



2015年対日4条協議終了にあたってのIMF代表団声明

2015年5月22日

「協議終了にあたってのIMF代表団声明」は、IMFスタッフによる公式訪問（大半の場合は対加盟国ミッション）の終了に伴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資金の利用（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一環として行われる。

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。報告書はマネジメントの承認を受け、IMF理事会に協議や決定の参考資料として提出される。

低迷していた日本経済はアベノミクスにより浮上したが、「またとない」制度の転換を果たすという約束を果たすために、改革プログラムの矢を早急に強化する必要がある。初期の良好な成果を足場に、持続的かつ長期的な取り組みに着手する政策が今求められている。根付いてしまったデフレ心理に終止符を打ち、成長を促進するとともに、財政の持続可能性を回復し、金融の安定性を維持するという、過去に例のない課題に、日本は直面している。賃金と投資の一層の増加に向けたより力強い構造改革が、成長を高め、財政健全化を助け、金融政策にかかる負荷を減らす上で不可欠だろう。構造的な収支で特定され、また、より強力な財政制度に裏打ちされた、具体的かつ信頼のおける中期的な財政健全化計画により、投資と消費を抑制している政策の方向性をめぐる不確実性が払拭されるはずだ。更に明確なガイダンスを通じて実効性を強化しつつ追加的金融緩和を行えば、インフレのダイナミクスを強化するだろう。このような包括的な政策パッケージによって、大きな相乗効果がもたらされ、為替レートの下落への過度の依存や、これに伴う潜在的な負の波及効果を回避することができよう。

経済見通しは改善しているが、脆弱性が残っている...

緩やかな回復が続いている。輸出は回復し始め、消費は立ち直りつつある。労働市場は引き締まっており、賃金の伸びは緩やかながらも歴史的に見れば大きく上昇している。企業収益の増加、ポートフォリオのリバランス、ならびに自社株買いが、株式評価額を

引き上げ、全体的にコンフィデンスにプラスの影響を及ぼしている。金融システムの健全性は、国際的に活動している銀行の資本ポジションが強化され、バーゼル III の自己資本基準達成に向け進捗が見られるなど、概ね改善している。中小企業向けを含め与信は回復している。こうした中、実質 GDP 成長率は、2015 年には約 1%、2016 年には 1¼% まで加速するだろう。長期的見通しは、女性の労働参加の拡大や、特にコーポレート・ガバナンスにみられる構造改革に支えられ、若干ながらも改善している。

インフレ率は徐々に上昇する見込みである。原油および商品価格の上昇、ラグを伴って現れる最近の円安の影響、そして需給ギャップの改善という三つの要因が、物価水準の上昇圧力となっている。着実な賃金の上昇が向こう数年にわたり物価の好循環を引き起こすとともに、日本銀行の緩和的な金融政策スタンスがプラスのインフレ予想の維持に資するだろう。これらを踏まえ、IMF スタッフは、現行の政策の下、インフレ率は 2015 年末にかけて上昇し、中期的には約 1½% まで徐々に上昇すると考えている。

経済見通しにかかるリスクは下振れ方向に傾いている。中国と米国の成長が予想を下回る場合、逃避先通貨としての増価などによって、内需の好転を待たずして輸出主導の回復が腰折れする可能性がある。しかし、もっとも重要なリスクは、弱い内需と不十分な政策に起因したものである。特に、第二と第三の矢が不十分な場合、スタグネーションあるいはスタグフレーションに陥る可能性もある。どちらの場合も、長期的な財政の持続可能性をめぐる疑念が国債のリスク・プレミアムの上昇を引き起こし、金融システムと実体経済に負の影響を及ぼす更なる財政調整を急激に行わなければならない可能性がある。その場合、銀行システムの収益性が一層悪化するとともに、日本国債市場や為替市場において過度の変動が生じる可能性がある。

一層の構造改革が求められる...

日本は、構造改革の先駆者となるべきである。労働力の減少という困難な課題に直面しているが、労働参加の拡大と生産性の伸びの加速で対応していく必要がある。構造改革には一定の進展が見られ、多くの取組みは様々な実行段階にある。しかし、その効果は未だ大きくは顕在化しておらず、潜在成長率は当局の「経済再生」シナリオを実現させるのに必要な水準を大きく下回っている。公表済みの改革の迅速な実施が不可欠である一方で、コンフィデンスを高め内需の拡大に資する更なる改革を行うため、明確かつ大胆なプログラムを伴うべきである。

より効果の大きい改革が、堅調な長期的見通しをもたらす短期的に需要を支えるだろう。以下の点において大胆な措置が早急に求められる：

労働市場改革：女性の労働参加は進んでいるが、税制による労働意欲の阻害要因を排除し、規制緩和を進めて保育サービスを充足させることで、さらに押し上げることができる。外国人労働者を計画されている以上に積極的に活用し、高齢者が働き続けられるようにインセンティブを与えることが、投資の足枷となっている労働力不足に対処する上で有益だろう。労働市場の二重構造を是正し、水平的移動を促すため、新規採用は雇用

保障と柔軟性のバランスが取れた契約の下で行われるべきである。これは、生産性と賃金の伸びの向上に資する。当局は、こうした「中間的な」契約を取り巻く法制・規制面の環境を明確にすべきである。

コーポレート・ガバナンス改革：ガバナンス改革は製品市場のダイナミズムを回復させる。また、ガバナンス改革は一段と強化できる。現在進められている改革は歓迎すべきものであり、これを元に、独立役員に対するより厳しい要件や、企業の過度の現金保有を減らすための追加的措置を採用すべきである。

規制緩和：環太平洋パートナーシップ（TPP）貿易協定の迅速な締結は、特に農業や国内サービス部門の規制緩和につながる場合、経済活動を大きく後押しすることになる。経済特区においては、可能な限り早急に改革を全国展開することを念頭に、規制緩和を加速すべきである。

金融改革：金融部門は、最近のコーポレート・ガバナンス改革を活かし、株式持合いを解消し、企業部門の再編を促すとともに、存続不可能な中小企業の退出を促進することで、変革の原動力となるべきである。当局は、投資や新規雇用を行わない中小企業を対象とした金融部門による支援措置を段階的に撤廃する一方で、証券化やリスク資本の提供等の金融市場の拡大を支援すべきである。特に、地域銀行をはじめとする、民間主導の金融システム再編を、一段と奨励する必要がある。年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）のポートフォリオが大きく変化したことを踏まえれば、そのガバナンス構造を強化することが重要となるだろう。

堅調な賃金動向が下支えとなる...

政労使会議において、当局はより高い賃金の伸びが必要だとしているが、これは適切である。労働市場は極めて引き締まっている。失業率は歴史的に低い水準にあり、労働参加率は上昇している。収益は急速に伸びており、企業は賃金と物価の好循環を構築できる状態にある。現在の賃金の上昇は好ましい第一歩であり、賃上げペースはさらに高められるべきである。当局は、公的に決定されている賃金と価格を引き上げる努力を行うべきである。また、賃金交渉の機会を増やし、一見して恒常的な賞与を基本給へ組み入れ、さらに、通常以上に冬季賞与を引き上げるといったことを求めるべきである。また、通常よりも最低賃金の引き上げ幅を増やし、賃金引上げを行う企業を対象とした税制上のインセンティブの強化も検討すべきである。

具体的かつ信頼のおける財政健全化...

今後発表される財政健全化計画は、信頼性を確保するため、堅実な原則で裏打ちされるべきである。投資家心理が突然変化する可能性を鑑みれば、国債の利回りが低位安定していることを当然と考えるべきではない。具体的かつ信頼のおける中期計画は、内

需の足枷になる可能性がある財政政策に関する不確実性を払拭し、下振れリスクに対処する一助となりうる。2015・2016年に見込まれる財政調整（これまでの景気刺激策の剥落および震災復興支出の減少を主とする）は適切である。2017年には、消費税率の引き上げを単一税率のまま行うべきだが、成長とインフレの勢いを削ぐことがないように、その影響を軽減するための措置を導入すべきである。同様に、基礎的財政収支の黒字化を達成したあとも、債務を減少軌道に乗せていくために、GDP比約34%規模の構造的な財政調整を中期的に継続していくべきである。

詳細はまだ発表されていないが、今後策定される財政計画は複数の側面に沿って強化される必要がある。2020年度までに基礎的財政収支の黒字化を達成するという目標は、日本の財政政策を導く有益な支えとなっている。2020年度までに基礎的財政収支の黒字化を達成するための当局の計画において目指されている、GDP比約1½%規模の追加的措置を含む財政調整のペースは、適切と思われる。しかし、その信頼性を高めるために、新たな財政計画は以下の点で強化される必要がある：

- 堅実かつ現実的な経済前提の使用
- 構造的な財政調整幅の特定
- 債務残高を減少軌道に乗せるという長期の目標の採用
- 具体的な構造的歳入・歳出措置を予め明確化すること

「経済再生」シナリオのように過度に楽観的な経済前提を使用することは、2020年度までに基礎的財政収支を黒字化するという目標達成に必要な構造的な財政調整幅を、社会保障支出の抑制程度へと少なく限定してしまい、さらには、財政の持続可能性を回復するという当局の能力に対する信認を損なうリスクをはらんでいる。中間目標は、景気循環を増幅するような財政政策を回避するための中期的な構造調整計画と整合的に設定されるべきであり、また、計画策定時における具体的な措置の特定を求めるものとするべきである。

財政健全化の信頼性を高めるため、財政制度の強化が必要である。継続的に大幅な赤字、記録的に高水準の公的債務、楽観的な経済前提の使用、そして補正予算を繰り返すことによる財政政策の不確実性の存在は、より信頼のおける中期的な予算のフレームワークにおいて財政規律が強化されることによる便益が大きいことを示唆している。財政調整は少なくとも10年に及ぶため、こうしたフレームワークには、歳出抑制のルールや補正予算の使用制限、さらには財政制度等審議会による、経済や財政の見通しについての独立した評価の公表を含むべきである。こうしたことが、景気循環を増幅するような財政政策を防ぎ、ボラティリティの芽を摘み、政策の方向性を明確にすることになる。

財政再建には、歳出・歳入両面の措置が必要である。当局は長期にわたる社会保障支出の増加抑制を重視しており、これは適切である。しかし、これだけでは赤字の解消には十分ではない。そのため、社会保険料の徴収ベースの拡大が必要かもしれない。税制改革も必要となる。現在、課税ベースの拡大を伴う法定法人税率の引き下げが進められているほか、消費税率の引き上げが予定されているが、これは歓迎すべき出発点である。債務残高を減少軌道に乗せるためには、大規模な中期の財政調整が求められる中、消費税率の更なる引き上げが必要となる。その際、複数税率を避けることにより大きな課税ベースを維持する必要がある。逆進性に関する懸念については、対象を限定した現金給付によって対処されるべきである。

緩和的な金融政策を継続する...

進展はあるものの、インフレ率の引き上げには予想以上に時間がかかっている。これまでの政策措置により物価の基調が高まり、成果が期待できる結果を生み出してきている。実質金利の下落、円安、好調な株式市場により、金融環境は大変緩和的になっている。与信は増加し始めており、土地・不動産価格の伸びはプラスに転じ、建設活動が回復し始めた。需給ギャップは縮小し、賃金の上昇圧力は徐々に高まっている。しかし、エネルギー価格の低下やデフレ心理の定着の影響、そして賃金・物価の強いダイナミクスへの構造的障壁も背景に、物価上昇率への波及は予想以上に時間がかかっている。

市場の期待と日銀のインフレ目標およびタイムフレームとの乖離が長期に亘って続いており、ジレンマが生じている。量的・質的金融緩和（QQE）の導入以降、インフレ期待は大幅に上昇したものの、足元数カ月を見ると約1%に概ねとどまっている。これは望まれたレジーム・シフトが依然実現していないことを示している。日銀のタイムフレームの維持は、そのコミットメントを明確に示すことになり、市場サイドの追加緩和に関する望ましい「期待効果」の維持につながるだろう。しかし、金融政策の波及は弱く、追加的な緩和を行っても、2%のインフレ目標を安定的に達成するまで、日銀が示唆している以上の時間がかかるだろう。

上記に鑑みれば、日銀は更なる金融緩和に備え、コミュニケーションを改善することで市場に対するガイダンスを強化し、2%のインフレ目標を安定的に達成することをより強調すべきである：

- **追加緩和**：金融政策の波及が弱く遅れていることを踏まえ、日銀の更なる緩和は、資産の買い入れの拡大とデュレーションの延長という形で行うべきである。これにより、長期の金利が一層低下し、必要な限り長期間に亘って低金利を維持するというコミットメントが強化され、機関投資家によるポートフォリオのリバランスが加速するだろう。同時に、さらなる財政改革および構造改革が、金融政策の負担を減らし金融の安定性に係るリスクを軽減するために引き続き不可欠である。

- **市場を誘導するために、コミュニケーションを強化する：**日銀は、需給ギャップや賃金・物価のダイナミクス、さらにはインフレ期待を引き上げる要素を含め、見通しを支える要素をより明確に説明すべきである。同様に、追加的措置が必要となる条件を明確に示すことも有益だろう。この点、日銀の見通しの前提となっている原油価格の想定や量的緩和の実効性の研究、さらには日銀が実現を目指すレジーム・シフトの進展に関する評価の公表は大いに歓迎される。
- **日銀が2%のインフレ目標を安定的に達成するというコミットメントを再確認する：**このコミットメントを強化すべく、日銀は、適切と判断された場合にはあらゆる追加緩和の手段（資産買い入れの規模の拡大、その満期の延長、その範囲の拡大、超過準備への付利と政策金利の引き下げ）を検討する用意があることを強調すべきである。

金融部門政策を通じて、非伝統的な政策に伴う想定外の高リスクな影響を軽減すべきである。日銀の国債補完供給の売却上限額の倍増は、国債の市場流動性を確保する観点から歓迎すべきものであるが、その効果的な利用を担保するために費用とアクセス条件の見直しを続けるべきである。市場参加者との対話の継続と、流動性の注意深い監視が肝要であろう。金融機関は、資産価格、為替ならびに金利のボラティリティの上昇、そして、極めて重要である国債をはじめとする市場流動性の低下に対するストレス・テストを継続する必要がある。銀行の自己資本は高水準にあるように見えるが、リスク管理を一段と強化し、中期的に収益性が向上するようビジネス・モデルを転換させる必要がある。外貨建ての銀行融資に関しては、堅固な資金調達源を確保すべきである。保険会社は、利回りを保証した過去の商品に対処するために収益性を高める必要がある。差し迫った懸念はないものの、マクロ・プルーデンシャル政策によって、株式市場や不動産市場の高騰や融資（海外も含む）の増加が金融の安定性を脅かす事態に備える必要がある。

下振れリスクに備える

脆弱性や金融リスクが顕在化した場合には、政策調整が必要となろう。財政政策には動員の余地がほぼ残っておらず、また金融政策には既に大きな負担がかかっているため、顕在化したリスクの性質に合わせて慎重に政策を調整する必要があるだろう。国債の信用リスクの上昇を伴わずに成長が鈍化しインフレ率が下落する場合には、財政健全化を経済状況と調和的なものとし、追加金融緩和を行い、さらには、追加的な目に見える構造改革を行うことで対処することができよう。スタグフレーションが生じれば更なる構造改革が必要となる一方、国債の信用リスクの上昇により追加的な財政健全化の必要性が生じるかもしれない。これらすべてのケースにおいて、政策対応が信頼のおける中期的枠組みと明確なコミュニケーションに立脚していることが重要となろう。

負のスピルオーバーを軽減する

政策の一層の強化がなければ、他国へのスピルオーバーはマイナスに転じるとみられる。資金流出の増加、銀行の海外貸出と海外直接投資の継続的な拡大は、日本からのプラスのスピルオーバーをもたらす。しかし、円の一段の減価は、輸入を鈍化させた一方、国際的な製品市場における日本企業の競争力の向上につながった。2014年の対外ポジションと実質実効為替レートはファンダメンタルズと概ね整合的であったが、2014年下期に起きた円の実質ベースでの減価は、実質実効為替レートを幾分低い水準に動かした。それ以降、実質実効為替レートは概ね安定している。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。