

ニュー・ミレニアムに向けて

——速水総裁講演

平成11年12月24日、経団連評議員会にて

1. はじめに

本日は、経済界を代表する皆様の前で、こうしてお話しする機会を得られましたことを、たいへん光榮に存じます。

さて、1990年代も余すところあと1週間となりました。残念ながら、この10年間は日本経済にとって「失われた10年」であったと言われることがあります。確かに、バブルの崩壊以降、日本経済はたいへん厳しい歩みを辿って参りました。しかし、「創造的破壊」という言葉が教えるとおおり、そうした混迷の中で新たな時代を形成する力が次第にはぐくまれていく、という面があることも事実です。最近、今後に希望を持てるような動きも徐々にみられ始めています。そこで、本日は、90年代の日本経済を振り返りながら、来たるべきミレニアムへ向けての日本経済の課題などについて、中央銀行の立場から述べてみたいと思います。

2. 90年代の日本経済

(世界経済の繁栄の中で)

日本経済を10年毎に区切って、年平均の実質経済成長率をみますと、1960年代は10.5%、70年代は5.2%、80年代は3.8%と、高度成長から安定成長へと次第に移り変わってきました。しかし、これが90年代になると、1.7%へと大きく落ち込み、特に92年以降の8年間については、わずか1.0%にとどまりました。日米逆転とか、

「ジャパン・アズ・ナンバーワン」とまで言われた80年代には、こうした90年代の日本の姿は全く予想できないものでした。

しかし、よく考えてみますと、90年代というのは、情報通信技術の進歩、市場経済のグローバル化、という2つの新しい成長機会に恵まれた10年間であったはずで、実際、世界に目を向けてみますと、米国は、クレジット・クラッシュの影響がみられた90年代初めこそ緩やかな成長に甘んじましたが、90年代中頃からは、それまでは考えられなかったような低失業率と低インフレ率の両立に成功して、現在もなおインフレなき景気拡大を続けています。また、財政赤字や高い失業率により一時は活力を失っていた欧州も、通貨統合という、まさに新時代の幕開けを象徴する大事業に取り組みつつ、新しいミレニアムを迎えようとしています。そして、アジア経済は、特に90年代の前半、「奇跡」と呼ばれる驚異的な成長を遂げました。あまりに急速な成長がもたらしたひずみから、97年には通貨危機に見舞われるという紆余曲折を経ましたが、本年に入ると、多くのアジア諸国で力強い立ち直りの動きがみられています。こうした新興諸国の台頭に象徴される供給能力の拡充や、先進諸国における適切なマクロ経済政策を背景に、世界的に物価安定傾向が定着したことも、90年代の大きな特徴でした。

(90年代の低迷の背景)

このように、世界的にみれば良好な経済環境であったにもかかわらず、なぜ日本経済は、チャンスをも十分に活かすことができなかったのでしょうか。いろいろな整理の仕方が可能だと思いますが、ここでは、第1に不良資産問題の重圧、第2に人口構成の変化に伴う将来不安、第3に柔軟性に欠けた経済構造、という3つの点を挙げてみたいと思います。

まず、90年代の低成長をもたらしたおそらく最大の要因は、不良資産問題に起因するリスク・テイク能力の低下でありましょう。株価と地価の相乗的な下落によって、企業と金融機関の自己資本は大きく毀損しました。バランスシートの傷んだ企業は、設備投資など、新たなリスクへの挑戦に慎重にならざるを得ませんでしたし、不良債権を背負った金融機関の金融仲介機能は著しく低下しました。とりわけ、日本の金融市場が間接金融中心であったことも、ひとたび金融機関のバランスシートが傷ついたときの実体経済への影響を大きくし、かつ長期化させた要因だったと思います。

情報化やグローバル化などによって潜在的な成長機会がいくら拡大しても、そうした成長機会は、リスクを前向きに引き受ける企業活動や、それを支える金融仲介活動があって、初めて活かされていくものです。しかし、90年代のわが国においては、そうしたリスク・テイクの力が、残念ながら大きく損なわれていました。94～96年に、日本経済はいったん緩やかに回復いたしましたが、それは、こうした問題を残したままの脆弱な回復でした。97年秋に大手金融機関が相次いで破綻し、金融システムに動揺が走ると、日本経済は再び強いデフレ圧力に見舞われることとなったのです。金融システムが安定しない

限り経済の本格的な回復はないということが、改めて強く認識された局面でした。

90年代の低成長をもたらした2番目の要因として、人口構成の変化、端的に言えば少子高齢化の問題があったと思います。人口構成が将来どうなるかということ自体は、その問題の性格上、以前からある程度正確に予測されていたはずですが、しかし、80年代には、「右肩上がり」の幻想、言い換えれば、経済成長や資産収益率等に関する過度に楽観的な前提が、問題の真の姿を覆い隠すことになりました。このため、ひとたびバブルの夢から覚めてみると、迫り来る高齢化に対して、企業も家計も、そして公的な制度も、準備がきわめて不十分であったことが、急速に明らかになりました。「あなたの年金は大丈夫か」といったようなセンセーショナルな見出しがマスコミを賑わすようになり、将来に対する不安が、家計の消費行動に陰を落とすようになり、総需要の6割を占める個人消費が、こうした中長期的な要因によって抑制されたことにより、企業も、先行きの需要について明るい展望を持ちにくくなったという面があったと思います。

90年代の低迷の背後にあった3つ目の要因は、日本経済の構造が、大きな環境変化に対して速やかに適応できるだけの柔軟性に欠けていた、ということです。情報化、グローバル化という2つの経済環境の変化は、それまでの価格体系を一変させ、資本・労働の配分や利用方法に大きな変革を迫るものでした。言い換えれば、情報化やグローバル化が提供した成長機会というのは、産業構造の変化を伴う形でのみ享受可能な性格のものでした。逆に、柔軟な産業構造の転換ができないような経済にとっては、こうした環境変化は、成長機会としてプラスに作用す

るよりも、かえって競争力の低下や企業収益の圧迫という形で重荷になってしまう面すらあるのです。

この点で、高度成長時代にはプラスに作用したと思われる制度や慣行——例えば終身雇用や株式の持ち合い、業界保護的な規制、メインバンク中心の産業資金供給など——が、環境変化の大きい時期にはむしろ制約になった面があると考えられます。情報革命が、とりわけ米国で顕著な経済拡大効果を持った理由として、よく、労働市場の柔軟性、トップダウンによる迅速な意思決定、リスク・キャピタルの存在、といった点が指摘されます。しかし、日本の場合は、雇用や賃金の安定重視、コンセンサス重視の意思決定、といった企業文化が長く根を下ろしていました。これらは、一定の経済成長パターンに対しては合理性を有し、日本企業の強みとして作用してきたと思います。しかし、経済の環境が質的に大きく変わっていく局面では、不採算部門の思い切った切り捨てや雇用・経営形態の刷新を断行して、新たな成長機会に挑戦していくという企業行動を、阻害する方向で働いた面があります。そうした中で、小回りが効くのは中小企業であったわけですが、中小企業には資金面での厳しい制約がありました。とりわけ90年代は、先ほど申し上げた金融システムの問題もありましたので、中小企業の新規ビジネス拡大や新興企業の台頭は、リスクマネーの供給制約という面から、限定的な動きにとどまらざるを得なかったと考えられます。

(景気の現局面)

さて、こうした90年代の低迷を踏まえながら、最近の経済情勢に目を移してみましょう。

最近の日本経済をみると、輸出や生産の増加などから企業収益が改善ってきており、全体と

して持ち直しの局面に転じています。もっとも、収益の改善が企業の設備投資に対する姿勢を積極化させるには至っていません。また、雇用・所得環境が全体としてなお厳しい地合いにある中で、個人消費も一進一退の範囲内で推移しています。このように、民間需要の自律的回復のはっきりとした動きは、依然みられていないのが実情です。こうした情勢を踏まえ、日本銀行も、なおゼロ金利政策という極端な金融緩和政策を続けているわけです。

しかし、最近、民間需要が回復していくための環境が、徐々に改善してきていることも事実だと思えます。もちろんそれは、これまでのところ、金融・財政政策や海外経済の好調に支えられている面が大きいわけですが、同時に、90年代の低迷をもたらした諸要因が次第に変化してきたことにも注目してよいように思います。

もし、そうした動きが本物であるならば、ある程度中長期的にみて、日本経済は活力を取り戻していけるはずですが、本年後半以降、円はドルやユーロに対して上昇しましたが、これも、日本再生の可能性に賭けてみようという海外の投資家が増加し、資本が流入してきていることによる面が大きいように思います。もちろん、行き過ぎた円高は、景気回復の芽を摘んでしまう恐れがありますので、十分に注意する必要があります。しかし、内外の市場において「日本買い」の動きがみられるようになってきたこと自体は、心強い現象のひとつです。この1年で株価が4～5割程度上昇したことや、いわゆるジャパン・プレミアムがほぼ解消したことも、そうした流れの一端であると思えます。

それでは、日本経済にみられる最近の変化とはどのようなものであるか、先ほど述べた90年代の3つの低迷要因に即して、お話ししてみたいと思います。まず、不良資産問題については、

本年春以降、金融機関に対する公的資金の投入などを背景に、金融システムの安定がかなりの程度回復して参りました。各種のアンケート調査をみても、企業からみた金融機関の貸出態度は、昨年に比べれば厳しさが和らいできています。もちろん、企業の過剰債務がリスク・テイクの動きを阻害している面は、なおかなり残っていると思いますし、金融機関の金融仲介機能もまだまだ不十分です。しかし、不良資産の問題が、金融システム全体を麻痺させて、企業や家計を大きな不安に陥れるというリスクは、相当小さくなったと判断してもよいと考えています。

2番目の人口構成の問題については、健康・介護サービスなどのいわゆるシルバー分野の成長に、企業の目が注がれ始めています。確かに、年金問題は、依然としてたいへん難しい問題です。急速に少子高齢化が進むもとでは、この問題を痛みなしに解決することはできません。これは直視すべき現実です。しかし、逆に言えば、各世代の少しずつの我慢を前提とすれば対処不可能な問題ではない、ということも事実なのです。そうした現実的な視点に立って、以前よりは冷静に議論が行われるようになってきているように思います。いたずらに年金の将来を不安視するのではなく、金融ビッグバンの進行とも関連して、確定拠出型を含めた年金の多様化や、資産形成のあり方などに人々の関心が向き始めていることは、ひとつの前向きの変化であるように思います。

そして、私は、とりわけ3番目の、環境変化に対する日本企業の適応力について、このところ注目すべき重要な変化が出てきていると感じています。ひとつは、本年春先頃から、大企業における本格的なリストラの動きがみられ始めてきたことです。金融分野でも、かつては想像

もできなかったような、大手銀行同士の本格的な再編成の動きが出て参りました。これらが、不採算部門からの撤退や人員の削減だけの単純な「リストラクチャリング」に終わるのか、それとも既存の組織・慣習にとらわれず、戦略分野への集中的な資源投入によって収益率を高めしていく「リエンジニアリング」として結実するのか、もう少し様子を見ていかなければなりません。しかし、先ほど申し上げたような本年春以降の株価などの動きは、内外の投資家が、こうした変化に大きな期待を寄せていることを示していると思います。

そうした大手企業、大手金融機関の動きと並行して、情報通信分野を中心に、いわゆる「ビット・バレー」に象徴されるような新しい企業群が台頭してきたことも、たいへん心強く感じられる変化のひとつです。金融資本市場でも、可能性のある中小企業に対する注目が高まっています。先ほど申し述べたとおり、日経平均株価はボトムから4～5割程度上昇しているとしましたが、この間、東証2部の株価指数は2.5倍、店頭平均の株価指数は3.5倍になっています。また、東京証券取引所のマザーズや日本証券業協会の店頭市場改革、ナスダック・ジャパン構想など、新興企業の資金調達の手軽化に向けた新たな動きも出てきており、今後の展開に強い期待が集まっています。もちろん、開業資金の7割が自己資金、残る外部資金もベンチャーキャピタルやエンジェルと呼ばれる個人投資家などから調達している米国とは、もともと非常に大きな隔りがあります。しかし、わが国でも、リスクは大きい可能性も大きいという企業が、競争的な環境の中で成長していく仕組みが徐々に働き始めている兆候がみられることは、素直に歓迎したいと思います。

3. ニュー・ミレニアムに向けて

(変化に対応できる柔構造の経済へ)

こうした現状を踏まえて、ニュー・ミレニアム入り後の情勢を展望してみますと、大まかに言えば、90年代に明確になった2つの大きな潮流、すなわち情報革命と、経済のグローバル化が、一段と進んでいくことは間違いないと思います。ただ、それがどのようなテンポで進み、その中でどのようなビジネスチャンスが生まれるのかについて、具体的に予測することは誰にもできないと言ってよいでしょう。いずれにしても、新しい技術やアイデアが世界中のどこかで生まれ、国境を越えて伝播していくスピードが、非常に速くなっていることは確かです。何を行っていくにしてもかなりの不確実性があり、かつ情勢は絶えず変化し続けるような経営環境が予想されます。

したがって、変化と不確実性を前提とした機動性のある企業経営が、ますます求められるようになるでしょうし、そのような企業活動を支える会計、税制、法制面でのインフラストラクチャーの充実、ふところの深い金融資本市場の育成が、非常に重要な意味を持ってきます。透明性の高い制度や、多種多様なリスクを効率的に配分し合える仕組みを整備して、予測不可能な変化にも迅速に対応できる柔構造の経済を構築していくこと、一言で言えば、市場の競争原理がうまくワークする経済にしていくことが、引き続き非常に重要なテーマだと思います。90年代はバブルの後始末に追われ、金融、財政といったマクロ政策で経済を支えるのが精一杯でした。しかし、今後は、経済構造改革の一段の進展と、企業や個人の意識変革によって、今度こそ日本経済が、情報化とグローバル化の波をうまく捉えて民間需要中心に成長していけるよう、期待したいと思います。

(中央銀行家としての2つの希望)

そうしたダイナミックな日本経済が実現できるかどうかと密接に関連しますが、中央銀行家の立場から、ニュー・ミレニアムを迎えるに当たっての希望を、2つ申し上げたいと思います。

ひとつは、「デフレ懸念」との戦いになるべく早く勝利して、文字通り、「物価の安定」を確保すること、そして、このことを前提にイノベーションの力を発揮していくような経済を実現する形で、皆様のお役に立っていきたいということです。とりわけ、産業構造の変化を伴うような景気の拡大には、マクロでみた「物価の安定」という環境が非常に大切です。中長期的にみて物価安定への安心感が確保されている経済では、人々は、マクロの環境変化を過度に心配することなく、個々のプロジェクトが持つリスクの評価に努力を集中することができます。これは、経済のフロンティアを拡大していくような民間のエネルギーを高める作用を持つはずです。また、全体としての物価の安定がはっきりしていれば、個々の財やサービスの相対価格の変化が正しく認識されます。このため、価格のシグナル効果に基礎を置く市場経済の機能がフルに発揮されて、労働や資本の適切な再配分が促進されると考えられます。

このように、物価の安定は、経済の中長期的な繁栄のために不可欠な要素です。この考え方は、90年代の環境変化の中で、世界的にも共有されてきました。それにもかかわらず、現在のわが国では、「金融政策はある程度のインフレを目指して行った方がよい」といった古い見方が残っています。このようにインフレを許容してもよいという議論が出てくること自体、現在の日本経済が正常でない状況にあることを示唆しているように思います。日本経済が本来の力を

取り戻し、「インフレを起こさない中央銀行があるから、先行きも安心だ」、と多くの方に思っただけのような、そんな正常な経済環境を早く実現したい、というのが私の希望です。

私のもうひとつの希望は、日本経済に対する信認の回復を背景に、円の国際通貨としての地位がもっと高まってほしいということです。現在、例えばEU15か国についてみますと、GDPで世界の3割弱を占めていると同時に、世界貿易や外貨準備に占める欧州通貨の使用割合も2～3割程度となっています。すなわち、GDPと、通貨利用のシェアが、概ね見合っています。また、米国は、GDPではほぼEU15か国並みのシェアですが、世界貿易や外貨準備に占めるドルの使用割合は5～6割と、圧倒的な優位に立っています。これに対して、日本の場合は、GDPで世界の15%程度を占めていながら、世界貿易や外貨準備に占める円の使用割合はわずか5%程度にとどまっています。そもそも、わが国自身の貿易について、円建て決済の比率が、輸出では36%、輸入ではわずか22%に過ぎないのが、現状なのです。

今後、グローバル化が一段と進展するもとの、貿易や直接投資、証券投資などを通じて、国際間の資金移動がますます活発化していくと考えられます。したがって、国際的な資金決済のインフラストラクチャーを強固なものとしていくことや、国際金融システムの安定を確保していくことは、全世界共通の重要な課題です。アジア経済が、世界の金融や経済の発展に果たす役割も、ますます大きくなっていくと考えられます。そうした展望を踏まえ、国際通貨としての円の重要性は、潜在的にはかなり大きいと考えるのが自然なのではないでしょうか。

円が世界的に使われるような通貨になるため

には、第1に、経済政策を含めた日本という国に対する信認と、第2に、円が使い勝手のよい通貨になることが必要です。前者の、「日本経済に対する信認」という点では、インフレなき持続的成長径路を確実なものとしていくことが重要です。そして、後者の「円の使い勝手」という点では、円資金に関する効率的な金融資本市場の整備が重要です。この点、本年4月に、FBが市中公募入札方式で発行されるようになり、FB、TBの市場が大きく成長してきたことは、歓迎すべきひとつのステップです。しかし、国際的な円の利用がなかなか広がらない背景は、歴史的な要因も含めて複雑です。産業界からも多くのご意見やアイデアが出されて、こうした議論が今後建設的に進み、可能なことから迅速に実施されていくことを、期待したいと思います。

4. おわりに

さて、ちょうど新旧のミレニアムが切り替わるこの時期に、日本銀行の総裁という立場にあることは、何かの巡り合わせであろうかと思えます。日本経済が新しい時代にふさわしい新しい発展の基盤を整備していくために、日本銀行として必要な努力は最大限行っていきたいと考えています。産業界の皆様方におかれましても、現在芽生えつつある新しい動きを、日本経済の本格的な再生に結びつけていけるよう、勇気を持って進んでいただきたいと思います。

そして、1990年代が、「失われた10年」としてではなく、「次の世代の繁栄の基礎を築いた10年」として、後世の人々に記憶されるようになることを強く願って、本日の話を終えることとします。

ご清聴ありがとうございました。