



国際通貨基金

パブリック・インフォメーション・ノート

広報局

(仮訳)

パブリック・インフォメーション・ノート (PIN) No. 09/82

即時解禁

2009年7月15日

International Monetary Fund

700 19th Street, NW

Washington, D. C. 20431 USA

国際通貨基金 (IMF) 理事会は 2009 年 7 月 6 日をもって日本との第 4 条協定を完了した。¹

背景

日本は、当初の危機の中心ではなかったが、外需の急激な落ち込みと世界金融市場からの波及により、経済は深刻な景気後退に陥った。GDP は 2007 年に 2.3% と堅調に成長した後、2008 年は 0.7% のマイナス成長に転じた。生産関連データがこのところ安定してきたものの、2008 年第 4 四半期と 2009 年第 1 四半期の GDP は、日本の製品輸出に対する外需の急激な落ち込みにより、季節調整済み年率換算値でそれぞれ約 14% のマイナス成長となった。コア・インフレ率 (IMF スタッフの定義に基づき燃料および食料を除く) はマイナスに転じている。一方、失業率は 2009 年 5 月に 5.2% に急上昇した。

日本の金融市場は、昨年 9 月のリーマン・ショックからは落ち着いてきたものの、若干の緊張状態はまだ続いている。日本の株式市場は 3 月以降反転したが、株価は、依然として 2007 年末の水準を約 40% 下回っている。円相場は 2008 年 8 月以降、円キャリー取引の解消と主要通貨との金利格差の縮小を背景に、実質実効ベースで約 20% 上昇した。インフレ率の低下が実質金利を押し上げているが、銀行の貸付金利は、日本銀行 (日銀) による政策金利の引き下げに引き続いて低下している。社債のスプレッドは、高格付け企業では引き続き低いが、低格付け企業については急上昇している。

財政収支は数年の改善の後、急激に悪化した。景気の自動安定化機能とあいまった財政刺激策はタイムリーに必要な景気でこ入れ策となるが、それには多額の財政コストが伴う。財政赤字の総額は 2009 年度に GDP 比で約 11½% に拡大すると見込まれ、純債務は今年度、GDP 比で 100% (総額ベースでは GDP 比 220%) に達する見通しである。政府は、「基本方針 2009」において、5 年を待たずにプライマリー・バランス (社会保障基金を除く) 赤字の半減及び 10 年以内のプライマリー・バランスの黒字化の達成を含む、新たな財政目標を発表した。更に、政府は、債務 GDP 比を、2010 年代半ばにかけて安定化させ、2020 年代初めには引き下げることにコミットした。

¹IMF 協定第 4 条の規定に基づき、IMF は加盟各国との協定を通常毎年行う。IMF 代表団が協定相手国を訪問し、経済・金融情報を収集するとともに、その国の経済状況および政策について政府当局者等と協議する。本部に戻った後、代表団のメンバーは報告書を作成し、この報告書が理事会における議論の土台となる。理事会における議論を終了するにあたり、IMF 専務理事が議長として理事会の見解を総括し、これを各国政府に伝える。

金融政策は緩和的である。日銀は2008年末にかけて政策金利を0.5%から0.1%に引き下げた。また日銀は、潤沢な流動性の供給、適格担保要件の緩和、日本国債の買い入れ増額、米ドル資金供給オペを通じて、金融市場の安定を支えた。さらに企業金融についても、特に企業の債務を担保とした無制限の資金供給オペ、高格付けのコマーシャルペーパー（CP）及び社債の買い取りを通じて支援策を実施した。金融システムを支えるセーフティネットとして、日銀はこれ以外にも銀行が保有する株式の買い取りを再開したほか、銀行の資本増強支援策として劣後ローンの供与を決めた。

金融部門の政策は、金融システムの強靱性を高めることに焦点をあてている。当局は、国内基準行の株式評価損について自己資本規制の弾力的適用（regulatory forbearance）を行いつつ、資本増強と貸出促進に向けた追加対策を実施している。同時に、中小企業融資を安定させるため、政府による信用保証プログラムを拡充した。

このところ一時的に国内外で安定化の兆しが散見されるものの、見通しは依然不確実である。IMFスタッフは、GDPは2009年に6%のマイナスとなった後、2010年には1¼%のプラス成長を予測している。2010年中に持続的な回復が実現すると思われるが、それは、海外の貸出状況と貿易の改善に強く依存している。インフレは2011年までマイナスにとどまると予想される。経常収支黒字は短期的にGDP比1½%と、2000年代初めに一般的だった水準より大幅に低くなると見込まれる。見通しについては、急速に悪化している労働市場、タイトな国内金融状況、海外における不確実性により、なお下振れリスクが強い。現在の政策では、厳しさを増す企業の資金繰りによって投資率が低下しているうえ、構造的な硬直性により内需主導型の成長への調整のペースが遅くなっていることから、潜在成長率は2007年の約1¼%から低下して中期的に1%に近づきうる。

理事会による評価

日本は、当初の世界危機の中心ではなかったが、その後の外需の急激な落ち込みと世界金融市場からの波及により、経済は深刻な景気後退に陥った。理事達は、必要な景気浮揚をもたらしている当局の適切な対応を高く評価した。理事達は、景気回復は、世界経済の回復と歩調をあわせ来年になるとみており、また、景気減速の間、インフレ率は緩やかなマイナスにとどまると見通した。しかし理事達は、見通しはきわめて不確実であると強調した。このところ安定化の兆しは出ているものの、悪化する労働市場、依然タイトな金融状況、世界経済の成長に係る根強い不確実性のため下振れリスクが強い。

こうした状況のなか、理事達は、日本は喫緊の課題とより長期の課題という明白な2つの問題に直面していると認識した。理事達は、短期的な政策の焦点は成長の下支えと金融の安定維持であるとの点について、当局に同意した。そして、景気が回復した暁には、それまでの危機対応に必要とされた例外的な政策からの出口戦略の実施と、内需と外需でバランスのとれた成長を実現するための改革の推進に軸足を移す必要がある。支援策を元に戻すに当たっては、適切なタイミング、速度及び条件が鍵となる。

理事達は財政刺激策による経済の下支えを歓迎し、さらなる下振れリスクには引き続き柔軟に対処することの必要性を強調した。景気後退がより長引くか深刻になる場合、来年には的を絞り込んだ、すぐに元に戻せる追加的な措置を要する。公的債務の急増と高齢化の進展を踏まえ、理事達は景気が回復した後にとるべき、当局の中期的な財政健全化戦略を歓迎した。そのような戦略には、債務比率の確実な引き下げを目的とした新たな目標と慎重な債務管理に加え、歳出削減とともに、景気回復の後の消費税増税を含む包括的な税制改革が必要となる。

金融政策面では、理事達は、当局の広範な対策が金融市場の安定化と企業金融の円滑化に寄与していると高く評価した。また、緩和的なスタンスは、大きなアウトプット・ギャップとデフレ圧力を踏まえると、適切であると判断された。大半の理事達は、今後万が一が一下振れリスクが現実のものとなるか金融市場に対するストレスが再燃した場合、日銀のバランスシートへのリスクを最小限に抑えつつ、追加的な信用緩和策を行うことを支持した。若干名の理事達は、インフレ率が日銀の「物価安定の理解」に合致する範囲内に戻ると予想される期間を明確に示すことは、インフレ期待を安定化しうると示唆した。中期的には、理事達は、日銀は秩序だった出口戦略を実施する十分な手段を持ち合わせており、また、多くの信用緩和策は、自動的に解消されることとなるとの点に留意した。課題は、その適切な時期の評価及び市場の期待を誘導するための明確な出口戦略のコミュニケーションであろう。

理事達は、為替相場レートは市場に委ねるという当局のコミットメントを支持した。IMF スタッフの推計によると、円は、危機のさなかに急上昇した後、長期の均衡値に沿っているようである。

理事達は、金融システム安定化策を歓迎した。当局は、特に銀行の収益力と自己資本の強化及び株式保有リスクの低減によって、引き続き金融システムの強靱性を高めるべきである。同時に、苦境にあるものの存続可能な企業の再編を促すことで、景気後退に対する経済の適応力を高めることができよう。金融・企業部門への介入からの撤退に当たっては、金融システムの安定性維持、政府の支払能力の保持、再編の推進の必要性の観点から判断されるべきである。

中期的には、理事達は、当局に構造改革を進めるよう求めた。これには農業部門、サービス部門の規制緩和、製品市場の柔軟性の強化、金融市場の更なる発展、対日直接投資の促進が含まれる。改革の優先課題は明らかであるが、危機を受けてその緊急性は高まっている。こうした改革は、内需と外需のバランスをとり、世界経済の構造変化に対し、日本が対応していく助けとなる。また、理事達は、最近の、社会的セーフティネット強化策を歓迎した。

パブリック・インフォメーション・ノート（PIN） は、経済の進展及び政策に関する IMF の見解及び評価の透明性を高めるために IMF が行っている作業の一部である。PIN は加盟国の同意を得た上で、加盟国との第 4 条協議、地域レベルでのサーベイランス、プログラム終了後のモニタリング、及び長期プログラム下にある加盟国に関する事後的評価を目的とした理事会における議論の後、発行される。PIN は、また、一般的な政策事項に関する理事会における議論の後にも、特別の事情により理事会で別段の決定がない限り、発行される。

日本の主要経済指標

	2005	2006	2007	2008	2009 予測
実質 GDP	1.9	2.0	2.3	-0.7	-6.0
民間消費	1.3	1.5	0.7	0.6	-1.0
設備投資	9.2	2.3	5.7	-4.0	-21.4
住宅投資	-1.5	0.5	-9.7	-7.6	-5.2
政府投資	-10.1	-5.7	-7.3	-6.9	12.9
政府消費	1.6	0.4	1.9	0.8	2.9
在庫投資 (寄与度)	-0.1	0.2	0.3	-0.2	-0.2
対外収支 (寄与度)	0.3	0.8	1.1	0.2	-2.9
財貨サービスの輸出	7.0	9.7	8.4	1.8	-29.3
財貨サービスの輸入	5.8	4.2	1.5	0.9	-16.2
インフレーション					
GDP デフレーター	-1.2	-0.9	-0.7	-0.9	1.0
消費者物価上昇率 (CPI、季節調整済) 1/	-0.6	0.2	0.1	1.4	-1.1
消費者物価上昇率 (CPI、季節調整前) 1/	-0.3	0.2	0.1	1.4	-1.1
失業率 (期中平均、パーセント)	4.4	4.1	3.9	4.0	5.1
経常収支					
実額 (10 億米ドル)	165.7	170.4	211.0	157.1	92.0
対 GDP 比 (パーセント)	3.6	3.9	4.8	3.2	1.8
一般政府財政収支 (対 GDP 比、会計年度)					
財政収支 (社会保障基金を含む)	-4.5	-3.4	-3.3	-6.7	-11.6
財政収支 (社会保障基金を除く)	-4.8	-3.4	-3.0	-5.5	-10.2
構造的財政収支 2/	-4.3	-3.3	-3.3	-5.2	-8.4
通貨及び信用(対前年比、期末)					
ベースマネー	1.0	-20.0	0.4	1.8	6.4 3/
M2 (期中平均)	1.9	0.7	2.1	1.8	2.5 3/
銀行貸出 4/	1.1	2.8	0.8	4.6	3.1 3/
為替レート及び金利 (期中平均)					
円・ドルレート	110.2	116.3	117.8	103.4	94.2 5/
円・ユーロレート	137.3	146.0	161.4	152.1	131.2 5/
実質実効為替レート 6/	70.8	63.2	58.3	64.7	72.8 6/
3 ヶ月物 CD 金利	0.06	0.22	0.51	0.51	0.33 5/
10 年物国債利回り	1.39	1.74	1.68	1.49	1.30 5/

出典：Global Insight、野村データベース、及び IMF スタッフによる推計及び予測。

1/ 年成長率は月次データの平均に基づき計算。

2/ 社会保障基金を含む、銀行支援を除く。

3/ 2009 年 6 月現在。

4/ 外国銀行在日支店、外国信託銀行、及び信用中央金庫を含む。

5/ 2009 年 7 月 8 日現在

6/ 単位労働コストは 2000 年を 100 として表す。2009 年のデータは 5 月現在。