

# 持続的成長とデフレ克服への道程

—— 福井総裁講演要旨

2004年5月13日、読売国際経済懇話会にて

以下では、日本経済の現状と先行き、日本銀行の金融政策運営について説明しています。

## （はじめに）

日本銀行の福井でございます。このように多くの皆様方の前でお話する機会を賜わり、誠に有難く、厚く御礼申し上げます。

日本経済は、バブル崩壊以降3度目の回復過程に入っています。今度こそ、これを持続的な成長とデフレ克服に繋げて行かなければなりません。

本日は、こうした観点に立って、日本経済の現状と先行き、そして日本銀行の金融政策運営について、お話ししたいと思います。

## （世界経済の新しい特色）

まず、最初に申し上げたいことは、グローバル化、IT革命進展の中で、各国の経済は相互に密接な連関をもって動くようになり、しかも時の経過とともに、その傾向が益々鮮明になって来ている、ということです。

それに加え、最近是中国経済の存在感が非常に大きくなり、世界経済を嵩上げするとともに、グローバル化、IT革命、中国要因が合さって、世界経済の循環メカニズムに新しい特色を浮かび上がらせるようになっていきます。

その一つが、経済が回復過程に入っても、過

去と比べ、雇用や雇用者所得の回復がかなり遅れる、という現象です。

グローバル化で企業間競争が激化し、景気が上向いても企業はダウンサイジングの努力を緩めないこと、IT革命の浸透に伴う生産性の向上が、企業の労働力需要を抑制していること、中国やインドが安価な労働力供給源となり、先進国企業におけるアウトソーシングを促していること、などがその背景です。

今一つは、価格形成メカニズムの面でも大きな変化が出て来ていることです。

世界経済の回復が順調に進む中で、最近、原油、国際商品市況、海上運賃の高騰がみられることは、ご承知の通りですが、それが、小売価格や消費者物価に容易に波及しない傾向が顕著となっています。

川上段階の物価が上がることは、企業にとってはコストアップ要因ですが、もう一つの大きなコスト要因である労賃は最近ようやく下げ止まりの段階に来たという状況であり、総じて言えば、これまでのところ企業は生産性の向上によりこれを吸収しているとみることが出来そうです。

こうした世界経済の新しい特色は、日本経済

にもほぼそのまま当てはまる訳で、これから日本経済の持続的回復とデフレ克服への道筋をより確かに築いて行く上に、念頭に置いておかなければならない重要なポイントです。

## （世界経済の回復と日本経済）

次に、世界経済の最近の回復振りに若干触れた上、「日本経済の現状と先行き」へ話を進めたいと思います。

世界経済は、予想よりも順調な回復が続いています。昨年は3.9%辺りまで成長率が高まってきましたが、今年はさらに、4%台半ばへ成長率が高まるとの見方が有力となっています。

その中で、中国の高成長が目立っています。昨年は、SARSの影響があったにもかかわらず、9%台の成長率を記録しました。中国だけは、あたかも景気変動と無縁のように毎年8～9%の高い成長を続けており、最近では、そのスピード調整が円滑に行われるか、に人々の関心が集まっています。

こうした世界経済や中国経済の拡大は、日本経済にとって、強い追い風となっています。

ただ、ここで申し上げたいのは、最近の日本経済の回復は、単なる「外需の恩恵」ではない、ということです。

冒頭に、各国経済は相互に関連性を強めながら動いていると申しましたが、分業と集積のメリットが働きやすいIT関連を中心に、世界的な分業体制が目覚しく進展していることにご注目いただきたいと思います。

米国を先頭に各国で盛んに情報化投資が行われている中で、技術進歩の度合いや、人材のレベル・層の厚さ、インフラ整備の状況、行政サービスの効率性などに着目して、最終製品に到るプロセスが、世界各地を結ぶネットワークの形

で精緻に組成されつつあります。とりわけ、最先端の半導体製造装置や高付加価値の部品に強みを有する日本と、加工・組み立て分野が集積する東アジア地域においては、生産活動が近年とみに活発化し、両者の間だけをみても、輸出、輸入が双方向で大幅に増加しています。

正に、日本経済は、世界経済、就中東アジア経済との相互依存関係を強めながら回復している、と理解しておくべきだと思います。

## （日本経済の現状と先行き）

日本経済は、昨年夏頃を転機に回復過程に入りました。今年になって製造業から非製造業へ、大企業から中小企業へ、中央から地方へ、回復の裾野が徐々に広がりを見せるに到っています。雇用や雇用者所得もようやく下げ止まりの段階を迎えています。これからも日本経済は回復を続けるでしょう。

先月末、日本銀行は、先行き1年程度の日本経済の姿について、見通しを公表しました。その中で、政策委員の大勢は、今年度の実質成長率は、3.0%～3.2%と予想しています。この通りになるとすれば、昨年度、今年度と3%程度の成長が続くこととなります。米国には及びませんが、欧州を大きく上回る成長です。

やや詳しくみますと、海外経済が高めの成長を続ける中、輸出や生産は増勢を辿り、企業収益は、経費節減や財務体質の強化ともあいまって、増益基調を維持するとみられます。収益の増加に伴い、製造業を中心に設備投資も増加傾向を続けると予想されます。また、生産活動や収益増加の好影響は、雇用・所得面や資産価格の変化を通じて家計部門にも徐々に及んで行くと考えられ、個人消費の回復にも確実性が増して来るものと考えられます。

これを要するに、日本経済は、前向きの循環を次第に強めつつ回復を続ける、というものです。

一方で、消費者物価については、政策委員の大勢は今年度 $\Delta 0.1\% \sim \Delta 0.2\%$ と、マイナス圏での推移を予想しています。

物価の基調に影響する経済全体の需給ギャップは、景気回復を背景に着実に縮小すると見込まれますが、最近では、稼働率が非常に高くなる前からイノベーションを追って新規の投資が始まる傾向も窺われ、どの程度需給がタイト化するのか、まだ未知数です。

また、商品市況や一次産品価格の上昇の影響は、素材や中間財の段階までは既に波及し始めていますが、川下の最終財の段階への波及は、なお限定的なものに止まるとみられます。世界経済の最近の傾向として申し上げた通り、企業部門における生産性の上昇などによって、上昇圧力がかなり吸収されると見込まれるからです。

そして、これまで消費者物価の下落幅縮小に寄与してきた医療費自己負担の引き上げや米価格の上昇をはじめとする一時的要因は、順次剥落して行きます。

これらの事情を考慮し、消費者物価は基調的には依然小幅の下落が続くというのが私どもの見通しです。

### (民間部門の構造問題)

以上のように、現在の日本経済は、冒頭に述べた世界経済の特色を色濃く反映しています。

その上、わが国には、企業の過剰投資・過剰債務・過剰雇用の問題や金融システム面の問題など、過去 10 数年に亘り日本経済の回復を遅らせて来た構造問題があり、今なお幾ばくか経済の足枷となっています。

バブル崩壊以降幾度かの回復局面に共通する現象は、製造業・大企業中心の回復で、その他の企業や家計部門への広がりが十分でなかったことです。製造業・大企業に比し、非製造業や中小企業の過剰投資・過剰債務・過剰雇用がとりわけ大きく、その調整に呻吟し、なかなか前向きの行動に移れなかった、ということではないかと思われます。

また、雇用や賃金の調整が、家計部門即ち個人消費の回復の遅れに繋がったことは疑いの余地がありません。

さらに、企業の過剰債務の問題は、金融機関の側からみれば不良債権問題であり、不良債権問題は、金融機関のリスクテイク能力をそぎ、折り返し、借り入れ依存度の高い企業の足を引っ張る、といった具合に悪循環が続きました。

このように日本経済に重くのしかかり、複雑に絡み合った問題も、企業や金融機関の積年の努力がここへ来てようやく実を結び、徐々に解決に向かって進んでいるように見受けられます。最近における企業収益の回復や金融不安の後退がその証左です。

日本経済が回復を続ける条件として、世界経済の持続的な回復を挙げる方が多い訳ですが、私は、こうした企業、金融機関の構造問題の処理が今後一層加速的に進められて行くことが、より重要な条件ではないか、と考えています。

以下、少し具体的にみて行きたいと思います。

### (企業部門の取組み)

先ず、企業部門においては、バブル崩壊や金融システム不安を経験し、財務内容の健全性に対する意識が非常に強くなっていますが、それのみでなく、高度成長の時代と異なり、これからはより付加価値の高いビジネスへの挑戦が至

上命題となって来ていることから、売上高よりもキャッシュフローを重視する経営に切り替える企業が急速に増えています。

このため、企業は過去の過剰投資、過剰雇用の調整を急ぐとともに、財務の面でも、有利子負債を削減し自己資本を充実する傾向が顕著となっています。とくに製造業においてこの動きが際立っており、有利子負債残高が既にバブル前の水準に戻っているにもかかわらず、引き続き債務削減に向けた努力が続けられています。

そして、この傾向は次第に非製造業、中小企業にも及んで行く気配です。

先頃公表した日本銀行の短観調査では、製造業・大企業のみならず非製造業、中小企業へと、次第に広い範囲で企業収益の改善がみられるようになっていますが、売上高がそれほど増えていない中で収益が大きく改善していることから窺われる通り、これは、循環的な景気の好転を反映しているに止まらず、構造的な問題への対応進捗によって企業体質が強化されつつあることを示唆するものと思われます。

### (金融システムの問題)

金融システムの面でも、なお克服すべき課題は少なくないものの、過去1年強の間に問題処理がかなり進展したように感じられます。

とくに大手行では、各行別の較差を伴いながらも、総じてみると、不良債権処理が大幅に進捗し、株価上昇の好影響も加わって、自己資本比率は昨年9月末の段階で平均11%程度のレベルまで回復しています。

地域金融機関の不良債権処理も、相対的にペースが遅れがちであることは否めないとしても、それなりに着実に前進しています。

こうした状況の下で、金融機関の貸出姿勢は

徐々に前向きに転じつつあるように窺われます。短観によれば、企業からみた金融機関の貸出態度判断は緩やかに改善し、最近の調査では「緩い」と答えた企業が「厳しい」と答えた企業を上回るところまで来ました。

日本銀行としては、こうした好ましい動きをさらに促して行かなければならないと考えていますが、ただ敢えて言えば、これからは、金融機関が単に伝統的な貸出を増やすというだけでは、時代の要請に応えることは出来ません。既にかんがりの金融機関において、新しい与信方式、多様な与信チャネル、能動的な与信ポートフォリオ管理、より高度のリスク管理方式の開拓などに取組む動きが始まっていることは心強い限りです。日本銀行としても、今年度の考査方針の中で、金融機関のこうした新規のビジネスモデル構築努力を積極的に支援して行く方針を明らかにしています。

来年4月のペイオフ全面解禁は、金融機関経営の真の自立を目指す上に重要な最後のハードルであり、日本銀行としては、出来るだけ多くの金融機関が、以上のような努力を通じて市場の信認を確保し、自力でこれを乗り越えて行ってほしい、と願っています。

### (家計部門の状況)

最後に、家計部門ですが、経済の長期低迷、金融不安頻発の下で、消費者は、これまで身を縮めて我慢し続けて来たと言えましょう。

幸い、このところ消費者の態度にも多少の解れが感じられます。

例えば、銀行券発行残高の伸び率がこのところ低下し始めています。これまで銀行券は、97～98年の大規模な金融機関の破綻や、2002年春のペイオフ部分解禁などを節目としつつ、異常

な伸びを示して来ました。金融機関に不安感を持つ人々が「たんす預金」を積み上げたことが主因と考えられますが、最近の伸び率低下は、不安感が和らぐ方向にあることを示しているように思われます。

また、家計所得がなお伸び悩んでいるにもかかわらず、このところ個人消費がやや強めの動きを示しています。経済全般が良い方向に動き始めたことが、消費者心理を明るくしている、ということかもしれません。

個人消費は所得増加の裏打ちを伴って本格的に回復する、従って、これからそうした好循環が明確となって来ることを期待したい、これが私どもの基本的な考え方ですが、米国などでは、個人消費が景気に先行して立上がるケースはしばしばみられます。日本でも、最近、薄型テレビ、DVDレコーダー、デジタルカメラなど最先端の技術を駆使した新製品が登場し、消費者の購買意欲を強くそそっていますが、こうした動きが切っ掛けとなって、かつてない消費者行動パターンが生まれつつあるのかどうか、注目して行きたいと思います。

家計部門について、今一つ申し上げておきたいのは、貯蓄の保有形態です。

日本の家計は、貯蓄を預貯金中心の安全資産に余りにも偏って保有しています。この先の日本経済について、真にダイナミックな発展を期待しようとする、信用供与チャネルの多様化、とくに市場を通ずる金融仲介のパイプが太くなることが重要です。

金融機関の業務体制や金融資本市場整備の努力は、既にその方向に照準をあてて動き始めていますが、貯蓄の最終保有者である家計の行動がいつまでも変わらなければ、壮大なミスマッチを招く結果となるでしょう。

郵政の改革とも絡みますが、今後、とくに来春のペイオフ全面解禁以降、家計部門にリスク分散の考え方を浸透させて行くよう、各方面の努力を結集しなければならないと考えます。

### (当面の金融政策運営)

次に、日本銀行の金融政策運営についてお話しします。

以上申し上げました通り、日本経済は、今年度も裾野を広げつつ回復を続けると予想されますが、持続的な成長やデフレ脱却への道筋を確実にして行くためには、引き続き、幅広い経済主体の粘り強い努力が必要です。

日本銀行としては、大幅な金融緩和を続けることにより、民間の構造的な問題への取組みや前向きの体制整備の努力を、全力を挙げてサポートして行きたいと考えております。

現在の金融緩和政策の枠組みを改めて整理しますと、

先ず、枠組みの第一として、日本銀行は、金融市場に極めて潤沢な資金供給を続けています。これにより、金融市場では、流動性に関する安心感が限なく広がっています。金融機関は、資金調達のことは余り心配しないで業務に勤しむことが出来るということです。

次に、枠組みの第二として、日本銀行は、こうした政策を消費者物価指数（CPI）の前年比変化率が安定的にゼロ%以上となるまで継続する、と約束しています。市場参加者にとっては、将来の金利を予想することがそれだけ容易となり、市場金利を安定させる効果があります。そして、企業金融の面でも、企業が低い金利で安定的に資金調達出来る環境が整えられています。

このような日本銀行の金融緩和政策は、この

先景気が回復して行けば行く程、より強く民間の経済活動を後押しする効果を発揮して行くものと考えられます。即ち、企業にとっては、量的緩和政策継続の「約束」の下で引き続き低い金融費用を経営の前提として織り込むことが出来る一方、新規の投資を行う場合の期待収益は景気回復につれてより高くなるため、投資採算が向上します。企業が前向きの行動を起こすモメンタムがそれだけ増すということです。また、金融機関にとっても、貸出その他の金融サービスの面で収益機会が増えると考えられます。

こうしたことを念頭に置いて、日本銀行は、景気が回復を続ける中であっても、デフレ克服を目指して、粘り強く金融の大幅緩和を続けて行く所存です。

枠組みの第三は、緩和効果波及メカニズムの改善です。金融緩和の効果が経済全体に行き渡るようにするためには、銀行借入もさることながら、それ以外の資金調達手段が育って行くことも大切です。

これはまた、今後長期的に日本の資本市場を幅広く整備して行く道にも通じます。

こうした観点に立って、日本銀行が昨年7月から具体的に着手したのは、資産担保証券の買取りです。これまでに累計で約5,800億円の買取りを行いました。買取りは、市場に良い刺激を与えるのに加え、わが国ではこれまでやや馴染みの薄かった資産担保証券という商品の認知度を高める働きをしたと思います。

さらに、日本銀行では、より幅広く証券化市場の発展を支援するため、市場参加者とともに「証券化市場フォーラム」を開催し、市場の課題と解決の方向性について、活発に知識の交流を行って来ました。その成果については、先月公表した報告書をご覧いただきたいと思います

が、証券化商品の価格評価をより的確かつ効率的に行うことや組成・売買コストを引下げるための環境整備などについて具体的な提言が盛り込まれています。

また日本銀行自身も、「証券化市場の動向調査」に乗り出すとともに、日本銀行に対する売掛債権の譲渡禁止特約を部分的に解除するなど、市場の発展に向けて既に具体的な動きを始めています。

### （いわゆる出口論について）

さて、日本銀行は市場の反応を怖れて量的緩和政策の解除の仕方についての議論（いわゆる出口論）を封印している、という声を耳にすることがあります。

確かに、CPIの前年比変化率0%は一つの通過点に過ぎず、日本銀行としては、その先の政策運営についても透明性の高い方式を模索して行きたいと考えています。ただ、現状において具体的な運営方式を示すことは時期尚早であり、当面は既に掲げた目標達成のため脇目も振らず全力を尽くしたいと考えています。

もっとも、将来どういう政策運営を行うにしても、現在のような異例な金融の姿から脱して行く過程においては、長期金利をはじめ市場の動向について人々の予想が不安定になるリスクがあることは十分念頭に置いておかねばなりません。日本銀行としては、通過点の前後で市場の状況が急屈折するとか、著しく不連続になることのないよう、細心の注意をもって臨む必要があると考えております。

市場は、時としてショックに過敏に反応することがありますが、同時に、ショックを吸収する力も備えています。そして市場の状況は、基本的には、経済や物価の将来の方向性に沿って



形成されるものです。

従って、日本銀行としては、今後とも情勢判断に過ち無きを期し、市場に正しいメッセージを伝えるとともに、市場の機能を高めるため、あらゆる努力を重ねて参る方針です。

なお、市場条件の中でも、とくに長期金利については、政府の財政規律が確固たるものであること、投資家のニーズにマッチして適切な国債発行が行われることが、何よりも重要であることは改めて申すまでもありません。

### (終りに)

本日は、日本経済について、最近出て来た好ましい動き（「芽」）を大切に育てて行こうということを中心に縷縷申し上げました。

終りにあたり、日本経済の長い将来に思いを致し、幾つか重要なポイントを指摘しておきたいと思います。

第一は、日本経済は、今後恒常的に、技術進歩と知識創造の面で、世界のトップランナーであり続けなければなりません。そのために、人

材育成の成否が大きな鍵となります。

第二に、今月初めにEUの拡大がスタートしました。現在、欧州経済はやや精彩を欠いていますが、欧州は一段と大きな夢を抱いて前進するでしょう。

まだ揺籃期にあるアジア経済の相互依存関係を強化するとともに、コミュニティの形成に向けて、日本は一層イニシアティヴを発揮して行く必要があります。

経済的には、これはグローバル・インバランスの是正にも繋がる命題です。

第三に、持続可能エネルギー源の開発や、地球環境問題の解決に資するイノベーションの面でも、日本は大きな役割を担うべき位置にいます。

最後に、日本は、総人口の減少という特異な時代を目前にしています。派生して来る問題に対し、出来るだけ早めに解決策を用意する必要があります。

ご清聴、誠に有難うございました。