

最近の金融政策運営について

——福井副総裁講演

平成7年11月13日、内外情勢調査会にて

はじめに

本日は、内外情勢調査会にお招き頂き、各界でご活躍の皆様方にお話し申し上げる機会が得られ、大変光栄に存ずる。

改めて申し上げるまでもないが、日本銀行の使命は、「通貨価値の安定」と、「信用秩序の維持」の2つである。これを、もう少し分かりやすく言い直せば、第1に、物価の安定を基盤として経済の持続的な成長を維持すること、第2に、金融システムの健全性を維持し、その安定的な働きを確保することである。

日本経済は、ここ数年間、この両方の観点からみて、大変厳しい試練に直面してきた。少し前向きに捉えれば、これを克服して将来に展望を拓いていくべき大変チャレンジングな課題に直面してきたという言い方もできる。経済の安定という課題について言えば、景気は依然足踏み状態から脱していない。事実、緩やかながらも回復に復する展望は拓けつつあるとは言え、その兆しは未だ必ずしもはっきりとは確認できていない。金融面でも不良債権問題はいうに及ばず、個別金融機関の過去の不正事件が明らかにされるなど、憂慮すべき状態が続いている。いまや、日本の金融システム全体は、国民に対してだけでなく、国際社会に対しても、信認をどのようにして再び築き上げるかという、それこそ未経験の重い課題に直面している。

しかし、こうした困難を十分認識した上で申

し上げれば、景気回復や金融システム問題の解決に向けて、各方面での取り組みが止まっているわけでは決してない。むしろ多くの面で確実に前進している。私自身は、日本経済が現在直面している様々なチャレンジは、新たな発展の基盤を築くための契機となり得るものだし、是非ともそうしなければならないと考えている。

確かに、現在のような状況では、人々の認識はどうしても悲観的な方向に傾きがちとなるが、大事なことは、悲観にも楽観にも片寄らずに、問題の所在をしっかりと認識してその解決に取り組むこと、さらに、将来の発展のために何をなすべきか、ということについて、共通の理解が得られるよう努めることであると思う。

これは、国内のみならず海外からの不信ないし不安を鎮める意味でも重要なポイントである。日本経済に対する海外からの批判の目は、単に日本経済の成長率の低さや金融機関の抱える不良債権の問題の大きさだけに向けられているわけではない。むしろ、「日本経済は、問題をどのように処理していこうとしているのか」、あるいは「問題を処理する能力を十分備えているのか」といった面にまで及んでいる。

実際、私どもは、省みて、「外部に対して、きちんと説明して理解を得られるよう行動しているかどうか」という観点から自らをチェックすることの重要性をやや軽くみていたきらいがあったように思う。

この点は、英語で言えば、「アカウンタビリティ」を高める努力が必要だということである。「アカウンタビリティ」という言葉は、相当する日本語がないので翻訳が難しいが、敢えて意識してみれば、「責任を持って説明できるような行動をとること」といってよいかと思う。

この言葉は、中央銀行のあり方を巡る最近の議論でも、しばしば使われている。この面の私どもの考え方は後程述べることとするが、いずれにしても、現在、内外から求められていることは、まず、わが国自身が、日本経済や金融システムの問題に対して、どういう展望を持って、どのように対処しようとしているのか、責任を持って説明できるような行動で示していくこと、であると言えよう。

本日の私の話も、まさにいま申し上げた諸点を中心となる。

1. 日本経済の現状

さて、まず、日本経済の現状を評価するために、景気の足取りを若干遡って振り返るところから始めることとしたい。

わが国の景気は、一昨年(1994)の11月に、長く深かったバブル崩壊後の景気後退から何とか抜けだし、昨年中は、緩やかとは言え回復傾向を辿った。しばしば、バブル崩壊以降、景気後退が延々と続いているかのように思われることがあるが、これは必ずしも正確な認識とは言えない。

確かに、大変深い谷間からの回復だったので、はっきりした回復感が一人一人に伝わるには至らなかったことは事実である。しかし、少なくとも昨年末までの回復テンポは、例えば、企業の生産活動からみる限り、年率5~6%というスピードで回復してきたことから理解していただけるように、過去の景気回復局面と比べて

も決して遜色のないものだったのである。

これは、日本経済が、設備や耐久消費財のストック調整といった面では、バブル時代の行き過ぎを相当程度調整し整理し得た、ということの意味している。

そうであるにもかかわらず、昨年末頃から、日本経済には、次第に注意すべき兆候が現れ始めた。わが国における過去の通常の景気回復過程においてみられる経験則は、景気が底を打って回復をし始めてからほぼ1年経過後には回復にむしろスピードがつくというものである。しかし、今回の場合は回復の力に弾みがつかないだけでなく、むしろ、その緩やかさの方が次第に目立つようになり、物価の下落圧力も徐々に強くなってきた。そして、夏場以降、景気の足取りは、「緩やかな回復」というより、「回復足踏み」というべき状態に陥ってしまったわけである。

このように、バブル崩壊の影響を何とかこなしつつせつかく始まった回復の動きが、十分広がらなかったことには、いくつかの理由が考えられる。

例えば、春先以降の急激な円高の進行や米国景気の減速に伴う輸出の鈍化、公共事業の息切れ、といった要因が、景気下押し要因として作用したことは間違いない。ただ、こうしたショックにより経済活動が足踏み状態になってしまったということ自体、より基本的には、もともと経済の自律的回復の力そのものが十分でなかった、すなわちベースラインとしての景気回復力が十分でなかったということも示している。

その背景には、かねて申し上げてきたように、日本経済が様々な構造調整圧力に直面している、という事情が挙げられる。この点は、本来自律的な景気回復の牽引車となるべき企業の設備投

資が、一部の製造業大企業以外では、なかなか盛り上がらなかったという点に端的に窺われる。

同様に、企業が前向きの事業や経営展開に取り組みにくいというムードは、将来の収益に対する予想を織り込んで形成される資産価格、つまり、株価や地価の動きにも現れている。

株価や地価の低迷については、バブル期の過度な上昇の修正がなお続いているという見方があるが、そうした調整が続いているというにしては、時間がかかり過ぎている。また、少なくとも株価については、名目GDPとの関係で言えば、バブル前までの趨勢的な関係に戻ったとする研究も一部にある。そうだとすれば、このところの資産価格の低迷は、現在の産業界におけるムード、つまり先行きの不確実性の故に、成長期待がなかなか高まらないということを反映したもの、と考えた方が理解しやすいように思う。

さて、私どもは、こうした景気展開に応じて、春先以降、累次にわたる金融緩和措置を講じてきた。また、政府による、総額14兆円に達する経済対策も、景気にとって大きなプラス要因である。私どもは、これらの思い切った政策措置の結果、景気がこの先、さらに弱くなっていくリスクは小さくなったものと判断している。

政策効果の現れ方を考える場合には、市場がそれにどう反応しているか、という点も重要である。幸い、金融市場における諸金利は短期金利も長期金利もともに速やかに低下し、低い水準を続けている。為替市場では、現在の円相場は概ね昨年並みの水準に戻っており、4月のG7合意が目指した「秩序ある反転」が実現しつつある。

このように、長短金利の低下、財政支出の大規模な追加、さらに円高修正という形で、「マク

ロ政策対応」と「市場の反応」の好ましい組み合わせが実現しつつある。これがある程度持続するならば、本来かなりの景気サポート力を発揮するはずである。

現在のところ、政策を実施してからまだ日が浅いこともあって、経済が足踏みを脱しつつあるような具体的な兆しは、なお確認できていない。しかしながら、懸念された在庫の積み上がりは比較的軽微なものに止まりそうである。また、企業収益面でも、円高修正もあって、製造業を中心に増額修正の動きが続いている。そして何より、7月以降2割方の上昇をみている株価の動きは、経済主体の一頃の悲観的な見方が後退していることを示している。このような動きが拡がっていけば、現在持ち直し傾向にある企業の投資計画などに対しても次第に好影響を与えるのではないかと考える。

もちろん、先程申し上げたとおり、日本経済がいくつかの構造調整圧力に直面し、企業の先行き不透明感がなかなか払拭できないことが、景気下押し圧力として根強く働いている。問題は、こうした調整圧力が、いつ、どのように減衰していくのか、ということである。また、企業がそうした調整圧力をこなして、前向きな企業活動に取り組めるようにするためには、何が必要か、ということである。

この点については、後程触れることにするが、その前に、春先以降の金融政策運営の考え方などについて、若干詳しくご説明することとしたい。

2. 金融政策運営の考え方

ご承知のとおり、私どもは、本年春先以来、3月、4月、7月、9月と都合4回にわたって、金融緩和措置を重ねてきた。この結果、現在の

公定歩合水準は、0.5%という世界的にみてもまさに前例のない低水準となっている。先進主要国の経験でも、1930年代の米国の1%、1970年代のスイスの1%という水準はあるが、いずれにしても1%という水準は過去における主要国公定歩合の最低レベルであり、0.5%という水準は言わばnew world recordということになる。

言うまでもなく、このような金融政策運営の目的は、できるだけ速やかに景気足踏みを脱し、日本経済を安定成長軌道に乗せることにある。

ただ、一連の追加緩和策を講ずるに当たっては、「経済の現状認識に関する問題」から「政策対応の方法論」に至るまで、いくつか改めて検討を要するポイントがあった。実際、既にわが国の金利水準が異例の低水準となっている中で、追加的な金利引下げを図るということは、私どもにとっていよいよ未知の領域に入ることとなるわけで、市場の反応なり政策効果の浸透度合いなどを巡っては、慎重な吟味が必要であった。同時に、日本銀行にとっては、昨年の預金金利自由化の完了を踏まえ、そうした状況にふさわしい新たな金融政策の運営に向けて、具体的な歩みを始めるべき時期でもあった。

私どもが、これらの要請にどのように対応しようとしているか、すべての問題に触れる余裕はないので、ここでは、テーマを4つに絞ってお話してみたい。

第1に、「物価安定」という中央銀行の責務は、現在の経済環境の中でどのような意味を有するのか、という問題である。具体的には、物価下落圧力が強く働いている際に、金融政策としては、どうあるべきかという問題である。

物価の安定が持続的な経済成長の前提条件であり、金融政策の主たる目標であることには異論がないと思うが、その内容、つまり、安定と

は具体的にどのような状態を指すのか、安定が損なわれる兆しをどのように捉えるのか、といったことは意外と難しい問題である。

特に、これまで、物価の安定が議論される場合、常に対象となっていたのはインフレーションとの戦いであり、明示的に物価の下落を問題にすべき状況は、先進国経済では、久しく経験してこなかったことである。また、現在の日本のように、経済が様々な構造変化に晒されている時には、物価変動の要因を特定化することはもちろん、国民経済にとっての物価変動の意味を見極めることも、極めて難しい。

実際、最近の物価低下圧力の高まりには、様々な要因が作用している。例えば、第1に、バブル期にみられた、言わば異常な高価格の是正、第2に、為替円高や安値輸入品の流入の影響、あるいはそうした下落がコストの低下を通じて最終財の価格低下に反映すること、そして第3に、生産や流通面でのイノベーションに基づく低価格品の提供、などが挙げられる。もちろん、こうした要因に基づく物価の低下は問題視すべきでなく、むしろ国民としてはこれらを楽しむ権利を有している、といってもよいほどである。

問題となるのは、経済活動が全般的に緩慢となり、国内の財やサービスの需給が緩和した結果として生じる物価低下圧力である。そうした物価低下圧力が強まれば、これがさらに企業の収益や賃金を圧迫して、経済の成長自体を危うくするような状態、すなわちデフレ・スパイラルにつながっていく可能性がある。

しかし、現実の物価の動きから、それぞれの要因を抜き出すことは大変難しい。

私どもとしては、各種の物価指数の動きだけでなく、企業収益の状態や需給の状態をできる

限り注意深く観察してきた。得られた結論は、第1に、確かにCPIやWPIは前年比でみてごく僅かなマイナスが続いているが、経済が、既にいま申し上げたような意味でのデフレ・スパイラルに陥っているとは言えないということである。実際、企業収益は製造業を中心に増益が予想されており、物価下落圧力が収益を圧迫し続けているとは言いがたい。第2に、そうはいつでも、全般的な需給の緩和状態が続く中で物価下落圧力が根強いことは事実であり、こうした物価下落圧力がさらに拡がり、経済がデフレ的状况に陥らぬよう十分注意して対応する必要があること、である。

春先以降の追加緩和策は、こうした点も十分念頭において実施したものである。結局、インフレにもせず、デフレにもしない状態を維持し、企業や家計の無用な不安を取り除くこと、——それを通じて各々の経済活動の基盤をしっかりと整備すること——が金融政策における物価安定の意味合いと言えよう。

第2の問題は、金融政策の有効性に関する評価である。

私どもが春先以降の一連の金融緩和を開始する前に、既に、公定歩合や市場金利は歴史的な低水準の領域に入っていた。ちなみに、その時点で、公定歩合は1.75%と、わが国では既往最低の水準にあったことはご承知のとおりである。にもかかわらず、景気回復が足踏み状態に陥ったわけであり、「もはや、金融政策の有効性は大幅に低下しているのではないか」という疑問が出るのも自然なことである。

この問題を考える上での重要な点は、金融政策の効果の出方は、経済主体の将来に対する予想に大きく依存しているということである。言い換えれば、金利引下げの効果は、現在の収益

率や採算性との比較だけで決まるのではなく、将来の収益の成長期待や自らの事業に関する先行きのリスクの大きさ、つまりそれぞれの経済主体の先行きを巡るコンフィデンスという要素に大きく依存している、ということである。

仮に、企業などの先行きの見方が極端に萎縮し、経済の成長予想がゼロないしマイナスになってしまうと、金利低下の効果はほとんどなくなってしまうであろう。しかし、そうでない限り、つまり先行きの成長期待がプラスの世界にある限り、金利低下は、必ずそれだけの効果を発揮するはずである。この点、様々なデータを分析すると、人々が抱いている経済の先行きに対する見方は、確かに相当慎重化しているとは言え、極端に萎縮しきってしまい、期待成長率がゼロないしマイナスに陥っているといった状態にはなお至っていない。むしろ、一連の緩和策は、そうなる前に手を打つ必要があると判断して講じてきた次第である。

これまでは、金利を引下げても、それ以上のテンポで将来に対する人々の見方が下方修正される、つまり弱気化することが多く、そのため、金利低下の効果はしばしば打ち消されてきた。もちろん、その間も、金利低下は、企業の収益を下支えし、経済活動の回復の下地を準備しているはずであるが、一旦企業のコンフィデンスがこの先下げ止まり、回復してくれば、低金利の効果はその時点から相当強く出てくるはずである。この点、最近の株式市場は、まだまだ不透明感を伴った状態ではあるが、一頃に比べると先行きの展望という点で、よい方向の兆しも現れ始めている。

実際、株価は、7月以降2割ほど上昇している。このような反応自体、金利の低下が、経済活動や企業収益に好影響を与える、と市場で評

働かれていることを示しているように思う。

さて、第3に申し上げたいことは、ここ数年の金利自由化の進展とともに、私ども中央銀行も市場参加者も、ともに経験と試行を積み重ねてきた結果、市場金利の誘導という方法が、公定歩合の変更と並ぶ独立した有力な政策手段として次第に定着してきた、ということである。

ご承知のとおり、昨年10月に預金金利の自由化が完了した。これは、預金金利、ひいては貸出金利が、市場金利の動向を反映して変動する枠組みが整ったことを意味する。また、このことは、預金金利の変更を直接促すという、公定歩合がこれまで有していたひとつの機能がなくなり、その分、市場金利操作の重要性が高まることでもある。

もちろん、日本銀行は、これまでも、その時々的情勢により、短期金利を高目あるいは低目に誘導するようなオペレーションを行ったことがなかったわけではない。ただ、その場合でも、為替市場や金融市場が不規則な動きをしたような場合に、短期的・一時的措置として実施したことが多く、明確に金融政策運営の手段と位置付けて短期市場金利の誘導を行ったのは、一昨年8月の「低目誘導」を嚆矢とするといっ
てよい、そして、昨年の金利自由化の完了を踏まえ、私どもは、その定着を目指して今年の3月、7月と市場金利の引下げ措置を実施した。

また、これに併せて、私どもは、オペレーションの手段についても、様々な工夫を凝らし、その機動性と透明性を高める努力を進めてきている。これは、やや技術的な問題となるのでごく簡単にご紹介すると、例えば、オペ手段を多様化し、その中でも入札制のオペの利用頻度を高めている。また、それまでは、実際に資金の吸収や供給が必要な日の前日、あるいはそれ以

前にオファーを行わなければならなかったオペを、技術的な改善を加え、当日オファー、当日決済で機動的に実施できるようにもした。

7月以降、市場金利を公定歩合より若干低い水準まで誘導するという強い緩和措置を講じているため、調節手段として日銀貸出を使いにくい状況になっている。このため、12月の資金繰り繁忙期に若干の不安を感じている市場関係者も少なくないようだが、私どもは、いま申し上げたようなオペ手段を十分整備してきており、これを活用していくことにより、安定的な市場環境を十分維持していくことができる自信を持っている。

それでは、今後の金融政策運営に当たって、公定歩合操作と市場金利誘導、それぞれの役割をどのように位置付けたらよいであろうか。

この点については、海外の中央銀行でも様々な考え方があり、一概に、こうあるべきという結論を出すことは難しいように思う。ただ、現状、わが国では、公定歩合の持つ基本的な役割は変わっていない、と判断している。実際、公定歩合の変更は、日本銀行の情勢判断の大きな変更を踏まえ、基本的な政策スタンスの変更を経済の各部門に向かって分かりやすくアナウンスする、という効果を持っている。この分かりやすさ、という機能は、現状では他に得難いものである。

したがって、私どもとしては、今後とも公定歩合操作と市場金利誘導の双方を有効に活用していくことになるが、いずれにしても、今後の金融環境の変化などを踏まえて、弾力的に検討を続けていくべきテーマであると考えている。

只今述べたことと関連するが、第4に申し上げたいことは、一連の緩和措置を講ずるに当たっては、政策対応の分かりやすさ——つまり

冒頭にも触れた「アカウンタビリティ」の向上に対する要請にも、これまで以上に注意を払い、工夫を凝らしてきた、ということである。

先程触れた3月31日の市場金利引下げ措置以降、私どもは、ひとつの試みとして、市場調節方針を思い切って変える場合には、発表文にしてアナウンスする方法を採用している。つまり、それ以前は市場調節変更の際に、特別に説明せず市場の中で日本銀行の行動をみて感じ取っていただくという方法をとっていたが、今年3月31日以降は調節方針を思い切って変更する場合には、発表文にして明確に説明するというやり方に切り替えたわけである。また、その際、その背景となる考え方や当面の誘導方針などについてもかなり踏み込んだ表現を盛り込み、意図を明確にしている。これが、只今申し上げた市場金利重視の方針と一体のものであることは言うまでもない。

しかしながら、3月の市場金利引下げに際しては、以上のような措置が市場関係者にとっても初めてのことであったことに加え、ちょうどその前日に実施されたドイツの公定歩合引下げが、わが国でも同じ措置がとられるのではないかとの思惑を非常に強く呼んだことも響いて、私どもの示したシグナルが必ずしも明確に受け止められなかったように思う。もっとも、こうした経験も踏まえ、その後、私どもの考え方については、徐々にご理解いただいているのではなかろうか。現に、その後、7月7日に市場金利引下げ措置を発表した際には市場の反応も好意的なものであったように思う。

これで、私どもの政策決定を理解していただける体制を一步進めることができたのではないかと考えているが、そもそも、「政策運営の分かりやすさ」をどう確保するかという問題は、

中央銀行にとって特別な重要性を持っている。というのも、中央銀行として、金融政策の運営上、独立性を確保しようとするれば、政策の目標や考え方を、何らかの形で責任を持って国民に説明することが求められるのは、ある意味で当然の成り行きだからである。言わば、中央銀行の独立性とアカウンタビリティとは、対になる概念とってよいと思う。

したがって、各国の中央銀行は、どのようにしてアカウンタビリティを確保し、向上させていくのか、という点について様々な工夫を凝らしてきている。もちろん、その方法は一様ではないし、どの方法がベストか、という答も出し難い。

例えば、政策決定に際して、討議の内容を一定期間後に公表するという方法——米国におけるFOMCの議事録公開が、その代表例であるが——、これも、そのひとつである。留意すべき点は、こうした方法が真に率直で建設的な議論を妨げないよう、また、発表内容が市場の思惑を呼び、かえって市場を不安定化させないように、相当慎重な工夫を凝らす必要がある、ということであり、米国においても、政策の透明性確保との関係で、苦心しているところではないかと思う。

また、マネーサプライなりインフレ率なりについてはっきりした目標を設定して、その達成度をだれもが判断できるようにするという方法、——いわゆるマネーサプライ・ターゲティングとかインフレーション・ターゲティングと呼ばれているやり方も存在する。この方法も、経済の変動が複雑化している中で、目標を厳格に守ろうとすることが、かえって、政策運営の弾力性を阻害しかねない、というリスクを内包している。これは、かつてマネーサプライ・ターゲ

ティングを採用した多くの国が実際に直面した問題である。

これらに対して、私どもが工夫し、追求しているやり方は、実はもっと単純・率直なもので、要するに、できるだけ多くの機会を利用して皆さんに私どもの情勢判断や政策を説明する、という方法である。

実際、先進国の中でわが国ほど中央銀行の総裁が頻繁かつ定例的に記者会見を行っている例は余りない。記者会見について言えば、総裁だけでなく、全国各地の私どもの支店長が、地元の経済状況などについて定例的に行っている。また、政策変更時の対外発表文も、日本銀行のそれは海外に比べ相当詳しいものとなっている。

もちろん、だからといって、私どもは、これで十分と考えているわけでは全くない。したがって、今後とも、政策の分かりやすさという面で引き続き改善の努力をしていきたいと考えているが、この問題について重要なことは、その方法や形式ではなく、真に、中央銀行の考え方が皆さんによく伝わっているかどうか、ということであろう。私どもも将来に向かって、これは絶対にとらない、こういった方法はどうしてもrule outしたい、というふうには一切考えていない。いろいろなやり方、方法を含め今後率直な検討を重ねていきたいと考えており、皆さん方からも、good adviceをいただきたいと思う。

3. 日本経済の課題

以上、今回の一連の政策対応の考え方などについて申し上げたが、残る時間を使って、日本経済の直面しているいくつかの構造問題への対応に関して私どもの考え方を若干述べてみたい。

そのひとつに、世界的に競争が激化している

中で、わが国の産業構造の高度化という要請にいかに対応していくか、そのために、企業家の創造的な活力をいかに引き出していくか、という課題がある。

先程触れたとおり、現在の日本経済の問題点は、企業の先行き成長期待がなかなか高まっていかない、という点に集約的に現れている。もちろん、これまでの金融緩和や財政支出の追加は、それぞれ、企業マインドに好影響を与えるはずであるが、企業経営者が、将来の前向きの事業展開に真に自信を持つためには、それだけでは十分ではない。だからといって、日本経済は、政府が今後の産業のあり方について具体的なビジョンを示し、民間がこれに従う、というような時代は、とっくに卒業している。

結局、新しい産業や市場を創出するとともに、既存の産業も含め日本経済の活力を引き出していく上では、市場経済が本来有しているはずの、イノベーションを生み出す力を最大限活用することが鍵になる。思い切った規制緩和など構造政策の意義もここにある。このことの重要性は、マクロ政策が限界近くまで発動されている今日の状況において、一層高まっている。

この点は、私どもとしてもかねてより申し上げてきたことであるが、ここでは、この問題に関連して、次の2点を強調したい、と思う。

まず第1に、規制緩和という場合、それに伴う調整コストが、短期的には景気にマイナスの影響を及ぼすのではないかと、という懸念が持たれることがある——海外のエコノミストからもそういう議論を投げかけられることがある——が、こうした短期的なマイナス効果を過大視すべきではない、ということである。これまでの規制緩和事例、例えば、情報・通信、流通、運輸などの分野における規制緩和の事例をみると、

概して、市場規模の急速な拡大やニュービジネスの急成長をもたらしている例が多い。そして、その割には、必ずしも短期的なマイナス効果をそう大きくはもたらしていないように見受けられる。実際、通信事業の自由化の進展、PHSの導入、トラック輸送業の規制緩和などの成功例は、その典型である。

もちろん、産業構造の変革が全くコストなしで実現することは考えられないし、我々自身の目にみえぬ形でのマイナス効果もあるかもしれない。しかし、だからといって民間活力の発揮を阻害しているような諸規制を温存する理由にはならないように思う。むしろ、現在必要なことは、規制緩和によって生まれる前向きの活力が、そうしたコストを吸収して、新たな産業の発展につながるよう誘導していくというポジティブな発想法であろう。

そして第2に、産業構造の変革による経済の活性化というと、どうしても先端産業をどのように育成するか、といったことに話題が集中するが、実は、経済の活性化は先端分野に止まるものではない、ということである。国民経済にとってより重要なことは、規制緩和と競争メカニズムとによって、これまで生産性が低かった分野で生産性を引き上げ、効率性を向上させることである。わが国の場合でも非製造業は、製造業に比べ生産性の向上度合いがこれまでかなり劣位にあったわけで、規制緩和はそうした分野を含め広きにわたり、効率性を高め、促していく効果を強く持っているとは私どもは考えている。例えば、米国においても、最近の目覚ましい経済の復興に寄与したのは、先端産業だけでなく、自動車や鉄鋼などの在来産業の活性化が非常に大きなウェイトを占めており、この点は、わが国にとっても示唆に富んでいるように思う。

わが国でも、先端産業に限らず様々な産業分野で、新たなチャレンジの芽がまだまだ多く残されているということは、私どももミクロの調査を通じて再三確認しているところである。現在の金融緩和状況は、そうした企業努力を積極的に支援していく意味で、大きな力を持つはずだと確信している。

このように申し上げるのは、先月開催した私どもの支店長会議においても、地方の事例として、「予想を超える多様な業種で、産業構造の変革の進展を予想させる動きが確実に台頭している」、との報告が多く聞かれたからである。それだけに、一段の思い切った規制緩和や資本市場の活用など、民間部門の前向きのエネルギーを引き出していくための工夫が一層重要になっている、と感じた次第である。

最後に、日本経済が取り組むべき、もうひとつの重要な課題——金融システム問題について述べてみたい。

まず、経営の破綻した中小金融機関の処理については、ここへきてかなりの進展をみた。昨年末末、既に6件の処理方針が発表されている。中には、中小金融機関といっても、その業界の中ではトップクラスの相当大きな規模の金融機関も含まれている。

これらのうち、5つの破綻処理において、日本銀行は、既に私どもが明らかにしている条件が満たされることを前提に、資金供給を行うこととした。その条件とは、要約すれば、金融システム全体の安定を守るために必要不可欠な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。こうした資金供与の大宗は、日銀法25条に基づく、いわゆる日銀特融という形で行われてい

るが、現在、その残高は合計1兆円にも達している。

このように、日本銀行としては、信用秩序維持という使命達成のため、必要であれば、資金拠出を躊躇^{ちゆうちよ}しないとの方針で臨んでいる。とは言え、中央銀行の資金供与の基本は、あくまでも流動性の供給である。一連の処理のうち、一部の事例においては、日本銀行が自ら破綻処理のロス埋めのため資金供与を行うこととしているが、これを多用することは本来適当でなく、かつ将来にわたって非常に危険なことだという認識を持っている。実際、海外では、このようなケースで財政資金を本格的に投入している例が少なくない。したがって、こうした中央銀行の収益支援については、現在、政府が検討している「破綻処理に関する新たな枠組み」が整うまでの間、極めて緊急避難的な措置として位置付けるべきもの、と考えている。

そこで、いま申し上げた、「破綻処理のための新たな枠組み作り」に関してであるが、先般の金融制度調査会が中間報告で示した方向性は極めて重要な意味を持っている、と思う。そこでは、預金保険の機能強化などのほか、財政資金の投入の必要性もはっきりと指摘している。実際、今後金融機関だけでは負担し切れないような損失が発生した場合には、財政支出という形で国民に負担をお願いすることがどうしても必要となるかもしれず、この点に関する国民のコンセンサスができるだけ早期に形成されることを強く期待している。

いずれにしても、このようにして、日本の金融システムをいまにも揺るがす恐れが強かった問題中小金融機関は一応排除され、現在はその処理が進行中である。言わば、差し当たり爆発の恐れ^{ちゆうちよ}のあった地雷は、戦場から取り除くこと

ができた、ということである。この先も、金融機関の経営破綻が全くないとは言いきれないが、そうした事例が発生した場合には、先程申し上げたような「破綻処理のための枠組み」を整備しながら、今後一件一件対処していくことで、「金融システムの安定」は確保し得る、と考えている。

さて、こうした言わば一件処理的な、戦場に散らばる地雷の掃除という意味での応急手当を終えたところで、「日本の金融システム全体の建直し」という観点からは、いよいよ大事な局面に入った、と思う。

その象徴的な課題が住専問題の処理である。これは結局のところ、処理の過程で発生する損失を誰が負担するか、という問題である。また、その解決は、金融機関が抱える不良債権のうち、未だ損失分担が明らかとなっていない、かなりの部分が、これで確定することを意味するわけで、今後の不良債権処理の大前提となるものである。

したがって、この問題については——もちろん、当事者間の話し合いにより決着させることがあくまで基本であるが——、いま申し上げた事情から、私どもとしても、関係者の努力をできる限り強くサポートしていく考えである。

こうして住専問題の解決に目途がつけば、個別金融機関としては、不良債権処理のための条件がかなり整うこととなる。

改めて申し上げれば、第1に、それぞれが処理すべき損失額がほぼ完全に確定する。第2に、不良債権の処理のために必要な収益も金融緩和の進展により——といっても、これは、金融機関収益のために実施したわけではないが——結果的に好調となっている。そして第3に、先程も申し上げたとおり、景気の下振れリスクが小

さくなっており、このことは、株価等の資産価格の安定を通じて、不良債権処理のさらなる負担増が回避できることを意味する。

その一方で、個別金融機関に対して、不良債権の早期処理を促す要因も別途一段と強まっている。

第1に、上位業態は遅くとも来年3月期から、金利減免債権を含む不良債権すべてのディスクロージャーが求められており——個々の金融機関の判断で来年3月を待たず繰り上げられるということであれば、それはwelcomeであるが——、このことは同時に、その不良債権をどのように処理していくか、内外に明示する必要がある、ということでもある。第2に、主要な格付機関は一律に日本の金融機関に対して極めて低い評価を下しており、各金融機関の今後の新しい経営方針の打ち出しを待っている。また、その意味から言えば、いわゆるジャパン・プレミアムと呼ばれる現象も、各金融機関に同様の問題意識を強く投げかけている。

このように考えてくると、いまや個別金融機関は今後どのように不良債権を処理するか、自分の問題としていかに処理するか、具体的に、その方法と時期を明示し、併せて中長期的な経営方針をはっきりと打ち出すべき時期が明確にきた、ということではないかと思う。

その場合、こうした先行きの経営計画の中には、コスト切り下げや事業の再編成、キャッシュフローの改善等を通ずる収益力の強化策に加えて、不良資産処理の過程で減少した自己資本をどのように回復するかという点——つまりははっきりとした自己資本充実策が盛り込まれている必要がある。また、各金融機関の置かれた状況

により、そのリストラの内容や程度は当然に異なるはずである。中には、他に倍する厳しいリストラが求められる金融機関もあり得よう。

同時に、日本銀行としては、こうした厳しいリストラに真剣に取り組んでいる金融機関が、内外で流動性の問題に直面した場合には、資金面で必要なサポートを行う用意があり、このことは、既に何回も公式に申し上げてきたとおりである。

いずれにしても、このような個別金融機関の経営方針が適切なものかどうかは、それぞれの金融機関が自分の銀行の過去の処理との比較で「より厳しい」という判断を行っているということだけでは不十分である。個別金融機関の経営方針が適切かどうかはあくまで内外の市場でどのように評価されるかということにかかっているわけであり、マーケットに対して十分コンベインシングな新しい経営計画を打ち出す必要があるということだと思う。また、このことは、そうした金融機関に対して日本銀行が流動性サポート措置を講ずる場合に、国民の理解と納得を得るための前提でもある。ここでも、結局のところ求められていることは、各金融機関が責任を持って説明できるような明確な行動を開始することではないかと考える。もちろん、日本銀行としても、今後とも責任を持って説明できるような明確な行動をとるべく、努力して参りたいと決意しているところである。

以上、いろいろ申し上げたが、本日の話はアカウンタビリティで始まり、その話題で終わったという感じになるが、私どもの意図するところを汲み取っていただければ幸いである。

ご清聴に感謝申し上げます。