

# 山口県金融経済懇談会における 武富審議委員挨拶要旨

——平成11年11月19日、下関市にて

早いもので、今年も余す処、あと40日ほどになりました。2000年の大台はすぐ其処です。千年紀の節目に当たって、この10年間を振り返ってみると、日本の経済社会は苦闘の連続でした。半世紀に一度位の歴史的変革期に巻き込まれ、もがき続けました。我々日本人は、戦後の成功体験が体に染み付いていただけに、一体どう対応したら良いのか、当初は戸惑いを隠せませんでした。

しかし、もはや逡巡している暇はありません。2000年代入り後のなるべく早い段階で、個人も組織も自己変革の過程を終了し、新しい経済・産業社会を築き上げていかなければなりません。大袈裟に響くかもしれませんが、その手掛りを探る上で、ここ山口県は大変適した土地柄ではないかと思います。

申し上げるまでもなく、当地は、近世から現代に至るまで、我が日本史に足跡を残した人材を、あまた輩出しました。司馬遼太郎氏は、その著作「街道をゆく」の中で、「もし長州人という行動集団が日本に存在しなかったなら、明治国家の成立は遅れていたはずである」という趣旨の認識を披瀝しています。かつて、国の変革に向けて大胆な「行動力」を発揮した史実について、今改めて思いを巡らせ、あるべき日本の将来像を模索してみる価値はあるはずです。

とは申しましたものの、本日のところは、こうした熱い思いは取り敢えず心に秘めるに止めて、やはり足許の現実的な問題について、皆様

と共に考えて参りたいと思います。

手始めに、最近とみに話題を呼んでいる中央銀行とそれを取り巻く関係者との協力の在り方、距離の取り方について、やや哲学的な思いを吐露させていただきます。続いて、今度は一転してごく実務的に、最近の経済情勢をどう評価するのか、それに対応して日本銀行が実施してきた金融政策の意味は何か、といった共通の関心事について解説してみます。その上で、今後、日本の産業が、自発的に旧体質と訣別し、変身を遂げていくために必要と思われる着眼点について、少しお話をさせていただきます。

(説くことの難しさ・一体感を以て支え合うことの大切さ)

まず、中央銀行と世間との関係や如何という問題について考えてみます。これは、私が、まだ40歳そこそこで、もう少し髪の毛が多かった時の話です。当時は、いわゆるフェッドウォッチャーもどきの仕事を仰せつかっておりました。時恰も、米連銀が、ボルカー議長の下で、従来の金利目標から量的目標への切り替えを実験していました。因みに、この量的目標は旨く機能せず、その後、結局取り止めになりました。

生意気を言うようですが、私には連銀の意図はかなりよくみえました。ところが、連銀の一挙手一投足に対し、プロであるはずの市場の反応が、むしろ事態を悪化させる方向へ働き勝ちでした。そんな状況を観察して、あるコラムに

一文をものしてみたのです。偶々、その頃、森繁久弥氏を起用したテレビコマーシャルが流行っていました。その中の一場で、彼はこう呟くのです。「演技者と観客の呼吸が共鳴した時に、始めて舞台が素晴らしい人間的な共感に包まれる」と。そこで、私は、ボルカー議長と市場の関係を、森繁氏の独り言になぞらえて、「市場の方にも主役の演技を深く理解して、一体感を醸し出す責任の一端がありはしまいか」——と文章を結んだのです。

今、私は、攻守とを換えて、中央銀行に身を置く立場になりました。その立場で、もう一度当手を振り返ってみますと、私の観察もまんざら捨てたものではなかったと、つくづく感じます。誤解のないように申し上げますが、現在の日銀の演技力に不足がないなどと示唆しているわけではありません。また、私どもの政策は正しいと、闇雲に自己を正当化する積もりもありません。ただ、観客の皆さんの中には、もう少しフェアな見方をする方がいらっしゃる筈だ、という思いはあります。

また、こんな話も聞きました。ある芸術ホールの総支配人から伺った話です。そのホールの建設計画に当たって、指揮者のカラヤン氏の意見を聴いたそうです。「恰も、葡萄酒が全て太陽に向かってこそ芳醇なワインが作り得るのと同じように、観客一人ひとりが指揮者の真向かいに座れるようなホール設計によって、始めて指揮者と観客が一体となり、素晴らしい芸術が生まれるのだ」。これが、カラヤン氏の答えだったようです。金融政策にも、洗練された奥深い舞台設計は必要です。「金融政策はアート（芸術）だ」とは、中央銀行の人間がよく口にする言葉です。アートが花開くための必要十分条件を、

是非今の日本にも整えたいものです。

とは言え、現実の世界では、自分の考えをきちんと説明しても、他人に心の底から理解してもらうことは、とかく難しいものです。この点について、今度は、森繁氏やカラヤン氏のような現代人ではなく、古代中国の思想家、韓非子の言葉を引用させてください。

当時は、戦国時代でした。彼は、君主など、相手にものを説く際の難しさを、こんな風に述べています。曰く、「相手の好みに合わせて滑らかに喋れば上辺だけで実がないと思われ、真面目に手堅く話せば稚拙だと言われる。例を挙げて雄弁に語ると内容がなく無益だと思われ、要点を簡略に述べると弁が立たないとみられる。相手に逆らわない話をすると諂<sup>へつら</sup>っていると思われ、ありのままをズバリと言うと下品な奴だとみなされる」。

これでは、やりようがないかに聞こえます。でもご安心ください。韓非子は、最後に、こう締めくくっています。「立ち入ったことを述べても疑われず、論争しても咎めを受けないような関係を、長い年月をかけて築き上げること。そうした状態でお互いが支え合えるようになること。これこそが、『説く』ことの完成である」。なんとも身につまされる言葉ではありませんか。日本銀行に課された「説明責任」の一つの姿は、こういうものを指すのだろーと思います。

物の言い方が拙いと、囚われ人になったり、命をも落とししかねなかった戦国時代の思想家は、毎日が正に命懸けだったと思います。そういう心配はない現代にあっても、行き違いや誤解によって無益な混乱が生じないように、常に緊張感を持って、広く内外社会との対話に臨みたいと肝に銘じています。

(メインエンジンへの点火を待つ景気)

次に、本日二番目のテーマである最近の景気についてですが、一言で申せば、一頃の最悪期を脱し、徐々にではありますが、小じっかりしてきていると思います。

この背景には、積極的な財政支出の下支えに加え、日本銀行が継続してきた「ゼロ金利政策」の寄与もあると認識しています。このところ、アジア向け輸出が増加していることも追い風になっています。こうした流れを受けて、景況感も改善しています。いささか旧聞に属することではありますが、9月の日銀短観では、大企業製造業の業況判断が、実に87年11月以来、最大の改善幅となりました。株価も、昨年10月には13,000円を割り込んでいましたが、現状では18,000円台まで回復しています。当面は、こうした明るい材料を素直に受け止めたいと思います。

ただ、GDPの6割を占める個人消費は、一進一退を繰り返しながら、足許では、やや弱めの感じがしないでもありません。設備投資も、減少幅が少しずつ縮小してはいますが、引き続き軟弱な基調を脱しきれていません。このように、景気のメインエンジンである国内民間需要が、まだ本格的に回転し始めたとは言い難いところです。いまだに国内民間需要が自律的かつ持続的に回復していく展望を持ち難いのは、何故でしょうか？

景気変動には、循環的側面と構造的側面とがあるのはご存知の通りです。循環的側面からみる限り、公的需要や輸出の牽引によって在庫調整が進捗するなど、景気は概ね底打ち圏内に入っています。

しかし、今や言い古されたことですが、過剰債務、過剰設備、過剰雇用といった構造問題は、

短期対策としての需要嵩上げだけでは、なかなか解決し難い性格の問題です。90年代初頭とは異なり、今では、皆さんが様に、次のようにおっしゃいます。「債務を減らす過程では融資が伸び難い。過剰設備を解消するまでは新規の投資にまで手が回り難い。過剰雇用の調整には失業や賃金調整の痛みも付きまとう」。従って、今や殆どの人が、この種の調整が済むまでは景気に対してマイナスの力が働くと考えて、少し長めにみた経済の底流については、慎重な見方を崩していません。

確かに、国際的にみて比較劣位に陥っている分野が日本経済のかかなりの部分を占めるようになりました。これらの分野では、「三つの過剰」の解消はままならず、「いつまで続く泥濘<sup>ねかるみ</sup>ぞ」といった状況にあります。

しかし、既にいくつかの業種や先端的な企業では、構造調整もかなりの程度進捗し、前向きな事業再構築の段階に歩みを進めておられます。来年度入り以降は、こうした方向へのご努力の好結果が、今少し目にみえる形で次第に結実していく可能性があります。こうした点にも心を開いて、経済を素直に観察していくべきだと思います。

残念ながら、この事業再構築に関する詳しい分析をご説明するだけの時間はありません。そこで、一般論に置きかえて、キャッシュフローと損益分岐点の観点から、企業部門が現在の調整局面から抜け出す可能性があるのか、探してみたいと思います。

(キャッシュフローと損益分岐点からみた企業調整の進捗度合)

第一の観点であるキャッシュフローはどうなっているのでしょうか。過去からの過剰債務を

返済するためには、収益を上げ、キャッシュフローを確保する必要があります。幸い、足許の企業収益は改善に向かっています。例えば、全国で8,800弱に及ぶ短観調査先についてみると、98年度はその57%において経常損益が前年比、悪化しました。それに対し、99年度については本年9月調査の見通しによると、逆に56%が改善を見込んでいます。つまり、昨年度は調査先の約6割が収益悪化となったのに対し、今年度は、9月時点で、約6割が収益好転を見込める方向に逆転したのです。この差が企業心理の好転にも相当寄与しているものと思われます。

ただ、こうした収益なりキャッシュフローの改善が、既往債務の返済だけでなく、前向きの設備投資に繋がるためには、需要回復が一時的なものではないと、企業が確信する必要があります。さらに、設備のスクラップアンドビルドが進み易い条件が整うことも必要です。この点については、今後、官民を挙げた意識的な取り組みが期待されます。

第二の注目点は、損益分岐点比率の動きです。日本企業の損益分岐点比率は、97年春から始まった景気後退の中で、過去のピークに並ぶか凌ぐ水準にまで上昇しました。しかし、その後の厳しいコスト削減努力等が功を奏し、最近では漸く頭打ち傾向が窺われます。この傾向がうまく定着し、企業が新たな行動を起こし得る条件が整ってくるか否かが、今後を占う上で重要な点です。

先ほど、民間需要には、まだはっきりとした自律回復の兆しはみえない、と申し上げました。繰り返しになりますが、経済のメインエンジンである民間需要が力強く、自律的に回復を始めるためには、構造的制約から解放される必要があります。今申し上げた企業収益の持ち直し、

損益分岐点比率の頭打ちといった変化は、企業が、そうした重荷から脱しつつある事を窺わせる、好ましい変化だと考えております。

(景気回復を確かなものとするための金融政策)

これまでご説明してきた経済情勢の中で、日本銀行は何をやってきたのかという点に話を進めます。

過去1年間を振り返ると、昨年は、9月の金利引き下げに続き、11月には企業金融の円滑化に向けた措置を発動しました。そして本年2月には、ついに「ゼロ金利政策」に踏み切りました。この10月には金融調節手段をさらに整備するため、短期国債アウトライトオペの導入、レポオペ対象国債の拡大などの手を打ちました。このように矢継ぎ早に政策を実施してきたことは皆さんもご存知の通りです。

こうした一連の金融緩和策は、市場の金利誘導水準そのものを低下させ、マクロ的に流動性の潤沢な供給を促す本筋の政策と、そうした緩和策の効果浸透を補強する政策とが、組み合わせられたものです。これらは、デフレ懸念を払拭し、景気回復を確かなものとするために行ってきたものです。

すなわち、昨年9月と本年2月の金利引き下げは、ともかく市場全体に潤沢な流動性を供給し、緩和政策の徹底を図るものでした。また、企業金融円滑化のための措置は、企業に対する信用供給ルートの多様化により、緩和効果の実を挙げることに主眼がありました。オペ手段の多様化も、緩和効果の一層の浸透を図るために、金融調節の弾力的な運用を目指したものです。

ただ、日本銀行が短期金融市場に溢れんばかりの流動性を供給しても、肝心の資金需要が立ち上がってこないことには与信は伸びません。

また、金融機関に無理に融資を促しても、取引先の信用リスクに不安があれば、金融機関は慎重な行動をとらざるを得ません。

よく、もう一段の量的緩和を行い経済を刺激せよ、という議論があります。しかし、既に短期金融市場には資金が溢れています。信用創造機能を持たない短資会社に過剰な準備が滞留するなど、いびつな現象も発生しています。従って、単に、短期金融市場でこれ以上の流動性を供給しても、経済にとって意味のある変化が生じるとは考え難いところです。

こうした状況を踏まえ、金融政策決定会合の場では様々な角度から、あり得べき対応を議論しました。そうした検討の結果、日本銀行では、「デフレ懸念が払拭出来るまで現在の緩和策を継続する」ことをコミットする途を選択しました。これは、様々な要因によって変動するであろう短期金融市場における資金需要に対して、先行きも含めて、全面的に対応する姿勢を表わしたものです。

以上のように、日本銀行では、所要準備を大幅に上回る大量の流動性供与により、「ゼロ金利政策」を定着させてきました。

もっとも、市場の心理は時として急変します。景気が極めて微妙な段階にあるだけに、為替相場の急変や、万一、2000年問題に絡むシステムダウンが生じた場合の市場心理の不安定化など、景気に悪影響を与えかねない要因には注意が必要です。

無論、為替相場の動向については、引き続き注視していきます。また、2000年問題に対しても手を打っています。10月13日の決定会合の際には「金融市場調節を行うに当たっては、年末越え資金を豊富に供給するなど、コンピューター2000年問題に伴う資金需要の変動に十分配慮し、弾力的な対応を行う」旨の方針を発表しま

した。さらに、2000年問題への臨時対応措置として、米国国債を日本銀行による手形貸付の担保として認めることも決定、公表するなど、出来る限りの方策を講じています。

今後とも、あらゆる変化に目を向け、細心の注意を払って情勢を総合判断しつつ、金融政策運営に臨んで参りたいと考えております。

(IT時代の企業経営において鍵を握る「資本効率」と「コンテンツ」)

それでは、本日三番目のテーマに移ります。産業や企業経営の今後を考える上での注目点についてです。先ほど、企業が構造調整を進め、前向きの新規投資が生み出されるためには、資本のスクラップアンドビルドを促す条件整備が必要であると申し上げました。以下では、こうした点も念頭に置いて、「資本効率」と「コンテンツ」という二つの中期的テーマに焦点を当て、若干敷衍してみたいと思います。

まず「資本効率」という視点についてですが、最近、日本銀行の調査月報に「資本効率を巡る問題について」と題する論文が発表されました。多くの論点を含んでいますが、私自身は、特に以下の4点に着目したいと思います。

第一は、日本企業がこれまでの売上高重視からROE・ROAといった資本効率重視に姿勢を移していること。第二は、資本効率が強く意識される中であって、仮に企業が非効率な資本を温存したまま新たな投資を抑制するという行動に走ると、潜在成長率の低下を伴った経済の縮小均衡に繋がるリスクがあること。第三は、そうした経済の縮小均衡を回避するためには、設備のスクラップアンドビルドが必要であること。第四には、そうした調整の特に初期段階においては、労働分配率の抑制を図るために、賃金の抑制や雇用の代替が進む可能性があること、

です。

こうした一連の変化の先例としては米国を挙げることが出来ます。すなわち、80年代から90年代にかけて、米国では大規模な生産設備や事業の再構築が行われました。その結果、特に90年代初頭の景気回復期においては、“ジョブレス・リカバリー（雇用無き景気回復）”という言葉が使われる状況になりました。つまり、景気は回復しつつあるものの、企業段階では、ホワイトカラーを中心にコンピューターによる雇用代替が進んだために、全体として雇用の減少を招いた、ということです。もっとも、こうした雇用の減少はIT（情報技術）産業や個人サービス業の拡大に伴って間もなく解消し、その後は息の長い景気と雇用の拡大が続いていることは皆さんご存知の通りです。

肝心なのは、資本効率の改善に着目することによって、生産設備や事業の前向きな見直しや再構築が行われ、それに伴って新規事業の立ち上がりが促される、ということです。日本でも漸く進みつつある構造問題への取り組みが、資本効率という観点ともかみ合って円滑に進んでいくか、そこに着目したいと思います。無論、そのためには、事業の再編、雇用の再編を促す制度的な枠組みが整うことが必要です。そうした環境面についての議論もこれから深まっていくことが望まれます。

次に、「コンテンツ」についてです。これは直訳すれば「なかみ」の意味です。一般的には、インターネットなどの上で提供される電子化された情報のことを指します。しかし、ネットワーク上で取引されるのは情報だけではありません。ネットワークを媒介にして、最終的には、形のある商品や広範なサービスまで取引される時代になってきました。最近、E-trade、E-commerceといった言葉が頻繁に登場しますが、

こうしたネットワークによる金融取引や商業取引は、今や世界的に急速に普及しつつあります。その結果、金融、流通、情報メディアなど極めて広範な産業分野が影響を受けています。日本はこうしたネットワーク分野で出遅れており、それが日本全体の競争力劣化に繋がるのではないかという懸念も無いわけではありません。

しかしながら、ここで注意すべきは、ネットワークの普及によって情報伝達コストが下がれば下がるほど、その情報に基づいて取引される財、サービス、つまり「大元のコンテンツ」の「質の差」が浮彫りにされ易くなるということです。消費者による選別も強まります。従って、企業としては、ネットワーク社会への対応と同時に、グローバル競争に耐え得るように大元の商品やサービスといった本源的なコンテンツの質を磨くという当たり前の努力が、ますます大切になってくるのです。その意味でも、先に申し上げた事業の再編成というプロセスを通じて、経営資源の効率的再配分を促し、財、サービスの質的向上に繋がる前向きの投資を如何に引き出すかが、大きなポイントになるものと考えております。

最後に再び山口県の話に戻ります。ここ下関に日本銀行の支店が開設されてから今年で52年になります。さらに溯って、明治26年に大阪支店に次ぐ二番目の支店として西部（さいぶ）支店が当時の赤間関市（現在の下関市）に開設された頃から数えると、当地と日本銀行との関わりは実に一世紀を超えるものがあります。その間、その時代時代の要請の中で、今日まで円滑な業務を行い得たのも、ひとえに地元の皆様からの厚いご支援の賜物と思っております。今後とも引き続きご懇篤なるご支援を頂戴出来ますようお願い申し上げて、私のご挨拶とさせていただきます。