

国際通貨基金 (IMF)

2006年対日4条協議終了にあたってのIMF代表団声明

2006年5月24日

I. 序論

1. 本声明は国際通貨基金(IMF)の暫定的な政策勧告の概略である。主な課題はすでに周知のものであるが、国内経済の大幅な改善と、各国が再び世界の需要パターンの調整に注目していることから、政策の優先度に新たな光があたっており、これら2つの動向は大胆な取り組みを要求している。

II. 見通し

2. リスクは存在するものの、我々も日本の当局同様、当面の景気見通しは良好と判断している。

- **基本見解:** 2006年の日本のGDP成長率は約2.75%、2007年は約2%と予測している。現実の産出量が潜在産出量を上回っているため、消費者物価指数は緩やかに上昇すると予想される。貿易収支は引き続き縮小するが、資本流入がそれを補い、2006-2007年の経常黒字は対GDP比約3.75%で基本的にこれまでと変わりなく推移する見通しである。
- **リスク:** 脆弱性の主因は世界経済の成長不均衡(為替相場に対する圧力、金融市場の混乱、世界経済の成長鈍化の可能性)と原油価格の不安定な動向である。成長率の鈍化はデフレの再来を招く懸念もあり、特に世界的不均衡が急速に巻き戻された場合にはその可能性が高まると思われる。一方、上振れ要因としては民間消費と投資はさらに拡大する可能性がある。

日本：短期予測

	2005	2006	2007
(暦年、成長率)			
実質 GDP	2.6	2.7	2.1
国内総需要	2.5	2.2	2.1
純輸出(寄与度)	0.3	0.5	0.0
消費者物価上昇率	-0.3	0.6	0.6
経常収支 1/	3.6	3.7	3.6
(会計年度、成長率)			
実質 GDP	3.1	2.6	2.0
消費者物価上昇	-0.1	0.5	0.8
一般政府財政収支 1/	-5.4	-4.9	-4.8
構造的財政収支 1/	-5.0	-4.9	-4.9
社会保障費を除く財政収支	-2.9	-2.3	-1.8

出典：Global Insight、野村データベース、及び IMF スタッフ予測
1/ 対 GDP 比

III. マクロ経済政策の3つの課題

IMF 代表団と日本の当局の見解は基本的に一致している。日本がインフレなき持続的成長を続けるための戦略は、デフレ脱却後の適切な金融政策の枠組みの維持、適切に立案された財政再建計画への取り組み、構造改革による生産性の向上という相互補完的な要素により構成されるべきであるとの見方で我々は一致している。また、こうした政策は日本経済の成長を促すだけでなく、世界的な需要不均衡の秩序ある解決に向けた多国間レベルの努力の一環として、グローバルな金融システムの安定に寄与するという点でも意見の一致をみた。とはいえ、一部の分野においては政策実施の加速あるいは強化が必要と考えられる。

A. デフレ脱却後の金融政策の枠組み

3. 3月以降の量的緩和政策からの秩序だった脱却は巧みな金融政策運営の表れであり、新たな枠組みは望ましい政策強化である。新たな枠組みは IMF の過去の政策提言に概ね沿ったもので、透明性も向上している。我々はこの新たな枠組みに関し、政策の運用、日本銀行が物価安定の尺度とするレンジ、市場の期待感を導くコミュニケーション戦略について検討した。

- 政策スタンス:我々は、金融政策は経済動向に運行して調整する（ステイ・ビハインド・ザ・カーブ）形で、当面、政策金利は実質ゼロ%に維持されるべきであると考え。我々の理解では、日本銀行も同様の考えである。現在、インフレの急上昇のリスクはほとんどないとみられる一方、デフレが再来すれば大きな痛みを伴うことになる。今後目を向けると、力強い成長や産出ギャップの縮小にもかかわらず、グローバリゼーションなど様々な要因が物価の先行きを不透明にしている。こうした状況下では、今後発表になる経済指標を見守りな

から柔軟な政策運営によってインフレなき成長を維持する、という日本銀行の姿勢を IMF は支持する。

- **コミュニケーション**: 新たな金融政策の枠組みを最大限効率的に運営するためには、日本銀行はそれがどのように実施されていくのか継続的に情報伝達する努力を怠ってはならない。現段階では当面制定される政策スタンスに関するシグナルを送りつつ、今後の見通しとリスクの状況に関する日本銀行の見解を継続的に伝えていくことが必要である。実際、最近の日本銀行幹部の発言により早期の引き締めに対する市場の警戒感はやや和らいでいるとの印象を受ける。一般論として、新たな枠組みは機械的に適用されるわけではないと我々は理解しており、柔軟な政策運営が望ましいと考えている。しかし、インフレ率が物価安定の目安の下限に近いところで推移した場合の利害得失について、より具体的に言及すれば、市場の期待感に方向性を与え、日本銀行の政策戦略に対する国民の理解を高めることができるであろう。
- **物価安定の理解**: 物価安定の理解の範囲は、構造改革とそれに絡む情勢がどの程度消費者物価指数(CPI)を押し下げることに関する各政策委員の見解の違い、ならびにこれまで極めて低いインフレ率が続いてきたという経験を反映した結果とみられる。しかし、中期的には下限をゼロ%とすることは低いと考える。範囲を定期的に見直すという日本銀行政策委員会の方針には賛同し、時間の経過とともにそれが引き上げられる余地があると考えている。

4. 下方リスクが顕在化した場合には、**金融政策主導**でこれに対処すべきである。為替相場の急激な変動や他の外的ショックにより物価安定が脅かされる場合には、そのような情勢変化が他の新たなデータとともに考慮に入れられ、日本銀行は金融政策を運営しているということをはっきりと伝えるべきである。

B. 財政不均衡の是正

5. **断固たる財政再建の機は熟したとの我々の見方に変更はない**。過去2年間の財政赤字削減額は予想を上回りながらも、景気拡大を阻害したようすはなく、経済基盤が堅固なことを裏付けている。我々の政策勧告はこれまでとほぼ同じである。我々が注視しているのは財政再建の望ましいペース、歳入、歳出面の措置の組み合わせ、これを実施するタイミングである。(政府がまもなく発表する報告書でこうした点は明らかになる予定である)。

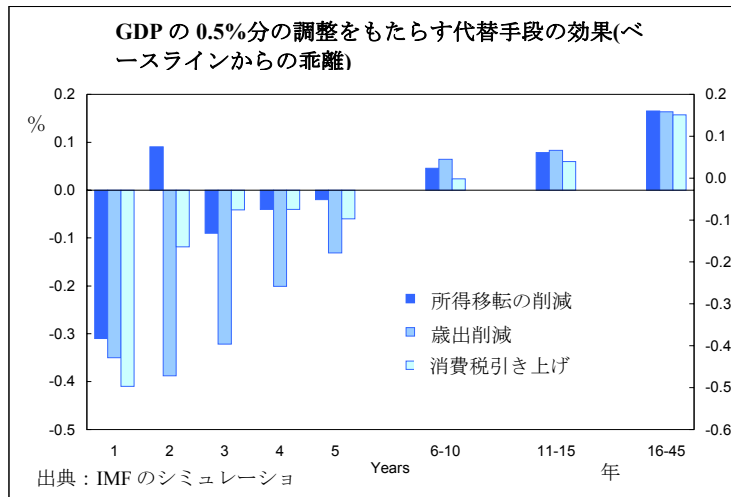
- **財政再建のペース**
 - 社会保障基金を除いた一般政府のプライマリーバランス(基礎的財政収支)赤字を中期的に年平均0.5%のペースで削減する、という財政当局の目標よりも踏み込んだ財政再建もあり得ると考える。削減幅を更に0.25%上乗せして年平均0.75%にすれば、債

務比率は現在の計画より早い時期に安定し、「政策対応による保険」を確保して、財政計画の信頼性を高めることができるだろう。

- また、事態の悪化を招かない範囲で再建を前倒しすることは十分可能だろう。潜在成長率以上の成長と緩和的な金融政策という「追い風」は、リスクプレミアムを封じ込め、高齢化社会に備えることができる¹

- **財政再建の内容とタイミング:**財政再建の選択肢に関する IMF の分析は、歳出、税制の両者をパッケージにした実地性のある財政再建計画が必要であることを示している²。2011 年度までに、2005 年度の一般政府の主要歳出(社会保障給付を除く)のほぼ 1/4 に相当する約 20 兆円の

改善を図るといふ現在の調整目標、ならびに今後予想される社会保障支出の増大を考えると、歳出削減だけで債務を安定化させることは不可能とみられる。特に、人口高齢化に伴い直接税から間接税へのシフトが望ましいという点を考えると、やはり消費税の引き上げは



不可避と思われる。もっとも、公平性の観点から他の税についても何らかの調整が必要かもしれない。選挙を控えているため、財政政策の最終決定は遅れる可能性があるものの、前提となる技術的な作業が着々と進んでいる点には勇気づけられる。政府が6月に発表する「歳出・歳入の一体改革」と2007年度の基本方針が財政運営に関する国民的議論を引き起こすことは間違いないだろう。

C. 生産性の引き上げ

6. より広範且つ深度ある構造改革は日本経済の成長見通しを押し上げ、世界不均衡の秩序なき解決というリスクを低減させるであろう。改革プログラムで政府は多くの成果をあげたが、グローバルな成長と金融安定に向け協調して取り組むことに世界各国の関心が再び集まっている

¹生産と物価の関連性が弱い場合、さらに積極的な財政計画を採用してもデフレ圧力が再燃する可能性は低いとみられる(IMFの推計では、財政支出の乗数効果は0.6-0.8)。

²この分析結果は5月23日(火)のIMFセミナーで発表。

点を考えると、残された課題に早急に取り組む必要性が増している。「合意された戦略」の中心課題となるのは、各国間の需要バランスを調整するとともに、為替レートの大幅な調整や金融不安定化のリスクを抑制するような国内政策である。このプロセスには多くの国が役割を担っており、日本は製品市場と労働市場の構造改革によって一直ちにはないにせよ一内需拡大をもたらさうであろう。実際、こうした構造改革は政府当局の政策課題と国益に沿ったものである。

7. **すでに周知の優先課題:**

- *労働市場の改革*としては、女性、高齢者、社会の主流から取り残された若年層の労働参加推進、解雇条件の明確化、(労働流動性の向上に向けた)企業年金のポータビリティ（可搬性）改善、正社員とパートタイム社員の雇用条件の均衡が考えられる。³
- *製品市場*では、保護業界(小売、ネットワークサービスなど)の自由化推進と農業保護の削減により生産性はさらに向上が見込まれる。⁴
- *世界経済と日本経済の統合*(様々な数値がこの面での立ち遅れを示している)には、海外から日本への直接投資と WTO ドーハ・ラウンドの野心的な成功裏での妥結に向けた進展が必要である。

8. **日本の改革は諸外国にとっても恩恵をもたらすが、純粋に日本国内の視点からみて改革に向けた継続的努力が望ましい。**改革が経済成長にもたらす効果を数値化するのは困難だが、様々な研究結果はその効果がかなりのものになることを示唆している。好景気を背景に、今年は日本が改革を推進する好機である。

³現行制度はパートタイム社員に社会保険加入を義務付けていないことなどもあり、パートタイム社員を雇用する方が企業にとっては有利である。パートタイム社員は在職期間が短いため、企業には職業研修を行う意欲が低く、全体的な生産性を押し下げている。

構造改革によるGDPの押し上げ効果（推計）			
	Bradford	旧経済企画庁	OECD
発行年	2002	1994	2004
		(%)	
静学的効果	2.2	8.0	5.2
各年の押し上げ効果（5年間）	0.4	1.6	1.0
累積押し上げ効果（5年間）	2.2	8.0	5.2
主な改革案あるいは前提：	関税および非関税障壁の撤廃	総合的な規制緩和	規制改革
	TFP（全生産性要素）成長率の回復（Prescott-林）	日本経済研究センター	経済産業省/三和総研
発行年	2002	2003	2000
		(%)	
動学的効果	2.2	0.3	2.4
各年の押し上げ効果（5年間）	2.2	0.3	2.4
累積押し上げ効果（5年間）	12.4	1.6	12.6
主な改革案あるいは前提：	TFP（全生産性要素）が1980年代の水準に回復	公共サービス部門を中心とする規制改革	規制緩和とITの急速な普及
出典: Japan Selected Issues (2004、経済産業省と三和総合研究所の資料(2000)を基に作成) ; 日本経済研究センター(2003); 新保-西崎(1997); Bradford (2003); OECD (2004); および林-Prescott (2002).			

IV. 金融セクターの政策面の課題

9. **金融システムが更に力強さを増すなか、金融システム政策は将来の課題を重視するようになっている。** 金融市場の変化に対し規制当局が注意深く対応しなければならないとの当局の認識は正しい。潤沢な資金を背景に企業が設備投資ならびに金融投資を増やすとみられる一方、投資家のリスク選好度も上昇している。同時に、銀行およびノンバンクは新たなビジネスに参入し、海外やクレジット・デリバティブなどの新市場に進出しつつある。主な課題は、変化し続ける金融セクターに対する規制・監督面での対応と、政府系金融機関(GFI)の改革の中身である。

- 銀行セクターではバランスシートが改善しているとはいえ、本業の収益性が依然として低く、新たな金融業務や長期金利の上昇は一部のリスクを高めている。しかし、こうしたリスクは対処可能との見方が大勢であり、銀行が資産のデュレーション（投資平均回収期間）の短縮に努めていることがその一因である。しかし、もっと先に目を向けると、バーゼル II に基づ

⁴政府の新経済成長戦略は産業政策よりも規制緩和に重点を置いた内容になるとみられる。

き関係当局がリスク管理の監視を強化し、金融市場の変化に法的の枠組みを対応させる努力を行っているのは適切な対応である。

- こうした取り組みを補完する意味で、証券市場の発展を促す政策は銀行システムを支援する「スペアタイヤ」としての役割を果たすことになる。特に、証券取引法の一部改正案によって、証券規制は変化する環境により柔軟に対応でき、透明性も高まるとみられる。東京証券取引所の強化に向けた措置と同様、これによって投資家信頼を保護し、市場との一体性を向上させることができよう。
- 現在進んでいる政府系金融機関の改革は、内部非効率性、財政へのリスク、市場の歪みを是正し、民間銀行の事業機会を拡大できるであろう(住宅金融公庫の規模縮小による効果はその一例である)。改革の実施に当たっては、統合後の事業体が収益性と安定性を維持し、過度の財務支援あるいは規制面での宥恕を避けるべきである。

V. 中期見通し

10. 我々の基本シナリオでは、中期的に GDP 成長率は潜在成長率に回帰し、経常収支は緩やかに縮小すると予測する。世界経済見通しが想定している現在の政策、一定の実質実効為替レート、家計貯蓄の減少、企業投資の拡大により、財政再建の影響は相殺され、貯蓄と投資のギャップは徐々に縮小するとみられる。

日本：中期予測 (2005-2011年)
(特に注記がない場合、数値は前年比)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
実質 GDP 1/	2.6	2.7	2.1	1.8	1.7	1.7	1.7
国内総需要	2.5	2.2	2.1	1.8	1.7	1.7	1.7
純輸出	0.3	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
失業率	4.4	4.1	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
消費者物価上昇率	-0.3	0.6	0.6	1.3	1.5	1.9	2.0
貯蓄・投資バランス 2/							
民間	6.1	5.8	5.5	5.2	4.9	4.6	4.4
公共	-2.5	-2.1	-2.0	-1.8	-1.6	-1.4	-1.3
経常収支 2/	3.6	3.7	3.6	3.4	3.3	3.2	3.1
貿易収支 2/	2.1	2.0	1.9	1.7	1.6	1.5	1.4

出典：Global Insight、野村データベース、および IMF スタッフ予測

1/ 年成長率と寄与度は季節調整済みデータにより算出

2/ 対 GDP 比

11. 踏み込んだ構造改革が成長率をさらに押し上げ、追加的な対外的調整を推進するであろう。IMF の世界経済モデルに基づくシミュレーションによれば、日本の生産性の伸びを年間 0.5% 押し上げるような構造改革は(これは製品市場と労働市場の改革から得られる生産性上昇の推計値の範囲内であるが)、財政再建を続けても中期的に経常収支の対 GDP 比は 1/3% 低下することを示

している⁵。このシナリオでは、円の実効レートは若干上昇するが、これらの結果は日本以外の地域における「合意された戦略」の実施、特に米国の財政再建、アジアの新興諸国における一層柔軟な為替政策、欧州における成長重視の改革などを前提とはしていない。協調した政策運営の一環として、日本の積極的な改革プログラムは、世界経済の成長鈍化と為替相場の急激な変動を招く恐れのある世界的な不均衡の秩序なき調整というリスクの低減に寄与すると思われる。

日本当局などの皆様のご協力とご厚意に感謝いたします。先週の協議は実り多い内容であり、我々の出した暫定的な結論に対するご意見をお待ちします。

⁵ シミュレーションの結果は昨年の第4条協議報告書に掲載されている(IMF 国別レポート No. 05/272 (www.imf.org))