

解禁日時:

日本: 2012年10月12日午前11時30分

ワシントンDC: 2012年10月11日午後10

時30分

アジア太平洋地域経済見通し—2012年10月

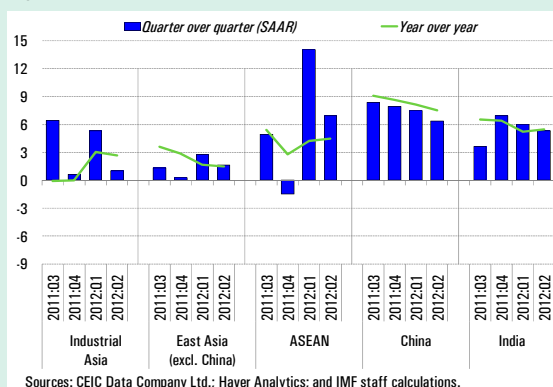
アジア太平洋地域の経済成長は減速した。先進国経済がつかずいており、域外からの逆風が主な要因である。中国及びインドの成長モメンタムが弱まったこともまた域内経済に対する重しとなった。2012年前半のアジア全体のGDP成長は、2008年の世界金融危機以降で最も低い水準に低下した。インフレ圧力が和らいだため、マクロ経済政策のスタンスは概して国内需要を支えており、一部では成長の減速に対応して緩和的な政策が強化された。より広範囲にわたって、金融環境は緩和的であり、再び資本も流入し始めた。今後を展望すると、成長は極めて緩やかに加速する見通しであり、成長率は世界平均を2%ポイント超上回って、アジアが引き続き世界経済の成長リーダーであるはずである。ただ、ユーロ圏危機を筆頭に多くの景気下振れリスクが残っている。政策担当者の優先課題はインフレなき成長を支援し、金融の安定を維持するとともに成長が減速すればすぐ対応する準備を怠らないことだ。また、持続的で社会全体を潤す成長に向けた構造及び財政改革に再度傾注することも優先課題である。

世界の成長鈍化で、アジアの成長も当初予測より多少鈍化している

前年の自然災害による混乱からの反動が2012年第1四半期の成長を加速させたものの、その後経済活動は著しく減速した。(図1参照) ユーロ圏とその圏外へ広がった減速のもたらした貿易への悪影響が、アジア諸国の輸出に打撃を与えた。2012年前半のGDP成長はアジア全体の平均で年率5.5%と、世界平均は大きく上回ったが、2008年の世界金融危機以後の最低水準だった。また、中国とインドでは国内要因が成長の減速に加担し、とりわけインドでは著しかった。中国では経済をソフトランディングへ意図的に導こうとしたため、インドの場合は供給制約に加え投資家心理が悪化したためだ。日本では2012年の早い時期に刺激的政策により成長が加速した後、消費の減速により最近では弱まった。インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイにけん引され、複数の東南アジア諸国連合

(ASEAN) 加盟国は、公共投資にも支えられて地域の趨勢に縛られず潜在成長力に近い成長を達成した。オースト

Figure 1. Asia: Changes in Real GDP at Market Prices (In percent)



ラリアも、鉱業関連投資が大きく拡大したこともあり、世界経済からの逆風を比較的上手く乗り切った。



経済活動の弱まりと世界的な商品相場の下落を背景に、2012 年前半はヘッドラインのインフレ率がさらに低下し、多くの国で安心できる範囲内に収まった。(図2 参照) この結果、域内の中央銀行は政策金利を据え置か引き下げ始めた。2008 年以前と比べ実質的政策及び貸出の金利が平均して 150 ベーシスポイント低いという概して緩和的な金融政策スタンスは、国内需要を支援する環境の維持に貢献した。中国では二桁の伸びが継続した小売り売上高の旺盛な成長に加え、民間部門の与信も安定した増加となった。(図3 参照) これは、信用残高の GDP 比率がトレンドより高い多くの ASEAN 経済に当てはまる。失業はやや増えたものの、2008 年以前の低水準に近いところに留まっている。

Figure 2. Asia: Headline Consumer Prices¹
(Year-over-year percent change)

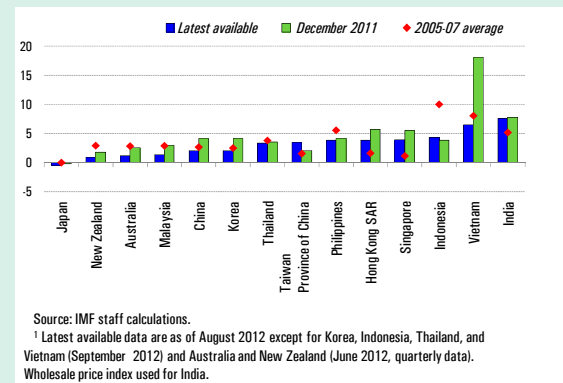
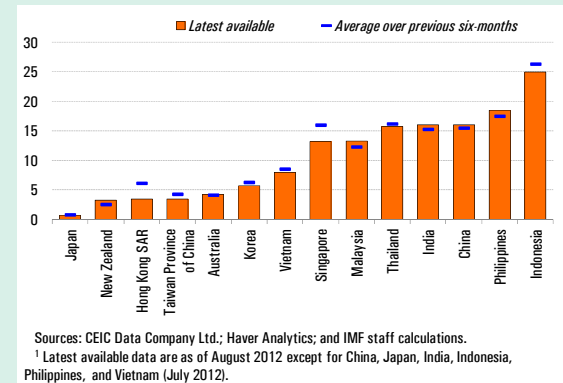
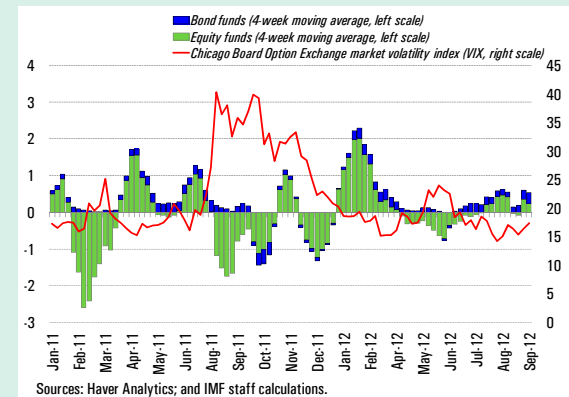


Figure 3. Asia: Credit to Private Sector¹
(Year-over-year percent change)



2012 年前半に金融市場のボラティリティが高まった後に世界的に金融の緊張が和らいだことを反映し、夏の初めからアジア地域への資本流入が再び始まった。(図4 参照) ポートフォリオ投資の変化は、変動の大きな株式への流入に左右された一方、アジアの地域債券市場は海外の投資家を安定的に引きつけ、域内のファンダメンタルズの相対的な強さと、安心して投資できる代替資産が乏しいことをうかがわせた。実際、ソブリン債価格とクレジット・デフォルト・スワップ (CDS) のスプレッドは世界金融危機以後のほぼ最低水準まで下落した。さらに、欧州の銀行がアジア地域で進めているレバレッジの解消は、今のところ域内の金融システムにとって対処可能な範囲に収まっており、また 2012 年第 1 四半期に鈍化したようである。欧州の銀行による資金の回収は、他の新興市場地域と比べて小規模で、多くの場合国内の豊富な預金により賄われている。また、日本とオーストラリアを含むアジア地域の健全なバランスシートを持つ銀行による、国境を越えた資金融通が、追加的なバッファを提供している。

Figure 4. Emerging Asia: Equity and Bond Funds Net Flows
(In billions of U.S. dollars)

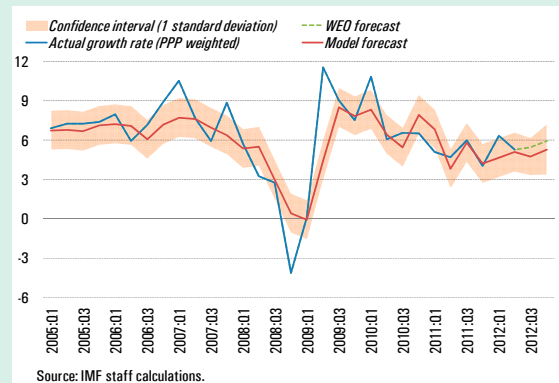


短期的見通しは低調であり、下振れリスクの高止まりは長期化か

アジア地域の成長は 2012 年 4 月時点のアジア太平洋地域経済見通しで予想されていたような、同年後半での加速は考えにくくなっている。域

内の先進国、成長をけん引する大きな新興市場国、そして輸出依存の小規模国の経済活動を測る指標が最近広範囲にわたり悪化しているためだ。(図5参照)全体としてみると、2011年の成長の減速に続き2012年も成長率は更に鈍化し、4月時点の予想と2011年より約0.5%ポイント低い5.5%と予想される。とはいえ、アジアは世界の成長のリーダーであり続け、成長率は世界平均を2%ポイント超上回るとみられる。成長率が2013年に年率6%成長へと多少ながらも上昇するのは、主要先進国の中央銀行による最近の緩和措置に支援された外需の増加に負う部分が大いだが、域内における緩和的なマクロ経済政策スタンスも一助となっている。(テーブル1参照)しかし日本は例外となる見通しだ。輸出拡大による効果より、復興支出が弱まる効果が上回るためだ。低所得国の経済成長は、世界及び域内の情勢から受ける影響を跳ね返す力を付けるという試練に依然として直面している太平洋諸島諸国の成長を大きく上回りそうだ。

Figure 5. Indicator Model for Asia: Projected vs. Actual Real GDP Growth
(In percent; quarter-over-quarter annualized rate)



アジア:実質 GDP
(対前年比、単位:パーセント)

| | 実績及び最新予想 | | | | 2012年4月WEOからの変化 | |
|--------------------------|----------|------|------|------|-----------------|------|
| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2012 | 2013 |
| 先進アジア | 4.1 | -0.2 | 2.4 | 1.6 | 0.2 | -0.5 |
| オーストラリア | 2.5 | 2.1 | 3.3 | 3.0 | 0.3 | -0.5 |
| 日本 | 4.5 | -0.8 | 2.2 | 1.2 | 0.2 | -0.5 |
| ニュージーランド | 1.8 | 1.3 | 2.2 | 3.1 | -0.1 | -0.2 |
| 東アジア | 9.9 | 8.2 | 6.8 | 7.4 | -0.6 | -0.6 |
| 中国 | 10.4 | 9.2 | 7.8 | 8.2 | -0.4 | -0.6 |
| 香港特別行政区 | 7.1 | 5.0 | 1.8 | 3.5 | -0.7 | -0.8 |
| 韓国 | 6.3 | 3.6 | 2.7 | 3.6 | -0.9 | -0.3 |
| 中国・台湾省 | 10.7 | 4.0 | 1.3 | 3.9 | -2.3 | -0.8 |
| 南アジア | 9.8 | 6.9 | 5.0 | 6.0 | -1.8 | -1.2 |
| バングラデシュ | 6.4 | 6.5 | 6.1 | 6.1 | 0.2 | -0.3 |
| インド | 10.1 | 6.8 | 4.9 | 6.0 | -2.0 | -1.3 |
| スリランカ | 7.8 | 8.3 | 6.7 | 6.7 | -0.7 | -0.3 |
| 東南アジア諸国連合(ASEAN) | 7.6 | 4.6 | 5.1 | 5.5 | 0.0 | -0.5 |
| ブルネイ | 2.6 | 2.2 | 2.7 | 1.5 | -0.5 | -0.1 |
| カンボジア | 6.1 | 7.1 | 6.5 | 6.7 | 0.2 | 0.3 |
| インドネシア | 6.2 | 6.5 | 6.0 | 6.3 | -0.1 | -0.3 |
| ラオス | 8.1 | 8.0 | 8.3 | 8.0 | -0.1 | 1.0 |
| マレーシア | 7.2 | 5.1 | 4.4 | 4.7 | 0.0 | 0.0 |
| ミャンマー | 5.3 | 5.5 | 6.2 | 6.3 | 0.2 | 0.4 |
| フィリピン | 7.6 | 3.9 | 4.8 | 4.8 | 0.7 | 0.1 |
| シンガポール | 14.8 | 4.9 | 2.1 | 2.9 | -0.6 | -1.0 |
| タイ | 7.8 | 0.1 | 5.6 | 6.0 | 0.1 | -1.5 |
| ベトナム | 6.8 | 5.9 | 5.1 | 5.9 | -0.5 | -0.4 |
| 新興アジア¹ | 9.6 | 7.4 | 6.1 | 6.8 | -0.8 | -0.7 |
| 太平洋諸島諸国 | 1.7 | 3.6 | 2.5 | 2.6 | -0.2 | 0.1 |
| アジア | 8.4 | 5.9 | 5.4 | 5.9 | -0.6 | -0.7 |

出典:IMFスタッフ予想

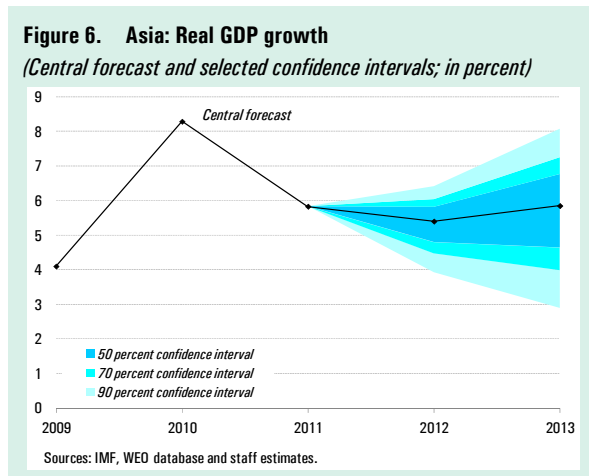
¹ 新興アジアは東アジア、インド、インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ、ベトナムを含む

地域の成長が世界の他の地域の成長を上回っていることや多くの国の実効為替レートが最近上昇したことを反映して、新興・先進アジア全体の経常収支黒字は、依然高い水準にとどまるものの2013年は2011年に比べ低下しそうだ。

ただ、この見通しには多くのリスクが付きまとう。そしてそれは下振れ方向に偏っているが、現在の世界的に緩和された金融環境は、欧州と米国の政策担当者が最近約束した通りの政策を全て実行すれば、アジアの成長が結果として上振れ方向のサプライズに終わる可能性を高めてもいる。来年の域外需要の拡大は、欧州発の金融面の悪影響が次第に和らぎ、米国が「財政の崖」問題を回避することを前提としている。しかし、リスク測定に金融及び商品市場データとアナリスト予測を使ったIMFスタッフのアジア用扇型チャートは、リーマンショック後の2009年以来となる4%を下回る成長が2013年に起こる可能性が7分の1あることを示唆している。

(図6参照)付加価値ベースでみた新興アジア

経済の輸出は3分の2が欧州と米国の需要と関連している（2012年4月のアジア太平洋地域経済見通しを参照）このため、ユーロ圏危機の一段の悪化や米国の財政ショックによって世界経済が大きく減速すれば、貿易を通じた影響と輸出セクターの投資及び雇用の低下という副次作用とは、アジアの最も開かれた国々の経済への強力な下押し圧力となる。比較的堅調な経済及び政策のファンダメンタルズはアジア経済を金融市場の負の波及効果から守る緩衝材となっているが、ユーロ圏の銀行の大規模なレバレッジの解消と伝統的なセーフ・ヘイブンへの資本逃避は、アジアの金融システムを大きくかく乱する可能性がある。そうした場合、過去にシステミックな先進経済におけるショックに金融面で大きく影響されたASEANや中国を除く東アジア諸経済は、大きな影響を被るだろう。



食料や原油の突然の価格上昇も国内需要を弱め、成長を支援するための金融政策の変更の余地を狭めることを通じて成長の下振れリスクとなりうる。実際、最近の世界的な食料価格の高騰を受けてインフレ率が底を打った兆しも既にある。ただ食料価格の上昇は2007/2008年時の上昇と比べると小さく、上昇品目も限定的となっている。

現段階では、地域のコメ価格が比較的安定していることもあり、インフレ期待はアジアの大半

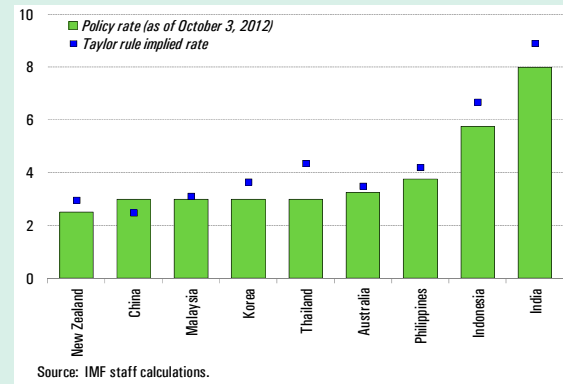
の国でしっかり抑制されている。しかし、食料価格の一段の上昇が広範に起これば一部の国では副次的な悪影響が出る可能性は大きい。それはASEAN諸国のように旺盛な内需を通じるものであるか、インドやアジアの低所得国のように消費者物価指数（CPI）構成品目に占める食料と燃料の割合が高いことによるものとなる。この場合には、エネルギーと食料の補助金支出による大きな財政リスクや社会に対する影響も考えられる。たとえば太平洋諸島諸国などは過去の貧困削減で得られた成果が脅かされるだろう。アジア太平洋地域の多くの国の場合、食料価格が世界的に上昇するショックが起こった1年後のCPIへのパス・スルー（転嫁）効果は10-20パーセントとIMFスタッフは推定している。

中国経済のハードランディングの可能性は低いが、アジア地域にとっては大きな影響のあるリスクだ。中国は地域の主要な成長エンジンであり、そのハードランディングは域内にとどまらず他地域の国々にも大きな影響を及ぼすことになる。IMFが2012年にまとめた中国からの波及効果に関するレポートで明らかにされたように、同国の投資の成長率の1%ポイントの下落は、韓国、マレーシア、台湾など中国のサプライチェーンと最も関係の深い域内経済のGDP成長率を4四半期で0.5%ポイント低下させることになる。

政策担当者は安定したインフレなき成長を助け、金融の安定性を維持することに加え中期的に維持可能で社会全体にいきわたる成長の基盤を築かなければならない。

現在の域内の金融政策スタンスは概して、テーラールールによる推計で必要と示唆される基準より緩和的であるため、下振れリスクに対し適切な保険を提供している。（図7参照）さらに、リーマンショック後の金利引き下げ幅に比べ、厳しい世界的な景気下降局面があった場合、大半のアジア太平洋地域経済は名目金利を引き下げる十分な政策余地をなお有している。

Figure 7. Selected Asia: Nominal Policy Rates and Taylor Rule Implied Rates
(In percent)

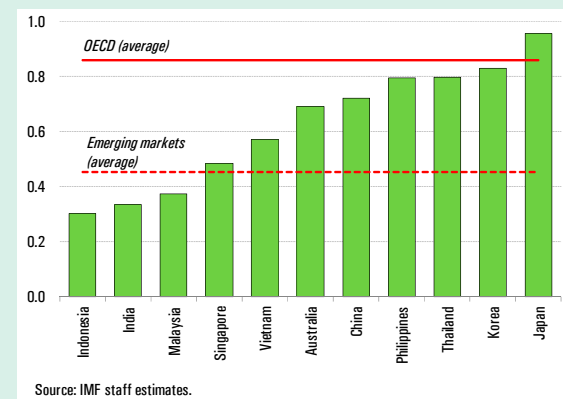


リスクの評価とそれゆえの金融政策措置の規模はアジア諸経済の間で大きく異なる。日本で実施された最近の緩和措置は歓迎されるべきものであり、経済の成長とデフレからの脱却の助けとなるはずである。しかし、日本銀行の1%のインフレ目途の達成を加速するには一段の金融緩和が必要かもしれない。また、それは広範にわたる構造改革と財政調整を進める中でより有効となる。

アジア太平洋地域の他国へ目を向けると、もし経済活動が予想通りに伸びない場合は、韓国やマレーシアのようにインフレ率が安心できる水準にあり金融政策が中立的なスタンスに近い国々では、金融緩和の実施が正当化されよう。一方、インドやベトナムのような依然インフレ率の高い国やインドネシアのように与信が急増した、あるいは急増している国では、政策的な操作余地が限定される場合もあろう。ただ、与信の成長はここ数カ月鈍化しており名目GDP成長とほぼ見合ったものになっている。金融安定性に対する懸念に対処するには、中国での不動産融資や地方の政府系金融機関の融資を抑制する努力のように、マクロプルーデンスを確保する措置が、引き続き金融政策の重要な補完策である。同様に食料価格関連のリスクは慎重に監視する価値があり、その副次的作用が現れた場合は金融政策の余地を狭める可能性がある。

財政再建のスピードも各国の状況に応じて調整されなければならない。危機前に比べ増加した構造的な財政赤字は、中国と韓国を除く多くのアジア経済で、財政余地を再構築する必要があることを示唆している。ベースラインの見通しにおいて域内の多くで2013年に構造的な財政バランスの改善が予想されていることは喜ばしい。しかし経済活動が一段と減速した場合には、財政の自動安定化装置が第一次防衛線としての役割を果たすべきだ。ただ、そうした安定化装置はアジアの新興国では小規模なため(表8)、世界経済が悪化した場合、財政的な余力のある国は、裁量的な計画を導入すべきだ。

Figure 8. Automatic Stabilizers
(Correlation between output gaps and cyclical fiscal balances)



財政改革は、政府支出を社会的なセーフティネットや重要なインフラへの投資に振り向けることなどを通じ、経済的なリスク耐性を増し、社会全体に行きわたる経済成長を実現するために、引き続き優先度の高い政策だ。政府の歳入の増加及びその効率を高める政策も優先度が高い。これは成長への投資資金の必要性が増す低所得国の多くに当てはまる。しかし、公的債務の持続可能性を達成するための信頼に足る長期の財政戦略に向けた重要な第一歩として2015年までに消費税率を2倍の10%に引き上げる法案を最近成立させた日本についても同様だ。

中期的に高い成長率が続くことは当然視できず、いくつかのアジアの経済大国における最近の成長鈍化の規模はこの落ち込みが単なる景気循環ではないとの懸念を生じさせている。構造改革はアジアの国々の経済ファンダメンタルズを強化する上で重要な役割を果たし、同地域が世界経済の回復をリードし、最近の世界的な経済的混乱を乗り越えることを可能にした。しかし、多くのアジア経済は、「中所得層のわな」に陥るリスクに直面する段階まで経済が成長してきた。このわなは、それまで急成長してきた経済が中程度の所得水準で伸び悩み高所得国になることができない現象である。中期的に経済成長を維持し社会全体に行きわたるようにするには、域内の国別に多様な政策が必要だ。それらは経済のリバランス、民間部門が主導する投資のための財源の強化、モノと労働の市場改革、また人口構成の急激な変化への対応などだ。また、協調的な行動も有効で、特に地域の強固な貿易統合を維持、促進するのに役立つ。