

## 要旨

アジア太平洋地域の経済見通しは良好さを保っており、中期的に世界の経済成長のけん引役にとどまり続けるとみられる。世界金融危機以降、成長速度は緩やかになったものの、域内の堅調な消費需要が、域外からの需要減少による打撃緩和の一助となっている。アジアは原油を輸入し、かつサプライチェーンの役割を担う地域であるため、最近の原油価格の低下と先進国経済で進行する景気回復はアジアに恩恵をもたらすであろう。しかし、実物経済及び金融のボラティリティがこの良好な見通しの障害となり、構造改革のさらなる遅れが成長を抑制する可能性がある。このため、政策は経済の耐性強化と生産能力の増強に傾注すべきである。

アジア太平洋地域の経済成長率は2015年は5.6パーセントとなり、2016年には5.5%へとわずかながら鈍化するとみられる。域内の需要が、引き続き成長の原動力となることが予想され、世界の原油価格の下落と好調な労働市場による実質所得の思いがけない上昇も、成長を後押しするであろう。これらの要因が、予想される米連邦準備制度理事会（FRB）の金融引き締めにより一部起因する国際資本フローの逆転と、それによる金融環境引き締めによる影響を相殺するとみられる。純輸出もまた、わずかながら成長へ寄与すると予想される。地域を通じ原油安は総合インフレ率を一時的に押し下げるとともに、臨時所得の大部分が貯蓄につながることを予想されるため、経常収支の黒字が増えることになるであろう。

このような状況の中で、地域内の大きな経済のばらつきが明らかになっている。中国はより持続可能な成長ペースへ減速しつつある。日本は1年間の停滞を経て成長が勢いを増すと予想される。価格が急落した非原油の資源商品輸出国（オーストラリア、インドネシア、マレーシア及びニュージーランド）は、交易条件の変動から悪影響を受けることになる。しかし、この他の各国は成長が安定するか、または加速するとみられる。これらに加え、実効為替相場も域内でばらついている。これにはいくつかの要因が反映していると思われる。その要因とは（i）日本を含み主要先進国の金融政策が非対称となっている状況のなかで、一部の国は自国通貨と米ドルの連動を強めたのに対し、他の国では通貨を対ドルでより大きく変動させるようになっている、（ii）天然資源の純輸入国と純輸出国に対する交易条件の大きな変化による影響の相違、（iii）一部の国には資本が流入し、他の国では資本が

流出している、という三つだ。この地域内のばらつきが、ボラティリティの上昇につながる可能性がある。

アジア太平洋地域の経済見通しは堅実ではあるものの、リスクは下振れ方向に傾いている。第一に中国あるいは日本の成長が予想より大幅に減速すれば、両国の経済規模の大きさと、貿易と金融面での緊密な連関を考えれば、域内他国と世界の経済に影響を与えることになる。両国と深いサプライチェーンの結び付きがあり、または資源商品の輸出を通して関係している国々はとくに大きな影響を受けよう。第二にユーロと円に対する継続する米ドル高は、この地域に自主的な金融引き締めをもたらし、米ドル建ての大きな債務を抱える企業にとってその返済コストの上昇を強要する。それに加え、他の主要通貨に対する一層の米ドル上昇は、自国通貨の米ドルに対する変動幅が限られた国々の輸出を圧迫し、市場でのシェアを縮小する可能性がある。第三に地域全域におよぶ急速な債務の累積は、経済成長が世界の金融及びインフレ環境からの影響を受けやすくする可能性がある。米国の金融引き締めは、域内各国内での融資コストを引き上げる一方、世界的なインフレ率低下は、それがアジアにも及べば、実質債務の水準を上昇させることになる。その結果起こる債務維持コストの上昇は域内消費を抑圧しかねず、債務の増大は金融政策のクレジット経路を通じた機能を弱める可能性がある。

その一方で、世界的な原油価格低下は、アジアの成長にとり重要な上振れリスクももたらしている。今年中には原油価格が上昇していくと予想されるものの、より長期的にみると、原油価格は近年の平均価格より大幅に下回って推移すると予測されている。原油価格低下理由の供給要因が現時点での予想より大きく、長く続くことになったり、原油安による一時的な所得増による消費性向が予想より高まったりすれば、成長へのさらなる支援材料となる可能性がある。

アジア太平洋地域の多くの国で債務が増加し、一部の国では高水準に到達しているものの、金融部門のリスクは所得増と金融を支援する環境整備により抑えられている。しかし、不動産部門でのリスクは明白で、銀行の対 GDP 与信比率の増加は大半の国で緩やかとなっているものの、これまでの急な与信拡大は一部の国で大きな与信ギャップを生じさせている。

こうした展開にもかかわらず、アジア太平洋地域を通じて銀行のバランスシートは概ね堅実化している。

この先アジアの潜在成長ペースは、危機前の水準より引き続き下回ったままである可能性が高い。実際に達成された成長率を反映して、潜在成長率も地域の大半の国で低下した。この低下は、主に全要素生産性が減速していることを反映しているが、一部の国では高齢化による労働生産性の下落が主因となっている。全要素生産性（TFP）の成長鈍化は、世界価値連鎖（グローバル・バリュー・チェーン、GVC、第2章を参照）の参加から受けるリターンの伸びが減少していることを反映しているとも考えられる。GVCは構造改革なしには生産性上昇につながらない場合がある。中期的には、この地域は貿易統合より遅れている金融統合の進展によっても恩恵を受けるとみられる（第3章を参照）。金融統合の進展は、地域の大きな投資需要を満たすために域内貯蓄のより効率的な分配を約束する一方で、金融包摂を支援するであろう。

こうした環境における政策の役割は何であろうか。アジア太平洋地域の大半の国は、必要とあらば追加の一時的景気刺激を実施するための余力を金利面でも財政面でも保持するうらやむべき位置にある。しかし、現在の成長及びインフレ予測に基づけば、現行の政策金利は地域を通じて適正水準にある。とはいえ、財政の持続性や金融安定に対する懸念、再燃した世界金融のボラティリティリスクは、一部の国において金融引き締めスタンスの強化を必要とさせるかもしれない。さらに政策担当者は、対抗するいくつかの経済的要因に対処する必要もある。これらには原油価格の一時的下落とその後の上昇、潜在的な資本フローのボラティリティと資産価格の上昇などが含まれる。マクロプルーデンス政策と外国為替介入により、金融安定を阻害するリスクの封じ込めと、外国為替市場において散発的に起きる無秩序な動きに対処することが出来る。同時に、経済ショックを吸収する為替変動の柔軟性を保つ必要がある。財政面では、原油及び食料価格の低下が、補助金のさらなる改革か廃止の機会を提供しており、それにより支出効果を向上させ、将来の資源商品価格の変動から公的支出を守ることになる。公的債務が引き続き大きな国では、一段の財政再建が適切となる。また、地域を通じて生産性向上につながる構造改革が引き続き不可欠であり、それらは中国における国営企業と金融部門の改革、日本においてはサービス部門の生産性向上や労働参加の拡大、インドやアセアン諸国、フロンティア諸国や小さな国での供給のボトルネックに対処する施策を含んでいる。