



INTERNATIONAL MONETARY FUND

*Public Information Notice*

EXTERNAL  
RELATIONS  
DEPARTMENT

パブリック・インフォメーション・ノーティス (PIN) No.06/81

2006年7月28日

International Monetary Fund  
700 19<sup>th</sup> Street, NW  
Washington, D. C. 20431 USA

**IMF、2006年対日第4条協議を終了（仮訳）**

国際通貨基金(IMF)の理事会は2006年7月21日をもって日本との4条協議を終了した。<sup>1</sup>

**背景**

デフレは終息し、日本経済は力強い回復軌道に乗っている。2005年の日本の国内総生産(GDP)成長率は、主に民間消費及び投資に牽引され、約2.75%となった。労働市場は需給が逼迫しつつあり、失業率は過去8年間の最低水準で推移している。非常に力強いものであった2005年第4四半期に引き続き経済活動は活発で、2006年第1四半期のGDP成長率(季節調整済み年率)は約3%となった。コア・インフレ率(生鮮食品を除いた消費者物価指数)は2005年11月以来鮮明にプラスの状態となってきた(5月のコア・インフレ率前年比は0.6%)。GDPデフレーターは下落し続けているものの、国内需要のデフレーターは僅かながら上昇している。一方、都市部の15年間に亘る地価下落が下げ止まり、反転し始めるなど、他の指標からも物価上昇の傾向が確認されている。

円は、現在、実質実効為替レートでみて、1年前に比べ約6.75%安くなっている。日米間の金利差が拡大するにつれて、円は2005年に対ドルで15パーセント近く下落した。その後、主要国において予想される金融引き締めペースを市場が再評価したのを反映し、円は今年になり(主に米ドルに対して)若干上昇した。為替介入は2004年3月以来行われていない。

対外収支の黒字は縮小している。円安にもかかわらず、貿易収支は2005年にGDP比で約0.75%減少した。要素所得が急増したため、経常収支の縮小はより緩やかになものとなった。外国投資家による記録的な国内株式の購入にもかかわらず、外国債券の大量購入と外国銀行による資金引き上げにより金融収支が改善した。

<sup>1</sup> 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。

金融部門及び企業部門は過去 10 年間で最良の状態にある。(資産査定)の厳格化により主要銀行の不良債権比率は 2006 年 3 月で全債権の 2 パーセント未満にまで減少した。地域銀行における進捗状況はまちまちである。徹底した企業リストラが企業収益を過去最高の水準まで押し上げ、生産性を向上させた。与信面の制約が緩和される一方で借入需要は再興しており、銀行貸出(貸出債権流動化・償却等調整後)は 8 年間に亘る減少を経て 2005 年半ば以降は増加基調で推移している。

金融政策は依然として適度に緩和的である。日本銀行は 3 月 9 日に、金融政策の調節方式を市中銀行の日銀当座預金残高を操作目標とすること(量的緩和政策)から無担保コール翌日物(オーバーナイト物)金利を操作目標とすることに変更した。短期金利の変動は限定的であったのに加え、民間のマネー・マーケット活動も活発化し、量的緩和策解除は円滑に行われた。

財政再建は当局の計画より前倒しで進んでいるが、財政の不均衡は依然として大きく、一般政府純債務は GDP 比約 90%と、先進国のなかで最高水準である。2005 年度の社会保障を除く一般政府の基礎的財政赤字は、GDP 比で 1%改善し、GDP 比約 3%になったと推定される。2006 年度の予算は、従来の所得税減税措置の撤廃と裁量的な歳出の削減により、GDP 比約 0.5%程度の財政赤字減少を見込んでいる。

短期のマクロ経済見通しは良好である。GDP 成長率は、2006 年には 3 パーセント近くになり、2007 年には 2 パーセントを若干上回ると予想されている。消費者物価指数は、稼働率が上昇するに連れ、徐々に上昇するであろう。上振れリスクと下振れリスクが拮抗しており、下振れリスクは主に外的要因によるものである(原油価格の変動、長期金利の上昇、あるいは急激な世界経済の減速)。特に、世界的な不均衡の無秩序な調整が起こった場合、インフレ率が低いため再度デフレに陥る懸念がある。一方上振れリスクとしては、民間消費及び設備投資がより強いものとなる可能性が挙げられる。

中期的には、1.7%と推定される潜在成長率まで成長は減速し、また経常収支も縮小すると予想される。改革の促進、研究開発の回復及び更なる企業の再編成により、潜在成長率が高まる可能性もある。広範な部門における生産性の伸びの加速は、経常収支黒字を次第に減少させ、財政再建に伴う経常収支黒字拡大効果を相殺することとなろう。

## 理事会による評価

理事達は、日本経済が景気拡大に向けて力強い勢いを維持していることを歓迎した。企業部門及び金融部門に残っていた脆弱性への対処はほぼ終了した。また労働市場及び可処分所得の改善により、貿易黒字の縮小とともに、内需主導の息の長い成長にむけての基盤が強化された。理事達は、いくつかの指標により、日本にとって重大な転機となるデフレの終息が裏付けられていることを歓迎した。この点について、彼らは消費者物価の上昇継続が見込まれ、デフレ再燃のリスクが後退している点を強調した。

しかし、理事達は、当面、潜在成長率を上回る成長が見通される一方で、主要な政策課題が残っていることに留意した。彼らは、インフレなき成長を維持するための戦略を構成する相互補完的な要素として、デフレ終息後の適切な金融政策の採用、適切に策定された財政再建への着手、構造改革を通じた生産性の改善を強調した。こうした考えの下、理事達は、当面の良好な状況を利用し、これらすべての面で前進を図るよう、政府当局を促した。

理事達は、量的緩和脱却から正常な金融政策運営への復帰がスムーズになされたことを歓迎した。彼らは、金融市場における過度の変動を回避しつつ日本銀行が巧みに政策転換を達成したことを称賛した。理事達は、インフレ期待を安定させ、引き上げるために、当面は緩和的な政策スタンスを継続すべきであるとの点で合意した。

理事達は、日本銀行の金融政策がデフレ終息後の状況に適したものであるという点で同意し、透明性の改善を歓迎した。彼らは、この政策枠組みは物価安定に対する短期及び長期のさまざまなリスクに日本銀行が対応できる適度な柔軟性を有したものであると認識した。

理事達は、新たな金融政策の枠組みのいくつかの点をより詳しく明らかにすることが、市場の期待の誘導に役立ち、政策の信頼性を向上する可能性があることに留意した。特に、「物価安定の理解」における下限がゼロとなっている点の意味合いを含め、ゼロ近傍のインフレ率のもたらすリスクを明確化することは、政策の実施に関する市場の適切な期待形成に役立つであろう。ほとんどの理事は、デフレショックに対してバッファのあることが望ましいことを示すために、徐々に下限を引き上げることを勧告した。しかし、若干名の理事達は、「物価安定の理解」の定期的な見直しは、インフレ期待を醸成するためのアンカーとしての役割を弱める可能性があることに留意した。

理事達は、当局の為替政策が為替レートは経済のファンダメンタルズを反映すべきであるという考えに引き続き依拠している点に留意した。理事達は、為替レートは市場が決定するものとする政策を支持し、公的な為替市場への介入は円相場における無秩序な動きに対処する場合に限定されるべきであるとの点につき同意した。この点に関連し、数名の理事達は、良好な見通しと経済基盤の改善を考慮すれば、日本経済には円高に対応できる能力があるとの点に留意した。

理事達は財政再建の進展を歓迎し、最近の赤字削減が景気拡大の足かせになっていない点に留意した。彼らは、長期にわたる循環的な回復が歳入増に寄与すると同時に、歳出抑制を容易にしているとの見解を示した。現財政年度に関し、彼らは予想を上回る税収増があった場合にはこれを蓄えに回し、補正予算において景気刺激的な措置を採らないことを政府当局に対して懇願した。

先行きに関して、理事達は、財政がより健全な基礎を固めるためには財政政策は大きな課題に直面しているとの見解を示した。彼らは中期的な財政再建に関する政府当局のコミットメントと、それを実現するための最近の提案を歓迎した。しかし、ほとんどの理事達は、景気拡大の力強さを考慮すれば、政府当局が思い描くものよりもいくぶん前倒しかつ大胆な調整が妥当であろうと考えた。このような調整は、債務比率を安定させ、

予想外の財政的または経済的ショックに対する保険を確保し、政府当局の計画に対する信頼を向上させよう。しかし、一部の理事達は、世界的な金融引き締め局面が進行することに伴う景気拡大鈍化のリスクを最小化するためには、財政再建を計画通りに実施する必要があると論じた。

理事達は、金融部門の改革が証券市場の発展を加速させ、ショックに対する金融システムの耐性を向上させ、中期的にはインフレなき成長の維持に役立つ点を強調した。彼らは、金融仲介における政府の果たす役割を減らし、証券規制を合理化・明確化し、リスク管理を強化するための施策の進展が、金融システムの安定性の保護と同時に効率性の改善にも役立つものとして歓迎した。

理事達は、日本の構造改革の進展を歓迎した。彼らは、現在の力強い景気拡大が、部分的には金融部門及び企業部門が過去に行った積極的な改革の成果であることを指摘した。先行きに関して、理事達は、公共部門をスリム化し、労働市場と製品市場の柔軟性を増し、貿易を自由化することにより、生産性が一層上昇する可能性があるとの見解を示した。

理事達は、構造改革の加速が日本及び世界にさらなる利益をもたらす点を強調した。これらの改革がもたらすより力強い成長基盤が財政再建を容易にし、急速に高齢化が進む社会において生活水準を維持することに資するであろう。理事達は、これらの改革は、多くの国々が関与する政策措置パッケージの一部として、より均衡の取れた世界の成長パターン及び世界的経常収支不均衡の秩序だった是正を支えるであろうことに留意した。これらすべての理由から、彼らは政府当局に対し、大胆な改革プログラムの維持を慫慂した。

理事達は、日本の寛大な政府開発援助（ODA）と、IMFの技術支援活動への資金面等での協力に対し、感謝の意を表した。

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。

## 日本の主要経済指標

	2003年	2004年	2005年	2006年 予測
実質 GDP 1/	1.8	2.3	2.6	2.9
民間消費	0.6	1.9	2.1	2.1
企業設備投資	6.2	4.7	7.8	7.3
住宅投資	-0.9	2.0	-0.7	4.9
公共投資	-10.8	-8.8	-5.9	-2.5
政府消費	2.3	2.0	1.7	0.9
在庫投資（寄与度）	0.3	-0.2	0.1	0.0
純輸出（寄与度）	0.6	0.8	0.3	0.4
財貨サービスの輸出	9.0	13.9	7.0	11.2
財貨サービスの輸入	4.0	8.5	6.3	10.3
インフレーション				
GDP デフレーター	-1.6	-1.2	-1.3	0.0
消費者物価指数（CPI）	-0.3	0.0	-0.3	0.6
失業率（期中平均、%）	5.3	4.7	4.4	4.1
経常収支				
実額（10 億米ドル）	136.2	172.1	165.7	169.6
対 GDP 比（%）	3.2	3.8	3.6	3.7
一般政府財政収支（対 GDP 比、年度）				
社会保障を含む収支	-7.8	-5.6	-5.3	-5.0
社会保障を除く収支	-8.0	-6.0	-4.9	-4.7
構造収支 2/	-6.9	-4.7	-5.0	-5.0
通貨及び信用（対前年比、期末）				
ベースマネー	13.2	4.2	1.0	-16.2 3/
M2 + CD（期中平均） 4/	1.7	1.9	1.9	1.2 3/
銀行貸出 4/	-5.2	-3.2	1.2	1.8 3/
為替レート及び金利（期間平均）				
円ドルレート	115.9	108.2	110.2	113.2 6/
実質実効為替レート 6/	80.2	79.9	74.8	71.3 3/
3ヶ月物 CD 金利	0.09	0.06	0.06	0.28 5/
10年物国債利回り	1.00	1.51	1.39	1.87 5/

出典：Global Insight、野村データベース、及び IMF スタッフによる推定及び予測。

1/成長率及び寄与度は、季節調整済みデータにより算出。政府公表の 2004 年度の成長率は 2.7%。

2/ 社会保障含む、銀行支援除く。

3/ 2006 年 6 月現在。

4/ 1998 年 4 月以降、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/ 2006 年 7 月 26 日現在。

6/ 標準労働単価は 2000 年を 100 として表す。2006 年 5 月現在。