

2004 年 8 月 11 日

IMF、2004 年対日第 4 条協議を終了（仮訳）

国際通貨基金（IMF）理事会は、2004 年 7 月 28 日をもって日本との第 4 条協議を終了した。¹

背景

長期に及んだ日本の経済問題が緩和されたことを示す明確な兆しが見られる。成長力は回復し、デフレが解消しつつある。さらに、企業及び金融機関の抱える問題への取り組みに進展が見られる。先行きについては、依然として脆弱性が残り、中期的に成長の足かせになる可能性があるものの、当面の成長見通しは良好である。

日本経済は、2003 年から 2004 年前半にかけて継続的な回復を遂げた。2003 年の国内総生産（GDP）成長率は 2.5 パーセントとなり、年央における予測値の 2 倍のレベルに達した。さらに 2004 年は、第 1 四半期の数字を年率換算すると 6 パーセント成長となる。当初、民間設備投資と純輸出が回復の牽引力となり、日本の経常黒字は対 GDP 比 3.25 パーセントのレベルまで拡大した。最近は、雇用環境の改善を受けて、個人消費が回復を後押ししている。2001 年以降、一貫して低下傾向にあった雇用、労働力、賃金はようやく下げ止まり、2003 年初めに過去最高の 5.5 パーセントを記録した失業率は今年 5 月時点で 4.6 パーセントに低下している。デフレ圧力は緩和された。一時的要因も手伝って、コア CPI デフレ（生鮮食料品を除く消費者物価指数の下落率）は縮小した。ただし、GDP デフレーターは引き続き 2.5 パーセントの下落率を示している。

金融政策については、日本銀行の量的緩和の枠組みのもと、短期金利がゼロ水準に維持されている。日銀当座預金残高の目標値の引上げは、ベースマネーの増加を促すと共に、金融機関がいつでも資金調達できるよう、市場に潤沢な資金供給を行うことを通じて金融の

¹ IMF 協定第 4 条の規定に基づき、IMF は加盟各国との協議を通常毎年行う。IMF 代表団が協議相手国を訪問し、経済・金融情報を収集するとともに、その国の経済状況及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。この PIN は報告書に基づき 2004 年 7 月 28 日の理事会議論に表明された見解をまとめたものである。

安定に貢献している。日本銀行は先ごろ、コア CPI の対前年度上昇率が数ヶ月間安定的にゼロ・パーセント以上を維持し、インフレ期待が出てくるまで量的緩和政策を堅持することを発表することで、金融政策の枠組みを明確に示し、デフレが続く限り短期金利はゼロ水準で維持されるだろうという安心感が市場に広がった。

2003 年から 2004 年初頭にかけて、世界的な経常収支不均衡に市場が注目し、円は対米ドルで周期的に上昇圧力にさらされた。この円高圧力を受けて当局は、過度な金融引き締めを避けるため記録的な規模の介入を実施、2003 年の介入額は 20 兆円に達した。さらに 2004 年第 1 四半期にも、15 兆円の介入が行われた。その後、円高圧力と介入はともに終息している。2003 年 6 月以降、円の対米ドル相場は約 9 パーセント上昇したものの、対ユーロ相場の上昇はより緩やかなものとなっており、多国的に見ると円相場は、名目及び実質実効いずれについても、緩やかな上昇にとどまっている。

2003 年度、日本政府は再び巨額の財政赤字を記録、その額は前年度を少し下回ったものの GDP の 7.9 パーセントに相当する。うち構造的財政赤字（社会保障は含めるが銀行支援は除外）は対 GDP 比で前年度と同じ 6.5 パーセントとなっている。持続的な財政赤字は公的債務残高の急上昇をもたらした。2003 年末の総債務残高は対 GDP 比 166 パーセント（純債務残高は 80 パーセント）と見込まれ、先進諸国の中で突出して高い水準となっている。

2003 年度、日本の金融システム（とりわけ大手金融機関）の財務状況は改善が見られた。しかし、その一方で、脆弱性は依然として残り、地方銀行は立ち遅れている。大手金融機関の不良債権の対貸出残高比率は 5 パーセント程度に低下し、2004 年度末までに約 4 パーセントまで下げるとする当局の目標に向けて低下している。大手金融機関では、景気回復と保有株式からの収益を追い風に、利益や自己資本比率も上昇した。ただし、本業利益や資本の質については脆弱性が残っている。また、地方銀行（銀行総貸出残高の 40 パーセントを占める）については、不良債権処理及び資本増強の進捗状況がやや遅い。

企業セクターにおいては、輸出関連の大手製造業から始まったリストラの動きが中小企業や非製造業に拡大した。債務水準は高止まりしているものの、収益指標に改善が見られる。まず、労働コストの低下と強い外需が原動力となり、その後は売上の上昇が収益を後押ししている。企業収益の改善は株価の回復をもたらし、日経平均株価は 50 パーセント上昇した。また、10 年物日本国債の利回りは 2003 年に記録した過去最低利回りから 130 ベーシスポイント上昇して 1.8 パーセントとなっている。

短期的な経済見通しは昨年より改善した。景気回復がさらに拡大するなか、2004 年の実質 GDP 成長率は 4.5 パーセント、2005 年 2.5 パーセントになると見込まれ、この期間の終わ

りまでに CPI デフレはゼロになると予想される。ただし、この予測は、世界的な金利の急上昇や主要貿易相手国の景気減速などの外的要因によっては修正を余儀なくされる可能性がある。より長期的には成長率は潜在成長率程度に減速し、IMF スタッフの推測では年率 1.7 パーセント程度に落ち着くものと予測される。しかし、さらなる経済構造改革、金融及び企業セクターにおけるリストラの進展によって日本の潜在的な経済成長力がさらに押し上げられる可能性がある。

理事会評価

理事達は、さまざまな政策措置が功を奏し、日本経済に長期低迷脱却の兆しが見られることを歓迎した。特に、雇用状況が改善し、力強くより広範な景気回復が認められる。それと同時に、生産ギャップの縮小と金融政策面における後押しを背景に、デフレ圧力が緩和した。また、金融機関の規制強化及び企業再生の枠組みに支えられて、金融及び企業セクターのリストラも続いている。

理事達は同時に、金融及び企業セクターに脆弱性が残り、緩やかなデフレも継続中、さらに公的債務も高い水準にあるとし、こうした要因が中期的に成長の足かせになる可能性があることに留意した。さらに、一部の理事は外部環境に関するリスクの存在を認識した。こうした背景のもと、理事達は、残存する脆弱性を早急に克服して日本経済の潜在的成長力を高め、より長期に渡って拡大を持続するために、現行の改革プログラムに基いた政策にすべきと考えた。優先課題は、金融及び企業セクターにおけるより広範なリストラ、中期的な財政再建、及び構造改革の継続を含む。

金融政策について、理事達は、実際のインフレ率と期待インフレ率がともにプラスに転じるまでゼロ金利政策を堅持してデフレに対抗する姿勢を明確に示す日本銀行の最近の取り組みを歓迎した。理事達は、現行の金融緩和政策スタンスは妥当であり、政策姿勢を改めて明らかにするために必要があれば当座預金残高目標をさらに引き上げることもあり得ると考えた。また、デフレ終息が近づくなか、日本銀行のコミュニケーション戦略を強化し、今後の金融政策の方向性について市場に明確なシグナルを送ることによって、インフレ期待の安定化を助けるであろう。中期的なインフレ目標を数値化し、最終的にインフレターゲットへ転換することについては、一部の理事が支持したものの、金融政策の波及経路が不明確な現時点においては時期尚早と多くの理事が考えた。

ほとんど全理事は、過去における相当規模の介入は、円高圧力が過度な金融引き締めに陥る事態を回避したと講評した。現在は為替リスクのバランスが改善し、これまでのような介入は望ましくないと見られている。再び円高圧力が強まり、回復を立ち往生させる状況になった場合は、追加的な介入が正当化されるだろうと多数の理事は考えた。しかし、そ

のような行動によって世界的不均衡が悪化する懸念があり、為替相場は完全に市場に委ねるべきとする理事も多かった。また、一部の理事から、今後の 4 条報告書では、直近のサーベイランス見直しの結論に示されたように、為替政策に関する分析を増やすべきであるとの要請があった。

理事達は、景気回復及び金融規制の強化によって、銀行のバランスシート問題の解決が進展したと留意した。多くの銀行は不良債権処理が進み、不良債権を 2005 年 3 月末までに対貸出残高比 4 パーセント程度に下げるという目標が達成される軌道に乗っている。また同時に、繰延税金資産についても法定資本に占める割合が低下した。理事達は、銀行システムの強化がはかられたことに鑑みて、預金保険の対象が年度末に予定通り縮小されることを歓迎した。

しかしながら、低い本業利益や地方銀行のリストラの遅れに示されるように、銀行システムの脆弱性は依然として残っている。よって理事達は、銀行改革をさらに推し進めようとする当局の姿勢を歓迎し、脆弱性が迅速に克服されることで、銀行貸出が増え回復の下支えとなるよう、現在行われている改革をさらに拡大するよう奨励した。大手銀行については、不良債権の認識と貸倒引当金に関する措置の改善、資本増強、ガバナンスの強化をはかることが重要である。また、銀行の収益性を高めるため、政府系金融機関と民間金融機関との競争は軽減されるべきである。地方銀行について、理事達は、大手銀行に適用したものと同様の措置をとることによって、リストラの迅速化がはかり得るとの見解を示した。また、地方銀行の整理統合を促すため、適切な条件のもと、新たな資本増強策の利用が考えられる。理事達は、マネー・ロンダリング及びテロ資金対策のための国際基準について、日本政府の準拠状況が高いことを賞賛し、現時点で明らかになっている弱点を克服するよう推奨した。

理事達は、企業リストラの顕著な進展を歓迎したが、同時に、企業の債務残高が依然として高く、総資産利益率が過去の水準に照らして低迷していることを指摘した。理事達は、銀行システムの強化によって企業リストラがさらに進み、また産業再生機構が引き続き債権者間の調整をはかり、市場原理に基づく企業再生を促すことができるであろうと合意した。

財政政策について、理事達は、中期的に財政再建をめざす日本政府の方針を歓迎した。理事達は、経済状況が予想を上回るペースで好転していることから、2010 年代初頭にプライマリー・バランス（基礎的財政収支）の黒字化を目指す政府目標の実現に向けて前倒し着手できるだろうと留意した。特に、回復が堅固な場合、予想を上回る歳入を蓄えたとともに歳出削減に努めることによって、2004 年度予算の節約を実現することが望ましい。

理事達は、公的債務を持続可能な軌道にのせるためには、中期的に相当程度の財政調整を行う必要があると認識した。よって理事達は、最近採択された年金改革を歓迎した。ただし、医療及び長期介護制度の分野で、さらなる社会保障制度改革を推し進める必要があることも留意した。また、ほとんどの理事は、今後、所得税課税対象の拡大、消費税率引上げ、及び、公共投資のさらなる削減を実施する余地があるとの認識を示した。また、多数の理事は、短期的な景気変動に対処するための柔軟性を保ちながら、プライマリー・バランスに関する具体的な目標とそれを達成するための支援策を特定することによって、中期財政再建計画の信頼性を高めることができると考えた。一部の理事から、より効率的な資源配分を促し、地方レベルの財政状況の改善をはかるため、中央政府から地方政府への補助金・交付金の削減や地方の課税自主権拡大を含め、地方財政改革をさらに進めるべきとの意見が出された。

理事達は、日本が幅広い構造改革プログラムに着手したことを認識した。この改革プログラムを前倒しして実施することによって、日本経済の長期的な潜在成長力が高まるとの見解が示された。特に、労働市場の柔軟性を高める措置、事業規制の緩和、競争政策の強化、公営企業改革等を前倒しで実施することで、経済資源のより迅速かつ効率的な再分配が促され、その結果、中期的な生産性と成長力が高まることが期待される。

貿易政策について、理事達は、日本・メキシコ経済連携協定の締結は日本市場のさらなる開放に向けた一步前進であると評価したが、多国間の枠組みでの自由化が日本の貿易政策の要であり続けるべきと強調した。これに関連して、理事達は、ドーハ・ラウンドの開発目標の実現に向けて、日本は、特に農業分野において、他の先進諸国と協力するべきであると推奨した。理事達は、日本の特惠関税制度において、対象となる後発開発途上国 (LDC) の輸出産品が拡大したことを歓迎し、当局がこの方向でさらなる措置を講じることを推奨した。

理事達は、日本の政府開発援助 (ODA) は、対国民総所得 (GNI) 比で見ると、先進 7 ヶ国 (G-7) の平均値とほぼ同水準であることに留意した。理事達は、日本が現在でも世界第 2 位の援助国であることを認識しつつ、その一方で、国連目標である対 GNI 比 0.7 パーセントを達成すべく ODA を増やすよう推奨した。

理事達は、価格及び数量の正確性向上のため、国民所得統計の作成法の見直しがなされていることを歓迎した。また、理事達は、当局がデータ ROSC (データ公表に関する基準と規則の遵守についての報告書) に基づく調査を 2005 年半ばから実施する意向であることに留意した。

日本：主要経済指標

	2000	2001	2002	2003	2004 予測
国内総生産 (GDP) ※ 1	2.8	0.4	-0.3	2.5	4.5
民間消費支出	0.8	1.8	0.9	0.8	3.2
企業設備投資	9.7	0.9	-7.1	9.6	11.1
住宅投資	0.7	-5.3	-4.2	-0.8	2.0
公的固定資本形成	-10.0	-4.5	-4.7	-10.5	-10.2
公的消費支出	4.9	3.0	2.4	1.0	1.5
資本形成 (成長寄与度)	0.3	0.0	-0.2	0.3	0.2
国際収支 (成長寄与度)	0.5	-0.7	0.7	0.7	0.9
財貨・サービスの輸出	12.5	-6.1	7.9	10.1	13.4
財貨・サービスの輸入	9.3	0.2	1.9	5.0	8.2
インフレーション					
GDP デフレーター	-2.0	-1.5	-1.2	-2.5	-2.2
消費者物価指数 (CPI)	-0.9	-0.8	-0.9	-0.2	-0.1
失業率 (期間平均, %)	4.7	5.0	5.4	5.3	4.7
経常収支 (億ドル)	1,196	878	1,126	1,362	1,493
対 GDP (%)	2.5	2.1	2.8	3.2	3.2
一般政府財政収支 (対 GDP, 年度)					
社会保障費含む財政収支	-6.6	-6.7	-8.1	-7.9	-6.7
社会保障費除く財政収支	-7.0	-6.6	-8.0	-7.3	-6.2
構造的財政収支 ※2	-5.5	-5.0	-6.5	-6.5	-6.5
金融 (12 ヶ月成長率; 期末)					
ベースマネー	-1.1	16.9	19.5	13.2	4.4 ※3
M2 + CD (期間平均) ※4	2.1	2.8	3.3	1.7	1.8 ※3
銀行貸出 ※4	-3.8	-4.3	-4.8	-5.1	-4.2 ※3
為替相場及び金利 (期間平均)					
円/ドル	107.8	121.5	125.4	115.9	111.2 ※5
実質実効為替レート ※6	136.6	120.8	110.0	107.3	108.0 ※3
譲渡性預金 (3 ヶ月) 金利	0.20	0.09	0.07	0.09	0.05 ※5
日本国債 (10 年) 流通利回	1.74	1.33	1.28	1.00	1.86 ※3

出典: Global Insight、野村データベース及び IMF スタッフ予測

※1 成長年率と寄与度は季節調整済みデータにより算出

※2 社会保障費含む、銀行支援除く

※3 2004 年 7 月

※4 1998 年 4 月以降、金融調査データは外国銀行在日支店、外銀信託、信金中央金庫を含む

※5 2004 年 7 月 30 日

※6 標準労働単価は 1990 年を 100 とする

パブリックインフォメーションノートイス (*PIN*) は、(i)加盟国の第 4 条協議の結果を受けて、IMF の見解を公表するために当事国の要請により発行される。これは加盟国の経済政策について IMF による評価の透明性を向上させることによって、IMF サーベイランス強化を目的としている。(ii)また理事会での決定に基づき政策議論が行われた後、発行される。日本との 2004 年の第 4 条協議に関するスタッフレポートも用意されている。