

## 要旨

アジア地域は、諸改革を実行し続ければ今後の課題にうまく対応できる状態にある。この地域は世界的リスクに対する耐性を強化してきており、世界経済のダイナミズムの源であり続ける見通しだ。地域の持つ脆弱性に対して取った近年の諸策が実を結び始めている。しかし、今後もさらなる経済変動のリスクが予想される中、政策上の油断は禁物だ。したがって、アジアが世界の成長リーダーとしての地位を確保するためには、その改革モメンタムを促進しなければならない。

アジア地域の成長率は2014年が5.4%、2015年が5.5%と予想される。先進国経済の回復に伴って外需が伸びる一方、アジア地域のほぼ全域で内需も堅調さが維持されよう。世界の流動性が今後引き締まることが予想されるため、アジア地域は金利の上昇に直面し、また資本フローや資産価格が不安定になる時期もあるかもしれない。とはいえ、ある程度の流動性の減少にもかかわらず、依然緩和的な金融政策や堅調な与信の伸び、1年前と比べ下落している為替相場に支えられ、金融状況は成長促進的なものにとどまるはずだ。

外的リスクは継続する。世界の金融状況が突然、あるいは予想以上に引き締められることが引き続き主要な下振れリスクの一つだ。1年前に市場参加者が米連邦準備制度理事会（FRB）の緩和政策の縮小予測を突然変更した時のように、経済のファンダメンタルズが弱い国々が最も影響を受けることになるだろう。しかし、その時以来、アジア地域の政策担当者は脆弱性に対応する政策措置を実行してきており、これらの措置が効果を上げ始めている。インドやインドネシア、他の新興市場アジア諸国がこの1月に世界の金融が不安定化した時期を以前よりうまく乗り切ったことは、耐性が改善していることを示す一例だ。

アジア地域は域内から生じるリスクも幾つか抱えている。中国経済が、金融セクターの脆弱性やより持続可能な成長経路に移行するための改革に伴う一時的コストによって、想定以上に減速する場合は、アジア地域に大きな負の波及効果をもたらすだろう。日本においては、アベノミクス関連の諸策が、強力な構造改革策を伴わなければ成長力を強化する効果を期待したほどには発揮しない可能性がある。国内及び世界の政治的緊張が、アジア全域で、貿易を阻害し投資と成長を弱める可能性がある。また一部のフロンティア経済では、与信の高い伸びが国内外の脆弱性の上昇につながっている。

国内の脆弱性がこれらのリスクの危険性をさらに高める可能性がある。アジアの多くの地域では金融の安定性に関するリスクは抑えられ、銀行部門のバランスシートはネガティブなショックを吸収する余地がある。しかし、世界的に金利と期間プレ

ミアムが上昇するに連れ、企業・家計部門の高レバレッジに起因する脆弱性がより問題となる可能性がある。経済状況がより厳しくなれば企業倒産が起こるかもしれない、レバレッジの高い会社による投資が損なわれる可能性がある。しかし、財務状況が悪い企業の債務規模はGDP比で比較的小さいため、企業部門のリスクは経済システム全体に影響に及ぼすものではないようだ。（第2章参照）

地域統合の進展はアジアの成長を加速させているが、一方で世界的及び地域的ショックの影響を増大させる可能性がある。過去1年間の出来事はアジアが先進国の政策から影響を受けることを改めて認識させるものだった。第3章で強調されているように、貿易及び金融はますます相互依存をもたらしており、地域内の経済の連動を増幅している。地域内の景気循環の同期化が進んでおり、アジア地域の中国に起因する成長ショックへのエクスポージャーは他の地域と比較して2倍になっている。アジア地域での金融統合は貿易統合に比べ大きく遅れているが、それでも世界で経済に悪影響を与える事象が起きている時には景気循環を悪化させ得る。貿易及び金融の統合が進展し続ける限り、政策担当者は成長面での恩恵を最大化する方策を探る一方で、波及効果をもたらす経路が拡大していることにより生じている脆弱性を制御する準備を進めなければならない。

金融面での相互連関から生じるリスクに対応するため、アジアの政策担当者はマクロプルデンシャル政策を積極的に活用してきた（第4章参照）。これらの政策は特效薬でもなければ必要なマクロ経済政策の代替策でもないが、これまでアジア地域で有効に機能してきた。これらのマクロプルデンシャル政策の一部、とりわけ住宅市場の過熱の抑制に関連したものは、与信増加を抑え、住宅価格の上昇速度を緩め、レバレッジを下げるのに大きな効果を発揮したことが確認されている。マクロプルデンシャル政策は今後も、資本フローの変動の影響、とりわけフローが決定的に逆転するような場合の影響や、混乱をもたらしかねない資産価格の変動の影響を緩和するために、補完的に活用され続けるべきである。

アジア地域の諸リスクに対する耐性を強化し、世界の成長リーダー役であり続けるために、他にどのような政策があるだろうか。アジア地域の多くの国にとって、最近のマクロ経済政策を継続することが正しい道のように見える。これは財政健全化を徐々に進めながら、アジアの大半の地域でインフレ圧力が抑制されているため、現在の成長促進的な金融政策を維持し、経済活動が活発化しリスクが後退するに連れて金融政策を徐々に正常化することを含む。しかし、インフレ率が高く、当該国の中央銀行が安心していられる範囲を上回っている国々では、インフレ率を着実に下落させるため、今後数カ月内に金利を引き上げる必要があるかもしれない。いかなる資本フローの変動も、外国為替の調整と限定的な為替介入により対応されるべきである。

最後に、アジアでは構造改革の余地も大きい。課題は多岐にわたるが、特に、インド、東南アジア諸国連合（ASEAN）、フロンティア経済における規制改革や社会資本投資の増大、中国における金融システム自由化と投資依存から脱却して経済をリバランスするための施策、日本における労働と製品市場の改革、そして多くの国における税制及び財政支出の改革である。これらの改革はアジアが成長リーダー役を中期にわたり維持するのに不可欠であるだけでなく、場合によっては短期的に投資家の信頼を維持し金融の安定を確保するためにも非常に重要である。