日本経済の課題と中央銀行の役割

――三重野総裁講演
平成６年11月15日、内外情勢調査会にて

はじめに

本日は、各界でご活躍の皆様方がお集まりになる本席にお招きいただき、親しくお話しできる機会が得られ、誠に光栄に存ずる。

私が日本銀行総裁に就任して以来、あと僅かで満５年となる。この間、日本経済は、かつてない大きな変動と困難な課題に直面することになった。一言で言えば、バブルの発生と崩壊と呼ばれるような資産価格の大幅な変動と、それが経済や金融システムにもたらした深刻な影響を克服し、新たな発展の基盤を作り直す５年間であった。

金融政策運営面では、89年から２年間にわたる引き締めのあと、91年以降今日まで、思い切った緩和を進めることになった。このように政策対応の方向性自体は景気の局面に応じて大きく変化したが、私自身は、引き締め・緩和を通じて、一貫して変わらない目的を自らに課し、追求してきたつもりである。それは、今回の大きな景気変動の原因である80年代後半の経済の行き過ぎをきちんと整理し、中長期的にみて、日本経済を「インフレなき持続的な成長経路」に移行させるということである。

幸い、日本経済の足取りは、全体として徐々に確かさを増しつつあり、将来への展望が拓け始めるところまで来たと言ってよいように思う。これまでの大規模な政策発動や、民間の皆様方のそれこそ血のにじむようなリストラ努力などが、ようやく実を結び始めたということであろう。しかし、この傾向を定着させて、真にバランスのとれた経済発展の基盤を作るためには、取り組むべき課題はまだまだ多い。というより、景気の足取りに確かさがみえ始めたいまこそ、同時に、日本経済の構造的な課題に取り組むべき好機である、というべきなのかも知れない。

そこで、本日は、日本経済に関する私どもの現状認識を申し上げた後で、日本経済の中長期的課題や、日本銀行の役割といった問題に関して、日頃考えているところを申し上げてみたいと思う。問題は多岐にわたるが、私の考えの基本は、競争の促進、つまり市場メカニズムの活用によって経済と金融の活力を確保していきたい、ということである。

１．景気の現状と展望

まず、日本経済の現状についてであるが、私どもは「景気は緩やかに回復しつつある」と判断している。恐らく、この現状認識については、大方の賛同が得られるのではないかと思う。

景気回復の端的な指標は、鉱工業生産が着実に上向いていることであろう。今年１月から９月までの生産回復は年率５％程度となり、これだけをみると、過去の回復初期と

比べても遜色のないスピードである。稼働率の上昇という数量効果がハッキリしてくるにつれて、企業収益も低い水準からようやく改善に向かいつつある。

金融面でも、通貨の量、つまりマネーサプライの伸びが徐々に回復してきており、実体経済の緩やかな回復に見合った金融の量的な拡大が進行しつつある。通貨の供給が増えるには、金融システムからその外側にある企業、家計、政府に対して、何らかの信用供与が行われなければならない。現在、確かに金融機関の貸出はなお前年比マイナスであるが、有価証券への運用の増加が続いており、このようなチャネルを通じて、通貨に対する需要の回復に見合って信用供与が行われていることを示している。

そこで問題となるのは、こうした回復の持続力やテンポである。

通常は、生産と所得の回復がある期間続くと、企業の自信、あるいは家計も含めて将来の経済に対するコンフィデンスが強まり、これが新たな投資意欲を生み出していく。これが景気の自律回復力にほかならず、大抵の場合、この回復力は一般の予想を上回るスピードで拡がりをみせたものである。この自律回復のエネルギーは景気循環そのものに内在しているが故に今回もそれなりに生まれてくるはずである。

しかし、今回の場合、景気回復に「はずみ」がつくのを制約する力が、いくつか存在していることも事実である。後にも述べるような日本経済の構造調整を促す圧力や持続的な円高の下で、企業経営者には依然先行き不透明感が強い。加えて、金融システムがバブルの後始末をすっかり終えるに至っていないことや、そのことの影響もあって、資本市場が停滞から抜け出していないこと、特にリスク・キャピタルの供給が円滑に進んでいないこと等も、自律回復に向かうエネルギーを阻害している。

これら諸々の要素は、結局のところ企業活動の核心をなす設備投資に反映してくるはずである。したがって、今後、設備投資がいつ、どのような強さで立ち上がってくるか、がやはりキーポイントだと思う。この点、企業の本年度の設備投資は引き続き小幅ながらマイナスの計画となっているが、先行指標である機械受注には下げ止まり傾向が窺われるところであり、今後の展開を注目したい。

以上、要するに、景気の足取りは徐々に確かさを増しつつあるが、先行きについてはなお不透明な要素が少なくない。したがって、当面の金融政策運営においても、景気回復の持続力やそのテンポについて念入りに点検し、引き続き経済・金融情勢の展開を注意深く見守っていくことが適当である、と考えている。

2．今回の景気変動を振り返って

さて、緩やかとはいえ、景気の回復が始まり、循環的にみて新しい局面に入ってきたということは、バブル時代の様々な経済の行き過ぎの調整について、日本経済が相当の前進を遂げたということでもある。実際、この５年間、日本経済が直面した景気変動のかなりの部分は、80年代後半の行き過ぎた経済のブームや資産価格の大きな上昇、そして、その反動の後遺症と密接に関連している。

そこで、日本経済の今後の課題について考える場合にも、今回の景気変動の経験から得られる教訓なり、経済のメカニズムに関する洞察なりを十分に活かしていく必要があると思う。そのことを念頭に置いて、私なりに感ずるところをいくつか述べてみたい。

第1は、資産価格の変動も、結局のところ、経済のファンダメンタルズ――この場合は中長期の成長率や、それと整合的な投資収益率など――からは、長期にわたって乖離することはできない、ということである。土地を例にとると、中長期の成長ポテンシャルの下で決まってくる一般的な資本収益率や中長期金利の平均的な水準に比べ、不動産への投資リターンが極度に低下するほどに地価が上がってしまった時、あるいはまた、住宅の価格が勤労者の所得水準からみて極度に上昇してしまった時、地価は大きく下落せざるを得なかった。

上がり過ぎた価格は必ず下がる。こうした資産価格の均衡回復へのメカニズムは、一国経済の中でも言えることだが、今後は恐らく、国際的な裁定行動（アービトレーション）の影響をも強く受けるようになろう。外国企業が低い家賃を求めて他国の市場に活動の一部を移すといった形で、不動産についても、ある種の裁定は既に発生している。したがって、様々な資産市場で合理的な価格形成を求める圧力は、バブルの経験と国際資本移動の活発化という環境を踏まえ、さらに強まっていると言ってよい。

なぜこのようなごく当り前のことを、強調するのかと思われるかもしれない。しかし、80年代後半に資産価格が高騰した時、それを正当化する様々な「理論」が用意され、広く信じられたことは、皆様の記憶に新しいことと思う。「存在するものは合理的である」という有名な言葉があるが、現実がそれに見合う理屈を創り出すという意味に解釈してみると、このことはバブルが頂点に達していく「ユーフォリア」的な雰囲気の中では特に当てはまる。そこまで行ってしまう以前の段階で、市場がきちんとしたシグナルを発し、政策当局や民間経済主体がそのシグナルを正当に受け止めることが必要なわけである。

そこで、今回の経験が与える第2の教訓は、経済の行き過ぎを事前にチェックし、仮に行き過ぎが発生した場合には、従来以上に早めに警戒信号を発するような仕組みを経済に組み込めないだろうか、ということである。

この点については、ミクロ、マクロ両面からの議論が必要である。

ミクロ面というのは、企業なり金融機関の個別経営の行き過ぎをどのようにチェックするか、ということである。バブル現象は、金融機関サイドからみれば特定分野に対する過大な貸出、企業からみれば過大な借入と不動産・財テク取引への過度の集中などで増幅された。このようなリスクの集中への反省に立って、経営者がリスク・コントロールを適切に行うシステムが急速に研究・開発されている。こうした問題、つまり「企業経営の行き過ぎをどのようにチェックするか」という点をもう少し突っ込んで考えてみると、いわゆる「コーポレート・ガバナンス」、すなわち「企業統治」の仕組みをどのように作り上げるか、ということになってくる。

「企業」というもののあり方は、どの国で

も永い歴史の産物であるし、そう簡単に変わるものではない。日本経済の成功を支えてきた日本の企業のあり方に、多くの長所と強みが備わっていることも間違いない。そのことを踏まえたうえで申し上げるのであるが、今後わが国においては、「株主や債権者の市場行動を通じたコントロール」——言い換えれば市場メカニズムを有効利用していく、という考え方が従来以上に重要になっていると思う。もちろん、そのためには、投資家にとって、企業行動をしっかりと監視できるように、あるいは無用なリスクやコストの負担がかからないように、会計制度の改善やディスクロージャーの拡充、決済システムの整備を行っていくことが不可欠である。

一方、マクロ的にも、——つまりマクロ経済の安定を確保するうえでも、市場メカニズムを有効に活用することが大事である。市場メカニズムには、本来、経済の変調に関するシグナルを発したり、ある程度自律的に、それを調整するような機能がある。例えば、ある物の値段が上がれば、それは需給逼迫のシグナルである。同時に、その価格上昇は、供給の増加や需要の減退を促して、需給を調整していく。

また、景気全般が拡大していくと、通常は、長期金利が上がる、という形で市場が反応する。このような市場の反応自体は、物価や景気動向の微細な変化を示してくれると同時に、自律的に景気の波を安定化する調整機能も有している。私どもが、常々、市場金利は経済の実態に応じて形成されるのが望ましいし、そうして形成された金利である限り、中央銀行としてもこれを尊重していく、ということを申し上げているのも、以上のような機能に着目しているためである。

もちろん、金融市場が自律的な景気調整機能を持っているといっても、中央銀行にとって早め早めの政策対応が必要でない、ということでは全くない。市場は、時として誤って形成された期待の下で、行き過ぎた反応をするとか、ほとんど反応しない、ということがあるからである。私どもは、市場における期待形成が、経済の実態を適切に反映して行われることが極めて重要であると、一貫して考えてきた。今後とも市場機能の一層の向上と、市場とのコミュニケーション改善のために努力していきたい。

教訓の第3は、今回の大きな景気変動のプロセスで、健全な経済発展のためには、安定的な金融システムが不可欠であることが改めて確認された、ということである。

産業の健全な発展のために金融システムが重要な役割を果たしているということは、普段は、頭では分かっていても、なかなか実感できない面があるかも知れない。しかし、バブルの発生と崩壊のプロセスは、経済が発展するうえで、安定的な金融システムが如何に欠くことのできない基盤であるか、ということを、改めて、しかも大変残念な形で示すこととなった。

この間、金融システムに関する議論が、貸渋りといった現象面のみにとらわれて論ぜられ、それが未だ尾を引いていることは残念である。現在必要なことは、企業活動や家計の行動をしっかりとサポートしていくような金融システムを如何に作り上げていくかということであるが、この点については、いわゆ

る「金融の空洞化」の議論も含め、後程改めて申し上げることにしたい。

バブル期の教訓として第4に挙げなければならないのは、金融政策の運営は、あくまで国内均衡、それも、「インフレなき持続的成長」という中長期的な目的に割り当てるべきであり、為替相場の安定や対外不均衡の是正に割り当てることは適切ではない、ということである。

特に、経済の国際化が進み、相互連関が強まっているだけに、「政策の国際協調」が叫ばれがちとなる。しかも、厄介なことに、政策の国際協調を求める声は、得てして、結局のところ単なる金融緩和を求めている場合が少なくない。それだけに、真の国際協調とは何か、ということをしっかりと押さえておく必要があろう。この点、G７各国の中央銀行間では、「『インフレなき持続的成長』という中長期的な目的の下で、各国がそれぞれの事情に応じて、適切な政策を講じていくことが真の国際協調である」という理解が共通のものとなっている。日本経済が持続的に成長する場合と、激しい振幅を繰り返す場合とでは、いずれが世界の安定に貢献するか、自明のことであろう。

さて、バブルの経験に関して最後に述べたいことは、あるエコノミストの言を借りると、バブルはいくつかの条件がそろうと「化学反応のように起きる」可能性が強い、ということである。

実のところ、バブルの原因については、私どもでも引き続き研究を深めている状況にあり、特になぜ主要国で同時に発生したかというグローバルな観点に立った原因究明は、今後の課題である。ただ、わが国に限って言えば、80年代後半のマクロ政策、金融機関の過度に積極的な融資姿勢、不動産の供給を制約し保有を促進しがちな法制や税制、経済機能の一極集中、等の要因が複雑に絡み合い、「化学反応」を起こしてしまったように思う。

私どもにとっての最大の関心事は、言うまでもなく、金利政策の運営という部分である。資産価格は、理論的には、予想収益を金利で除した値であるから、金利だけでバブルが発生するのでもない。また低金利局面で資産価格がある程度上がるのは自然なことでもある。しかし、それらが嵩じて低金利が他の条件と重なると、バブル的な状態が発生しやすいことは疑いない。

そのような場合、もし金融政策を資産価格の安定化のために割り当ててよいものであれば、金利引き上げがバブル防止の簡明な対策になる。しかし、金融政策の目的は、何よりもまず一般物価の安定であり、あるいはより広く「インフレなき持続的成長」の実現である。この優先目標のために金利の引き下げなり低金利の維持が必要と判断された場合、資産バブルの方はどう処置すべきか――これが私どもが80年代後半に直面した難問であったし、将来もあり得るジレンマのケースである。

ともかく、80年代におけるこのジレンマ・ケースの経緯と政策対応の仕方は、結果において私どもにとり大きな悔いが残った。この経験を一般的命題として言えば、「一般物価の安定を目標とする金融政策は、如何に、またどの程度、資産価格を視野に入れるべきなのか」ということである。これへの答は、具体的状況に応じた適切な判断、言うなれば、

"art"に属することになるのかもしれないが、私が日本銀行内で度々、「金融政策の『物差し』を磨こう」という表現で、新しい事態——というのは、問題は常に新たな装いをこらして現れるからであるが——への備えを怠りなきよう努めてきたのも、ひとつにはこのような問題が念頭を去らないからである。

3．日本経済の課題

（産業構造の高度化）

さて、以上でも強調した市場メカニズムの機能活用という論点は、実は、日本経済の中長期的な課題を考える際にも、最も重要なヒントを与えてくれるように思う。

現在、景気回復傾向が明確になってきた割には、先行きについて、「いまひとつ自信が持てない」という企業経営者の声が大変多いことも事実である。

確かに、産業界にとっては、厳しい為替相場や、海外からの安価な輸入品の流入などに対応するには、長い目でみて、どのような生産や流通の体制を作り上げていけばよいのか、そこの展望がなかなかつかない、ということなのであろう。

そこから、いわゆる「製造業の空洞化」と呼ばれるような懸念が生まれているわけだが、次にこの点について、私どもなりの考え方を申し述べ、皆様のご批判を仰ぎたいと思う。

「製造業の空洞化」——あまり好きな言葉ではない。言い換えるとすれば、「生産の海外シフト」であろう。このような動きは、昨年来の円高進行との関連で注目されることが多いが、実は、ここへきて突然始まったものではない。例えば、やや長い目で製造業の海外での生産比率をみると、1985年には3.0％であったが、93年には6.4％へ上昇しており、長期にわたって着実にかつ趨勢的に上昇している。

したがって、「生産の海外シフト」といった動きは、確かに円高が契機となっている面もあるが、より基本的には後発国の工業化につれて生じているものである。特に最近では、アジアや東欧諸国の急速な市場化・工業化に伴って、主として労働集約的部門における競争の激化という世界経済の大きな流れの中で加速されている、と理解した方がよいと思う。その意味で、この問題は、当面の円高対応という課題を超えて、日本経済に対して、「より資本集約的な付加価値の高い財・サービスの生産体制への移行」という産業構造の再編を迫るもの、と言えよう。

こうした課題への取り組みが、短期的には日本の企業や産業にとって雇用調整を含め相当の痛みをもたらす、といわれる。確かに、そういった面はあろう。しかし、悲観一色に考えるのはどうか。短期的にみても、例えばアジア諸国のテイクオフは、わが国からの資本財や部品の輸出を引き出す効果があることを忘れてならないと思う。信じられないかも知れないが、統計的にみても、生産拠点シフトのために現地に資金が投下されると、ほぼ同額の資本財がわが国から輸出されている。また、部品に至っては、その数倍の額が年々輸出され続けている。

このことは、労働集約的で簡単な部品作りや組立部門は後発国が主として行い、そうした部品を作る資本財や製品のコアとなる精密

部品はわが国が生産するという風にして、事実上、国際的な分業体制が出来つつあることを意味している。しかも、そうした分業のパートナーは、ＡＳＥＡＮで言えば人口３億人、中国で言えば人口12億人の新たな需要を抱えて、市場経済に参入してきている。言わば市場経済というパイが拡大した下で分業が行われるということなのである。

そうであれば、このような動きや、その下で促されているわが国産業構造の再編の動きは、それが円滑に進めば、世界経済全体としても、わが国経済にとっても、より効率的な生産体制の構築や新たな成長へ――わが国産業界にとっては「空洞化」ではなく「高度化」へ――つながっていくはずである。

アダム・スミスは２百年以上も前に「分業の効用」を説いている。いま、日本とアジア諸国の間で起こっていることも全く同じように考えることができる。彼の言葉を一部借用して言い直せば、「国際分業はそれぞれの国を豊かにする」のである。

そこで問題は、産業の高度化を進めていく過程で、資本や労働力を、生産性の低い分野から高い分野に如何にスムースにシフトさせるか、ということである。現在、皆様方が心配しておられるのも、そうした生産性の高い産業、新しい成長産業がどこにあるか、あるいはどうやって創り出していくか、ということだと思う。

産業についての具体論は専門家にお任せするとして、一般に資本等の経営資源は、本来生産性の高い分野を求め、その方向に自然に流れていこうとする性格を有している、ということを申し上げたい。実際、わが国産業界は、戦後何度となく試練に直面しながら、一部の悲観的な見通しをそのつど跳ね返して、次々に高度化のハードルを越えてきたし、また、その過程で一般の人々には思いもよらぬ新しい産業分野を生み出してきた。

そうした意味で、この問題の処方箋は、市場経済の持つダイナミズムそのものの中にある。そしてそのダイナミズムは、企業家精神によって支えられているものである。この企業家精神はバブル期を経てやや萎縮しているといわれるが、私はそうは思わない。涸れることなく、脈々として流れていると思う。新しい産業が展開していく方向は、市場のアンテナが最も正確にとらえているはずである。

このような観点は、「価格破壊」、これも私は好きな言葉ではないので、むしろ「価格革命」と呼びたいが、この問題を考える際のヒントも提供する。

「価格革命」あるいは「価格破壊」と呼ばれる現象にはいくつかの側面が含まれている。例えば、第１に、バブル期にみられた言わば異常価格というべきものの是正、第２に、需給緩和のデフレ的効果、第３に、アジア諸国を中心とする安値輸入品の流入、第４に、生産・流通のイノベーションに基づく低価格品の提供、などである。

このうち私が注目したいのは、健全な経済成長のために必要な価格調整や、既存の生産・流通体制に対する新しいチャレンジである。その限りでは、まさしく、市場機能が創造力を発揮している、と言えよう。

もちろん、「価格革命」という現象の中には、デフレ的部分も含まれていると思う。仮にその部分の影響が非常に大きくなるような

ことがあれば、これは、マクロ経済の安定を図りながら解決していくべき問題であろう。むしろ、重要なことは、このような現象の中に、新たな経済のダイナミズムの芽が生まれていることであり、それをどのように育てていくか、ということではないかと思う。

いわゆる空洞化なり価格破壊という問題をこのようにとらえると、現在、政策対応として求められていることも、「市場経済が本来有するイノベーションの力を十分に発揮させていく」という方向が基本になると思う。その意味で、思い切った規制緩和を進めること、透明性の高いオープンな市場経済を目指していくことが、重要課題であろうと考えている。

（金融システム面の課題）

以上、わが国産業界が直面している課題について私どもなりの考えを述べてきたが、申すまでもなく、わが国の金融界もまた、様々な問題を抱え、適切な対応を求められている。金融サービスは、わが国の経済成長を支える重要な基盤のひとつであり、金融システムの安定性を確保し、より効率的なものに高めていくことは日本経済にとっても重要な課題である。

金融システム面での当面の課題は、まず、引き続き不良資産問題に地道に取り組んでいくことである。金融機関の不良資産は、現在ほぼピークを打ったとみられるし、各金融機関では、貸出の償却・引当を積極的に進めてきており、全体として望ましい方向に向かいつつある。

しかしながら、そうは言っても、現状は償却という会計面の処理が本格的に始まった段階であり、不稼働資産の流動化によるキャッシュフローの改善や、自己資本の回復という次なるステップはこれからである。私どもとしては、各金融機関がこの問題の解決に向けて一層前向きに取り組み、不良資産の処理を極力早期に終えることを期待している。

この「早期処理」の必要を強調するのは、金融面で聞かれる懸念、つまり、わが国の金融市場は空洞化しているのではないか、あるいは金融機関の競争力は低下しているのではないか、という懸念についても、金融機関のバランスシートの悪化が問題の根底にある、と考えられるからである。したがって、「急がば廻れ」ではないが、こうした懸念に対しては、バランスシートの立て直しが、最もオーソドックスな対策——少なくともそのひとつ——であると思う。

いわゆる「金融の空洞化」に関しては、様々な論評があるが、要するに、わが国の金融・資本市場の活力が一見低下しているようにみえるのはなぜか、どうすれば、より適切に機能し得るか、という問題意識が底流にある。そうだとすれば、ここでの基本的な視点は、一方では、内外の利用者からみて、わが国の金融・資本市場をより「使い勝手」のよい市場に整備していくこと、他方では、金融機関等が正常なリスク・テイキングを含め活力を増していくようにすることであり、そのためにはどうすればよいのか、ということになろう。

この点に対する私どもの考え方については、既に機会あるごとに申し上げてきたので、詳細は繰り返さないが、ここでも、要は「自己責任原則」に基づき、「市場経済のダイナミ

ズムを最大限発揮させること」である。そのために必要なことも、これまで申し上げてきたとおりである。第1に、金融機関が自己責任原則に基づき、創意に満ちた業務展開を図れるよう、さらに環境整備を図ること、第2に、金融機関自身がリスク管理体制を強化すること、第3に、企業や金融機関行動の行き過ぎを未然に防ぐための市場のチェック機能を活用すること、第4に、それらの前提となる金融取引のインフラを整備すること、などである。特に金融・資本市場の活性化を論じる場合、例えば「投資家の自己責任原則」といったデリケートな問題についても、もっと率直な議論を深めていくことが不可欠ではなかろうか。

実際に、わが国金融機関においても、例えば不良資産の処理のスピードが速まってきたのは、ディスクロージャーの開始と無縁ではない。また、リスク管理の面でも、先進行を中心にＡＬＭ管理の手法は、着実に高度化してきている。このような動きは、いずれも、いま申し上げた方向観に沿ったものであり、私ども中央銀行を勇気づけるものである。

もちろん、この間に私どもとしても中央銀行としてできる限りの努力——金融のグローバル化の中にあっては、主要国の中央銀行との連繫作業も少なくなかったが——を払ってきた。例えば、金融機関のリスク管理面では、自己資本比率の導入、金融派生商品のリスク管理やディスクロージャーのあり方を巡る提言、あるいは日本銀行考査・モニタリング機能の強化などを挙げることができる。

また、決済システム面では、日銀ネットの導入、全銀システムの同日決済化、国債取引の資金とモノの同時決済化等、未決済残高の圧縮に努めてきた。

今後とも、市場のインフラ整備のため、一層の規制緩和、ディスクロージャーの見直し、あるいは決済システムの改善等の面で、引き続き努力を積み重ねていきたい、と考えている。

それと同時に、このような環境整備の中にあって、金融機関自身の創意工夫、すなわち積極的な企業家精神の発揮が、極めて重要であることを強調しておきたい。

4．中央銀行の役割と課題
（中央銀行論の活発化）

さて、以上、長い目でみて、今回の景気変動から得られる教訓と、日本経済が取り組むべき課題について申し上げてきた。その中で、日本銀行の具体的な政策課題にも若干触れるところがあったが、最後に、最近における中央銀行論の文脈を踏まえながら、私どもの使命や、その使命を遂行するうえでの法的な関連性といったことを含め、言わば「私の中央銀行論」の幾許（いくばく）かを述べてみたい。

ご承知のとおり、ここ数年間、中央銀行のあり方に関する議論が非常に活発化している。

この背景にはいくつかの要因が挙げられる。まず、最も分かりやすい要因は、欧州統合に向けた準備として、欧州諸国が相次いで中央銀行の独立性を強める方向で制度改正を行ったことである。

しかし、最近の中央銀行論は、そのような政治的なきっかけだけではなく、もっと経済や金融の変動、あるいは政策的な経験に深く根ざしていることも疑いない。

例えば、1960年代以降30年間にわたり、物価と経済成長の関係を巡る経験の積み重ねということがある。

また、80年代後半の世界的な資産価格の大きな変動は、金融システムの安定を目指すプルーデンシャル・ポリシーと言われる分野と、通常の金利政策との関連について、改めて鋭い問題を投げかけているとも言える。

さらに、金融分野における技術革新の進展に伴い、銀行業務や金融システム自体が大きく変化してきており、そうした新しい環境の中で中央銀行が何をなすべきかという問題意識も強まってきている。この面での様々な努力の成果を代表するのが、決済システムの改善、強化にほかならない。

さて、こうした背景の中で中央銀行について議論する場合、まず「金融政策に可能なことは何か、どこまでか」ということが、問い詰められるのは当然である。これに新しい形の答を出した代表例がカナダ、ニュージーランド等であり、その特徴は、金融政策の使命をインフレ抑制に限定し、その他の目標を追うことは止める、という考え方にある。

この種の考え方の当否はここでは措くとして、そのように中央銀行の使命を厳密に定義してみると、その分野については、中央銀行の独自の判断を一層尊重してみようという風になるのは、自然なことである。逆に、中央銀行側には、使命達成のためにどのような政策を選んだか、それはどんな成果を挙げたのか、国民に明らかにする責任が一層重いものにならざるを得ない。これがいわゆるアカウンタビリティーという問題である。

以上の話は、論理の骨格を追うため、極度に単純化しており、実際には各国の歴史的な経緯等を十分に踏まえた議論になっているのは当然である。念のためお断りしておく。

さて、以上で述べた論点のすべてについて触れることは、とてもできないので、本席では、中央銀行の使命および独立性の２点について、私自身の47年にわたるセントラルバンカーとしての経験も踏まえ、日頃考えているところを述べてみたいと思う。

（中央銀行の課題）

まず第１に申し上げたいことは、中央銀行の使命が、「通貨価値の安定」にあること、言い換えれば、「健全な通貨」の供給により、経済発展の基盤を整備することにあるという認識が、先進主要国の間ですっかりestablishされ、確固としたものになっている、という点である。

もちろん、通貨は、その価値を守る金融政策と、それを巡る決済や信用制度の円滑で安定的な運行とが一体になってこそ、真に経済社会のインフラとしての機能を発揮する。この意味で、私どもが常に強調している「通貨価値の安定」と「金融システムの安定」の２つの目的は、まさにお互いが補強し合って、本来の目的を達成するものなのである。この問題については、最近別の機会に詳しく論じたので、本席ではこれ以上立ち入らないこととする。

「通貨価値の安定」が持つ重要性は、Ｇ７のコミュニケ等で繰り返し「インフレなき持続可能な成長」が謳われることからみても、今日では、自明のことに聞こえるかも知れないが、わが国のみならず、各国の経済運営の

歴史を振り返ってみれば明らかなとおり、繰り返し問い直してみる価値のある命題である。実際、かつては、いわゆる右下がりのフィリップス曲線を前提に、ある程度のインフレは成長のためには許容すべきコストである、との風潮も存在した。

しかし、マイルド・インフレ容認論は結局はインフレを加速するのに加担する結果となり、歴史の試練に耐え得なかったし、いまでは理論的にも、「物価安定をとるか、成長をとるか」という発想自体、少なくとも長期的な観点からは意味がないし、有害でさえある、と考えられている。

むしろ、最近の論点は、物価安定の重要性は当然の前提としたうえで、その場合の「安定」とはどのような状態を指すのかとか、あるいは中央銀行は物価安定だけを追求すればよいのかどうか等、より実践的な次元に移っているように思う。

そのこと自体は、議論の前進として結構なことであるが、「通貨価値の安定」ということを実践的・具体的に定義するのは、簡単ではない。例えば、これを許容可能なインフレ率と考え、許容範囲を寛大にとったりすると、「成長のために物価を犠牲にする」昔の思想と、ほとんど見分けがつかなくなってしまう。

ところで、私自身は、日本銀行の役割を物価安定のみの実現という風に、狭く限定して考えたことはない。不況の最中にあっては、短期的な優先度を不況克服の方に置くのは当然と判断した。しかし、大事なことは、短期的な配慮を行う場合も、金融政策としては中期的な物価安定目標から決して逸脱してはならない、という視点である。私はしばしば、「金融政策を中央銀行の時間的な尺度、『物差し』で考える」と述べてきたが、その内容を煎じつめると、この中期的観点に立った経済安定化政策ということになる。

通貨は、その価値が少しぐらい揺らいでも、差し当たりは何とか機能するし、そのため一般の人々には全く気付かれないことが多い。それでいて、そのまま放置していくと、加速度的に通貨価値の安定が崩れ、「完全雇用」や着実な「経済成長」といった他の一切の経済目的の達成にとって、決定的な阻害要因になる。今回のバブルの発生と崩壊の過程でも、物価は安定していたが、金融システムの安定性は損なわれ、同時に経済の行き過ぎを招き、その調整に多大な労力を要した。

したがって、「通貨価値の安定」が重要であると同時に、それを一貫して実現していくのが如何に難しい仕事になるか、お分かりいただけると思う。

（「独立性」を巡って）

次に、締め括りをかねて、中央銀行の独立性という問題について、私の考え方を述べておきたい。

中央銀行の独立性を確保していくということは、中央銀行に与えられた使命を遂行するために不可欠の要件である。ただ、この面で最も大切なことは、制度的な条件もさることながら、客観的な批判に耐え得る正確な情勢判断に基づき、自ら適切と信じる政策を主体的に実行し、国民の信認を得ていくことである、と思う。

実際、「通貨の番人」としての中央銀行の重要性に関する認識は、インフレとの戦

いに関する永い歴史の中で生まれた人類の叡智の産物である。したがって、中央銀行の独立性といっても、先験的に与えられるものではなく、国民の通貨価値の安定に関するコンセンサスと、実際の金融政策の成果に対する信認によって、現実に裏打ちされ、強化されるものでなくてはならない。

もちろんそのために、中央銀行にとって参考になるマニュアルのようなものがあるはずもない。私が金融政策の運営を預かって以来、一貫して心掛けてきた、政策運営の拠って立つ土台とでも言うべきものは、第１に、しっかりとした理論に裏付けられた経済のメカニズムに対する理解、第２に、歴史的経験から得られる将来への洞察、そして第３に、将来は不確実である、という謙虚さを持って、予断を持つことなく、常に先行きについていくつかのシナリオを念頭に置いて情勢を点検していく姿勢、ということであった。

以上のことを踏まえたうえで、日本銀行法について申し上げれば、確かに、現行法は、昭和17年に戦時経済体制下で制定されたものであり、その表現等において必ずしも現状にそぐわない面もある。

例えば、日本銀行の使命について戦時色の強い規定が残っていること、政策委員会制度が後になって導入されたため、法的にやや不整合な点が少なくないなどの問題点がある。また、日本銀行に対する政府の指示権に関する規定を含め、政府に広範な監督権限を付与していることも戦時色の一部であり、現行日本銀行法が、中央銀行の独立性という点で、問題が多いという指摘がなされる理由になっている。

しかし、金利政策については、昭和24年の法律改正によって政策委員会制度が導入され、金利政策は日本銀行の専管事項と定められている。私どもとしては、そうした現行法の枠組みの下で、金融政策の運営を始め中央銀行としての責務を遂行するのに最大限努力しているわけである。

したがって、日本銀行法の改正が喫緊の課題とは考えていないが、いずれ将来見直す時期が来ると思う。その際、日本銀行法は、通貨、金融の基本法と言うべき重要な法律であり、またわが国経済全体のあり方にも関連するものであるので、幅広い観点から十分議論を尽くし、そのうえで最終的には国民自身が選択し、判断する性格のものであると考えている。私どもが、本日申し上げたような中央銀行論の論点をさらに深く掘り下げなければならないのは当然の責務であるが、それらについて皆様方にも関心を持っていただき、議論が活発になっていくことを期待して、話を終える。

ご清聴に感謝する。