

プラザ合意と政策運営上の教訓

—松下総裁講演

平成7年10月24日

プラザ合意10周年記念シンポジウムにて

はじめに

本日は、プラザ合意10周年記念シンポジウムにお招きいただき、誠に光栄に存する。

昨年从去年にかけては、国際金融上のいくつかのanniversariesが重なることになった。ブレトンウッズ体制が成立して50年、主要国が変動相場制に移行してから約20年、そして、プラザ合意からちょうど10年が経過したわけである。こうした機会に、国際通貨制度の在り方や各国の政策協調について検討することは、大変意義のあることと思う。その際、変動相場制移行後20年の、決して短くはない、また変化に富んだ歴史から得られる経験や知恵を、できるだけ冷静に評価することから検討を始めることが重要と思う。

私がこう申し上げるのは、為替相場や国際通貨制度に関する議論は、しばしば、その時々ホットな相場動向や事件に目が奪われ、長期的な視点や歴史的な洞察が見過ごされがちになるからである。このことは、為替相場変動が大きい時期には、特に当てはまる。

例えば、春先から最近までの「ドル安」局面でも、現在主要国が採用している変動相場制を「non system」と揶揄する見方や、政策協調の在り方を声高に批判する声が強まった。もちろん、こうした見方の背景には、為替相場や国際通貨制度の安定を求める、人々の切実な願いが込められていることは間違いない。しかし、そうし

た願いを実現する上で、私どもが本当に何をなすべきかということは、もう少し冷静に検討する必要がある。

私自身は、現在の変動相場制度や国際協調の在り方は、本日ご出席の各国の諸先輩方の努力の結果、20年以上にわたる試練を経て、一種の歴史的必然として形成されたもの、と考えている。したがって、制度そのものに大きな欠陥があると考ええるよりは、—これは決して制度の見直しが不要だという意味ではないが、—まずは、ここまでに至った経験と含意を学び、現在の枠組みの中でさらに改善すべきことは何か、という実践的な対応の方が大事であると考えている。

そこで、以下、これらの問題について、私の考え方を申し述べることにしたい。

1. 変動相場制の評価について

まず、変動相場制に替わる国際通貨制度を構築すべきかどうか、あるいはそれは可能か、という問題を取り上げてみたい。

変動相場制が採用されてから20年間の世界経済や金融市場の歴史は、まさしく激動と呼ぶにふさわしいものであった。世界経済の多極化や、国際資本移動の活発化、その背景にある金融技術の目覚ましい進展といった変革の流れに加え、2度にわたる石油危機、累積債務問題の発生、旧計画経済圏の崩壊など、いくつもの大きな

ショックが発生した。

こうした中で、私どもは、為替相場の機能や国際収支といった問題について、多くのことを学んできた。

残念ながら、一部の人々が変動相場制に対して期待していた機能は、事実をもって否定されることとなった。例えば、各国の対外不均衡は為替レートの変動により自動的に調整されることとなるのではないかと、海外の経済変動が自国に波及することが遮断されるので、各国の経済運営の自由度がより高まるのではないかと、といった見方である。

実際に、主要国の貿易収支は——その適否は別にして、——黒字や赤字が恒常的に続いている。他国の経済変動が自国に及ぶことも変わっていない。また、為替レートの変動自体も、当初の予想を上回るものであった。

しかし、そうは言っても、世界経済の変化が激しい時代に、固定的な為替相場制度のままで経済の変動に弾力的に対応することができたのであろうか。経済に様々なショックが加わる中で、仮に、為替の変動を一定の範囲内に抑えようとするれば、場合によっては、金融市場が混乱し、ミクロの企業経営やマクロ経済の安定すら脅かすことになりかねない。実はこのことが、ドルを基軸とする固定相場制の崩壊の原因であったわけであり、ERMが経験したいくつかの試練の1つの背景ともなっているように思われる。

近年の世界経済の特徴は、一言で言えば、多くの新興工業国（emerging countries）も含め、極めて多様な国々が、その多様性を維持しつつ、市場原理という共通のルールで強固に結ばれつつあるということである。世界経済の「一体化（グローバリゼーション）」と「多極化」は、現代では、対立する概念ではない。

このような世界経済の中にあって同一通貨の使用や固定相場制への復帰、ないしは、それに類する通貨制度を模索するのであれば、関係国の間で、経済の体質が似かよっており、資本や労働力の移動もスムーズであることが条件となる。そこでは、財政政策をはじめとする各国の経済政策に対しても、こうした通貨制度の維持と矛盾しないよう、様々な制約が課される必要がある。現在、EU各国は通貨統合を目指して、まさにこれらの諸点を巡って努力を続けているわけであり、私としても、こうした努力は意義深いものと理解している。しかし、例えば、日本、米国、欧州、新興工業国などの地域間でこのような条件が十分満たされるかどうか、となると、やはり否定的に考えざるを得ないように思う。

また、以上のような条件が整わない中で固定的な相場制度を維持しようとするれば、自国の金融政策の運営が国内経済の安定を相当程度犠牲にして、為替相場の安定のために割り当てられるか、さもなければ、国際的な資本移動を厳格に規制しなければならない。金融政策運営の在り方については、後ほど述べることにするが、国際的な資本移動を厳格に規制すれば、自由で透明、かつ公正な国際金融市場の構築という流れに反するし、そもそも、自国経済のみならず世界経済にとって、資源の効率的な活用が阻害され、国民生活の水準低下すら招きかねない。

要するに、現在の国際経済環境を前提とすると、結局、変動相場制が最も現実的かつ賢明な選択ではないか、というのが私の結論である。

2. 為替相場の安定と政策協調

それでは、変動相場制の下での国際収支調整や為替レートの安定確保についてどう考えるべ

きであろうか。

国際収支の不均衡という現象については、経験的にも、また、理論的にも、その国の趨勢的な貯蓄・投資バランスと密接な関係を持っている、という理解が深まってきているように思う。その内容をやや詳しく言えば、まず第1に、各国経済において、それぞれの経済発展の段階や経済事情により、趨勢的な貯蓄・投資のインバランスが生じること、そして、それを背景に趨勢的な貿易黒字や赤字が存在すること自体は決して不自然なものではなく、むしろ、経済の発展段階によっては、望ましいものだ、ということである。第2に、為替相場の変動は、そうした状態から大きく離れた国際収支の不均衡を是正する力はあるが、趨勢的な黒字や赤字自体は短期的には動かし難い、ということである。そして第3に、国際収支の不均衡が不健全なもの、例えば、過度の財政赤字などによる貿易赤字とか、何らかの理由で国内投資機会が抑制されているために発生する黒字といったものでない限り、無理に帳尻を合わせようとする、かえって国内経済運営に問題を生ずることとなる、という点である。これらが、国際収支問題に関する、現在の標準的な理解であろう。

したがって、為替相場の変動が不均衡をすべて調整するというかつての理解は楽観的に過ぎたし、対外不均衡の基本的な性格からみても無理のある議論であった。しかし、同様に、その調整機能について過度に悲観的になる必要もない。実際、日本の対外黒字は、最近の円高の下で、GNPの3%を上回るレベルから、最近では2%台前半まで縮小してきているのである。

それでは、変動相場制度下で、為替相場の安定を図っていくには、どうすればよいのであろうか。私は、為替相場も一種の資産価格である

以上、——近年、資本取引の活発化によりますますその性格を強めていると言ってよいが、——株価などの他の資産価格と同様、経済の先行きに対する人々の期待を安定化させることが最も重要ではないかと考えている。換言すれば、各国の実体経済や金融環境の安定性を確保し、それを通じて不確実性を極力排除することである。

その具体的な方法が、第1に、各国が「インフレなき持続的成長」という目標を共有し、そのためにそれぞれの事情に応じて、適切な対応を図ること、第2に、短期的な相場の乱高下に対しては、介入などの協調行動により、人々の先行きに対する誤った思惑や過度な不安を取り除いていく、ということに尽きるように思う。例えば本年のように、ドル安方向へのオーバーシュートが明らかな時には、協調行動は特に効果的である。私どもは、為替市場の状態について各国と共通の認識を持てるよう、常日頃から緊密な連絡と議論を積み重ねているところである。

もっとも、政策協調と言うと、いまだに、「他国と歩調を揃えてマクロ経済政策運営を行う」という意味で捉えられることが多い。

しかし、そうしたマクロ経済政策の運営を行うと、どうしても、国内経済の安定性のある程度は犠牲にせざるを得ないことは既に申し上げた。また、わが国のように世界第2の経済大国において、物価の安定や持続的な成長が阻害されることとなれば、かえって、世界経済の安定的な発展にもマイナスに作用するリスクがある。

これまで、明確な形でマクロ政策の国際協調が試みられたケースとして、70年代後半のいわゆる「機関車論」の時代と、80年代後半のルーブル合意後の時代が挙げられる。もちろんどちらのケースでも、当時の政策担当者は、いくつかの条件の下でぎりぎりの選択を迫られつつ、

その時々政策判断を下してきたのだろうと思う。しかし、結局、機関車論に基づいたわが国の財政支出の増大は、機関車というほどには世界経済の成長率引き上げはもたらさないまま、膨大な財政赤字の累増を招く結果となった。また、ルール合意後のわが国の長期にわたる金融緩和は、その後の、バブルの発生と崩壊を伴う経済の大きな振幅をもたらす1つの要因となった。

要するに、「主要国がそれぞれ、自国の状況に応じ適切な政策運営を図り、インフレなき持続的成長の実現に努める」ということが大事である。このような一見当たり前のことは、各国経済が多様化し、かつ関係が緊密化している世界経済の下でその重要性がかえって高まっている、と言うべきであろう。

もとより、各国の経済情勢が相互に影響を与え合う状況下では、各国の政策担当者が、他国の事情や政策運営に関する理解を深めることは必須の条件である。こうした観点に立った各国間の率直な意見交換と、「インフレなき持続的成長」という中長期的な政策目標を共有すること、それが現在のG7におけるマクロ政策協調のコアをなすものである。

同時に、金融・資本市場の一体化が進む中で、国際的な為替・金融取引の安全性や効率性を確保していくためには、国際的な危機管理や金融のインフラストラクチャーの整備といった面で、各国の共同作業——文字どおりの国際協調——が欠かせない。この点、私ども中央銀行の分野で言えば、例えばBISやIMFなど国際会議の場や日常の様々な機会を通じて、不断に連携の強化を図るべく、努力している。

私としては、以上申し述べたような健全なマクロ政策運営と、「インフラ整備」面での共同作業ということが、いわば車の両輪となって、国

際金融・為替市場の安定的な運行や世界経済の発展に寄与する方法であると考えている次第である。

3. 日本の金融システム問題について

さて、日本銀行総裁としては、以上申し述べたような国際的な視野に立って、締めくくりとして、国内経済情勢や金融情勢の現状報告を行うべきであろう。ただ、残念ながら時間の制約もあるので、ここでは、国際金融界でご活躍の皆様が特に強い関心をお持ちであろうテーマ、日本の金融システム問題に話題を絞って、ポイントをかいつまんでご説明することにしたいと思う。

残念ながら、わが国の金融機関が総資産の5%にも上る不良資産を抱えてしまったことは事実である。しかし、それが事実のすべて、というわけではない。もう1つの重要な事実は、システムの中核を成す金融機関は、自己資本の蓄積と強い経常収益力を活用して、向こう2～3年のうちにも償却をほぼ完了する可能性が高い、ということである。したがって、私の認識を言えば、「問題は深刻である、しかし、それにもかかわらず金融システムの中核は揺らいでいない」ということである。

さて、潜在的に深刻な問題も、それに対して適切な処方箋を書くことができれば、問題を封じ込めつつ解消させることが可能である。そのアウトラインは整いつつあるということが出来る。

不良資産の規模が大きく、その分布が均等でないという状況は、3つのレベルで処方箋が必要であることを意味する。第1は、不良資産を抱える個別金融機関におけるリストラクチャリングであり、これがあらゆる対策の基礎であり、

前提であることは言うまでもない。このリストラクチャリングは、通常、コスト切り下げ、事業の再編成、キャッシュ・フローの改善等を通じて収益力を強化することと理解されているが、不良資産問題という文脈の中で最も重要なポイントは、適切な自己資本の回復ということである。そのためには、市場からの資本調達の可能性を含めた広い範囲のリストラクチャリングが研究されてよいと思う。

第2は、金融システムの構成メンバーが広くburden sharingを行うことで、例えば預金保険料率の引き上げといったことが含まれる。そして、第3に、今回のように金融システムの構成員だけでは到底負担し切れない損失が発生してしまった時、財政支出という形で広く国民に負担をお願いすることが、システム全体の安定を守る上でどうしても必要となるかもしれない。このように考えると、金融制度調査会が9月下旬、この第2および第3のレベルにおける負担の必要性を明示したことは、重要な意味を持つ。

したがって、今、私どもが検討を急ぐべきことは、金融機関自らの負担および国民にお願いする場合はその負担の各々について、その金額、方法、条件等を具体的に詰め、問題解決の具体的なプランとして提示することである。実は、ここでいわゆる住専問題の解決が大きな意味を持つてくる。住専という国内のほとんどの金融機関がexposureを持つようなノンバンクは、他国に例をみない存在と思うが、その住専向け融資について巨額の損失が発生するということは、住専を処理する時にどのような損失分担ルールを

取り決めるかによって、個々の金融機関の受けるダメージ、金融システムが被る打撃、したがってまた、国民にお願いせざるを得ない負担の規模が異なってくる、ことを意味する。このため、住専の処理、預金保険ファンドの強化、財政資金の導入という3つの問題を、連立方程式としてほぼ同時に解かなければならない。

最後に、日本銀行の役割について一言する。私どもの考え方は、昨年来の中小金融機関の処理過程において具体的行動をもって明らかにしてきたが、要約すると、金融システム全体の安定を守るために必要不可欠の資金についてはこれを供給する、その際、株主や経営者の責任を厳しく求め、モラル・ハザードに陥ることがないようにする、ということである。

しかし、日本銀行による資金供与は本来流動性の供給を基本とするものであり、原則として損失負担に充てるべきものではない。これまでの一連の処理案の中には、日本銀行が自らロス埋めのための資金供与を行うこととしているケースもあるが、中央銀行による収益支援は、破綻処理の包括的な枠組みができ上がるまでの緊急避難的な措置と位置付けるべきものである。「包括的な枠組み」とは、先ほどの言葉で言えば、処方箋のアウトラインを具体化することにほかならない。今まさに、そのための真剣な議論が始まったところであり、多くの問題はあろうが、何とか国民と内外市場が納得するような答えを見出さなければならない。

ご静聴に感謝する。