



日本：2016年対日4条協議終了にあたっての声明

2016年6月20日

「協議終了にあたっての声明」は、IMFスタッフによる公式訪問（ミッション：大半の場合対加盟国）の終了にともない発表されるものでスタッフによる初期評価を示すものである。ミッションの派遣は、[IMF協定第4条](#)に基づき定期的に（通常は年に1回）行われる協議の一環として、IMF資源の利用（IMFからの借入）の要請に関連し、あるいは、スタッフ・モニタリング・プログラムの協議のため、さらには、その他スタッフによる経済情勢のモニタリングのなかで行われる。

各国当局はこの声明の公表に同意している。同声明における見解はIMFスタッフの見解を示すもので、必ずしもIMF理事会の見解を示すものではない。初期評価を基に、IMFスタッフは報告書を作成する。これはマネジメントの承認を受け、IMF理事会に協議及び決定のたたき台として提出される。

アベノミクスは日本経済の再活性化に向けて進展しているが、持続的な高成長・インフレはまだ確保できていない。現在の政策の下では、高い名目成長目標、物価目標、プライマリー収支黒字化目標は全て、当局が設定した期限までには達成困難である。目標未達のリスクを認識し、当局は金融・財政政策の緩和によって対応してきているが、見通しは引き続き弱いままだ。それゆえアベノミクスの野心的な目標を達成するためには、より大規模で連携のとれた政策の改善が求められる。労働市場の二重構造に取り組む改革と組み合わせられた所得政策がより重視されるべきで、それらは更なる短期的金融・財政支援及びより信頼性の高い政策枠組みを伴うべきだ。財政戦略は中期的な財政再建にコミットし、大規模で裁量的な消費税引上げをより小規模だが長期に亘って持続する引上げに変更すべきだ。そのようなパッケージは当局が掲げる目標の達成に向けて大きな進展をもたらすだろうが、もし速やかに実施されない場合は、全ての目標を達成する期限は後ろ倒しされ、政策はリスクへの耐性を高めつつ着実だがより緩やかに進展するものへと改められるべきだ。この場合、より長期かつ累積ではより大きな財政調整を実施し、物価目標の達成に関する時間軸の柔軟性を明示的に高めると同時に、大きなショックに対応するために更なる金融緩和や財政刺激を控えることが必要となろう。

当初の成功の後、日本は向かい風と政策課題に直面している...

アベノミクスは当初成功を収めた。日本銀行（日銀）の先例のない量的・質的緩和と、野心的な構造改革を伴う財政刺激という強力な政策協調は、大きな需給ギャップを縮小し、円の過度な増価を反転させ、金融状況を緩和し、企業部門の収益を押し上げ、実際の物価及びインフレ期待をプラス領域に引き上げた。第一段階の消費税上げは財政を大きく改善させた。経済は完全雇用に達し、控えめだが歴史的には顕著な基本給の上昇が生じた。

しかし、景気回復とリフレの進展は失速した。総合物価上昇率はデフレ領域に戻り、基本給の上昇を抑制した。センチメントが悪化する中、消費と投資が低迷し、成長率は潜在的な水準まで戻った。ここ数ヶ月で円は増価し、株価は下落し、インフレ期待は更に低下した。幾つかの要因が持続的な改善を妨げている：

- **構造的障害**：高齢化と人口減少に関連する、経済の先行きに対する信認の低さが投資と借入需要を抑え、ポートフォリオ・リバランスの妨げになっている。労働需給の引き締めりと大企業の高収益が賃金上昇に波及するのを、労働市場の二重構造と硬直性が妨げている。低迷する需要及びなお残るデフレ心理は、企業が製品価格を引き上げる能力を損なっている。銀行が固定資産の担保に大きく依存し、また存続可能ではない中小企業の再建が遅いことが示すように、金融部門はリスク・テイクを十分に支援しておらず、リスクに基づいた資本供給を制約している。
- **政策の欠点**：2014年の財政スタンスは、消費税上げにより期待された収支改善を超え、結果的に過度に緊縮的となった。補正予算を毎年伴う財政政策の変動、消費税上げの裁量的変更、そして中期的な予算の見通しを支える楽観的な成長前提は、信頼できる中期的なアンカー（支え）のない財政政策をもたらした。政策の不透明性を高めている。金融政策の波及の弱さ、脆弱な賃金・物価のダイナミクス、自然利子率の低下は、必要なインフレ期待の上昇を妨げ、コミュニケーション及び信認に関する課題を日銀にもたらしめている。構造改革は、上記の（特に労働市場における）構造的問題に十分に対応していない。
- **世界経済の弱さと変動**：世界の成長の低迷と貿易財部門における過剰生産能力は、減価した円が輸出を押し上げるのを妨げている。新興市場に関する懸念や先進経済における金融政策の先行きに関する期待の変更は、金融市場の変動を高め、逃避通貨としての増価圧力をもたらした。商品価格が低下しても、期待されたほど経済活動は活発化せず、他方で、総合物価上昇率の下方圧力となり、日銀は物価目標の達成期限を繰り返し延期せざるを得なかった。

最近採られた政策はアベノミクスを元の軌道に戻すことを狙っている。

- **マイナス金利政策**：経済見通しが悪化し世界的に不確実性が高まる中でのマイナス金利政策の採用は、物価目標に対する日銀のコミットメントをより強

固なものとし、政策枠組みに新たなツールを加え、それはより期限の制約に縛られにくいものとなった。これまでのところ、マイナス金利政策はイールドカーブを全体的に低下させることに成功しており、日本国債の流動性と銀行の収益性への予期された影響を除けば、市場機能に悪影響を与えていない。実体経済への波及効果の全容が明らかになるには、更なる時間が必要だ。

- **財政支援の拡大**：追加的財政パッケージを採用・編成し、2017年に予定されていた消費税引上げを二年半延期するという当局の決定は、短期において経済を刺激すると同時に財政の持続可能性確保に向けて前進することの難しさを示した。これらの決定は、デフレのリスクを低下させ、短期的に成長を下支えする一方、リフレの可能性を再び損なうような性急な収支改善なくしては、当局の中期的な財政目標の達成に影響を及ぼすであろう。
- **賃金と投資を押し上げる政策**：政府が政労使協議を通じて賃金上昇を求めてきており、また、毎年の最低賃金の上昇に3パーセントの下限を最近設定したことは適切だ。政府はまた、2016年度に法人税の法定税率を一年前倒して引き下げたが、これまでのところ投資に対して目に見える効果は現れていない。
- **新しい三本の矢**：具体的で十分に野心的な方策は概してまだ特定されていないが、政府が採用した新たな「三本の矢」戦略は称賛すべき目標を掲げている：（1）強い経済（名目GDPを600兆円に上げるという目標を伴う）、（2）出生率及び労働参加を高めるための子育て支援、（3）家族を介護しつつ雇用を継続することを可能とする社会保障制度。

しかしながら、成長見通しは引き続き弱い。日本経済は2016年に約0.5パーセントという緩慢なペースで成長すると期待され、2017年には、今後採用される補正予算による潜在的効果を除き、0.3パーセントに低下すると見込まれる。民間消費は、商品価格の低下、給付範囲を絞った財政支援、そして労働参加の拡大に支えられ、緩やかに拡大すると見込まれるが、名目の賃金上昇は短期的に限定的なままだろう。世界の景気回復及び貿易の弱さ、高まる不確実性、そして最近の円の増価は、純輸出及び投資の足かせとなろう。労働市場は、失業率が構造的水準の3パーセント近傍のままで、引き続き逼迫したままと見込まれる。中期的には、人口動態に起因する潜在成長力の低下により経済見通しは影響を受けるだろう。

現在の政策の下では物価上昇は日銀の2パーセント目標を大きく下回ったままと期待される。為替の増価と需要の低迷を反映して、コア・インフレは短期的に低下すると見込まれる。インフレ期待の下落傾向及び基本給の伸びの低下もまた物価上昇のダイナミクスを鈍らせるだろう。総合物価上昇率は、2016年は約0.2パーセントに留まるが、エネルギー価格動向に支えられ、2017年には0.6パーセントに上昇すると見込まれる。需給ギャップの縮小と賃金・物価ダイナミクスの緩やかな強化によって、インフレは中期的に徐々に上昇すると期待される。

中期的には下方リスクが支配的だ。短期的には上振れリスクの方が大きい。大規模になる可能性のある2016年から2017年に掛けての財政刺激策が上方リスクをもたらす一方、予想を上回る中国経済の減速、先進経済の成長の下振れ及びブレクジット等の国際的要因は負の効果をもたらし得る。しかしながら、中期的には、弱い内需、公的債務が高水準な中での低金利の持続可能性に関する不確実性、そして空前の非伝統的金融政策という文脈での金融の安定性に関するリスクといった重要なリスクが存在する。これらのリスクはスタグネーションをもたらすかもしれない。その場合には、財政の長期的な持続可能性に関する疑念が国債のリスク・プレミアムの上昇を招き、金融システムと実体経済に負の循環をもたらす性急な更なる財政調整を強いる可能性がある。

アベノミクスは再充填が必要だ...

労働市場改革と組み合わせられた所得政策をより重視すべきだ。金融・財政政策は、それぞれ独立では設定された期限までに物価目標を達成できない。賃金・物価のダイナミクスを再活性化することで、まずは実際のインフレを引き上げそして期待インフレを引き上げる強力なツールである持続的なコスト・プッシュ・インフレが生じ得る。デフレ心理、賃金・物価上昇を調整するメカニズム（通常は十分にアンカーされたインフレ期待により果たされる役割）の欠如、そして労働の賃金交渉力の継続的低下が基本給の硬直性につながってきた。他方、賃金の低い非正規雇用の割合の上昇は平均賃金の伸びを低下させてきた。これは、賃金交渉過程を直接対象とする大胆な政策及び労働市場の二重構造を緩和する改革の必要性を示している。

- 所得政策：黒字企業が基本給を少なくとも3パーセント（インフレ目標プラス平均的生産性成長率）引き上げること確保するため、政府は“comply or explain”（実施するか、実施しない場合にはその理由を説明するかを求める）の手法を導入し、これを租税インセンティブの強化あるいは罰金により後押しすることができる。後者はもし賃金上昇をもたらせない場合には経済に悪影響を与えるため最終的な手段である。また、政府は全ての公定賃金を毎年引き上げることにコミットし、これが都道府県レベルでも準拠されることを確保することもできる。追加的な賃金交渉の場や賞与の基本給への転換を求めることでこれらの政策を支援し得る。
- 労働市場改革：雇用保障と賃金上昇のバランスがとれた「中間的」雇用契約を、法的枠組みの明確化や非正規職員をそうした契約に転換する補助金の提供により促進することは、労働市場の二重構造を緩和し、新規雇用がこうした契約の下で行われる場合は所得政策を補強するだろう。それはまた技術取得のインセンティブを強化することを通じて生産性の伸びも高めるだろう。配偶者控除や配偶者手当といった、税制・社会保障制度に起因する常勤・正

規労働の阻害要因を排除し、規制緩和を通じて育児施設を拡大することは引き続き重要だ。

所得政策と構造改革は、連携のとれた需要刺激策によって下支えされるべきである。賃金から物価への波及を支え、労働市場改革を実行するためには、短期的に金融・財政政策が成長の後押しをバランスを取って持続的に行い、需給ギャップを解消できるよう短期的には財政が若干拡張的になることが必要である。財政刺激策は更なる金融緩和と協調する一方、全ての政策手段も動員可能にしておくべきである。

漸進的な消費税上げの先行きを事前に公表することを含め、財政健全化に向けた信頼のおける道筋が今立案されるべきである。このアプローチによって、日本の財政の持続可能性という足元の課題に対処し、政策の不確実性を減じ、政策余地を創り出すことが可能となる。低い潜在成長率や、日銀の金融緩和政策への過度な依存を避ける必要性に鑑みると、消費税を少なくとも15パーセントまで（たとえば年率0.5パーセントまたは1パーセントの幅で定期的に）段階的に引き上げることで、成長の下支えと財政の長期的持続可能性の間でバランスが保たれる。政治的支持、企業の納税コスト、そして租税当局の事務負担について考慮した上で、具体的な行程は設定されるべきである。引上げにすぐに着手し、現在計画されている2019年の引上げを、このような事前に公表された漸進的な引上げに置き換えることで、長期的な財政調整に対する信頼を高め、消費者にとっては不確実性を低減し、消費税上げの前後で起きる大きな支出のシフトを回避できる。単一税率は可能な限り維持されるべきであり、低所得家計に関する懸念は対象を絞った現金給付によって対処すべきである。

成長見通しを大幅に引き上げるためには、労働市場の改革を柱とする一層の構造改革が、唯一実行可能な選択肢である。効果の高い改革を行わない限り、人口動態の影響により、潜在成長率は2015年の約0.5パーセントから2030年にはゼロ近傍まで低下すると見込まれる。国内の女性と高齢者の労働供給を拡大する施策に加え、外国人労働者を増やすことも考慮する必要がある。TPPの完全実施及び拡張、他の貿易・相互投資協定の進展、そして更なる規制緩和は、徐々に生産性を引き上げ、短期的には需要を支えることにつながる。金融部門は以下の取組みを通じてイノベーションを促進し、新たな成長分野を伸ばすという役割を強化することができる。

(1) 中小企業の金融環境を一層緩和するために、証券化を促進し、プライベート・エクイティを発達させることにより、国内資本市場を更に発展させる。(2) 中小企業への政府支援を縮小することにより、存続可能な企業の再生を進める一方で存続不能な企業の退出を促す。(3) 事業継承を促進する。

政策の信頼性を高めるために、政策枠組みを強化する必要がある。2020年度までにプライマリー黒字を達成するという当局の中期的な財政健全化計画は、楽観的な成長見通しに基づくべきではない。楽観的な成長見通しは、必要な構造調整幅を曖昧にすることで、信用を損ない、財政政策から中期的なアンカーを欠落させてしまう。財政フレームワークを強化するためには、歳出（特に社会保障費）を削減するためのルールを採用し、補正予算の使用を制限し、経済見通しと予算推計に関するより独立した評価を公表することが必要だ。歳入改革が遅れる中で、社会保障費（特に医療費）の改革は、重要性が高まっている。日銀がコミュニケーションをより明確にし、フォワード・ガイダンスを一層活用すること（スタッフの経済予測を発表し、物価目標を上回る可能性を伝え、拡大したバランス・シートを維持することにコミットするなど）は、金融政策の信頼性を強化し、インフレ期待を高める助けとなり得る。

...あるいは、長期に亘って目標を徐々に達成できるよう、アベノミクスを再調整すべきである

大幅な政策の強化がない場合、政策余地は極めて限定的となり、慎重に用いられる必要がある。大胆な所得政策と、関連する包括的な改革がない限り、財政拡張による影響は限定的である。財政刺激策が大規模な場合は、リスク・プレミアムの上昇を招き逆効果になりかねない。それでもなお、景気の先行きが弱いことから、財政スタンスは短期的には概ね中立的である必要がある。同様に、物価目標の達成により時間がかかることから、緩和的な金融環境は長期間保たなければならない。したがって、金融政策は長期の調整に向けて再設定されるべきであり、一層の金融緩和によってもたらされる便益と、国債市場の流動性、金融機関の収益性、金融仲介機能の低下、市場機能の低下から生じる中期的な金融の安定性に対する潜在的なリスクや、国債買入やマイナス金利の限界との間で、慎重にバランスをとるべきである。

結果として生じる物価と成長の低迷は、調整過程が長引くことを示唆する。高い名目成長が達成されなければ、財政調整はより大規模に、またより長い時間がかかることになり、ショックへの脆弱性が高まる。毎年GDP比1/4～1/2パーセント程度の漸進的な構造的財政調整が債務の引下げに必要な限り持続される必要がある。金融政策の枠組みは、物価目標を達成する具体的な期限を撤廃し、より柔軟になる必要がある。より現実的な目標を掲げることで、日銀の信頼性は高まるはずだが、日銀が物価目標達成のコミットメントを弱めていると思われたいよう、また、円高といった副作用が市場に発生する可能性を抑えるよう、移行に際しては十分なコミュニケーションが必要となる。

一方で金融の安定性を守り...

非伝統的な金融政策が長期化したり、リフレや財政安定化が達成できない場合は、金融の安定性に関するリスクが生じる可能性がある。金融部門は全般的に安定しているが、部分的にリスクが上昇している。資産利益率が既に極めて低い中で、金融機関の収益性はマイナス金利環境下で更に低下する可能性がある。内国債保有に関する金利リスクと不良債権比率が低下した一方で、株価のボラティリティに関連する市場リスクは大幅に上昇し、為替リスクも高止まりしている。国債市場の流動性は低下しているように見えるが、他の市場への波及は現在のところ限定的である。当局はこれらのリスクの幾つかに対して、（１）地方銀行のビジネス・モデルの改善を奨励する、（２）銀行が戦略的な株式保有を削減し、主要外貨における安定的な資金調達源を確保できるよう支援する、（３）証券貸出制度を拡張するなど、適切に対処してきた。また、当局は、外貨建て融資が当該外貨の預金を上回って増加する場合には、主要外貨の流動性カバレッジが十分高い水準にあることを確保する必要がある。プライマリー・ディーラーが抱える在庫の減少が、各社のマーケット・メイキング能力に影響していないか、当局は定期的に評価を行う必要がある。監督活動により得た情報や所見を共有し、関連する政策手段の運用における日銀と金融庁それぞれの役割を明確にすることを通じて、現在進められているマクロプルーデンス政策枠組みの強化を継続すべきである。国際的に活動する銀行は規制の変更順調に対応しつつあるが、地方銀行に影響があるような規制はできるだけ早く明確にされる必要がある。邦銀の間では、リスク・テイキングの低下や規制変更に伴う、コルレス銀行業務など国際金融業務の縮小は今のところ見られていないが、今後 FATF（金融活動作業部会）声明に沿った AML/CFT（マネー・ローンダリング・テロ資金供与対策）の調整の影響は注視されるべきである。

...リスクとスピルオーバーに備える

下方リスクに対する利用可能な政策余地と政策対応は、ショックの大きさと発生原因に左右される。成長への下方リスクに対処する際、財政・金融政策を活用した調整のとれた対応が第一の防衛線となる。財政出動は、国債のリスク・プレミアムの動向とその金融の安定性に与える影響を考慮すべきである。成長、物価、債務動向に多大な副作用を与えるような大きな下方ショックや、中期的な財政再建に向けた政策の失敗は、通常の政策余地の有効性を損ないかねない。しかし、公的債務の明示的なマネタイゼーションなど、より一層非伝統的な政策に移行すれば、信用の毀損によって、安定性が揺らぐリスクが高まる可能性がある。

日本へのスピルオーバーを軽減し、中期的に對外バランスを確保する上では、国内政策の強化が重要である。新興市場の減速に伴う国内へのスピルオーバーや、国際的な金融ボラティリティの高まり、そして原油価格の低下は、成長を引き上げ、デフレのリスクを低減しようとしている日本に課題をもたらしている。2015年の對外ポジションは、中期的なファンダメンタルズや望ましい政策と整合的な水準と比べて若干ながら強かったが、2016年始めからの実質実効為替レートの増価は、それを2015年の評価で示された中期的なファンダメンタルズと概ね整合的な水準に向けて動かした。一方で為替の増価は、デフレ・リスクの低減に向けた取り組みを阻害する可能性がある。デフレのリスクを低減し、耐性を高めるためには、国内政策の強化が最も効果的である。より大胆な構造改革と信頼のおける財政健全化がなければ、内需は低迷を続けるとみられ、追加的な金融緩和は円安に過度に依存する状態につながるだろう。

我々は日本当局および協議参加者の歓迎と率直かつオープンな議論に感謝する。