

解禁時間:

ワシントン DC (東部夏時間):2013 年 10 月

11 日午前 9 時 15 分

## アジア太平洋地域経済見通し: 2013 年 10 月アップデート

アジアも最近の新興市場国・地域における金融資産の価格調整の影響を受け、この数カ月は資本流出の波に直面している。全体としての影響はこれまでのところ対応可能な範囲にとどまっているが、より大きな影響を受けた国もある。世界的に流動性が低下したことや、一部の国でその国特有の構造的障壁が成長の重しとなるであろうが、大半の国では先進国への輸出の緩やかな回復や底堅い内需によってこの影響の一部は打ち消されるだろう。しかしながら、状況が一段と悪化すれば地域の国々の中の相違がさらに拡大すると予想される。経済のファンダメンタルズが強固で政策の信頼性が高い国々は、金利引き下げや財政支出によって海外発の流動性低下の影響を解消できるであろう。改革が遅れている国々、財政が脆弱なままの国々、高インフレを許容してきた国々は、景気循環増幅的な政策引き締めを強いられるかもしれない。信頼に足る中期的改革を打ち出せば、信頼を回復し政策上のトレードオフを緩和できるであろう。

### 複雑化する世界環境

2013 年 4 月の地域経済見通し (REO) の発表以降、米連邦準備制度 (Fed) が量的緩和の規模を縮小するとの予想によって多くの新興市場国から資本が流出したことから、多くのアジア諸国を取り巻く世界情勢は複雑さを増した。結果として、アジア新興市場国・地域では株価が下落する一方利回り曲線が急峻化し (図 2)、金融が若干引き締まった。(図 1) Fed が 9 月に量的緩和規模の縮小を遅らせたことによって資本流出の圧力は緩和し、金融市場

図 1. アジア: 金融状況指数 (FCI)

(指数の上昇は金融状況の緩和を示す)

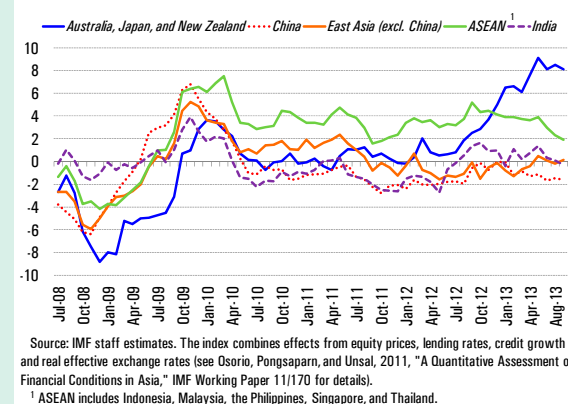
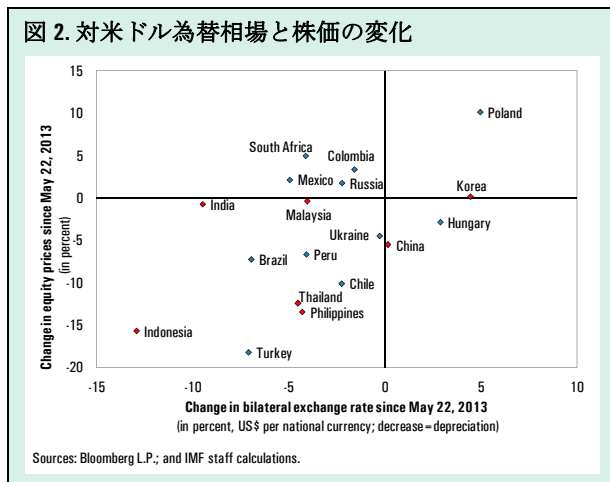


図2. 対米ドル為替相場と株価の変化



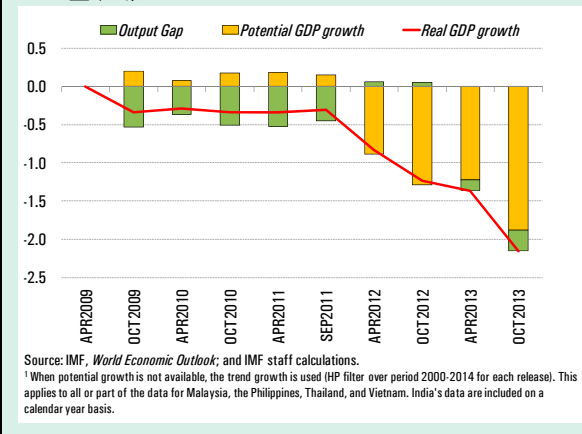
は多少反発したが、5月の水準までは戻り切っていない市場が多い。多くの国では調整過程に混乱は生じなかったが、インドとインドネシアにはプレッシャーが集中し、通貨下支えのため政策金利の引き上げと流動性供給の引き締めが行われた。インドは資本流入への開放を進めた。多くの国の中央銀行は、外貨準備の利用には抑制的だった。資本の逆流は先進国における利回りの上昇と魅力的な投資機会の増大を反映したものだが、特に新興市場国・地域の成長見通しの鈍化や信用サイクルの成熟化、各国特有の脆弱性といった地域内生的な要因も影響した。

- **アジア新興市場国・地域全般の成長見通しは鈍化** 2013年前半、地域の経済活動の勢いに衰えがみられた。先進国からの外需の鈍化、中国経済の減速が多くの新興アジア国・地域の生産活動を減速させた。底堅い労働市場や総じて良好な金融環境にもかかわらず、内需も弱まった。同時に、インドでは供給を制約するボトルネックが悪化し、中国では投資へのリターンが低下するなど、広範な構造的変化が進

展している。新興アジア地域の主要経済の潜在成長率は一貫して低下した。(図3)

図3. アジア: 2014年GDPの改定<sup>1</sup>

(2009年4月時点との比較、パーセントポイント; 購買力平価GDP加重平均)

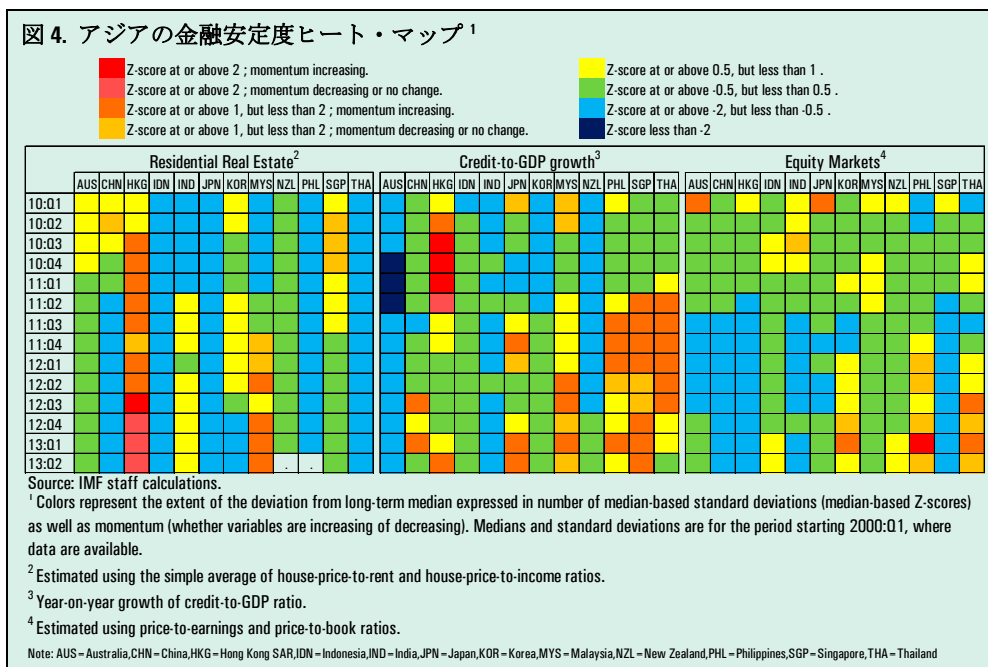


Source: IMF, *World Economic Outlook*; and IMF staff calculations.  
<sup>1</sup> When potential growth is not available, the trend growth is used (HP filter over period 2000-2014 for each release). This applies to all or part of the data for Malaysia, the Philippines, Thailand, and Vietnam. India's data are included on a calendar year basis.

- **信用サイクルの成熟化** アジア新興市場国・地域では過去数年、与信が大幅に増加し、資産価値が上昇してきた。これによって金融の不均衡が生じ、幾つかの市場で過熱状態が生じた。(図4)
- **経常黒字の減少** 最近まで、米国や欧州が低成長に苦しんでいたことやアジアの景気循環が先進国よりも進んでいたことにより、地域全体の経常収支が悪化した。しかし、多くの国で大きな構造的経常黒字が残っており、一部の国では中期的なファンダメンタルズや適切な政策から妥当とされる水準を上回っている。
- **各国特有の脆弱性の顕在化** 過去5年にわたり豊富な流動性によって隠されていたファンダメンタルズの悪化が、この数カ月の間に浮き彫りになってきた。特に目立つの

がインドとインドネシアである。両国とも大きな経常赤字を抱え、食料価格を含め、著しく高い物価上昇に見舞われている。インドネシアでは、望ましい政策である、補助金削減による燃料価格の値上げも最近影響している。他にもマ

レーシアでは財政状態への不安があり、タイ、フィリピンや、東南アジア諸国連合（ASEAN）全体でもここ数年の与信の急拡大、ラオスやモンゴルといった低所得国における過度に景気刺激的なマクロ経済政策への懸念がある。



市場のボラティリティは上昇したが、大局的に見れば、Fedの量的緩和の縮小を巡る議論の影響は大きな混乱は起こさず、Fedが9月に縮小を遅らせたことによってさらに市場の緊張は緩和した。実際、5月22日以降、資本流出はかなりの規模になったが、昨年9月から今年4月までの流入の累計に比べれば、はるかに少なかった。また、通貨の減価にも混乱はなく、むしろ中期的にはその国の競争力を高め成長を助けるとみられる。これまでのところ、こうした通貨や金利動向によって企業や銀行のバランスシートが悪化したという明確な兆候はない。ASEANの幾つかの国や香港特別行政区では、純資本流入が弱まることは、与信ブームや急激な

資産価値の上昇、金融的不均衡の蓄積に関連する懸念を緩和する助けになるとみられる。オーストラリアでは最近の資本流出により通貨の過大評価が緩和され、金融政策にかかっていた圧力が弱まった。韓国は資本流出や通貨安といった地域の潮流の影響を受けなかった。このことはファンダメンタルズの強さ、政策枠組みへの信頼性の高さなどが世界的な流動性ショックにおいては最善の防御策となることを示している。

**世界の環境の変化にもかかわらず、成長は堅調さを維持するとみられる**

海外での資金需給が引き締まったことや幾つかの国における内生的な構造問題は、アジアの新興市場国・地域の成長への重しになるとみられる。しかし成長を支える要因には、先進国の成長加速や、通貨安に加え、まだ比較的良好な金融環境と、雇用市場が底堅いことを背景にした旺盛な内需などがある。アジア全域の成長率は2013年は約5%、2014年は約5¼%と予想している。アジア新興市場国・地域の成長率は両年とも6¼~6½%とみている。(表1) 新興市場国・地域の4月の見通しからの1%

表1. アジア：実質 GDP (前年比、変化率、パーセント)

	実績と最新予想				4月予測からの変化	
	2011	2012	2013	2014	2013	2014
オーストラリア	2.4	3.7	2.5	2.8	-0.5	-0.5
日本	-0.6	2.0	2.0	1.2	0.4	-0.2
ニュージーランド	1.4	2.7	2.5	2.9	-0.2	0.4
<b>東アジア</b>	<b>8.2</b>	<b>6.6</b>	<b>6.7</b>	<b>6.6</b>	<b>-0.4</b>	<b>-0.8</b>
中国	9.3	7.7	7.6	7.3	-0.4	-1.0
香港特別行政区	4.9	1.5	3.0	4.4	0.0	0.0
韓国	3.7	2.0	2.8	3.7	0.0	-0.2
中国・台湾省	4.1	1.3	2.2	3.8	-0.8	-0.1
<b>南アジア</b>	<b>6.4</b>	<b>3.5</b>	<b>4.0</b>	<b>5.2</b>	<b>-1.9</b>	<b>-1.1</b>
バングラデシュ	6.5	6.1	5.8	6.0	-0.2	-0.3
インド	6.3	3.2	3.8	5.1	-2.0	-1.2
スリランカ	8.2	6.4	6.3	6.7	0.0	0.0
<b>ASEAN</b>	<b>4.7</b>	<b>5.7</b>	<b>4.9</b>	<b>5.3</b>	<b>-0.6</b>	<b>-0.2</b>
ブルネイ	3.4	0.9	1.4	6.2	0.3	0.2
カンボジア	7.1	7.3	7.0	7.2	0.3	0.0
インドネシア	6.5	6.2	5.3	5.5	-1.0	-0.9
ラオス	8.0	7.9	8.3	7.8	0.3	0.1
マレーシア	5.1	5.6	4.7	4.9	-0.4	-0.3
ミャンマー	5.9	6.4	6.8	6.9	0.3	0.3
フィリピン	3.6	6.8	6.8	6.0	0.8	0.6
シンガポール	5.2	1.3	3.5	3.4	1.5	-1.7
タイ	0.1	6.5	3.1	5.2	-2.8	1.0
ベトナム	6.2	5.2	5.3	5.4	0.1	0.2
<b>アジア小国群<sup>1</sup></b>	<b>5.0</b>	<b>3.3</b>	<b>2.8</b>	<b>3.3</b>	<b>-0.5</b>	<b>0.3</b>
<b>太平洋諸島諸国<sup>2</sup></b>	<b>3.7</b>	<b>2.5</b>	<b>1.9</b>	<b>2.3</b>	<b>-0.3</b>	<b>-0.1</b>
<b>新興アジア<sup>3</sup></b>	<b>7.8</b>	<b>6.4</b>	<b>6.3</b>	<b>6.5</b>	<b>-0.9</b>	<b>-0.9</b>
<b>アジア</b>	<b>5.8</b>	<b>5.1</b>	<b>5.1</b>	<b>5.3</b>	<b>-0.6</b>	<b>-0.7</b>

出典：IMFスタッフ予想

<sup>1</sup>小国とは、ブータン、フィジー、キリバス、モルディブ、マーシャル諸島、ミクロネシア、パラオ、サモア、ソロモン諸島、東ティモール、トンガ、ツバル、バヌアツを指す。

<sup>2</sup>太平洋諸島諸国とは、フィジー、キリバス、マーシャル諸島、ミクロネシア、パラオ、バプアニューギニア、サモア、ソロモン諸島、トンガ、ツバル、バヌアツを指す

<sup>3</sup>新興アジアとは、中国、インド、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナムを指す。

注：インドのデータは会計年度ベース。

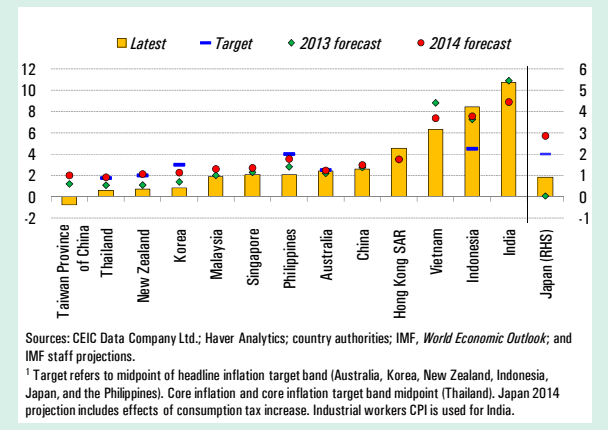
ポイント近い引き下げは、最近の金融需給の引き締めりと中国、インドにおける供給面の見通しの悪化を主に反映したものだ。こうした成長見通しと、国際的な商品価格の落ち着きからすると、ヘッド

ラインインフレ率は中央銀行を懸念させるほどには上昇しないとみられる。ただしインド、インドネシアと幾つかの低所得国（スリランカ、ベトナム）は例外で、高インフレが続いている。(図5)

しかし、こうした全般的な傾向は諸国間の大きな経済情勢の差異を覆い隠している。

図5. アジア：ヘッドライン CPI<sup>1</sup>

(前年比; 単位：パーセント)



- 中国は最近の金融市場の乱高下の影響はおおむね免れた。外需の改善は追い風になるとみられるが、最近の高い与信の伸びを減速させるための施策や過去の過度な与信への対応によって成長は鈍化すると予想される。中国の成長力は構造的要因により徐々に弱まるとみられ、2013年の成長率は7.6%に、また2014年には7.3%に減速すると予想されている。幾つかの産業で生産能力が過剰であり、また食料価格が安定しているためインフレの問題は起こらないだろう。

- 日本は、アベノミクスが経済を再活性化し、長期にわたるデフレから日本を脱出させ始めており、経済成長の上振れがアジア地域における明るい材料となっている。為



替の減価と量的・質的金融緩和によって資産価格が上昇した結果、金融状況が大きく緩和された。インフレやインフレ期待が強まったが、日本銀行の目標とする2%はまだ大幅に下回っている。内需の堅調さと円安の追い風を受けた輸出の改善、他の先進国における需要の回復にけん引され、2013年第4四半期の成長率は年率3.5%となろう。2014年は復興支出の一服と消費税率の引き上げにより、成長は1.2%に減速するとみられる。消費税率の引き上げは一時的にヘッドラインインフレ率を2.9%に押し上げると見込まれる。新たな財政刺激策が12月に発表されることになっており、これは成長見通しを引き上げるだろう。

- 地域の他の先進国の成長見通しは様々だ。韓国は財政支出や金融緩和により世界的な市場の動揺の影響をほとんど受けず、緩やかな回復が予想される。オーストラリアは資源への投資ブームが減速したことで成長が鈍化するだろう。ニュージーランドは引き続き低金利と震災復興の加速が景気を押し上げるとみられる。
- インドは最近の金融市場の混乱の影響が企業や銀行のバランスシートを一段と脆弱にしたとみられる。これにより、既に歴史的な低水準にあった同国の経済成長見通しは一段と低下した。供給面の制約が続いていることや構造改革の遅れがこの背景になっている。需要が弱いにもかかわらず食料価格の影響で

ヘッドラインインフレ率は2桁近くに高止まりすることになるだろう。

- インドネシアは資金需給が以前より逼迫し、投資が減少したことから、成長は減速するが、来年にはある程度改善するとみられている。その他のASEAN諸国の成長率は幾分上昇するとみられる。外需が改善する一方、公的インフラ支出の増加（タイ）もあって、国内の資金需給が以前より逼迫したにもかかわらず内需が底堅さを示すとみられる。
- 低所得国の多くは最近の金融市場の変動の影響を免れたが、国際金融市場との関係が限定的なことを考えると、貿易を通じた二次的な影響が今後数カ月に生じうる。多くの場合緩和的なマクロ経済政策を背景に、急激な与信の伸びが成長を押し上げている一方で、幾つかの国では懸念も強まっている（カンボジア、ラオス、モンゴル、ネパール）。ベトナムでは銀行セクターの弱さが依然課題となっている。
- 一次産品の産出国を除き、大半の太平洋諸国の成長見通しは引き続き構造問題によって低迷している。一部の国々では経常収支や財政の不均衡が悪化している。

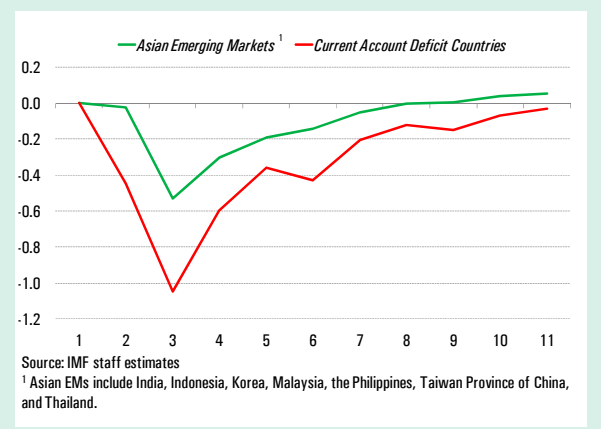
...しかし今後資本流出が数次にわたって起こり、ターム・プレミアムが上昇するリスクもある

世界の資金調達環境が一段と厳しくなる可能性があり、その場合新たな資産ポートフォリオの流出、資産価格の下落、資金需給の逼迫が生じうる。経済のファンダメンタルズやエクスポージャーが脆弱なアジアの国・地域では、特に企業や銀

行のバランスシート上のミスマッチと組み合わせわかった場合、そのインパクトはより大きく感じられよう。(図6) 米国経済が回復するにつれ、貿易を通じた緩和効果があるものの、アジアでの当初の影響は成長にとってネガティブなものだろう。

**図6. 10年物米国債利回りの100ベースポイント上昇のGDPへの影響**

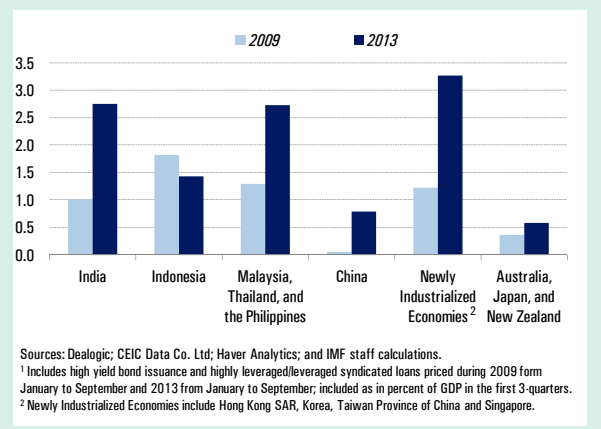
(アジアの7新興市場国・地域の平均インパルス応答)



アジア地域を発生源とするリスクはおおむね特異なものだ。潜在的な脆弱性の源の一つは2013年4月の地域経済見通しで指摘された新興アジアで形成された金融の不均衡だ。実際、高利の企業借入れが近年増加しており(図7)、

**図7. 高リスク企業借入れ<sup>1</sup>**

(GDPのパーセント比)



スプレッドが異例なほどの低水準まで圧縮され、たとえば外貨借入れがどの程度ヘッジされているかといったことについて十分なデータが整備されていないことが、不確実性を高めている。大方のところ、企業と銀行の健全なバランスシートがショックに対する防御となってくれるはずだが、借入れコストと市場アクセスの過去の水準への回帰は一部地域に緊張状況を作り出すことになる。第二の潜在的なリスク源は、とりわけ中国とインドにおける急激な投資の落ち込みだ。アジアの地域が高度に統合されていることを考えると、地域のいかなる大きな国、とりわけ中国の予想外の経済減速は、特に韓国、台湾、そしてASEAN諸国の大半にとって打撃となる。日本においては、信頼に足る財政健全化策や構造改革が十分に実行されない場合、新たなマクロ経済の枠組みが成長の強化とインフレ期待の上昇に効果を発揮できない可能性があり、金融政策に過度の負担がかかることも考えられる。そうするとアジアに悪い影響が及ぶ可能性がある。

### より大きな波乱に備えて

世界金融環境のよりタイトで不確実性の高い状況によって強められ、また最近の資本流出の影響の相違によって確かめられたのが、明確で信頼性が高く、分かりやすく説明された一貫性のあるマクロ経済政策の枠組みの必要性だ。この枠組みは金融政策、財政政策、マクロプルーデンス措置と資本フロー関連措置で構成される。最近の事例は、経済のファンダメンタルズに不均衡が存在する場合、大きな外貨準備があっても金融市場のボラティリティを回避するには不十分であることを示した。この地域の多くで、マクロ経済政策による更なる支援は、資本流出

や、高インフレ、与信の質への懸念、財政の脆弱性を悪化させる可能性があることから、制約されている。この状況が成長を再活性化する上で構造改革の重要性を増している。

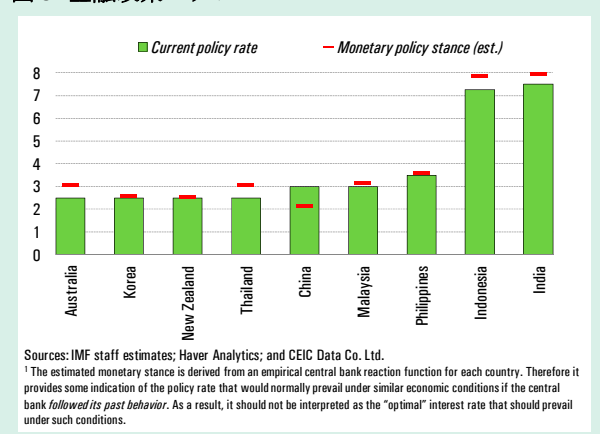
### 外国為替政策

柔軟な為替変動に加え、相場のボラティリティを緩和し、秩序だった市場機能を確保するための節度ある為替介入は、大規模な資本流出の際の主要な防衛策と考えられるべきだ。

### 金融政策

- インフレが抑制され経済活動が減速している諸国では、現行の金融政策スタンス、すなわち過去の経験則よりわずかながら緩和的か、一部の国では既に景気刺激的な中央銀行の政策行動（図8）は、下方リスクに対する一定の保険となる。タイとフィリピンなどでは、以前の資本流入が最近逆転し、金融引き締め役を果たし、金融的な不均衡の蓄積を防ぐ一助となり、また実際の金融引き締めの先延ばしを可能にした。低インフレと政策の信頼性によって、こうした国々は、成長が減速し金融状況がさらに逼迫した場合に政策金利の引き下げを考慮することができる。
- インフレ圧力が既に強く、かつインドやインドネシアのように資本流入に依存したり、またはラオスやモンゴルのように与信の伸びが過剰な国々では、今後数カ月でさらに金融政策を引き締める必要があるだろう。この必要性は国際収支圧力が高まった国ではさらに強くなる。

図8. 金融政策スタンス<sup>1</sup>



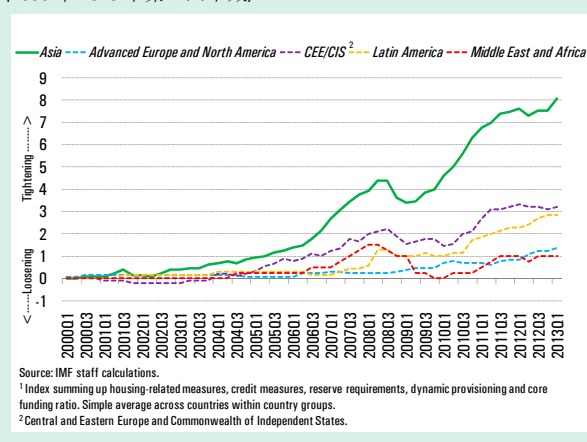
- 日本ではインフレ期待が上昇し始めたが、インフレ目標の2%には達していない。期待のさらなる上昇と実質金利の低下には慎重な市場との対話が不可欠だ。金融政策の波及を強化するには、日本銀行が資産購入プログラムを着実に実施することで、投資家の資産ポートフォリオが、成長を高め、貸出しを増やす、リスクの高い資産にリバランスするよう促し続ける必要がある。
- 中国では与信拡大の減速、特にシャドーバンキング部門での減速が優先課題だ。これは金利を金融政策の主要な手段とする努力によって支援される必要があるだろう。

### 金融部門政策

世界の流動性の波に曝される中、ここ数年アジア諸国が多用するようになったマクロプルーデンス政策は、健全なマクロ経済政策の枠組みを補完するものとして、金融の安定性を保護する役割を果たし続けるはずだ（図9）。実際に多くの場合、金利が上昇するにつれ、これらの政策が対処しようとしていた、レバレッジや資産価格インフレから生じるリスクはより明らかになるだろう。金融状況が引き締

まるにつれてマクロプルーデンス政策の金融仲介機関に課す制約の効果は下がるが、これらの措置を弱める必要はない。ミクロプルーデンス措置とともに実施される強い規制と監督もまた、世界の資金調達状況が厳しくなるにつれ、金融システムの保護にとって特に重要であることが明らかになるであろう。この意味で、最近発表されたインドの銀行システムの耐性を改善するためのロードマップは歓迎できる。

図9. マクロプルーデンス政策: 地域別累積  
(2000年2013年第1四半期)<sup>1</sup>



中国では、金融改革を前進させることが、リスクの更なる拡大を防止し、投資のより効率的な配分を促し、家計の金融所得を増加させる上での優先課題だ。鍵となる措置には、預金金利の自由化、シャドールバンクも含む規制・監督の強化、預金保険制度と破綻金融機関の公式な清算メカニズム導入に伴って生じる暗黙の保証という認識に起因するモラルハザードの解決が含まれる。

### 資本フロー管理措置(CFM)

一部の国は国際資本が流入した際に資本流入に関する規制を導入したが、世界の資金状況が引き締まる際に資本流出への

規制を実施することは、経済のファンダメンタルズにも対処する広範な措置の一環として一時的にCFMsが採用されるという特殊な場合を除けば、裏目に出るかもしれない。その代わりに以前に導入した流入規制を撤廃し、安定した資本流入に対する規制をさらに自由化することは検討する価値があるかも知れない。

### 財政政策

世界金融危機の前と比べると、構造的財政収支は総じて悪化しており、経済状況が悪化した場合に限りオートマティック・スタビライザーを働かせるか、財政支出の追加さえすることを念頭に置きながら、緩やかに財政緊縮を進めることが地域を通じて一般的に妥当性を持っている。しかし、インド、日本、ベトナムなどの国にとっては、大きな債務と財政赤字は、反景気循環的政策をとる余地が少なく大幅な財政健全化が優先課題であることを意味する。日本は、財政リスクを封じ込めるために具体的な措置を採らなければならない。計画通りに2015年10月までに消費税率を10%までさらに引き上げ、また単一の税率を維持することが鍵となる。多くの新興市場、低所得国・地域では、主に政府予算を非効率な税制と対象選定の不適切な補助金から社会セーフティネットと重要な社会資本への投資へ移転することにより、持続的かつ包摂的な成長を促進する構造的財政改革を行う余地が大きい。インド、インドネシア、マレーシアは特に、最近エネルギー補助金を高い水準から引き下げたが、これを続けるべきだ。中国では地方政府財政の管理、透明性、全体のガバナンスの枠組みを強化することが地方政府債務の増大と擬似財政活動からのリスクを封じ込める一助となろう。最後に太平洋諸国



は、外生ショックに対する高い脆弱性にかんがみ、包摂的成長を遂げるために財政バッファの再構築を続け、教育、健康と社会資本について公共支出の構成の改善を図らねばならない。

### 構造政策

アジアが要素生産性の低下により低成長に移行し、投資家がますますその国のファンダメンタルズによって選別するようになるにつれ、技術面でのキャッチ・アップをさらに進め、将来の経済的混乱を乗り切るための構造改革の重要さがこれまで以上に明白になりつつある。国により課題は異なっている。生産市場への参入障壁の大胆な引き下げや労働市場の二重構造を抑制するための労働者保護改革は多くの国に妥当するが、インドとマレーシアではエネルギー部門と補助金改革、インドとフィリピンでは社会資本支出拡大のための幅広い制度改革、中国では消費をベースとした成長に向けたリバランスが課題だ。こうしたさまざまな分野でしっかりと改革を進めることは、より持続可能で、バランスがとれ包摂的な経済成長を将来にわたって達成する上で大きく役立つであろう。