

## 円の新しい挑戦 – 21世紀へ向けて

2000年4月10日  
学士会にて

### 大幅黒字の定着

戦後の日本経済は、復興過程を経て、その後高度成長を長く続けるなど、極めて順調な発展を示した。ただ経常収支は往々にして赤字に陥りがちであり、輸出競争力の強化が経済政策の重要な目標となり続けた。

戦後かなり長い間、インフレリスクが生じる前に経常収支が赤字に転ずる傾向が強かった。金融政策は1 \$ = 360円の固定為替相場を守るため、事実上通貨の対外価値の安定を目指して発動された。

経常収支が黒字基調に転じたのは1969年頃からであり、以降黒字は累積過程に入った。国際収支の天井が高くなり、経常収支の危機よりもインフレリスクの方が早く台頭するようになったため、金融政策も国内物価即ち通貨の対内価値の安定を目指して運営されるようになった。

ニクソン・ショック(1971年8月)のあとスミソニアン合意(1971年12月 1 \$ = 360円 308円)を経て1973年2月には変動相場制に移行したが、この時から金融政策は制度的にも国際収支や為替相場の桎梏から解放されることとなった。

1970年代の前半には黒字は既に相当大幅なものとなりつつあったが、その後2度に亘る石油ショック(1973年10月、1978年12月)が黒字を打消した。その結果大幅黒字の定着が表面化してきたのは1980年代に入ってからのことである。

大幅黒字の定着は、素直に考えれば、円のハードカレンシー(強くて安定した円)への道を用意するものであり、また金融市場の整備が伴えば、円の国際化にも通ずる筋合いのものである。

### 円の試練

現に1970年代後半からは金融の自由化が進められるようになった。日米円ドル委員会がこの動きを加速した。東京市場は、地理的にみても、また黒字を背景として capital generating market であることからみても、自由化と金融市場の整備さえ進めれば、ニューヨーク、ロンドンと並ぶ世界の三大市場の一つとなることは間違いないものと考えられた。



富士通総研 理事長

福井俊彦

しかし、試練を経ざるをえなかった。

まず第1に、日本経済は経常黒字を自らの強味として活かすことが容易に出来ず、むしろこれをもてあました。

黒字を強味として活かすということは、別の言い方をすれば円高に伴う交易条件の改善効果を経済の隅々にまで及ぼすということであるが、そのためには徹底的な市場開放と一層のイノベーションの促進が前提となり、先端産業の競争力の強化と比較劣位の産業の整理という形で産業構造の高度化が進まなければならない。いわば痛みを伴う構造改革が避けられない訳であるが、これには産業界から強い抵抗があり、政治的にも非常に困難な課題であった。

変動相場制の下においては、経済政策の観点からは、経常黒字に対しては市場開放と円高を受け入れるとともに、金融政策の自由度を確保するのが本来の姿であるが、現実にはわが国の場合市場開放や円高には強い抵抗があり、結果として金融政策にかなりの制約がかかることとなった。

1985年9月のプラザ合意で国際協調の枠組みが示されたのを受け、特に80年代後半の金融政策は、黒字の縮小や円高の抑止に大きなウエイトを置いて実行された。当時は、国内物価が終始落ち着いた動きを示していたこともあり、そうした金融政策が採られても、それが本筋を逸脱しているという感じにはすぐにはなり難かった。

第2に、日本経済は、丁度その頃、つまり80年代後半以降起ってきた経済の大きな潮流変化にうまく対応出来ず、これに乗遅れた。

世界経済共通の潮流変化としては、次の二つを指摘することが出来る。

グローバルイゼーション（メガコンペティション、資本が自由に移動する経済）

情報通信革命（ネットワーク社会、知識創造社会）

また日本経済としては、高度成長から中成長を経て、80年代後半には成熟経済の段階（低成長 - パイの大きくなる経済）に入っていた。

戦後にはじまり、80年代中葉に到るまでの日本経済はいわば成功物語（success story）の連続であった。その過程で既得権も広範囲に蓄積された。80年代前半の米国経済が、日本との対比で産業の競争力が劣位となり、経済全体としても双子の赤字（財政赤字、経常赤字）に悩んでいたのと較べても、極めて対照的であった。Ezra Vogel

# Speech

は逸早く1979年4月に“Japan As Number One”を発売している。

ところがその後の展開は、この裏返し現象ともいえるような状況となった。米国経済は、劣位であったが故にグローバルイゼーションや情報通信革命といった経済の潮流変化の方向に沿って早く新しい突破口を見出す動機を有していた。これに対し、日本経済の場合は成功物語（success story）の慣性の法則が働き、潮流変化に気付くのも、対応を開始するのも遅れた。

大幅黒字の下で、金融政策に制約が及んだことは既に述べたが、市場開放と円高を避けようとするれば、経済政策全体としても必然的に内需拡大に的が絞られることとなる。そうなるといわゆる外圧もここを目がけて追ってくることとなる。

経済が成熟の段階に達したところで内需拡大を急激に進めようとした訳であり、もともとそこには無理があった。

ところがたまたま当時のわが国においては「フローの経済からストックの経済へ」ということがスローガンのように浮び上がってきていた。「GDP 大国となったのに、いつまでも兎小屋に住むのはおかしい。次に目指すべきは『資産』という形での豊かさだ。これが新しい経済の潮流となるべきだ」との雰囲気が強まり、もともとわが国において根強く続いていた「土地神話」と合体して、内需拡大は一挙に不動産ブームに変容することとなった。

特に東京においては、世界の三大市場の一つとして大きく飛躍する時期を迎えたとの認識とも結びつき、都心部の不動産投資に一段と拍車がかかった。

また不動産ブームは、経済が実は成熟段階（低成長）に移行しているにも拘らず、人々の期待成長率を押し上げ、既往の産業の設備投資を刺激した。

このようにわが国においては、既往の産業から情報通信など新しい産業へ、経済の潮流変化の方向に沿って資源の再配分が行われることなく、不動産投資といった脇道にそれた方向に資源が振向けられるとともに、既往の産業に引続き過大な資源が割当てられた。

しかもそのファイナンスはその多くが引続き間接金融のルートを通じて賄われたため、リスクは金融機関に一挙に集中することとなった。

なお需要は不動産その他脇道へそれる一方、通常の財・サービスの供給能力は増え続けたため、不動産価格が高騰する一方で、通常の物価は極めて落ち着いた推移を示し続けた。

以上がいわゆるバブル経済への突入の基本的構図であり、その中で円は厳しい洗礼を受けた。バブルの生成、崩壊の過程を通じ、円高傾向は基本的には変らなかったが、バブル崩壊後は経済のダイナミズムが損われ、金融システムが機能不全に陥るなど、円に対する信認の基礎は大きく揺らいだ。

## 円の挑戦

円は新しい挑戦を開始している。その目標は、第1は、経済・金融の新たなダイナミズム、インフレ懸念もデフレ懸念もない安定性、これらと不可分の一体としての円ということであり、第2は、アジアを中心に国際的に活用される円ということである。円の挑戦を少し具体的に見てみよう。

### 産業のダイナミズム

第1は、産業のダイナミズムの回復促進である。そのプロセスはバブルの崩壊に伴って生じた過剰設備、過剰雇用、過剰借入の調整（後向きのリストラ）と、情報通信関連を中心に今後競争力を強めていく分野への資源のシフト（前向きのリストラ - M&A、alliance、BPR、新しいビジネスモデル）である。

90年代は、空白の10年間といわれるが、実はこの間国や日本銀行の政策に大きく依存しながらも、企業はかなりの努力を積重ねてきている。その結果、企業の収益基盤はかなり固まり（上場企業の2000年3月期経常利益は+10.7%と3年振りにかんりの増益 - 日経新聞調べ）、情報通信関連を皮切りに新規の設備投資も立上りはじめている。またアメリカほど爆発的ではないが、新たに事業を起す人々の数も次第に増えてきている。

わが国においてもインターネット人口は昨年末で2,000万人を超え、世帯普及率もほぼ15%に達した。いわゆる臨界点を過ぎた訳であり、これから新分野への資源のシフトは格段に加速する可能性がある。

鉄鋼が産業の米であった時代、更には半導体が産業の米であった時代を経て、今や情報や知識が産業の米となってきている。こうした新しい時代の特徴は、情報や知識を活かしてすべての産業がチャンスを広げることができるということである。情報やネットワーク関連の投資は電気機械産業のみでなく、今後多くの産業に波及していくことは間違いないものと思われる。もう一つ重要なことは、モノづくりの時代に成功したビジネスモデルでは通用し難くなってきていること。競争力の分れ目は、技術開発力、戦略性と並んで、いかにして柔軟でオープンな企業行動をとれるような体制（人事や組織を含め）を整えるか、つまりビジネスモデルの再構築をうまく成し遂げることが出来るか否か、にかかっている。わが国においては、目下既往のビジネスの多くがモデル変換の難しさを味わっているところであるが、次第に解決策を見出す企業が増えて来よう。

国際的な資金の流れから判断しても、世界の投資家の意識の底流には「米国に次いで、今後長期的にみて情報通信関連の投資が活発化する有望な市場は日本」との見方が窺われる。

なお、その先わが国経済には、少子化・高齢化の著しい進行という難題が待ちうけ

# Speech

ている。

少子化・高齢化は既に進行中であるが、この先一層加速する。わが国の労働力人口は、1998年を境に既に減少に転じている（30年間で年率 - 0.66%）が、2007年頃からは総人口も減少する（30年間で年率 - 0.45%）。このため今後長期に亘りわが国の実質 GDP に対して毎年かなり大きな押下げ圧力がかかることが避けられない。

わが国の労働生産性の上昇率は過去20年間をとると平均2.4%と世界各国との比較で相当高いレベルにあるが、このように厳しいマクロ経済の見通しを前提とすれば、わが国経済にとっては今後技術革新を一層促すことによって、この抜群の生産性上昇率を更に上積みする努力が必要である。

## 金融システムの改革

第2は、金融システムの改革である。これまでのわが国においては高度成長経済に最も適合性を有する間接金融のメカニズムが支配的であったが、今後は直接金融のメカニズム、即ち資本市場の整備が急務となっている。

グローバル化の進展や情報通信革命の進展の下では、企業間競争が激化し、消費者選考も目まぐるしく変化するので、企業は従来に較べよりリスクの高い business opportunity に挑戦することを通じて高い収益率を実現していかなければならない。このため企業金融はかつてのような金融機関貸出への大きな依存から、自己資金及びリスクマネーである equity への依存へと急速にシフトしていく。金融の仕組みでいえば、信用仲介の過程で金融機関が一手にリスクを引受ける方式から、様々なチャネルを通じてリスクマネーが流れる方式、つまり市場を通じて社会全体として広くリスクを分担する方式に変わっていく。

企業は過剰な有利子負債の返済を急いでいるし、ニュービジネスのために便利な資本調達市場の開拓も始まっている。一方家計部門においては（株高につられ、低金利に後押しされている面はあるが）保有金融資産を預貯金から投信その他リスクマネーへシフトさせる動きが始まっている。

預金取扱い金融機関においては、国の強力な支援により、不良債権の償却や自己資本の補填が進み、金融システム全体としても一頃の不安感は解消している。

しかし、ダイナミックな企業活動を支えていくにふさわしい金融の仕組みという観点からすると、金融機関、証券会社とも、むしろこれから更に自己資本の一層の充実 戦略的な業務分野の組立てとシステム対応 合併、再編（その過程で間接金融の分野でのオーバーバンキングの是正）といった動きが加速しよう。

その上、ネットワーク技術の進歩は、金融証券業務を金融機関や証券会社の店舗から外へ、更には取引所から外へ、と拡散する力を有しているため、金融・証券のビジネスモデル自体が急速に変容を遂げ、多様化する可能性が強い。ナローバンキングやインターネットバンキングの構想などはまさにこれに該当する。

## 流動性の罠からの脱却

第3は、今申した産業、金融のダイナミックな展望にも拘らず、現実の日本経済は、いまだにデフレ懸念を払拭しきれない状況にあり、いわゆる「流動性の罠 (liquidity trap)」からの脱却が、当面の挑戦課題となっている。

流動性の罠とは、名目金利を極端に低い水準 (例えば現状では短期市場金利がほぼゼロ) まで引下げてもなお企業の投資が出て来ない、即ち貯蓄超過が改まらない状況を指す。名目金利は下げてもゼロ止りでマイナスにはなり得ないが、経済の状況が極端に悪いと、理論的にみたあるべき名目金利 (実質自然利子率 + 予想物価変化率) がマイナスとなる場合がありうる。直近までの日本の状況はこれに相当する。

Krugman 教授の量的緩和や、わが国における一部政治家のインフレ率ターゲット論は人々の予想物価変化率を人為的にインフレ方向に持って行こうとするものである。こうした考え方には、幾つか基本的な疑問がある

中央銀行は、期待の安定化を図ることは出来ても、期待を操作することは出来ないのではないか。

期待を操作することができないとすると、中央銀行として政策効果に責任を持たないということにならないか。

インフレにも、デフレにもしない、というのが中央銀行の使命であり、一時的にインフレ方向にもっていこうとするのは、中央銀行として持続可能な政策目標でない。中央銀行の政策目標に一貫性がなければ円に対する究極的な信頼は確立しないのではないか。

仮にインフレ期待を起すことが出来たととしても、それによって誘発される需要は、駆込み的なものであり、新しい産業へ資源のシフトを促進していく (経済の構造変化の) 方向性にそぐわない。経済の振幅を大きくするのみで弊害が大きいのではないか。

むしろ、昨今の経済の動きをみると、2 四半期 (99/7-9、99/10-12) 連続マイナス成長とは裏腹に経済活動は緩やかな改善方向にあり、設備投資を中心に持続的回復の萌芽も認められる。物価面では国内卸売物価が間もなく前年比プラスに転ずる気配である。実質自然利子率、予想物価変化率とも次第にプラスに転じようとしていると判断してよいように思われる。だとすると、この先望ましい期待形成を図ろうとすれば、インフレ心理を刺激するのではなく、中央銀行としてゼロ金利脱出後どういう姿の経済に持って行こうとしているのか、とりわけ中央銀行の目指す物価安定とはどういうものか、国民の前に明示していくことが望ましい。

## 円の価値に対する潜在的脅威

第4は、将来のインフレ待望という円の価値に対する潜在的な脅威への挑戦である。

# Speech

これまで景気、金融システムの両面に亘り国の政策による手厚い支援が施された結果、わが国の財政収支は極端に悪化している（2000年度には債務残高645兆円、GDP比129%に達する見込み）。

景気の回復のみではカバーしきれない構造赤字が非常に大きなものとなってきている。

ソヴリン・リスクに対する懸念から長期金利が上昇する前に、インフレなき財政再建へのチャートをどう描くか、わが国経済の将来に亘るダイナミズムや円の信認にとって非常に重要な政策課題である。いつまでもこれをタブー視すべきでない。そしてその中身は、単に収支の改善だけでなく、支出の効率化、セーフティーネット（年金、医療、介護など）の全面的再設計が不可欠である。

## 円の国際的役割

第5は、円の国際的役割である。

21世紀のわが国経済にとって、今一つの重要な課題は、アジア諸国の経済との関係である。ユーロという新しい国際通貨の誕生により世界経済は通貨の面から一足先に21世紀に入ったが、米ドル、ユーロに続いてアジアの経済や通貨の体制をどう築き上げていくか、によって21世紀の世界経済の姿は変わってくる。

日本経済とアジアの経済は、現在ともに厳しい構造調整の過程にあるが、願わくばこの先出来るだけ早く構造調整を進展させ、相互依存を格段に強める形で新しい発展過程へ移行し、その基盤の上にアジアからも新しい国際通貨が誕生していくことが理想である。

そのために、アジア地域の経済の中で圧倒的なウエイトを占めているわが国が果たすべき役割は極めて大きい。特に日本の市場開放、他国の製品やサービスに対する吸収力（経済の absorption）向上が改めて要件となるが、少子化、高齢化の急速な進展というハンディキャップを克服しつつ、なおその上にこの課題に 대응していけるかどうか。

それはわが国産業構造の高度化、特に IT 関連をはじめとする先端産業（leading industries）の頭抜けた競争力を実現していけるかどうか、またネットワークの時代にふさわしく、多くの産業のビジネスモデルが海外に対してもよりオープンなものとなっていくかどうか、に懸っている。

金融面では、アジアにおいても今後は金融機関融資への依存から次第に社債ないし equity 市場への依存にシフトする傾向がみられるようになる。アジアの資本市場が整備されていけば、これらの市場においても円の果たす役割が増大しよう。

アジア諸国においては、97年以降のアジア通貨経済危機の経験にかんがみ、通貨制度の面で米ドルペッグ制に対する様々な反省がある。しかし一方、アジアの多様性を考えると、アジアの中で一挙に新しい基軸通貨が形成されるほど、いわゆる最適通貨圏としての条件が整っている訳ではない。それでも今後日本の努力と日本を含むアジ

ア諸国内の相互依存の強まりにより、貿易取引や金融取引の面のみでなく、アジアの通貨制度の面でも円がその地位を次第に高めていく可能性は高いと考えられる。

21世紀の世界経済において、ドルに次いでユーロの力が増してきたり、更には円をはじめアジアの通貨の役割が大きくなった新しいアジアの通貨体制の姿が浮び上がってくれば、この三つの極の相互間の安定を求める気運も自ずと出てくることは間違いのないものと思われる。そこで改めてグローバルなベースにおける国際金融協力体制の輪郭が浮かび上がってくる可能性があるものと思われる。