



国際通貨基金

パブリック・インフォメーション・ノーティス

広報局

(参考仮訳)

International Monetary Fund
700 19th Street, NW
Washington, D. C. 20431 USA

パブリック・インフォメーション・ノーティス (PIN) No. 08/92
即時発表用
2008年7月29日

IMF、2008年対日第4条協議を終了

国際通貨基金 (IMF) 理事会は2008年7月21日をもって日本との第4条協議を完了した¹。

背景

日本経済は、米国の景気減速や国際金融市場の混乱に対し底堅さを示してきた。2007年の国内総生産 (GDP) は、主に民間消費の伸びの鈍化と、建築基準法の改正が誘因となった住宅建設の不振を背景に、2006年の2.4%から低下し、2.1%となった (潜在成長率は上回っている)。2008年第1四半期の経済活動は、米国以外の輸出先の旺盛な需要に引き続き牽引されるとともに、住宅投資の回復が経済成長をさらに後押しする格好となった。5月の消費者物価指数 (CPI) の上昇率は主に食料とエネルギー価格の上昇によって1.3% (対前年同月比) を記録したが、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0.1%の低下 (対前年同月比) となった。賃金上昇圧力は限定的であり、単位労働コストは対前年比で引き続き下落した。

日本の対外収支は引き続き堅調である。外需と所得収支の一層の増加を背景に、2007年の経常収支黒字はGDPの4.8%に拡大した。しかし第1四半期には、所得収支はかなりのペースで流入が続いたものの貿易収支は交易条件の悪化によって大幅に縮小した。円キャリー取引の解消と大幅な経常収支黒字を背景に、3月まで対ドルを中心に主要通貨に対する円の上昇が見られた。しかし日本の投資家による資本流出によって黒字が相殺される状況が続いていた。円相場

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。

の動きは市場に委ねられており、当局は 2004 年 3 月を最後に為替市場への介入を行っていない。

国際市場における金融システムの混乱の影響も限定的なものに留まっている。サブプライムローン及びその他の証券化商品に対する銀行セクターのエクスポージャーが比較的小さかったこと、また日本銀行が流動性供給の量及び頻度を引き上げたことにより、短期金融市場は相対的に安定した状態を保っている。銀行のサブプライム関連の損失額は 80 億ドルに上るが、これは銀行の営業利益と Tier1 資本の範囲内に十分収まっている。ホールセール市場での資金調達に依存するノンバンクとならんで格付けの低い非金融法人部門を取り巻く金融環境は幾分タイトになっており、中小企業を中心に倒産件数は増加した。

今年は財政健全化へ向けた動きが停滞し、当局の中期計画では最近の改善傾向を更に進める姿になっていない。2008年度予算では、社会保障費の上昇による歳出の若干増と税収増のペースの鈍化を見込んでおり、プライマリーバランス赤字（社会保障基金を除く）の概ね現状維持を目標としている。一方、純公的債務は対GDP比94%と見込まれており、3年前の対GDP比85%前後から上昇している。当局による「基本方針2008」では、引き続き、2011年度までのプライマリーバランス（社会保障基金を除く）の均衡達成が目標とされている。IMFスタッフによる経済成長見通しは当局より低めであり、その前提では、純公的債務の上昇傾向に歯止めをかけるには当局の健全化計画では不十分であろう。

金融政策は緩和的である。日本銀行は 2007 年 2 月以降、政策金利を 0.5%で維持しているが、インフレ率が上昇していることから実質金利は低下していることになる。

短期的な経済見通しとしては、世界経済からの影響を蒙るリスクが依然としてあるものの、ソフトランディング（軟着陸）が見込まれる。2008-09 年の GDP 成長率は、世界的な需要の低下と交易条件の悪化を背景に、潜在成長率を若干下回る 1.5%の緩やかなものとなると予測される。消費者物価指数は上昇が見込まれるが、インフレリスクは抑えられていると見られる。ここ数ヶ月間で、成長率の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ているものの、不透明感は依然大きい。

中期的には GDP 成長率は潜在成長率（1.7%前後）に収束し、経常収支の黒字幅も縮小すると見られる。この見通しは、企業及び金融部門の効率改善の継続と労働人口の減少を前提としている。

理事会による評価

理事達は、米国の景気減速と国際市場の混乱に対し日本経済がこれまで示してきた底堅さについて当局を称賛した。日本銀行による時宜を得た流動性供給が国際金融市場における圧力の影

響を緩和する助けとなったのに加え、新興市場国・地域への輸出の全般的な堅調さ、家計と企業のバランスシートの健全さ、金融機関のサブプライムに対するエクスポージャーが限定的であったことが経済の強さを下支えした。とは言うものの、交易条件の悪化と国内のマインドの低下を踏まえ、日本経済は緩やかな減速に向かうと考えている。ここ数ヶ月間で消費者物価指数が上昇したが、食料と燃料価格を除いたコアインフレ率はほぼ0%に留まり、この抑制された状況は継続するものと見られる。

ソフトランディング（軟着陸）の公算を歓迎しつつも、経済の見通は引続き強い不透明感にさらされているという点を理事達は強調し、国際市場で最近再び大きな変動が見られるようになってきていることから、成長見通しに対する下振れリスクが高まる一方で、商品価格の上昇がインフレの上振れリスクを高めていると指摘した。こうした状況のもと、理事達は、金融部門の強化に対する取り組みを継続しつつ、金融政策は緩和基調を維持していく一方、財政政策は中期的課題に重点を当てるべきとの当局の見解に同意した。また、生産性と日本の中期的成長見通しを押し上げるために、構造改革も再活性化されるべきである。

理事達は財政再建に関する最近の進展を評価し、2011年度までにプライマリーバランス（社会保障基金を除く）の均衡を達成することに関し当局が引き続きコミットしている点を歓迎した。今会計年度の景気減速は小幅なものに留まると見込まれることから、理事達は、当局に対して、歳入が不足する場合であっても財政赤字の目標値を達成するよう促した。数人の理事は、成長が大幅に減速した場合には自動安定化機能の発揮が容認されるべきであろうと指摘した。

2009年度以降について、高い水準にある公的債務の安定化と高齢化に伴う財政コストへの対処のためには当局が現在想定している以上の大規模な財政調整が必要になる、との見方を大半の理事は示した。歳出削減の余地が限られてきていることは、今後の財政再建の推進には、歳入面での措置が必要であることを示唆している。こうした中、理事達は包括的な税制改革の有益性を認め、大半の理事が消費税引き上げの検討を支持した。政府は2009年度中に基礎年金に対する拠出の国庫負担分を増やす計画であり、増税が社会保障費の財源確保を担保する措置と捉えうることから、理事達はこれが消費税引き上げの好機となると考えた。同時に、理事達は、財政再建のペースを加速することは現状では難しいであろうことを認め、数人の理事は、現在の政府の財政政策のコミットメントを達成することが第一であると強調した。また来年度からガソリン税を一般財源化し、道路特定財源を廃止する当局の計画について、これを歓迎した。

金融政策について理事達は、基調的なインフレが低いこと、また経済見通しの不透明さを踏まえ、金融引き締めを先送りすることのリスクはあまりないと見た。理事達は、日銀が「情勢を見極める(wait and see)」アプローチをとり、万一、経済活動に対する下振れリスクが生じた場合、あるいはインフレ期待が悪化した場合には、柔軟に対応するとした日本銀行の姿勢を支持した。また理事達は日本銀行のコミュニケーション強化を歓迎し、これが当局の政策意図への

理解を深めるとともに、インフレ期待の誘導に寄与するであろうとの見解を示した。理事達は、経済成長に対する下振れリスクが後退した暁には、金利が段階的に正常化されることを期待した。

為替相場を市場に委ねるといふ当局の政策について、理事達はこれを支持した。市場への介入は2004年3月を最後に実施されていないが、こうした介入は為替相場の無秩序な動きが見られた場合に限られるべきとの当局の政策を支持した。理事達は、マクロ経済政策と構造政策の焦点は適切であるものの、円の水準は実質実効ベースでみた長期的水準と比較して割安に留まっている点を指摘した。また日本の投資家による国際的な分散投資の推進から生じる資本流出は当面円に下方圧力を加えるかもしれないとの認識を示した。理事達は概ね、政策改革により広範な生産性の改善が図られる場合には、長期的には円が増価するものと考えられる、と指摘した。複数の理事は、経常収支に基づく均衡為替レートの分析に当たり、構造的資本収支の要素の重要性を強調した。

理事達は、透明性の向上と市場の信認の維持を目指して金融庁が講じてきた措置を歓迎した。これらの措置は、金融安定化フォーラムの提言に沿ったものである。また日本銀行の柔軟な流動性管理が、短期金融市場の安定維持に役立っている点も評価した。理事達は、サブプライムローン関連損失へのエクスポージャーのモニタリングと情報開示に関する当局の積極的な取組を歓迎し、更なる情報開示と透明性の向上により、市場の信頼と規律が間違いなく強化されるであろうことを強調した。今後に関しては、理事達は、当局が国際市場の更なる混乱と景気減速によるリスクに対して警戒を怠らないよう促した。自己資本の更なる充実とリスク管理の強化により、金融システムが一層強化され金融仲介機能も向上するだろう。理事達はまた、ゆうちょ銀行の民営化に向けた進展を歓迎し、同等な競争条件の達成を当局が重視している点を支持した。

理事達は、マルチラテラル・コンサルテーション（多国間協議）で述べられ、また「基本方針2008」にも盛り込まれた、構造改革を進展させる当局の企図を歓迎した。労働市場の柔軟性向上、製品市場の競争強化、対内直接投資の促進などの構造改革を一層推し進めることは、中期的な成長見通しの底上げと、世界的不均衡の秩序だった是正に寄与するであろう。

パブリック・インフォメーション・ノーティス (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の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。



国際通貨基金

パブリック・インフォメーション・ノーティス

広報局

日本の主要経済指標

	2004	2005	2006	2007	2008 予測
実質 GDP	2.7	1.9	2.4	2.1	1.5
民間消費	1.6	1.3	2.0	1.5	1.1
設備投資	5.6	9.2	4.3	2.2	0.9
住宅投資	1.9	-1.5	0.9	-9.5	-4.4
政府投資	-9.0	-10.1	-8.1	-2.5	-3.2
政府消費	1.9	1.6	-0.4	0.7	0.5
在庫投資（寄与度）	0.3	-0.1	0.2	0.1	-0.1
対外収支（寄与度）	0.8	0.3	0.8	1.1	0.9
財貨サービスの輸出	13.9	7.0	9.7	8.6	8.5
財貨サービスの輸入	8.1	5.8	4.2	1.8	3.4
インフレーション					
GDP デフレーター	-1.1	-1.2	-1.0	-0.8	-1.1
消費者物価上昇率（CPI、季節調整済）1/	0.0	-0.6	0.2	0.1	1.1
消費者物価上昇率（CPI、季節調整前）1/	0.0	-0.3	0.2	0.1	1.1
失業率（期中平均、パーセント）	4.7	4.4	4.1	3.9	3.9
経常収支					
実額（10 億米ドル）	172.1	165.7	170.4	211.0	190.6
対 GDP 比（パーセント）	3.7	3.6	3.9	4.8	3.9
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）	-5.5	-4.5	-3.3	-2.9	-3.2
財政収支（社会保障基金を除く）	-6.0	-4.8	-3.2	-2.3	-2.6
構造的財政収支 2/	-4.9	-4.3	-3.4	-2.9	-3.2
通貨及び信用(対前年比、期末)					
ベースマネー	4.2	1.0	-20.0	0.4	0.4 3/
M2(期中平均)	2.0	1.9	0.7	2.1	2.3 3/
銀行貸出 4/	-1.2	1.1	2.8	0.8	2.4 3/
為替レート及び金利（期中平均）					
円・ドルレート	108.2	110.2	116.3	117.8	106.7 5/
円・ユーロレート	134.5	137.3	146.0	161.4	169.5 5/
実質実効為替レート 6/	76.3	71.7	65.1	60.0	63.8 6/
3 ヶ月物 CD 金利	0.06	0.06	0.22	0.51	0.53 5/
10 年物国債利回り	1.51	1.39	1.74	1.68	1.58 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/ 2008 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/ 2008 年 7 月 21 日現在。

6/ 単位労働コストは 2000 年を 100 として表す。2008 年のデータは 5 月現在。