

国際通貨基金 (IMF)

2008 年対日 4 条協議終了にあたっての IMF 代表団声明

2008 年 5 月 22 日

日本経済は引き続き、米国経済の減速及び世界金融市場の混乱に対し耐性を示している。2008 年第 1 四半期の国内総生産（GDP）成長率は、好調な輸出と安定した家計消費に牽引され堅調であった。しかし、今後の見通しについては不確実性が増しており、世界経済を取り巻く不透明感と交易条件の悪化を背景に成長は鈍化すると予想される。こうした状況を踏まえ、代表団は、金融の安定強化に向けた取り組みを継続しつつ経済成長を支える政策を続行すべきであるという点で、当局と見解を共有する。本声明は代表団の暫定的な政策勧告を要約したもので、詳しい内容については今後発表する第 4 条協議報告書で述べる予定である。

I. 見通し

1. 代表団は、短期的に成長が鈍化する可能性があるという点で当局と同見解である。

- 基本となるシナリオ：代表団は、2008 年、2009 年の GDP 成長率は潜在成長率をやや下回る 1.5%前後に減速すると予想する。民間消費支出と民間設備投資が鈍化する一方、住宅建設の回復と米国以外の地域向け輸出の堅調がこれを一部相殺するとみられる。2008 年と 2009 年の消費者物価指数（CPI）の上昇率は、商品及び燃料価格の上昇を背景に 1%前後まで加速する見通しだが、コア・インフレ率は引き続き低いとみている。

日本：短期予測

	2006	2007	2008	2009
(暦年、成長率)				
実質 GDP	2.4	2.1	1.4	1.5
国内総需要	1.6	1.0	0.4	1.3
純輸出（寄与度）	0.8	1.1	1.0	0.3
消費者物価上昇率	0.3	0.0	1.1	0.8
経常収支（10 億ドル）	170.4	211.0	198.7	200.5
対 GDP 比	3.9	4.8	4.1	4.0
(会計年度、成長率)				
実質 GDP	2.5	1.5	1.4	1.8
消費者物価上昇率	0.2	0.4	1.2	0.8
一般政府財政収支 1/	-3.3	-3.0	-3.3	-3.2
構造的財政収支 1/	-3.4	-3.0	-3.3	-3.2
一般政府の基礎的財政収支（除く社会保障基金） 1/	-1.6	-0.7	-0.7	-0.9

出典：Global Insight、野村データベース、および IMF スタッフ予想
1/ 対 GDP 比（パーセント）

- ・ リスク：数ヶ月前と比較すると、中心見通しからの上振れ、下振れリスクの差は縮まってきたようにみえる。世界的な信用収縮に対する懸念が和らぎ、米国以外での成長は今のところ堅調を維持しているためである。しかし、今後の見通しは依然、米国経済の減速の程度と商品価格及び金融市場の今後の動向をめぐる強い不透明感にさらされている。日本国内では、中小企業部門の体力が懸念されるほか、交易条件の悪化が企業収益と家計所得の重しになっている。その一方で、新興市場向け輸出の拡大が引き続き予想外の上振れ要因となる可能性がある。

II. マクロ経済政策と金融政策

現在の一連の政策は、当面概ね適切であろう。財政政策は、既に高水準にある債務負担と人口高齢化に伴う歳出需要に制約される。金融政策は、見通しが不透明であることから引き続き緩和的スタンスを維持すべきであり、国内景気と外部環境への懸念が緩和されるまで金利は据え置かれるべきである。金融部門に関する政策は、世界金融市場の混乱からの波及と景気減速によるリスクに留意すべきである。

A. 経済成長を支えるマクロ経済政策

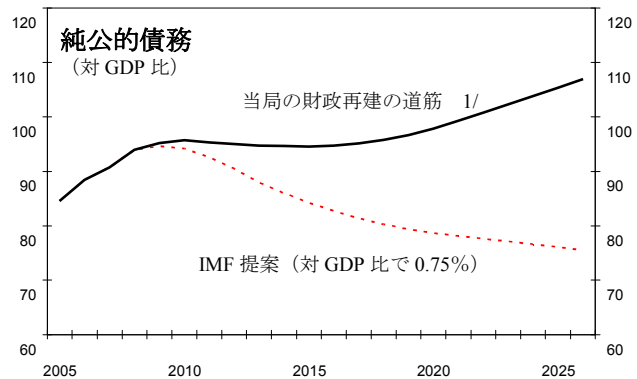
2. 財政政策は高水準にある公的債務の削減を重点課題としており、適切である。ここ数年、大幅な税収増と公共投資の削減によってプライマリーバランス（社会保障基金を除く）の赤字は大幅に減少し、2007年度は対GDP比で0.75%になったと推定される。この改善は歓迎すべきものだが、改訂された財政の中期展望では2008年度の赤字幅は概ね横ばい、2011年度にようやくプライマリーバランス（社会保障基金を除く）の均衡を見込んでおり、改善傾向が維持されていない。このため、純公的債務比率は高水準で推移し、大幅な財政調整がない限り、それ以降は増加し始めるとみられる。こうしたことから代表団は、包括的な税制改革をテコに調整のペースを加速させるよう勧告する。

- ・ 短期的な財政スタンス：2008年度予算は、歳出の小幅増加と税収増の一服により概ね中立的なスタンスを目標にしている。成長見通しは不透明であるものの、代表団は、より意欲的なプライマリーバランスの赤字削減をめざした予算編成が望ましかったと考える。歳入が予算目標に達しない場合には、財政再建を妨げないよう歳出を抑制（そして補正予算を回避）するのが賢明だろう。
- ・ 中期的な財政再建のペース：代表団は、2009年度から対GDP比で年間0.75%のプライマリーバランス（社会保障基金を除く）の調整を行うことを勧告する。これは、当局の参考見通しを対GDP比で約0.5%上回るペースである。¹これが維持されれば、2011年

¹調整を前倒しする必要があるのは、当局の計画に比べより大幅な債務削減を目標にすべきと考える一方、成長率と金利の前提条件がより慎重であるため。

度には対 GDP 比で 1.5%のプライマリーバランスの黒字につながり、公的債務比率は確実に下降基調をたどると予想される。財政再建の前倒しは、現在の低金利環境というメリットを活かせるうえ、消費の重しになりかねない年金制度への懸念を払拭するのに役立つ。

- ・ 財政改革：歳出削減努力も限界に近づいていることから、財政再建に向けては、消費税の引き上げや所得税の課税ベースの拡大を含む歳入面での施策へ移行する必要がある。こうした措置は、効率性の改善と財政の



出典：財務省、内閣府、IMF スタッフ推定

1/ 当局が2011年度時点の財政再建ペースを2015年度まで維持すると想定。

持続可能性の確保をめざした包括的な税制改革の一環として行うべきである。2009年度からの道路特定財源の一般財源化方針は、より広範な税制改革の選択肢を議論する好機になる可能性がある。また、政府は2009年度から基礎年金（国民年金）の財源に占める国庫負担の割合をこれまでの3分の1から2分の1に引き上げる方針で、そのためにも追加的な歳入が必要である。

- ・ 社会保障の充実：来年に予定されている年金制度の見直しは、中期的な財政の持続可能性を支える改革につながるべきである。同時に改革は、急速な高齢化がもたらす課題と、世代間および加入者、未加入者間の年金給付の格差拡大への懸念に応えるものでなくてはならない。

3. 見通しを取り巻く不透明感を踏まえ、日本銀行が政策遂行に際し、柔軟に「成り行きを見極める(wait and see)」アプローチをとっていることを支持する。

- ・ 背景：消費者物価上昇率は現在、政策金利を上回っており、金融状況は引き続き緩和的である。商品及び燃料価格の上昇にもかかわらず、賃金上昇圧力とコア・インフレ率（食品、燃料を除く）は依然弱く、インフレ期待は抑制されている。
- ・ 金融政策の遂行：我々の基本シナリオでは、成長率は潜在成長率をやや下回る水準に鈍化する一方、消費者物価上昇率は1%前後で安定するとみている。同時に、「第二の柱」で見た場合の不均衡拡大の兆候はなく、また、日本の低金利がキャリー取引に拍車をかけ各国の金融政策運営を複雑にするリスクは後退した。今後の見通しが不透明であることから、代表団は、国内の経済活動と外部環境に対する懸念が和らぐまで政策金利を現行水準に据え置くという当局の見解を支持する。

4. 金融政策の枠組みの下でのコミュニケーション、及び金融の安定確保に向けた日銀の機能強化の方法に関する代表団の所見は以下の通りである。

- ・ 金融政策の枠組みの下でのコミュニケーション：インフレ率が「中長期的な物価安定の理解」の中心値に近づき、世界の商品価格に圧力がかかっている現在、インフレ期待の誘導には新たな課題が生じている。今後の見通しに対するリスク、及び日銀の4月の『経済・物価情勢の展望（展望レポート）』で示された成長率と消費者物価上昇率に関する政策委員会委員の見方をより詳しく説明することは、見通し及び金融政策遂行に対する国民の理解を深めるうえで有益だろう。さらに、「物価安定の理解」の中心値である1%をより強調することは、企業や家計が新しい物価環境に適応し、インフレ期待を一定の範囲内に収めるのに役立つとみられる。
- ・ 金融の安定の確保：流動性供給に対する日銀の柔軟な姿勢は、短期金融市場の状況を落ち着かせ、市場全体の安定を確保するのに役立っている。一方、金融システムにとって重要な、銀行システム外の金融機関の活動に関する情報を、日銀と金融庁がより緊密に共有することは、金融システム全体に対する日銀のモニタリング機能の強化に有益とみられる。

5. 市場原理に基づく為替相場政策は引き続き適切である。

円の実質実効為替レートは、2007年中盤以降上昇してはいるものの、2002年の景気拡大期当初の水準を依然下回っている。当局は、極端な為替変動への対策として介入が正当化される場合を除いて、円相場の動きは市場に委ねるべきとしており、代表団はその方針を引き続き支持する。

6. 予想を上回る著しい景気減速と世界的なインフレの高まりについても、起こりうるシナリオとして検討すべきである。

- ・ 大幅な減速：経済が大幅に減速するというシナリオの下でも、高い債務比率を引き下げる必要性から、景気テコ入れのための財政政策の余地は限られよう。さらに、1990年代の財政刺激策の失敗例から、公共投資の拡大による効果も疑問視される。金融政策については、利下げに加え、日銀には異例の流動性ニーズに対応し、市場の安定を維持するための豊富な手段を有している。
- ・ 世界的な金融引き締め：世界的なインフレの高まりを背景に各国が金融引き締めに傾けば、日本の金融政策を複雑化する可能性がある。この場合、日銀は、国内情勢のみに基づいて妥当とされるより速いペースで金利正常化を検討する必要性が生じる可能性がある。

B. 安定維持のための金融部門に関する政策

7. 世界金融市場の混乱による国内金融システムへの影響は今のところ限定的であるが、引き続きリスクは存在する。邦銀が発表したサブプライムローン関連損失は増加しているものの、自己資本と業務純益からみて十分に低い水準にとどまっている。しかしながら、日本の金融システムは依然、世界的な市場の混乱によるリスクと国内経済の減速に直面している。市場混乱の影響は国内のさまざまな市場に及んでおり、世界の金融市場がいかに密接に統合してきたかを物語っている。

8. 金融部門に関する政策は、世界的な市場混乱からの波及を避けることに重点を置いており、適切である。当局は、銀行のサブプライムローン関連商品の保有額の開示、特例的な流動性供給を含む多くの有益な対策を講じており、市場の信頼感の下支えに役立っている。「金融安定フォーラム」の提言にもあるとおり、代表団は、今後金融システムをさらに強化するため、以下のような優先的政策を強調したい。

- ・ ストラクチャード商品資産に関する開示の充実：サブプライム関連資産の評価損処理を受け、邦銀が保有する、現時点での損失額は限定的なその他のストラクチャード・クレジット関連資産に注目が移っている。原資産とヘッジ状況を含むストラクチャード商品の保有状況、及び簿外の投資目的会社についての開示を強化することは、市場の信認と規律を高めることになる。また、会計処理や規制面での扱いが銀行とは異なる場合があることを理解したうえで、保険会社など、銀行以外の金融機関にも開示拡大の対象を広げることを検討しても良いだろう。
- ・ 自己資本の充実：主要行の Tier1 比率は依然、世界の有力銀行の水準を下回っているため、邦銀には引き続き中核的自己資本の質の改善に努めるよう働きかける必要がある。地方銀行については、証券及び海外投資への事業拡大に鑑み、自己資本比率を、国内業務専門行に求められる最低基準の 4%（BIS 規制に基づき国際業務を行う銀行は 8%）から引き上げることが検討されよう。これは現在の流れに沿ったものであり（ほとんどの地銀ではすでに 8%を超えている）、監督当局も、経営に行き詰まった銀行に早い段階から柔軟に対処できるようになる。最低基準を段階的に引き上げれば、銀行は十分に調整の時間がとれると思われる。
- ・ 証券化市場の強化：証券化は 1990 年代後半から着実に広がってきたが、流通市場の取引量が少ないため、市場は依然として小さい。オリジネータ（原所有者）が中小企業ローン資産担保証券（SME-ABS）などといった原資産の開示を充実させ、信頼できる市場のベンチマーク（例えば商業用不動産の）が確立されれば、流通市場の価格発見や流動性が改善すると思われる。

9. 国内経済の減速もリスクをはらんでいる。低格付け企業の信用スプレッドが拡大し、中小企業を中心に倒産件数が増加していることから、信用リスク、特に国内業務の比率が高く不良債権比率が比較的高い地銀の信用リスクには十分に警戒する必要がある。

- ・ リスク管理の強化：監督当局は銀行、特に脆弱な中小企業への融資比率が高い地銀が、問題債権を適切に分類し引当金を積んでいることを確認する必要がある。また、サブプライム危機によって欧米勢の与信が収縮するなか、邦銀にはその穴を埋めるため海外市場に事業を拡大する余地が生じている。邦銀が海外ポートフォリオを管理するための強力な信用リスク評価システムを構築していくことは、生じうるリスクを回避しながら、この新たな融資機会を活かすのに役立つだろう。
- ・ 市場リスクの低減：邦銀は相当量の株式資産を保有しており、それによって銀行システムは大きな市場リスクにさらされているほか、自己資本比率の景気変動増幅効果（プロシクリシティ）を強めている。銀行に対しては、リスク・リターン特性を改善する総合的な戦略の一環として、引き続き株式保有の圧縮に取り組むよう働きかける必要がある。銀行は 2014 年までに既存保有株式のリスクウェイトを新規購入株式のリスクウェイトの水準まで引き上げる必要があるが、このルール適用を前倒しすることで株式保有の圧縮を促進することもできよう。

10. より長期的には、金融仲介機能の改善と安定の促進に向けた一層の改革が必要である。これらの改革には、コアとなる収益性の改善に向けたさらなる銀行業界統合の促進、日本郵政の民営化を進めるに当たって競争条件の衡平を確保すること、リスク・プライシングと金融安定を強化するための信用情報の広範な共有促進などがある。資本市場のさらなる発展は、国際金融センターとしての東京の魅力を高めるのにも役立つだろう。

III. 潜在成長率を高める構造改革

11. 代表団は、構造改革の再活性化がきわめて望ましいと考えている。短期的には、改革は投資を促進し信頼感を高めることで成長の下支えに寄与しよう。長期的には、より抜本的な改革は潜在成長率を高め、グローバル化がもたらす経済の二極化の拡大への取り組みに有効とみられる。IMF のマルチラテラル・コンサルテーション（多国間協議）に基づくイニシアチブの実施には一定の前進があったものの、推進力が失われており、さらなる進展が求められる。労働市場の柔軟性の向上、及び、一層の規制緩和と市場開放を通じた競争の促進が引き続きの優先政策課題である。

- ・ 労働市場の柔軟性の向上：より柔軟な就労形態や解雇規制の緩和、転職後に年金資産が引き継がれる年金ポータビリティ制度の拡充、よりバランスのとれた正社員と非正社員

の雇用条件などにより、労働力の活用が促進されるだろう。また、入国管理政策をより自由且つ大胆なものにすることで、特定の労働力のニーズと人手不足に対応できよう。この点に関して代表団は、熟練専門職の日本受け入れを拡大するための政府パネルの提言を期待する。

- ・ 競争の促進：農業、小売、サービス業を中心に規制緩和と市場開放を進めることは、生産性の向上につながり、海外からの投資先としての日本の魅力も高まるとみられる。構造改革特区で成功した改革を全国規模に広げ、「政府主導の」市場を民間部門に開放していくことで、より抜本的な改革への支持が得られよう。

12. 構造改革は世界的不均衡の秩序ある調整を下支えし、対外安定性にも寄与するとみられる。日本では高齢化の進展を背景に家計貯蓄が減少し、企業は労働力を資本で代替せざるを得なくなるため、経常収支黒字は中期的に縮小すると予想される。この調整は、労働参加率の改善や生産性の向上、資本収益率の上昇をもたらす、大規模な改革の実施によってより円滑に進展するだろう。また、これは、中期的には円の増価を伴う可能性もあり、また、世界的不均衡の秩序ある削減に貢献するとみられる。

日本：中期予想（2007－2012 年）

（特に注記がない場合、数値は前年比）

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
実質 GDP	2.1	1.4	1.5	1.7	1.7	1.7
国内総需要	1.0	0.4	1.3	1.8	1.8	1.7
うち、住宅投資（寄与度）	-0.4	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
純輸出（寄与度）	1.1	1.0	0.3	0.0	0.0	0.0
失業率（%）	3.9	3.9	4.0	3.9	3.8	3.8
消費者物価上昇率	0.0	1.1	0.8	1.0	1.5	1.5
貯蓄・投資バランス 1/						
民間	5.1	4.2	4.1	3.8	3.5	3.2
公共	-0.3	-0.2	0.0	0.1	0.2	0.2
経常収支 1/	4.8	4.1	4.0	3.9	3.7	3.4
貿易収支 1/	2.4	1.5	1.6	1.5	1.2	0.9
投資収益 1/	3.2	3.1	2.9	3.0	3.0	3.1

出典：Global Insight、野村データベース、および IMF スタッフ予想

1/ 対 GDP 比（パーセント）

IV. 結論

13. 以上を総括すると、日本は中期的に、重要な経済政策上の課題に直面しているといえる。財政を安定化させ、通常の金融状況への復帰を適切にマネージし、金融部門を強化し、労働改革と規制緩和を通じて生産性を向上させることにより、持続的成長の基盤が確立され、世界経済との密接な統合によるメリットを日本が十分に享受することができるようになる

であろう。より強力で競争力のあるダイナミックな日本経済の実現に向けて、政府が努力を惜しまないよう促したい。それによる恩恵は世界全体が共有することになるだろう。

最後に、日本当局のご協力とご厚意に感謝し、きわめて実のある議論ができたことをご報告いたします。また、本声明に関するご意見、ご感想をお待ちしています。