

2005年8月8日

IMF、2005年対日第4条協議を終了（仮訳）

国際通貨基金（IMF）理事会は、2005年7月29日をもって日本との第4条協議を終了した。¹

背景

国内総生産（GDP）成長率は、数四半期にわたりトレンドを上回った後、2004年第2四半期に予想外の減速を示した。GDP成長率は通年で2.6%と、予想を大きく下回った。この減速の主な原因は、連鎖加重方式への移行を反映したためと考えられ、旧方式により計算した成長率は3.6%であった。全世界的なIT市場の減速や石油価格の高騰により貿易相手国の需要が予想外に減少したこと及び国内民間需要の減少も、その他の減速の要因として考えられる。一時的要因もあって第1四半期のGDP成長率は予想外の強さを示し（季節調整済み年率で4.9%）、2005年に経済活動は復調した。最近の各指標、特に小売販売、投資予定及び雇用の伸びに関する指標は、今後景気拡大が進行していくことを表している。経済活動は加速しているものの、穏やかなデフレは継続している。金融市場に目立った動きはなく、日経平均株価は概ね横這いであり、債券利回りは一年前と比較していくぶん低下している。

円の為替レートは米ドルに対しても、またその他の各国の通貨に対しても概ね安定している。過去12ヶ月におけるドル円レートは1ドル=102円~115円の範囲内で推移している。2004年末にかけては全般的にドルが弱含んだため円高圧力が生じたが、米国連邦準備理事会による早期の引き締め期待の下、円高圧力は後退した。名目及び実質実効為替レートは過去12ヶ月間にほとんど変化していない。単位労働コストは、日本の貿易相手である各国において上昇している一方、日本では減少している。また、現在の日本の大幅な貿易黒字を前提とすれば、競争力は現在のところ懸念されていない。

雇用削減による労働市場への圧力は、徐々に弱まっている。失業率は過去6年間で最も低く、求人倍率はバブル後の最高水準で推移し続けており、企業意識調査は雇用の過剰感の減少を示している。臨時・契約社員の雇用という過去のトレンドが退潮し、正社員の雇用が堅調になりつつある。正社員（より高給の社員）雇用への復帰もあり、実質賃金も最近になって底を打ち、将来の所得上昇が見込める状況となっている。

企業のリストラは進行し続けている。キャッシュフローと収益は依然として強く、破産件数は過

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。

去 10 年間で最も低い水準であり、レバレッジは引き続き減少している。更に、企業部門の回復は輸出志向の大規模製造業だけでなく、中小企業や非製造業にも広がり続けている。

銀行システムの強化も、更に前進した。金融再生プログラムに基づく主要行の資産査定厳格化等と企業部門の改善により、不良債権は減少し、各行の格付が引き上げられている。主要行は、2005 年 3 月のプログラム終了までには不良債権比率を 4%程度に半減させるという金融再生プログラムの目標以上の結果を達成した。銀行貸出の減少ペースは鈍化し、日銀短観によれば借り手側も貸出態度の改善を実感している。更に、4 月よりペイオフ解禁拡大が実施されたが、金融市場での緊張は見られなかった。しかしながら、銀行の自己資本の質は繰延税金資産により脆弱なものとなっており、コアとなる収益率はまだ低く、地域銀行の不良債権処理が遅れており、銀行システム活性化のプロセスはまだこれからである。

金融政策は非常に緩和的な状況が続いており、量的緩和の枠組みのもと流動性は潤沢であり、短期金利はゼロの状態にある。日本銀行は、デフレを脱却するまではこの方針を継続することを繰り返し強調している。日本銀行は 5 月に、流動性需要の季節的な変動を考慮して、当座預金残高の目標範囲を一時的に下回ることを認める決定を行ったが、この決定は技術的な措置であり、基本的な政策の変更ではないと一般的に市場に受け止められている。

財政の引締めは 2004 年度（2005 年 3 月に終了）において実現されたが、赤字幅は依然として大きい。一般政府における財政赤字は対 GDP 比で 0.6%減少し、6.9%になったと推定される。構造収支は対 GDP 比で 0.3%改善した。一般政府の赤字縮小の半分近くは、予測外の歳入増と補正予算における一部の支出節減を反映したものである。10 年間にわたる多額の赤字によりグロスの公的債務残高は急速に増大し、GDP の 170%に達しており、先進国中で群を抜いて大きなものとなっている。ネットの公的債務残高は GDP の約 80%である。

短期的なマクロ経済見通しは、改善している。世界的な経済成長の減速は底を打ったと見え、ほとんどの地域において第 1 四半期の数字は好調である一方で IT 部門の在庫・生産調整も進んでおり、その他の指標も個人消費と投資の復活を示している。従って、2005 年及び 2006 年における日本の GDP の年平均成長率は 1.75%前後と予測されている。経済の不振がなくなれば、デフレ圧力が緩和され、消費者物価は 2006 年には最終的に底を打つはずである。経済には下方リスクが残っており、リスクには世界経済成長の鈍化（特に新たな石油価格の急上昇が発生した場合）や新たな円高圧力の発生が含まれている。中期的には成長率は潜在成長率である 1.5%（推定）まで減速すると予想される。相対的に低い潜在成長率は、全要素生産性の低下と労働人口の継続的減少を反映している。

理事会による評価

理事達は、日本においてバブルの負の遺産の解消が更に進行している兆しを歓迎した。金融システムは安定し、企業部門はリスク対応力を高め、労働市場はより活性化し、財政の健全化が進行中である。その結果、経済は持続的拡大に向かう条件が整ってきていると見られる。

しかしながら、理事達は、低い成長率のトレンドと人口構成上の圧力が中期的な見通しに対するリスクとなることに留意した。人口高齢化は社会的支出を増加させ、基調となっている緩やかな経済成長は経済をショックに対して脆弱なものとしている。以上の背景の下、より堅固な自律的成長を支える基盤を強化するために、財政面及び構造面での改革を更に促進するための一層の努

力が必要となろう。理事達は、そうした改革実施の困難さは認識しつつも、それにより国内経済が強化され、対外不均衡の是正に向けた他の国々における協調的な政策努力とあいまって世界経済の復元力が一層高まり、もって通貨市場における無秩序な調整リスクを減少させるであろうことを強調した。

理事達は、金融政策における最優先事項が引き続きデフレ根絶にあることに合意した。理事達は、現実の及び予想されるインフレがプラスとなるまで緩和的なスタンスを維持するという日本銀行の方針を歓迎した。ほとんどの理事達は、流動性需要が低下していることを考慮すれば、おそらく金融状況の引締めを伴わずに当座預金残高に関する目標を減額できるであろうと考えた。しかし、理事達は、緩和的な金融スタンスを維持する方針を明確に示すためにも、当面は目標を現在のレベルに維持することが妥当であるとの日本銀行の考えに賛意を示した。

理事達は、デフレが退潮し、金融政策のオペレーションが金利をその政策ツールとして使用する状況に戻るにつれ、当局が金融政策上の意図を明確に伝達し続けることが、政策の信頼性と有効性を向上させる上で重要な役割を果たすと強調した。理事達は、新しい金融政策の枠組みに移行するにあたっては、変化し続けている金融及び経済の環境に合わせて、柔軟なアプローチを採用するという日本銀行の選好を概ね支持した。一部の理事たちは、デフレを完全に脱却した後、インフレ予想を安定させるために、数値化されたインフレ目標値を発表することを支持した。他の理事たちは、金融政策の伝達メカニズムの有効性が不確かな状況に鑑みれば、現状ではインフレ目標の発表によるメリットは限定的であろうという点に留意した。

理事達は、為替レートは経済のファンダメンタルズを反映するべきものであり無秩序な変動は経済成長にとって好ましくないという考えに当局の為替政策が基づいていることを認識した。理事達は、当局が2004年当初以後は外国為替市場への介入を行っていないことに留意した。同時に、デフレの根絶及び成長の下支えという目標を確かにすることの重要性に鑑み、円高圧力が物価水準の下落または景気回復へのリスクとして深刻な脅威となる場合には、従来の金融政策及び財政政策の余地が限定的であることも考慮して、最後の手段として介入が是認され得ると少数の理事達は考えた。しかし、その他のほとんどの理事達は、円高に対する日本経済の対応力が改善されている点を指摘し、介入は例外的状況に限り行われるべきと忠告した。

理事達は、2004年度になされた財政健全化の進展を歓迎したものの、赤字が依然として大きく、公的債務の更なる増大が見込まれており、非裁量的な支出の抑制と歳入増加を目的とした諸施策にもかかわらず当財政年度における構造的財政収支バランスの改善がわずかであることに留意した。理事達は、景気の拡大が想定されているとおりであるとの前提のもと、全ての予定外の税収増を蓄え、本年度の補正予算において一切の景気刺激策を回避することを当局に対して懇願した。

理事達は、公的債務を安定化させ、社会の高齢化に伴う財政コストの負担余地を作ることが中期的な財政政策上の課題になると考えた。理事達は、社会保障基金を除くプライマリーバランスの均衡を2010年代初頭までに達成するという当局の目標を歓迎した。多くの理事達は、未だ回復初期の経済に与えるマイナスの影響を最小に抑えるため、赤字を着実かつ漸進的に削減することが適当であることに同意した。しかし、その他の多くの理事達は、特に実質金利が将来的に予想を超えて上昇した場合には、債務を安定化させるためにより大幅な調整が必要となる可能性があると考えた。こうした調整には歳入と歳出の両面において困難な施策が必要となろうが、日本経済のリスク対応力が高まったことに鑑みれば、このような調整は管理可能なものとなろう。理事

達は、更なる公共投資合理化と公務員制度改革、並びに消費税の増税を含む包括的な税制改革の余地があると考えた。理事達は、同時に、変化する経済再建に適応するべく財政再建の計画に柔軟性を持たせることを提言した。

理事達は、銀行システムが抱えるバランスシート問題の解決に向けた進展を歓迎した。理事達は、ペイオフ解禁拡大のスムーズな実施は、銀行システムの安定性についての国民からの信認を示す重要な証しであると考えた。理事達は、将来展望については、新しい金融改革プログラムにおいて強調された通り、金融部門に関する政策の重点は適切に活性化に向けて移行していると認識した。理事達は、この新規プログラムの目標を歓迎し、具体策の早期実施を期待した。優先課題としては、依然として残っているバランスシートの脆弱さ（特に地域銀行において見られる）に対処するための監督の継続と、リスク管理体制の改善及び銀行の収益環境の強化に関する措置などが含まれる。理事達は、計画されている日本最大の預金取扱機関である日本郵政公社の民営化を、民間金融機関との競争条件を均等化することもあり、歓迎した。

理事達は、人口高齢化が潜在成長率に与える影響を緩和し、日本の生産能力を増強するために構造改革が必要であることを強調した。生産要素・製品市場の自由化は潜在的な成長見通しを強化する。同様に、労働市場の柔軟性の強化、製品市場の競争の強化及び外国からの直接投資の奨励がなされるべきである。理事達は、手厚い保護及びその非効率性に鑑み、農業部門の改革も大きな利益を生むであろうという点に留意した。理事達は、輸入障壁を減らし、農家に対する直接支払いに移行することを当局に懇願した。

理事達は、日本と開発途上国の双方にとって利益となる、更なる貿易の自由化を構造改革の中心的要素とすることを当局に要請した。理事達は多国間貿易体制に対する日本の支持継続を歓迎し、ドーハ・ラウンド交渉の成功裡の妥結をもたらすためにリーダーシップを発揮することを当局に懇願した。

理事達は、予算上の圧力にもかかわらず、日本の政府開発援助（ODA）の維持に向けた努力を称賛した。理事達は、国際連合が推奨する目標に向けて開発援助を引き上げることを当局に懇願した。

パブリック・インフォメーション・ノートイス (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：主要経済指標

	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年 予測
国内総生産 (GDP) 1/	0.2	-0.3	1.4	2.6	1.8
民間消費支出	1.1	0.5	0.2	1.5	1.2
企業設備投資	0.6	-6.6	6.6	5.8	5.2
住宅投資	-5.3	-4.3	-1.1	2.2	0.3
公的固定資本形成	-4.6	-4.3	-10.6	-10.8	-3.9
公的消費支出	3.0	2.6	1.2	2.7	1.9
資本形成 (成長寄与度)	0.1	-0.2	0.2	0.2	0.2
国際収支 (成長寄与度)	-0.6	0.6	0.6	0.8	-0.1
財貨・サービスの輸出	-6.0	7.2	9.1	14.5	3.5
財貨・サービスの輸入	-0.7	1.2	3.8	8.9	5.2
インフレーション					
GDP デフレーター	-1.3	-1.3	-1.4	-1.2	-1.0
消費者物価指数 (CPI)	-0.7	-1.0	-0.2	0.0	-0.4
失業率 (期間平均、%)	5.0	5.4	5.3	4.7	4.4
経常収支					
(単位：10 億ドル)	87.8	112.6	136.2	172.1	175.3
対 GDP (%)	2.1	2.8	3.2	3.7	3.7
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	-8.2	-7.5	-6.9	-6.7
社会保障費除く財政収支	-6.6	-7.9	-7.7	-6.6	-6.3
構造的財政収支 2/	-5.7	-7.0	-6.9	-6.6	-6.5
金融 (12 ヶ月成長率；期末)					
ベースマネー	16.9	19.5	13.2	4.2	2.2 3/
M2 + CD (期間平均) 4/	2.8	3.3	1.7	1.8	1.5 3/
銀行貸出 4/	-4.3	-4.8	-5.1	-3.2	-2.7 3/
為替レート及び金利 (期間平均)					
円ドルレート	121.5	125.4	115.9	108.2	108.7 5/
実質実効為替レート 6/	88.7	80.6	78.0	78.5	74.7 3/
譲渡性預金 (3 ヶ月) 金利	0.09	0.07	0.09	0.06	0.05 5/
日本国債 (10 年物) 流通利回り	1.33	1.28	1.00	1.51	1.23 5/

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

1/ 成長年率及び寄与度は、季節調整済みデータにより算出。2004 年度の GDP 成長に関する年間データに基づいて公式に発表された成長率は 2.7%。

2/ 社会保障費含む、銀行支援除く。

3/ 2005 年 5 月現在。

4/ 1998 年 4 月以降、マネタリーサーベイは外国銀行在日支店、外銀信託、信金中央金庫を含む。

5/ 2005 年 6 月 23 日現在。

6/ 標準労働単価は 2000 年を 100 として表す。