

(参考仮訳)

アジア太平洋地域経済見通し (REO)

2008年 4月

要旨

2008年 はアジアにとって試練の年になろうとしている。アジアの景気は依然としてまずは底堅いが、米国の成長に加え、それより程度は小さいものの欧州の成長もそろって大幅に鈍化している。諸外国との広範な貿易、金融の結びつきを考えると、アジアがデカップリング（切り離し）する可能性は低い。加えて、いまだ終息していない世界の金融危機も見通しをいっそう不透明にしているため、リスクは依然、上振れリスクより下振れリスクのほうが大きい。政策当局は今後も緊張感を持ち、状況に応じて可能な限りの対策をとることが必要である。

2007年のアジアの経済成長は前年に続き好調だったものの、年末から2008年初めにかけてやや陰りが出た。中国とインドを筆頭に高成長が続き、国内需要もなお堅調だが、ここ数ヶ月の主要景気指標は勢いが低下していることを示している。各種景況感指数も景気減速を示唆している。アジアの貿易実績は、エレクトロニクスの輸出が冴えないなかでも増勢を維持している。その理由の一端は中・南米諸国、東欧とロシア、中東など、「非伝統的市場」向けの高成長である。輸入の伸びは、原油を除いてもここ数ヶ月上向いており、内需の一定の強さが見て取れる。

インフレ圧力は概ねアジア全域で強まっている。消費者物価上昇率の増勢はここ数ヶ月、インドとASEAN 5ヶ国で目立って強まっており、2007年末にいったん落ち着いた中国でも再び加速している。食品とエネルギーを除くコア・インフレ率も、食品と商品の価格上昇が他の物価に若干波及し始めたことから上昇している。また、生産者物価上昇率が現在、概ねアジア全域の総合消費者物価上昇率を上回って推移しており、今後、さらに価格圧力が強まる可能性がある。

為替レート動きはアジアの中でばらつきが生じ始めている。2007年10月号の『アジア太平洋地域経済見通し (REO)』以降、アジアの通貨は全体として名目実効為替レート (NEER)・ベースでわずかに上昇したが、その大部分はキャリー取引の解消に伴う日本円の急上昇を反映したものである。アジアの新興市場国・地域の通貨は全体として、新興工業経済地域 (NIEs) とインドを筆頭にやや弱含んでいる。特に中国人民元は対米ドルで続騰しているものの、名目実効為替レートでは小幅の上昇にとどまっている。

アジアの金融市場も世界的な市場の動揺から影響を受けている。株式市場は混乱が始まっ

た時点から大幅に下落したが、株価収益率（PER）は依然高水準にあり、スプレッドは大幅に拡大している。リスク回避の傾向はいまだ強く、アジアの資金運用担当者は資産配分をキャッシュと優良証券にシフトさせていると言われている。しかし、市場は全体として十分に機能を果たしており、信用収縮の兆しはほとんどない。むしろ、アジアの銀行はストラクチャード・クレジット商品へのエクスポージャーが少ないうえ、米ドルとの金利差が拡大していることから、アジアの現地通貨建てローンと債券市場は拡大傾向にある。さらに、アジアの長期見通しに対する投資家心理は依然、強気である。

アジアを取り巻く外部環境は前回の REO 以降、大幅に悪化した。このため、2008 年の中心見通しでは、アジアの GDP 成長率は 1.25 ポイント下方修正され 6.2 パーセントとなった。この下方修正は主に輸出の伸びの鈍化によるものである。米国と欧州からの需要の落ち込みが、何より貿易チャネルを通してアジアに影響を与えるためだ。国内需要の伸びは比較的堅調に推移するものの、軟化が予想されている。四半期ベースの成長率は 2008 年を通じて漸次低下し、2009 年は徐々に回復すると予想される。

見通しに対するリスクは依然、下振れリスクのほうが勝っている。主なリスクは、クレジット市場が震源地となって世界の金融状況がいちだんと悪化する可能性である。このシナリオではアジアの輸出に対する外需が鈍化する一方、金融経路を通じた影響がより強く、おそらくより複雑だと考えられる。この経路には以下のものが含まれる。(1)株式その他の資産の価格が低下してバランスシートに影響を与える、(2)消費者心理と企業景況感の冷え込みが個人消費と企業投資の大幅な落ち込みをもたらす、(3)カウンターパーティ（取引相手方）リスクの急上昇が銀行と企業の借入コストを急激に増加させる。これまでと同様、成長に対する上振れリスクはアジアの内需によるものである。内需の伸びは自律的な要因でも起こりうるが、懸念すべきは、特に中国などで当局が投資を効果的に抑制できない場合や資本流入が高い貸出しの伸びにつながるケースである。

こうした環境下で、アジアの政策当局は難しい選択を迫られよう。成長が高水準で持続し、高めのインフレがさらに加速している現下の状況では、成長低下懸念に対応するにしても物価安定への考慮を払わなければならないと考えられるからだ。それだけに、多くの国で金融政策発動の余地は限られるように見えるが、為替レートの弾力性を高めれば輸入価格の圧力を和らげる一助にはなる。また為替レートの弾力化は、世界的な需要のバランス調整にも役立つだろう。しかし、アジア自体の成長が大幅に減速するような状況になれば、アジア諸国の多くは財政政策を中心に、マクロ経済政策を大幅に緩和する余地はある。金融部門のリスクを踏まえ、金融、監督当局は監視を強めるとともに、中央銀行の流動性供与と銀行の資本基盤強化を含む万が一の場合に備えた対策が十分かを点検すべきである。

本 REO の第 2 章は、過去 15 年にわたる米国からアジアへの波及効果を分析して、両者のデカップリングの問題を検証している。それによると、アジアはデカップリングしておらず、波及効果は大きい可能性があると結論づけている。これまでの例では、波及効果は、アジアの新興市場国では平均して緩やかで、米国の 1%ポイントの減速が平均 0.25~0.5%ポイントの減速をもたらす程度にとどまっているが（日本への波及はこの範囲の下限程度）、現在の米国の景気減速がこれより相当大きな影響を及ぼすと考えられる理由がある。なかでも米国からの波及効果はここ数年、特に中国に対しては明らかに拡大しているほか、金融面での波及と世界的な心理効果（現時点でともに作用していることは明らか）が波及の規模を大幅に拡大させる可能性がある。2001 年のハイテク・バブル崩壊による景気後退の事例は、米国の成長減速によるアジアへの影響が相当なものになりうることをよく示している。