。どのような取引であれ、経済のあらゆる取引は、最終的にはお金の量や金利に反映されるはずであり、金融市場には、国民経済のもっとも広範な情報が総合的に集約されることになる。

第3は、金融市場の先見性という点である。金融市場においては、常に、市場参加者の将来に対する予想が交錯し、これが刻々とこなされる形で、取引が成立していく。金融市場は膨大な情報を集約する機構、それも将来を見据えた市場参加者の選択を集約する機構と言ってよい。この点は、例えば先物市場を想像していただくと分かりやすいかもしれない。また、先物に限らずとも、例えば、金利を決める行為自体、将来の所得のやり取りに関する値段を決める、という意味で時間をまたいだ取引なのである。したがって、金融市場の動きには、必ず、経済の先行きに関する人々の正直な見方が——懸念であれ、期待であれ——集約されているはずである。しばしば、株価は景気の先行指標である、ということが言われるが、これも、ただいま申し上げたような金融市場の特性に由来すると言えよう。

第4は、金融市場データの速報性である。金利や株価といった価格情報はリアルタイムで判明する。これに対して取引量の情報は少し遅れるが、それでも貸出やマネーサプライなど主要なものは翌月中に入手することができる。これは他の市場ではなかなか得られない強味である。

以上、金融市場から得られる情報の特徴として、客観性、総合性、先見性、速報性の4つを挙げたが、私どもはこの4つを高く評価し、

そういった点があるからマーケットを重視しているわけである。

このように申し上げたからと言って、決して、市場が常に完全であるとか、先行きを正確に予言しているなどと言う積りは全くない。市場の動きには、しばしば行き過ぎやその修正が生ずるものである。しかし、重要なことは、やや長い目でみれば、そのような絶え間のない情報の集積と修正のプロセスを経ることによって、経済の実勢や先行きの方向性を市場が示しているということである。そこには、私どもが経済の先行きに関する洞察を得ようとする際、注意深く点検するに値する情報がふんだんに含まれているはずである。

（長期金利上昇の考え方）

以上申し述べたことを念頭に置いて、金融政策や金融市場を巡る問題について、幾つかの側面から触れてみるが、まず、最近の長期金利の上昇を、政策運営上どう考えるかということから始めてみたい。

ご承知のとおり、わが国の長期金利は、年初から3月にかけて非常に急ピッチで上昇した後、5月にはいったん低下したが、最近再び上昇した。今週に入ってからは一時的に4.5%というところまで上昇したが、この2～3日、やや弱含んで、今日あたりは4.3%台になっている。このため、「長期金利の上昇は景気回復を阻害するのではないか」という声も聞かれるところである。もっとも、これは日本だけではなく、世界的に長期金利が上昇しており、様々な議論がなされている。わが国でも、マーケットでは、米国金利上昇の影響、債券需給の悪化懸念、国際的な投資ファンド

の攪乱的な影響などにその原因を求める声もあったようである。

この点、私どもとしては、少なくとも日本の長期金利の上昇は、過度の金利先安感の修正といったことを含め、基本的には市場の景況感の変化を反映したもの、という見方で理解できるのではないかと思っている。もちろん、時として市場の行き過ぎとその修正は避けられないが、そもそも市場金利はそうした市場の景況感の微妙な緩^{しゅうれん}を反映して変動しつつ、やや長い目でみれば経済の実態に則した水準に収斂していくはずである。

先程申し上げたとおり、私どもとしては、景気は回復に向けて動き出した可能性が高いものの、依然幾つかの下押し要因にも十分な注意を払っていくべき状況にあると考えている。したがって、当面は強弱両様の景気指標が交錯する可能性が十分に考えられるが、それを市場が冷静に消化していくことが望ましい。私どもとしては、市場の反応の仕方を参考材料のひとつと受け止める一方で、経済に対する私どもなりの判断をできるだけ明確に説明し、市場参加者が「投票」に行く際の参考に供したいと考えている。

（金融派生商品と金融政策）

次に、市場の期待を読み取るということとの関連で、いわゆるデリバティブズ、金融派生商品について少しコメントしたい。

金融派生商品は基本的には先物やオプションなど、将来にかかる取引を組み合わせたものであり、その価格や取引動向には、市場参加者の金利や経済情勢に対する先行きの読みが、端的に反映されている。したがって、例

えば、将来のある時点における金利について、市場参加者はどう予想しているか、その時点でのイールド・カーブについてはどうか、あるいは、それらの予想のバラツキ度合いはどうか、といった派生商品市場から得られる情報は、先行きの政策効果の波及を推し量るうえで重要な材料となる。このように、技術革新の進展に伴う新しい金融市場の発達、中央銀行にとって、貴重な情勢分析の手段を与えてくれるという面を有しているわけである。

金融派生商品市場の拡大が金融政策の効果にどのような影響を及ぼすかについても、このところ様々な議論がみられる。しかし、金融派生商品の発達は、一般的には、金利裁定の活発化や、市場におけるリスク配分の効率化を通じて、全体としての市場機能の向上につながるものであり、このこと自体、金融政策の効果浸透をより円滑にする方向で作用するはずである。また、こうした方向での市場の拡大は、これまで申し述べてきたとおり、政策運営上、将来に対する貴重な情報を与えてくれるものである。その意味で、私自身は、金融派生商品に関して、金融政策に対するマイナスの影響のみを強調する見方には賛成しかねると考えている。

ただ、各経済主体間でリスクの配分が従来とは異なるものとなり、かつ複雑になってくるわけである。その結果、企業や機関投資家あるいは金融機関の行動面で、政策運営に対する反応に変化が生ずることはないかとか、そうした変化に応じてモニタリングのあり方や分析の点で新たな工夫を凝らす必要も出てくるのではないかと、という点では、私どもは既に検討を始めているが、一層それを深めて

いきたいと考えている。

同時に、金融派生商品の運用に関するディスクロージャーのあり方や、金融機関のリスク管理体制の構築、あるいは決済システム面での改善など、金融派生商品がその本来の機能を健全に発揮できるような市場環境の整備を図ることが大切であろう。

なお、先々週、ロンドンに各国中央銀行総裁が集まる機会があり、デリバティブズの問題も話し合ったが、主要国はほぼ同様の見解であったことを申し添えておきたい。

（マネーサプライの位置付け）

次に、直接の市場情報ということではないが、 $M_2 + CD$ に代表されるような通貨総量も、中央銀行にとって重要な観察の対象である。

皆様もよくご存知のとおり、金融政策運営上のマネーサプライの位置付けを巡っては、様々な試みと論争が行われてきている。例えば、マネーサプライの定義から始まり、通貨需要関数の安定性や、マネーサプライをターゲットとして厳格に政策運営を行うことの是非など論点は多く、必ずしも意見の一致が得られているわけではない。また、最近、海外では、政策目標としてのマネーサプライの位置付けを若干低める傾向があることも事実である。

先程も述べたように、金融市場は一国の経済活動を集約して受け止める性格を持っているが、その代表的な指標がマネーサプライ、言い換えれば一国経済のお金の総量である。これは、経済のあらゆる取引の状況を総合的に反映しており、かつ、物価や経済活動の先

行きと密接な関連を有している。

近年、米国などでマネーサプライと経済活動の関係が以前より弱まってきたのは、金融市場の構造変化、その中でマネーの中核である金融機関預金の比重が最近とみに低下していることに起因している。また、その点を別にしても、わが国を含む多くの国において、バブル時代にはマネーが資産取引の影響を強く受け、GDPなどで表現される通常の経済活動とはやや遊離した動きが認められたこともあった。これらを踏まえると、マネーサプライ指標が表すものを読み取るうえで、慎重さというか、一定の留保が以前と違って求められるようになったのは事実である。

ただ、戦後のわが国の経済変動を大勢観察してみると、マネーの大きな変動は経済の何らかの変調を物語っていたことは事実である。今後もそうした経験が繰り返されるかどうかは、わが国金融市場の変化次第であるが、現在のところ、日本では金融資産における預金のウエイトは米国などよりまだまだ高い。したがって、今後ともマネーサプライから得られる情報に一定の有用性はあるし、その政策運営上の利用については、新しい金融環境の変化も踏まえ、一層の研究を深めていくべき課題として私どもは受け止めているわけである。

（金融市場の機能向上）

以上、金融政策運営に当たっての羅針盤という観点から、広い意味での金融市場から得られる情報の重要性について説明した。もちろん、こうした政策運営の立場からだけではなく、金融・資本市場は、資金を効率的に配

分し、貯蓄と投資を円滑に結び付けることによって、国民経済の安定的な発展の基盤を提供するという意味で、大変重要な役割を担っている。

それだけに、私どもとしても、各種金融市場の機能向上に無関心ではいられない。前述のとおり、時として市場は行き過ぎるし、それによる実体経済への攪乱的な影響も懸念されることがあるが、そのような折には、往々にして機関投資家を含む市場参加者の行動が問題視されがちである。しかし、市場参加者の行動に行き過ぎや不自然な点が見受けられた場合には、それらを批判し、あるいはそれに対する規制を強化するというのではなく、その背景となっている制度の設計、——それは、税制、会計制度、決済システムなど、市場のインフラストラクチャーを広く含むものであるが、——そうした制度の設計そのものに改善すべき問題点がないかどうか常に検証し、市場全体の機能を改善する方向での措置を講じていく姿勢が極めて重要であると思う。

私どもが、これまで、常に、透明で効率的な市場の育成に最大限の配慮と努力を行ってきたのも、まさにこうした考え方によるものであるが、このような観点からは、まだまだ取り組むべき課題は多いように思う。

例えば、市場参加者の自由な行動を阻害する制度的な要因はないか、そのために、国内の金融取引が海外にシフトしていないかどうか

か、あるいは、活発な金融イノベーションが行われているかどうか、など、チェックすべきポイントは少なくない。その際、重要なことは、金融市場の機能を向上させる基本は、経済主体の自己責任原則に基づく自由な市場行動と、それによる市場の活力の活性化ということにある。日本経済の活力を維持するうえで規制緩和が重要であるという点は、このところ共通の認識となりつつあるが、これは、金融市場においても、全く同様に当てはまるということを強調しておきたいと思う。

おわりに

先程も申し述べたとおり、金融市場は中央銀行にとって、金融政策をもって問いかける「政策実践の場」であり、それと同時に、「人々の正直な懸念や期待を汲み取る場」であり、また「中央銀行自らがチェックされる場」でもある。私どもは、このような政策運営と市場動向の相互作用を「市場との対話」と呼んでいる。現在は、日本経済をインフレなき持続的な成長経路に移行させる正念場に差しかかっている。それだけに、私どもとしては、市場との対話を通じて、人々の真の願いや懸念に一層耳を傾け、引き続き政策運営に誤りなきを期していく所存である。今後とも皆様方のご理解とご支援をお願いし、私からの話を終えることとしたい。