

## 2014 年対日 4 条協議終了にあたっての IMF 代表団声明

2014 年 5 月 30 日

アベノミクスは日本をよりダイナミックな経済にするための種を蒔くことにこれまで成功している。短期的な見通しは引き続き良好であり、消費税引き上げの影響もうまく乗り切ることが期待される。中期的には、自律的成長へ移行するため、デフレに逆戻りし、金融政策に過度な負担を掛け、政府債務の持続可能性への信頼を毀損することを回避するための構造・財政改革が更に必要である。

**アベノミクスは根付きつつあるものの、中期的リスクは依然として大きい**

1. 日本は消費税引き上げの影響を上手く乗り切りつつあるようだ。今年 1 - 3 月期の GDP 速報値は、消費税引き上げ前の駆け込み需要が予想より強かったことを示唆している。それと同時に、経済の底力は強まっている。企業の投資は増え、労働市場は逼迫し、設備稼働も上向いている。消費の反動減で 4 - 6 月期は GDP が大きく縮小することになるだろうが、更なる雇用の増加や賃金の上昇が緩やかな消費の伸びを支えることにより、今年後半は再び景気が回復すると予想している。昨年 の円安や貿易相手国の需要が堅調であることを背景に、輸出は増加が見込まれる。IMF スタッフは、2014 年は 1.4% の成長を、2015 年も引き続き潜在成長率を上回る 1% の成長を予想している。
2. 日本銀行はインフレ率上昇を着実に進展させている。インフレ期待は最近更に上昇し、中小企業向けを含めて銀行融資がはっきりと増えている。高利回り資産へのポートフォリオのリバランスが加速し、実際のインフレ率とともにインフレ期待が上昇するにつれ、政策効果の波及はさらに強まる可能性が高い。消費税引き上げの一時的な影響を除外した 2014 暦年のインフレ率は 1.1% と見込まれる。スタッフは 2% のインフレ率が 2017 年までに達成されると予想しており、これは日本銀行の予想より先となるが、需給ギャップの解消やインフレ期待の上昇がより緩やかに進むとみているためだ。
3. 経済見通しの短期的リスクは上振れと下振れが均衡しているが、中期的に景気回復が持続するかについてはリスクがある。1 - 3 月期の強い経済パフォーマンスは成長率が現在の予想を上回る可能性があることを示唆しているが、この上振れの可能性は外的リスクによって概ね相殺されている。中国の成長減速が予想を上回れば純輸出の回復が遅れ得る。ウクライナやタイを含む地政学上のリスクはエネルギー価格の上昇、サプライ・チェーンの混乱、逃避先通貨としての円の増価、インフレのモメンタム低下を引き起こす可能性がある。意欲的な構造改革遂行に失敗すれば、短期における信頼を損ない、中期的には潜在成長力の上昇が制約される可能性がある。債券利回りの大幅な上昇は、主要な中期的テイル・リスクである。市場が財政の持続可能性を回復するための政策遂行能力についての

信頼を失い、金融政策への負担が過大となれば、このリスクは顕在化する可能性がある。

### 更なる構造改革がアベノミクスの成功に必要

4. 構造的要因が成長へのブレーキとなり、デフレ心理と企業の受動的な行動を継続させる。高齢化による労働年齢人口のさらなる減少のため、スタッフは潜在成長率が中期的に1%を下回ると予想している。非正規労働者比率の上昇は、賃金と生産性の上昇を妨げている。企業統治の弱さは投資を制約している。中小企業部門における起業・廃業に関する障害が成長と雇用の創出を損なっている。全体として、こうした要因がリスク・テイクの欠如や、輸入商品の日本市場浸食の拡大、海外生産が増加する中での輸出の伸びの弱さに示される競争力の低下の原因となっている。

5. 構造改革は多くの分野で進展している。エネルギー部門の規制緩和、農地バンクの創設や、農業補助金及び年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の改革は、民間セクター主導の成長に移行するために重要な方策である。JPX 日経インデックス 400 の立ち上げは、資産の再配分を促し、企業統治を改善するインセンティブを強化させるはずだ。環太平洋パートナーシップ（TPP）合意や国家戦略特区（SEZ）が、対日投資の障害を取り除くことになれば、それらの恩恵は大きなものになり得よう。

6. しかし、成長の阻害要因を打破するためにはより強力な改革が必要だ。労働の供給と生産性を向上させ、貯蓄をより生産的に活用し、投資阻害要因を除去するために具体的な施策が必要だ。これらの改革は相まって、短期的に需要を創出し、金融政策の波及を助け、財政調整幅を減じることにより、重要な相乗効果を生み出すことになろう。具体策は以下の通り。

- **女性、高齢者の雇用拡大、外国人労働者の受入拡大** 育児施設の供給増計画を早期に実施し、退職年齢を段階的に引き上げ、労働力不足の分野での移民制限を緩和することは、労働供給を増やす可能性がある。歳入改革は、所得税の配偶者控除や社会保障立法の改正によって労働意欲の阻害要因を取り除き得る。雇用契約の改革を通じて労働市場の二重性問題に対処することにより、生産性の伸びが拡大し、労働市場の逼迫が賃金上昇につながる可能性が高まるだろう。
- **企業部門を活性化するためのリスク資本の供給拡大** 起業活動は、個人保証への依存の低下、信用情報の共有拡大、資産ベースの貸出しの拡大を通じて資金へのアクセスを改善することから利益を受けるだろう。利益を産み出さない企業の退出や再建を促すことも必要だ。中小企業に対する信用保証を縮小し、法廷外での手続きによる企業再編を促進すべきだ。家計部門にとって、少額投資非課税制度（NISA）の導入は資産の多様化の助けになるだろうが、5年の期間制限を延長し、投資枠上限を引き上げることも考えられる。これらの措置は相ま

って、新しいビジネスに資金を供給するベンチャー・キャピタルにとってより望ましい環境を作ることになるろう。

- **包括的な企業統治改革の実行** 最近導入された機関投資家向けのスチュワードシップ・コードを企業統治に関する規則で補完し、社外取締役の活用を現行の計画より拡大することにより、経営者の説明責任が強化され、企業内貯蓄を解放することを通じて投資を拡大させるだろう。
- **農業部門と国内サービス部門の規制緩和** これは生産性、競争、そして対内投資の拡大の助けとなるだろう。例えば、企業による農地保有を許可すべきであり、また、投資を促進するために国家戦略特区における具体的な規制措置を明確化すべきだ。

### **財政政策は、中期的に財政を維持することに焦点を当てることにより景気回復を支援し得る**

7. **消費税引き上げを引き続き実施することは、財政規律への信頼性確立に不可欠である。** 4月の最初の引き上げは大きな成果であったが、さらに10%へ引き上げることにより、財政政策への信頼性確立と景気回復を維持することとの間で適切なバランスが保たれる。2015年10月の税率引き上げが低所得層の負担となる可能性があるとの懸念は的を射ている。この公平性に関する懸念は、低所得層を対象を絞った補助金を通じて対処されるべきで、必需品に対する税率を低くすることで対応すべきではない。なぜならそれは、効率性を阻害し、事務コストや行政管理のコストを増大させ、恒久的な歳入損失をもたらすためだ。

8. **中期的には、債務の維持可能性を回復するための具体策はまだ公表されていない。** 財政リスクは大きく、消費税を連続で引き上げても、総債務の対GDP比率は240%超の水準にとどまる。IMFスタッフ試算では、債務の対GDP比を下降軌道に乗せるためには最低でもGDP比10%分の財政調整が今後10年間に必要だ。この調整の約半分は次の消費税引き上げ、財政刺激と復興支出の漸減、支出抑制で賄われることになるろうが、まだ措置が特定されていない部分は大きい。

9. **2015年以降の財政再建策が早急に必要だ。** そうした計画はできる限り成長を支える公平なものであるべき一方、経済の下振れリスクに柔軟に対応することを可能にするものとなるろう。取り得る施策としては、最低でも15%への段階的な消費税率引き上げ、個人所得税の課税ベースの拡大、年金・医療支出の抑制などがある。財政再建は10年にわたって続けられることになるため、複数年の予算計画の文脈において歳出を抑制するための中期的なルールや、補正予算の活用に係る制限を採用することを通じて、より強力な財政フレームワークに基づく必要がある。

10. **法人税の引き下げは経済的な恩恵をもたらすだろうが、財政リスクの更なる高まりを防ぐための財源確保が必要となる。** 法人税減税は、投資や成長を高めるが、減税による減収を穴埋めするほどの増収はもたらさないため、財政再建の為に更なる財源が必要になる。したがって、減収を補う歳入・歳出上の措置が特定されるべきだ。

この点に関し、法人税の課税ベースを拡大する余地はあるが、それには限りがある。また、一部の減税措置（たとえば加速度償却）やインセンティブ（研究開発）を廃止することは、法人税率引き下げの投資拡大効果を弱めかねない。まず新たな税率のスケジュールを公表しつつ減収を相殺する歳入措置を特定し、税率引き下げを段階的に実施することにより、財政リスクの上昇は抑えることができよう。税率引き下げの代替策として、法人自己資本控除制度（ACE）の導入も検討し得る。同制度は投資を刺激するためのより費用対効果の高い方法だ。ACEは負債と自己資本による資金調達を同様に取扱うもので、最近幾つかの先進国と新興市場国で導入された。

### **金融緩和は継続すべきだが、コミュニケーションを強化することができる**

11. 日本銀行による金融緩和は予想された効果をもたらしている。実際のインフレ率も期待インフレ率も2%という目標に着実に近づく中で、目標達成時期を早める確率を高めるために資産購入額を増やすことは今は必要ではなく、下振れリスクに対応するために政策余地を温存すべきだ。しかし、現在の積極的な金融緩和のペースは長期にわたり継続する必要があるかもしれない、2014年末より先の資産購入に関して更に情報を提供することが、より透明性を高め得ることを示唆している。

12. 実際のインフレ率、又は期待インフレ率が鈍化する場合や、成長が期待を下回る場合には、日本銀行は迅速に行動すべきである。政策の選択肢として、民間資産や国債の購入拡大や購入資産の残存期間の更なる長期化が挙げられる。後者は保険会社と年金基金のポートフォリオのリバランスを加速し、銀行のデュレーション・リスクを低下させることにより、リスク・テイクを促進するだろう。また、金融政策効果の波及を更に強化するために、貸出支援基金を、その規模の拡大、利率の引き下げ、現在4年の貸付期間を延長することなどにより強化する余地がある。

13. 時間の経過とともに、補完する改革を伴わない金融緩和の継続は金融安定性に対するリスクを高め緩和政策の出口を複雑化するだろう。資産購入は既にかつてないものとなっている。量的・質的金融緩和（QQE）政策が1年継続される毎に、日本銀行は国債発行残高のほぼ5%を現在の保有分に加えることになり、2014年末にはそれが23%に達すると見込まれる。現在の形のQQEをあまりに長期にわたって継続することは、市場の流動性を損なうか、資産価格が経済のファンダメンタルズから乖離するようになることで金融安定性に対するリスクを生じさせる可能性がある。このように、潜在的に金融政策に過度の負担を掛ける明らかなリスクがある。このため、持続的に政策波及を強化しQQEの早期終了を容易にするために構造・財政改革が重要である。

14. 日本銀行のコミュニケーションは効果的だが、インフレ期待を定着させるために今後まだできることがある。日本銀行は安定的に2パーセントのインフレを達成するという最重要の目標を強調し続けるべきだが、インフレが想定通りかを評価するた

めに用いる指標をより上手く説明できる。今後、緩和からの出口が視界に入った際、金融政策の先行きについての期待を導くために、インフレが持続的に達成されているかを判断する基準を明確にすることが考えられる。

### 3 本の矢全てが順調に推移するとの前提で、円の評価は概ねバランスが取れている

15. アベノミクスがインフレ率の上昇、経済成長、債務の持続可能性の回復に成功することを前提とすれば、日本の対外ポジションは経済のファンダメンタルズと概ね一致している。昨年の円の大幅な減価は日本の貿易収支の改善につながっていないが、その一因は消費税引き上げ前の駆け込み需要などによる一時的な輸入の増加だった。こうした要因が解消し輸出が回復し始めることで、対外収支が改善することが期待されている。しかし、昨年と比べ、我々は現在、日本の対外収支が経済のファンダメンタルズや成長及び財政改革の遂行と整合する水準を超えて改善することはないと評価している。これは輸出が為替の変動に以前ほど反応しなくなったためだ。特に製造業の海外移転と、とりわけ電気機械・機器産業の一部などいくつかの業種での競争力の低下が輸出の伸びを抑制している。

### 金融セクターの安定性への新たなリスクは、先を見越して対応されるべき

16. 金融セクターの安定性は更に向上した。与信コストが低下する中で、主要な金融機関の資本ポジションは証券売買からの収益や保有株式の評価益からの恩恵を受けた。QQEは、保有国債を一部売却した大手銀行の金利リスクを減少させた。しかし、国内融資の利鞘の縮小や超過準備の増大は銀行の中核分野の収益率の下押し圧力となっている。地方銀行にとっての金利リスクは依然高く、収益率への圧力はこの部門で最も顕著となっている。

17. しかし、日本の投資家の高利回り追求は、歓迎されるものの、新たなリスクを生じさせ得る。投資家らがポートフォリオをリバランスさせるにつれて、銀行はいくつかの分野で新たなリスクを負う可能性がある。

- 大手行は海外での事業拡大を続けるが、それは安定した長期のドル資金調達ますます大きな課題となることを示唆している。国際的に活動する銀行はバーゼル III の自己資本比率規制の達成に向けて着実に進んでいるが、監督当局はこれらの銀行に、為替スワップへの依存度引き下げ、より長期のドル建て債の発行、海外業務における預金者の確保などを通じて資金調達源を強化するよう奨励し続けるべきである。新たなクロスボーダー担保取極（シンガポールとタイとの間に構築済みであり、インドネシアと締結に合意している）も、海外市場における現地通貨での資金調達に関するリスクを減じる助けとなり得る。
- 地方銀行については、資本における含み損の扱いの見直しを含め、当局は国内業務を行う銀行の自己資本基準を強化し続けるべきだ。当局は2012年の金融セクター評価プログラム（FSAP）のアップデートで提言されたように、民間主導の合併統合などを通じたより強い地方銀行セクターを確立する戦略を検

討する必要がある。

### アベノミクスを完遂させることは世界経済にとっても望ましい

18. 3本の矢を全て実行することはアジア地域と世界経済に好ましい波及効果をもたらす。アベノミクスの最初の1年間は、貿易を通じた波及効果は穏やかなものだった。しかしながら、輸出及び輸入が円安に対して調整していくにつれて、少なくとも短期的には、幾つかの競争相手国に悪影響を与えるという形で、波及効果が増大することが予想される。資本市場を通じた波及効果も、日本の投資家、とりわけ銀行、年金基金、保険会社が海外投資を多様化させ始めるにつれて、高まることが予想される。この資本の流出は、新興市場国を含め世界の金融状況が引き締まっていく影響を和らげる一助となろう。日本が諸改革を実行し続けていく限り、この好ましい波及効果が支配的なものとなるだろう。しかし、仮に金融緩和政策が財政・構造改革から十分な支援を得られず、更なる円の減価や債務の持続可能性に関する懸念、そして将来的に金利の上昇が生じれば、世界に対する波及効果はマイナスに転じ得る。それゆえ構造改革と財政改革の継続はアベノミクスが好ましい波及効果を持ち続けるために不可欠である。

\*\*\*

我々は日本当局の歓迎と大変建設的な議論に感謝する。