

## 金融政策の運営と課題

——澄田前総裁講演

平成元年12月1日、日本記者クラブにて

(はじめに)

日本記者クラブにお招き頂き、光栄に存ずる。

本日はまず最近の経済情勢とそれを踏まえた当面の金融政策運営の考え方を説明し、次いで近年の金融・経済環境の変化と、その下で日本銀行が当面している課題について、私どもの考え方を率直に申し上げ、皆様方のご理解を賜りたい。

### 1. 最近の経済情勢と金融政策運営の考え方

(国内経済情勢)

まず国内の経済情勢であるが、設備投資、個人消費の増加により企業収益や家計所得が増大し、それが再び需要面に跳ね返るという自律的な拡大が続いている。先行きについても、設備投資や個人消費の強さからみて、物価の安定が確保されれば当面景気の持続性に不安はないと考えている。

すなわち、設備投資については、設備の稼働率が高く企業収益も好調であり、さらに人手不足も深刻であるという事情に加え、技術革新や国際化の急速な展開といった環境変化への対応もあって、先行きも堅調を続けるとみられる。個人消費についても、一部に幾分弱めの指標もみられるが、雇用・所得環境が良好であること、また、百貨店売上げや乗用車販売が高い伸びを示していることなどから判断して、これまでの基調に変化はないと考えている。

もちろん、私どもとしても、今回の景気拡大はすでに3年を経過しているだけに、先行き調整局面を迎えることがないかどうかといった点についても十分気を配っていく必要があると考えているが、現状ではそうした懸念は小さいように思う。例えば、設備投資について一部に先行きの調整圧力を懸念する見方もみられるが、現在設備投資のかなりの部分は合理化や研究開発など、生産能力の増加には直接つながらないものであること、また企業収益の好調を背景に企業経営者のマインドが引続き積極的であるといった点を勘案すると、当面設備投資調整から景気が下降方向に向かう懸念は小さいように思う。また、在庫投資の面から景気

の先行きをみても、在庫率が総じて低水準にあることや企業の在庫積増し姿勢が引続き慎重であることから判断して、意図せざる在庫が大きく積上りその調整が必要になるといった事態も当面予想しにくいように思う。

こうした状況にあって、今後とも景気拡大を息の長いものにしていくためには、いつも申し上げているとおり、物価の上昇を未然に防止することが最も重要である。日本銀行は本年に入って5月、10月と2度にわたって公定歩合を上げたが、これもまさに今述べたような観点に立って物価の安定を確保していくためのいわば予防的な措置であった。幸い足もとの物価上昇テンポは総じて緩やかなものにとどまり得ている。しかし、製品・労働需給の引締まりやこれまでの為替円安による輸入コストの上昇等、需給・コストの両面で、物価上昇圧力にはなお目を離せないものがある。また、地価をみると、地方都市を中心に騰勢が目立っており、また首都圏でも再騰気配がうかがわれることは気懸りである。したがって、私どもとしては今後とも物価情勢には十分注目していく必要があると考えている。

#### (当面の金融政策運営)

以上のような経済情勢の下で、日本銀行としては、当面これまでの利上げ効果の浸透状況を見守りつつ、引続き物価の安定確保を基軸に据えた慎重な金融政策運営を図っていく所存である。この点、最近市場金利の上昇をとらえて、これに追随して再度公定歩合の引上げが行われるのではないかといった観測も一部に出ているようであるが、私どもの政策運営の基本は物価の安定確保を基軸に据えつつ内外の諸情勢を総合的に判断するという点にあり、単に短期市場金利の動きに追随するといった性格のものでないことは改めて申すまでもない。

なお、話はやや前後するが、最近の地価動向と金融機関の融資について、一言申し添えたい。先程も申し述べたとおり、最近、地方都市を中心に地価の騰勢が目立っている。言うまでもなく、最近の地価上昇には税制・法制面等各種の制度的要因が複合的に影響しているが、金融面からの影響も否定できないところである。私どもとしては現在の地価の高騰は、大都市圏における情報機能の集中等の実体的な要因だけでは説明できないものであり、国民経済・国民生活に種々のゆがみをもたらすのみならず、一般物価にも悪影響を及ぼしかねない大きな問題であると考えている。こうした観点から、私どもとしてはかねてより金融機関の不動産融資に関しては、その公共性に照らしかりそめにも投機的な土地取引を助長することのないよう、また金融機関貸出の健全性を損なうことのないよう、金融機関に対し従来にもまして慎重な対応を求めていることを付言したい。

## 2. 近年の金融政策運営

次に当面の金融政策運営ということを離れ、わが国の金融政策運営の変化と  
いったことについてお話し申し上げたい。

### (政策協調の進展)

第1の変化はいわゆる政策協調の進展ということである。もちろん、国際協調  
という考え方やそれに基づく政策協調という考え方は、もとよりかなり前から存  
在していたが、振り返ってみると、やはり1985年9月のプラザ合意、さらに1987年  
2月のルーブル合意を経て、そうした考え方は一段と定着するようになってきた  
と言えよう。すなわち、プラザおよびルーブル合意において、主要先進国は①黒  
字国、赤字国双方が対称的にマクロ経済政策の調整を行い、これにより各国が  
ファンダメンタルズの是正、とりわけ対外不均衡の是正を図ること、②ドル高是  
正ないし為替相場安定のため各国当局は相場運営にあたり協調的行動をとるこ  
とを公けに宣言したわけである。

こうした政策協調の枠組みがこれまで全体として有効に機能してきたことは、  
この間の世界経済のパフォーマンスの改善にも示されている。例えば、主要国、  
とりわけ日米の経常収支不均衡の対名目G N P比率をみると、1986年から1987年  
頃をピークに改善の方向に向かっている。また、主要国の景気・物価情勢をみて  
も、この1年間インフレ率は多少高まったとはいえ、従来の景気拡大局面に比べ  
ると相対的に高い成長率を維持する中で、物価上昇は比較的モダレートであった  
と言えるように思う。

このように政策協調の枠組みは次第に定着してきていると言えるが、その真意  
については必ずしも十分には理解されていない面もあるように思う。先程も申し  
上げたとおり、本年5月日本銀行は物価上昇を未然に回避する趣旨から約9年ぶ  
りに公定歩合の引上げに踏切ったわけであるが、当時の国内の論調をみると、「日  
本の利上げは主要国の利上げ競争をもたらす政策協調体制の崩壊につながる」と  
か、「債権大国の日本は世界の金利のアンカー役として低金利を維持すべきであ  
る」といった意見も少なからず聞かれたことは記憶に新しい。しかし、そうした  
議論は少なくとも私の出席した国際会議では全く聞かれず、また現在では国内に  
おいてもそうした議論は全く影を潜めているが、政策協調の目的は世界経済の良  
好な発展を目ざすことにあり、これは黒字国、赤字国双方がまず国内において良  
好なパフォーマンスを維持することによって初めて実現するものであることは言

うまでもない。このことはいかなる時代、いかなる環境にあっても妥当することであるが、世界経済が相互依存関係を強めつつある中において、その重要性はますます高まっていると言えよう。とくに世界の金融・経済に与えるわが国の影響力が格段に高まっている今日、わが国が物価安定を通じて健全な成長を遂げることが、政策協調の目的にかなうものであり、また国際的貢献を旨とした政策運営であるということを十分銘記しておく必要があると思う。

(マーケット重視の金融政策)

近年の金融政策運営面での第2の大きな変化は、「マーケット重視」、マーケット・オリエンティッドとも言うべき金融政策運営である。マーケット重視の金融政策という場合、二つの側面があるように思うが、その第1の側面は金利メカニズムを通ずる金融政策の有効性向上という側面である。すなわち、わが国の預金金利自由化は昭和60年のMM Cや大口定期預金の創設以降本格的に始まったが、現在、例えば都銀の預金のうち、自由金利分の調達比率は6割程度にまで上昇している。また、貸出金利の面でも金融機関は本年1月、市場金利の動向を勘案した新しい短期プライム・レートを導入した。さらに、郵貯についても従来は機動的な預貯金金利の変更を行ううえで障害となることが多かったわけであるが、近年は金利改定という点では郵貯金利と民間金利の整合性は高まる方向にある。このような状況の下では、日本銀行の日々の金融調節スタンスが金融機関の調達・運用金利にピビッドに反映し、それがさらに経済活動全体に波及するという形で、金利メカニズムの作用を通ずる金融政策の有効性が高まっていくことは言うまでもない。

マーケット重視の金融政策という場合の第2の側面は、金融政策運営の判断にあたって、自由で厚味のある金融市場で形成される金利の変動を重視するという側面である。本年に入ってから2回の公定歩合引上げは市場金利追随型であるといわれているが、振り返ってみると、わが国の市場金利は長短金利ともすでに62年5月頃をボトムに上昇に転じている。これにはもちろん、日本銀行自身がこの間慎重な金融政策運営スタンスで臨んできたことも反映している。しかし、それとともに、当時一般的には必ずしも十分認識されていなかったことであるが、景気がこの頃から本格的な拡大局面に入ってしまったという事情も大きく影響していると思う。そうした状況の下で、金利の自律的上昇を無理に抑え込もうとすると、マネーの過大な供給につながり、ひいては過去の経験が示すとおり、これがインフレをもたらすことになりかねない。それだけに中央銀行としては、日々刻々の市場金利の動きを虚心坦懐に観察し、背後にある金融・経済の基調的な動

きを正確・迅速に認識することが重要となっている。

私どもが永年金利メカニズム重視の金融政策ということを強調してきたのも、まさに以上述べてきたように、金利メカニズムの作用が金融政策の有効性を確保するうえでも、また金融・経済の動きを判断するうえでも重要であると考えてきたからにはほかならない。周知のように、日本銀行は昨年11月市場関係者と協力して短期金融市場の運営方式の見直しを行い、その後もさまざまな改善の努力を払っている。日本銀行の立場からみると、これらの措置は金融・経済全体の動向を反映する「鏡」であり、また金融調節の「場」でもある短期金融市場の機能を高めることによって、金融政策の有効性を高めるものであるといえよう。

#### (物価安定の重要性)

このように、近年金融政策運営面でさまざまな変化が生じているが、それらはいずれも運営の仕方の面における変化であり、それによって実現しようとする目標が通貨価値の安定であり、これが社会・経済の発展の基礎をなす重要な前提条件であるという点においては全く変りがない。ちなみに、G7各国について過去5年間の物価上昇率と経済成長率を比較してみると、わが国は消費者物価、卸売物価いずれにおいても、最も上昇率が低い一方、経済成長率は最も高い。また、G7各国の経済パフォーマンスをより長いタイム・スパンで振り返ってみても、概して高インフレには低成長が、低インフレには高成長が対応していることがわかる。また、物価の安定、通貨価値の安定は持続的経済成長のための前提条件であるということを別にしても、所得分配の公正という観点からも極めて重要であることは言うまでもない。

ところで、先程も申し上げたとおり、現在、わが国の物価上昇テンポは総じて緩やかなものにとどまり得ている。これには「輸入の安全弁」が作用しているといった事情も挙げられるが、最大の理由は、第2次石油ショック以降、長い時間をかけて徐々にインフレを収束させることに成功してきたことにより、インフレ心理の台頭を未然に防止してきたことに求められると思う。逆に言えば、永年培ってきたインフレ心理の落ち着きという「信認」、いわば過去から引継いだ「資産」が蚕食されるようなことがあれば、それだけ現実の物価情勢も悪化することになるわけであり、その意味でも、物価安定の重要性はいくら強調しても強調し過ぎることはないと考えている。

### 3. 信用秩序維持

これまで金融政策運営を巡って、私どもの考え方を説明してきたが、次に日本

銀行のもう一つの仕事である、信用秩序維持に関連してお話し申し上げたい。

(信用秩序維持の重要性)

日本銀行法の第1条は、日本銀行の目的として、「通貨ノ調節、金融ノ調整及信用制度ノ保持育成」ということを掲げている。戦時立法とあって表現は古めかしいが、今日の言葉で言えば、①通貨価値の安定を目標とする金融政策を適切に運営することと並んで、②通貨制度、あるいは通貨を中軸として運営される決済システム、金融システムの健全性、安定性を確保し、さらにこれを強化するよう努力することをうたったものである。諸外国の中央銀行法をみても、これとほぼ同様の目的が掲げられていることが多いが、このように各国において金融システムの安定ということが金融政策の運営と並んで中央銀行の重要な使命として掲げられている背景を考えると、①中央銀行は銀行券や当座預金という確実な決済手段、いわゆるファイナリティーのある決済手段を提供していること、またこのことと密接に関連しているが、②金融システムの安定を確保するうえで、中央銀行のレンダー・オブ・ラスト・リゾート、すなわち「最後の貸手」の機能が重要であること、さらに③中央銀行は日々の取引や業務を通じて金融市場参加者の動向や全体としての市場の動向を把握しやすい立場にあることによるものであろう。

ところで、近年金融システムの健全性、安全性の維持・向上ということが各国中央銀行にとって一段と重要な課題となってきたことは周知のとおりである。一昨年10月の株価急落、いわゆるクラッシュの経験もそうした流れの中で理解すべきものと思うが、金融システムの安定性に対する関心の高まりの背後にあるのは、しばしば指摘されるとおり、金融の自由化、国際化、機械化の進展ということであろう。このことを最も端的に示すのが金融取引の増加に伴う決済金額の著しい拡大である。ちなみに、民間におけるあらゆる取引の決済が最終的に処理される日本銀行の当座預金の1営業日当たり受払金額をみると、58年当時は約34兆円であったが、本年10月には約283兆円にも増大している。この背後にはさまざまな金融市場取引があるわけであるが、国境を越える、いわゆるクロス・ボーダーの金融取引も大幅に増加している。

このような動きは、金融機関に対し新たな収益機会をもたらしているが、同時に金融機関経営を巡るリスクは従来以上に多様化し、拡大していることを意味している。またこれは金融機関から構成される金融システム全体についても言えることである。というのも、いったん金融システムの一角で決済の不履行等、何らかの理由により問題が発生した場合、そのショックは国際的な面での影響も含め

従来に比べ格段に大きなものとならざるを得ないうえ、そもそも、その状況を迅速、正確に把握すること自体、必ずしも容易ではないからである。

こうした状況の下では、まず金融機関自身が自ら適切なリスク管理に努め、経営基盤の強化を図ることが大前提となる。63年7月、私自身も参加したB I S総裁会議において、いわゆる「バーゼル合意」が成立し、これに基づいて新たな自己資本比率規制が適用されることになったが、これも国際業務に携わる内外の金融機関の競争条件の公平確保といった点に加えて、自己資本の充実がリスクに対する金融機関の対応力の向上や健全性の確保に資するとの判断に基づくものであることはご承知のとおりである。

(日本銀行の努力)

上述のような民間の市場参加者の努力に加え、信用制度の保持・育成を目的とする日本銀行自身の責任も極めて重いことは言うまでもない。この点、とくに金融システムの要を成す決済システムの改善に向けての不断の努力が欠かせないと考えている。各種金融取引が世界的に急拡大している中で、金融取引に伴う決済の迅速化・効率化・安定化を図ることは市場関係者のためのみならず、内外の金融システム全体、ひいては経済全体の安定性を確保していくうえでも、今や極めて重要な課題となっている。昨年10月に稼働を開始した日銀ネットは日本銀行と取引先とを結ぶオンラインのネットワークであり、これにより取引先は日銀小切手を物理的に持運ぶことなく、日本銀行当座預金を瞬時に振替えることが可能になったわけであるが、これもそうした決済システム改善の努力の一環である。日本銀行は創業以来、その時々金融・経済の環境変化に合わせる形でわが国の決済システムを支え、改善する努力を払ってきたが、今後とも内外の市場参加者や関係当局の声に十分耳を傾けながら、民間金融機関と協力してわが国決済システムの改善に向けて努力を払って参りたいと考えている。同様に海外でも、米国の連銀やB O Eをはじめとして主要国の中央銀行はいずれも決済サービスの向上に努めているが、こうした努力が国際的な金融システムの安定にも寄与するものと信じている。

決済システムの改善と並んで、日本銀行は取引先に対する考査や日常的なモニタリングを通じて、金融機関や金融市場の動向の的確な把握にも努めている。この点、例えば私どもが公表した約200項目にもわたる金融機関経営のリスクに関するチェック・ポイントも、金融機関を巡る環境の変化に十分対応しうるような考査を行うとの問題意識に基づくものである。

#### 4. 今後の課題

最後に、金融政策の運営と信用制度の保持・育成という日本銀行に課せられた使命を達成していくうえで、重要であると常々考えていることをいくつか申し上げたい。

第1は今更言うまでもないことであるが、景気・物価情勢にしても、金融システムの面でも、現在内外で現に起きていることをまず正確・迅速に理解し、そのうえで、先行きを的確に見通すことの重要性である。近年における金融・経済のメガトレンドとでも言うべき変化はコンピュータや通信技術の発達に代表されるようなテクノロジーの発達であろうが、例えばそうしたテクノロジーの発達によって惹き起された経済のソフト化等産業構造の変化や金融技術の変化やそのもつ意味については、もっと研究を深めていきたいと思う。

第2に、ただいま申し上げたこととも関連するが、金融・経済の国際化が進展している今日、金融政策と金融システムの安定という各国中央銀行に課せられた使命を達成するうえで、国際的な整合性というか、国際的な視野で物事を判断することの重要性が一段と高まっていることである。またこのこととも関連するが、主要国の中央銀行とのコミュニケーションが重要であると実感している。私自身、B I S 総裁会議をとってみると総裁に就任以来16回（来週予定分を含めれば17回）出席しているが、その他の会合も含めると、海外の中央銀行首脳との意見交換の機会は非常に多い。また日本銀行の各レベルにおいても、海外中央銀行とはさまざまな接触を行っているが、そうした中央銀行間のコミュニケーションは今後ますます重要になってくるものと思う。

第3は中央銀行の日々の業務や取引の重要性ということである。英語では中央銀行の行う仕事のことをセントラル・バンキングと呼んでいるが、この言葉の示すとおり、日本銀行の行う仕事もバンキングである。日々の金融調節も、取引先の資金決済や国債の受渡しも、すべて、具体的な業務や取引を通じて実現され、これが適切に行われて初めて、物価の安定や信用秩序の維持という課題も達成される。それだけに、日本銀行はセントラル・バンキングという面で、世の中の金融業務や経済環境の変化に対応し、確実に業務を遂行していく必要がある。

第4は世の中の理解を得るための対外的な説明の努力の重要性である。私自身定例的な記者会見やこのような形で講演等を行っているが、このほかにも、日本銀行は60年7月から四半期ごとに、その時々々の経済情勢についての判断や先行きの



展望を「情勢判断資料」という形で公表しており、これもそうした努力の一環である。もちろん、私どもが示した判断に対し、異論もあろう。その場合には、大いに批判をしていただきたいし、現にこれまでも今日ご出席の記者諸氏からは新聞紙上等でさまざまな批判も頂戴してきた。私どもとしてはそうした批判を謙虚に受止めたうえでさらに最善の判断を行うべく努力を払っていきたいと考えている。しかし、一たび最終的な判断に達したならば、日本銀行としては毅然と行動することは言うまでもない。日本銀行はインフレ問題に関し、しばしば「心配のし過ぎではないか」と批判され「職業的心配屋」といわれてきた。もちろん私どもとしてもそうした批判には謙虚に耳を傾ける必要があると考えているが、同時に中央銀行の使命、機能を考えると、ある程度は宿命的であるという感じもしている。若干脇道にそれるが、先般、米国連銀は創設75周年を祝う記念行事を行い、その一環としてニューヨーク連銀が歴代の7人の総裁のスピーチ集を公刊した。その中に、第3代のスプラウル総裁が1955年に行ったスピーチが収録されているが、それによると、米国連銀もインフレの危険を言い過ぎるとして、“crying wolf”、日本語で言えば、狼少年であるとして、非難されることが多い由である。インフレという狼が出現する危険があるときには、中央銀行が早めに手を打ってインフレの芽を摘むことが何よりも重要であるが、その場合にはインフレという狼は出現せず、結果として“crying wolf”と呼ばれてしまうというのである。いずれにせよ、中央銀行の仕事はインフレを起こさず、金融・経済の安定を確保するという実績によってのみ判断されるものである。そうした実績があって初めて、中央銀行に対する信頼が形成され、またそうした信頼が現実の中央銀行の施策に対する理解を高めるものである。いわゆる「中央銀行の独立性」ということも、そうした中央銀行に対する信頼と裏腹の関係にあるものと考えている。

(おわりに)

以上、当面の経済情勢とその下での金融政策運営の考え方や、金融政策、信用秩序維持両面での近年の変化、さらに今後の日本銀行の課題といったことについて申し上げてきた。私自身、これまで以上申し上げてきたようなことを行ってきたつもりであるが、顧みてなかなかそのとおриにはいかなかったとの反省をも込めて、語らせていただいた。私の任期は近く満了するが、その後も中央銀行の課題はますます大きく、かつ責務も一層重大なものとなっていくであろう。そうした中で私の後継者が今後とも中央銀行の使命達成に向けてさらに努力していくものと思うので、引続き皆様方のご理解とご協力を賜りたい。