



演説用

## アジアは世界経済の逆風を跳ね返し続けられるか？ 短期的な展望とリスク

篠原尚之  
副専務理事

第2回新興アジアに関する IMF-SCID 会議  
JBIC 共催

東京 2012年9月13日

はじめに

- 皆様こんにちは。本日このような機会をいただき光栄に思っております。本日は、現在の不安定な世界経済においてアジアが果たす重要な役割についてお話したいと思います。

見通し

- まずはじめに、現在のアジア経済に対する我々の見解について簡単にお話したいと思います。新興アジアの経済成長が、2年前の約10%から今年は約6.5%へと、この2年間で減速しているという点が重要です。そして、最近のデータによると、明確な回復の兆候はまだなく、経済成長は低調なままです。
- ご存知のように、国内需要はこれまでのところ十分に強固ですが、域外の要因がアジアに大きな影響を及ぼしています。欧州の問題が波及し、輸出が大きく減速するとともに、純資本流入は最近の回復にも関わらず減少しています。
- しかし、今日の金融市場のストレスは、1年前に比べて低くなっています。特に、ユーロ圏当局が様々な手段を講じ、幾つかの重要な発表を行なった事が、安定化につながりました。
- 最近では、ECBがアウトライイト・マネタリー・トランザクションズ (OMT) プログラムを発表しました。これは、マクロ経済調整プログラムに対する EFSF・ESM からの支援を受け入れ、付随する構造改革や財政改革に取り組んでいる国々のソブリン債市場に介入するものです。専務理事が述べたように「新たな介入プログラムを断固として行うことは、金融政策の

波及メカニズムを修復するために重要であるとともに、マクロ経済の持続的な調整に取り組む国々が、合理的なコストで資金を確保するための取り組みをサポートする」ものです。

- 更に申し上げます、欧州の政策立案者が経済成長の回復に必要な構造改革を実施すると同時に、完全な銀行および財政同盟の確立に向けた取り組みを継続することが重要です。
- 欧州による前途を期待させる決定を踏まえ、さらに、それらが実行され進展すると仮定した場合、アジアの成長は次第に回復し始めるというのが我々のベースラインです。しかし、我々はなお直近の弱い指標を評価しているところであり、これら指標はこの回復は遅れかつより緩やかなものになると示唆しています。また、我々のベースラインは、緩和的な政策スタンスも織り込んでいます。実際、多くのアジア経済で、世界危機以前と比較し、実質金利は依然低く、構造的財政赤字は膨らんでいます。
- 中国の経済成長の姿は、新興アジア全体と概ね同様といえるでしょう。2012年の第2四半期の成長率は、投資（特に不動産）を抑制するこれまでの政策努力や予想外に強かった波及効果の影響から、前年同期と比較し大きく鈍化し、8%を下回りました。最新の高頻度指標は様々ですが、それでも経済の若干の鈍化を示しています。我々は、初夏以降から進められている政策緩和と外部環境の改善により、来年にかけ緩やかな回復を予想しています。

#### 短期的リスク:

- この見通しの最も差し迫ったリスクは、ユーロ圏危機の更なる深刻化に伴う波及効果の高まりです。アジアと欧州との経済的な結びつきは、特に広くリスク回避が起こった場合、そうした波及効果が著しいものになる可能性があることを示しています。
- 欧州において金融政策の波及メカニズムが大きく崩れた場合、アジアの信用供給に大きな影響を及ぼす可能性があります。すなわち、貿易金融の分野を含め民間部門の融資に直接的な影響を及ぼし、また、一部のアジア金融市場で域内の銀行のホールセールの資金調達にも間接的に影響があると思われます。
- 金融の結びつきに加え、アジアの輸出への依存度が高いことから、ユーロ圏の景気後退が予想より悪化した場合、アジアは大きな影響を受ける可能性もあります。
- もう一つのリスクは、米国において現行の予算法に基づいて生じる可能性のある大規模な財政の引き締め、いわゆる「財政の崖」です。もし米国の政策立案者が、暫定的な減税の一部延長や、自動的な支出の大幅削減の回避で合意に至らなかった場合、米国の構造的財政赤字が2013年に対GDP比で4パーセント・ポイント以上減少する可能性があります。対外貿易チャンネルを通じて、アジアへの波及効果は大きいと思われます。
- 夏に急騰した食料および原油価格もリスク要因となる可能性があります。しかし2007～2008年の食料価格危機に比べ、供給可能量とバッファが概ね良い状況にあります。さらにインフレ期待は、春以降、アジアのほぼ全域で見られるように十分に安定しているといえます。

- 対照的に、域内を源泉とする短期的リスクは比較的小さいと言えます。例えば、不動産市場の急激な下落による中国のハードランディングはアジアの重大な下方リスクですが、現在のところ、その確率は低いでしょう。
- より大局的に見れば、おそらく世界経済が今日抱える最大のリスクは、私が「中途半端」リスクと呼ぶものだといえるでしょう。すなわち、欧州であれ米国であれ、先進国経済における問題に政策が完全には対応しないというリスクであり、そのような部分的な解決策が、低成長の長期化を招き雇用、所得、貧困にマイナスの影響をあたえるというリスクです。

#### アジアのファンダメンタルズはどう改善したか。

- アジアでは、ファンダメンタルズが改善したため、以上に述べたようなリスクにこれまでよりも上手く耐えることができるかもしれません。
- 1990年代後半のアジア金融危機の際に大きな打撃を受けた経済を含め多くのアジアの国や地域で、企業や銀行が大幅にレバレッジを削減しました。負債資本比率は過去10年間で3分の2減少しましたが、韓国やインドネシアなどのアジア金融危機で大打撃を受けた経済ではさらに大幅な減少が記録されています。その結果、アジアの企業の負債資本比率は、現在、概してラテンアメリカや欧州新興国より低くなっています。また、世界的に流動性が枯渇する事態となった場合、バランスシートを改善したアジアの銀行は、世界の他の地域の主要な銀行ほど大きなレバレッジ解消の圧力を受けないと言えるでしょう。
- 銀行や企業部門のバランスシートの健全化が進んだと同時に、海外資金への依存も低下しています。対外脆弱性の重要な指標である短期対外債務の外貨準備に対する比率は、一部のアジア新興経済で3分の1以上減少し、ラテンアメリカ地域より大きな下げ幅となっています。
- またこれまでと比較し、通貨のミスマッチの可能性ははるかに減少しています。銀行の民間部門への外貨建て融資が融資総額に占める割合は下落しており、いくつかのケースでは無視できる程にまで縮小しています。
- ファンダメンタルズが強化された一方で、アジアと他の地域との相互関連性が高まっていることから、潜在的な脆弱性の要因が新たに生じています。たとえば、地方政府債市場での外国人による取引が、インドネシアやマレーシアなどで急速に増加しています。これは、国内の金融環境にとって利益となりますが、同時に、投資家心理の急激な変化に伴うリスクの拡大を意味します。
- アジア地域での所得格差の拡大に伴い社会的脆弱性の問題も浮上してきました。アジア地域は過去10年間で急速な成長を遂げ、絶対的貧困の水準は急激に低下しているものの、成長は包摂性に欠けています。
- これは、所得格差が縮小した他の新興市場地域とは対照的です。社会的そして経済的脆弱性は相互に影響し合っているという事実を忘れてはなりません。例えば、社会的セーフティネットの強化によって成長がより広く共有されれば、地域の内需の促進に資するのです。

#### アジアはリスク管理のために何ができるか。

##### 短期的には

- 政策当局にとっての主な短期的課題は、これまでに実施した刺激策の結果生じたリスクを最小限に抑え、政策余地の再構築に取り組みながら、成長をサポートすることです。
- 低調な経済見通しとそれに関する不確実性を考えると、緩和的なマクロ経済政策という現在のスタンスは概ね適切です。最近の食料価格の急騰については、各国中央銀行は、インフレに対する二次的な影響を警戒しておけば、早急な対応は必要ないでしょう。
- そして、もし深刻な下方リスクが顕在化した場合でも、世界金融危機の際に採られたような金融システムの安定化を図る一連の措置に加え、金融政策および財政政策を積極的に緩和するに足る十分な余力があります。

#### 中期的には

- 国内の成長源の強化が、これまでと変わらず外生的リスクに対する最善の保険です。この点から、今年の会議のテーマである経済のリバランスは、アジアの大半にとり引き続き優先すべき政策事項です。
- 域内貿易の活性化は、特に水平貿易が利益をもたらす場合、外生ショックの地域への伝播の軽減に資する可能性があります。域内貿易は、1998年から2011年の間にすでに45%から55%に増加していますが、貿易自由化の課題を推進することで、さらにその割合を引き上げる余地が依然として残っています。
- 現在は貿易統合に比べて遅れていますが、地域的な金融統合の進展もまた、アジアの耐性を高めるでしょう。
- 第一に、各国の金融統合を総じて深化・多様化させることを通じて地域統合を進めることで、ショックに対する保険を獲得し、消費を円滑化するためのより広範な手段や金融資産が得られるでしょう。
- 実際に、国際通貨基金（IMF）の研究によると、これまでのところ、より進んだアジア経済の多くは、債券市場の期間構造に見られるように、米国と金融リスクを相当程度共有していますが、一方で、他のアジア経済とのリスク共有は大幅に少なくなっています。
- 第二に、消費者や投資家の金融サービスへのアクセスを改善するような金融統合の深化は、地域の内需の強化および経済のリバランスに役立つと考えられます。

#### アジアの展望と年次総会

- 来月東京で開催されるIMFと世界銀行の年次総会では、他の多くの課題と共に、アジアの展望が焦点となるでしょう。

- 188の加盟国の大臣や総裁が、世界の経済や金融の状況、なかでも世界経済の情勢、ユーロ圏の危機、雇用と成長の回復のための方策、移行期にあるアラブ諸国や低所得国に関する課題について議論するために東京に一堂に会し、世界中が注目するでしょう。
- 主要各国の政府関係者、国際組織のメンバー、金融部門を中心とした民間部門の代表者、市民社会団体、国際メディア関係者など、参加者は15,000人に及ぶと想定されており、約300のイベントが開催されます。
- 日本のIMF加盟（1952年8月13日）から60周年を迎える今年、東京で年次総会を開催できることは我々にとって大きな喜びです。
- 日本は、IMFの第2位の出資国です。年次総会は、世界経済における日本の役割、またIMFで日本が果たす重要な役割を示す特別な機会です。
- IMFは、日本の歓待に心より感謝しております。10月に再び東京に戻り、日本の優れた組織能力や歓待の精神に触れる機会を心より楽しみにしております。