

IMFとアジアの未来 (その2)

国際通貨基金 (IMF)
アジア太平洋地域事務所 所長
鷲見 周久



IMFアジア太平洋地域経済事務所は、日本の各界とIMF本部との双方向の理解促進を支える立場にあり、日本からアジア太平洋地域へ投融資を行っている企業や金融機関との結びつきを深めようとしている。(一財)海外投融資情報財団のご協力を得て、拙稿「IMFとアジアの未来」を本誌に2回に分けて掲載させていただいており、今回はIMFの概要と経済見通しについてご紹介した。今回はIMFによるサーベイランス結果に基づき、7つのアジア新興国の経済概況について触れる。

中国

中国経済は、昨年までの財政・金融政策による下支えに加えて、堅調な外需や供給サイドの改革により、堅調な成長を維持している。牽引役は国内消費であり、成長率の約3分の2に寄与している。こうしたことを受け、IMFは2017～2021年の平均成長率予測を6.0%から6.4%に上方修正した。

しかし、非金融部門(家計、企業ならびに政府)の負債が急速な増加を続けており、リスクが高まりつつある。2016年には非金融部門負債はGDPの242%であったが、2022年には300%に達するとみられている。このため中国当局は、各部門の借入を抑制するデレバレッジ政策を強化し、成長の速度よりも成長の質、すなわち経済成長の要因や持続性を重視する方針をとっている。中国人民銀行は2017年初頭より政策金利を引き上げ、政策スタンスは現在中立的であるとしている。さらに、2016年後半より当局は不動産金融の規制を強化するなどマクロブルーデンス政策の強化に乗り出している。これらの対応により市場金利は上昇傾向にある。

また、当局は為替の安定化を図っている。2015年後半と2016年初に人民元は実効レート(2015年12月に導

入された中国外貨取引センター<CFETS>指数)ベースで8%下落した。2016年後半のドル高を背景とした当局による外貨準備の取り崩しにより、人民元実効レートは狭いレンジで推移した。ドルが下落に転じ資金流出が一服したことや、2017年5月に当局が為替安定策(人民銀行仲値の設定に際し「反循環的調整要因」を加える)を新たに発表したことにより、人民元と外貨準備高は足元では安定している。

中国がより持続可能で力強い経済成長を目指すのであれば、消費の拡大が必要である。中国の国民貯蓄はGDP対比46%と世界平均の20%よりも大幅に高い。このため、貯蓄を原資とした投資が過剰になりやすい。また、投資が減速すれば経常収支黒字は一層積み上がることになる。

IMFは中国政府に対して医療や年金などの社会的支出を増やすことで、家計による予防的貯蓄を減らし消費を刺激するように勧告している。また、課税の累進度を引き上げ社会的支出の原資とし、世界有数の大きな所得格差を是正するように助言している。さらに、過剰な生産設備の除却、所謂「ゾンビ企業」の撤退促進、国有企業の改革などを求めている。これらの政策は長期的に生産性を1%ポイント引き上げるものとみている。

インドネシア

ASEAN諸国内で最大の人口および経済規模を持つ同国では、底堅い国内消費や2015年以降の構造改革(税制改革、外国直接投資の一部自由化、労働市場改革など)に支えられ、経済は堅調に推移している。

資源国である同国は、財政赤字がGDP比3%以内と法律で定められているなか、近年の国際商品市況の下落による税収入の大幅減少を受けて、税制改革によ

る税収増加を図っている。また、歳出面では燃料補助金の削減をする一方で、インフラや社会制度など優先度の高い案件への投資を拡大させる方針である。IMFは、こうした財政政策を評価するものの、さらなる税制改革や行政改革による財政構造の強化およびビジネス環境・民間投資の改善を提言している。

金融市場についてみると、1997年のアジア通貨危機時においてIMFなどからの国際支援を受けた同国は、その後、銀行システムの支払能力を回復させ、パーゼル規制に沿うかたちで銀行規制や監督体制を強化してきた。金融深化のペースは他の新興国に比べて遅れているものの、2016年4月に可決されたFSCPM法（the Financial System Crisis Prevention and Mitigation Law）は金融安定化の枠組みを強化するものとしてIMFは評価している。中銀による金融政策面では、低調な与信の伸びやインフレ率の低下などを踏まえて、政策金利は2016年以降7回引き下げられた。また、同国通貨ルピアが大幅に下落した2013年以降、同國中銀が為替相場の柔軟性を高める政策をとった結果、特に2016年以降為替相場は安定している。同政策は不安定な外部環境に適応するのに重要であるとIMFは認識している。

タイ

ASEAN諸国内で第2位の経済規模を持つ同国は、アジア通貨危機ではIMFの支援プログラムを受けた経験もあるが、外国資本を積極的に導入することで経済発展を遂げ、過去30年において貧困の大幅削減にも成功している（貧困率1986年67%→2014年10%）。また、日本とのビジネス関係も長く、日本からアジアの直接投資先としてタイは中国に次ぐ規模であるほか、タイからみても日本は最大の投資家となっている。

経済成長率は、域内他国比では過去10年は低調に推移していたものの、国内の政治的な混乱にもかかわらずマクロ経済の安定を維持してきたとIMFは評価している。さらに2016年には違法運営旅行会社の取り締まり強化やプミポン前国王崩御による服喪期間入りなどといった消費抑制要因があったものの、輸出や公共投資に支えられて、実質GDP成長率は3.2%と直近4年間で最も高い伸びとなった。中長期的にも輸出と観光業が牽引して3%程度の成長をIMFは見込んでいる。

一方で、インフレ率、就労率は2012年以降、低下を続けている。2016年のインフレ率は0.2%と2年連続でタイ中銀がインフレ目標としているバンド（2.5±1.5%）の中央値はもとより下限すら下回っている。こうしたなか、IMFは金融緩和策を実施するよう提言しているが、タイ中銀は、世界情勢の不確かさや低金利下での金融の安定のために政策余地を確保することを理由に、2015年4月以降、政策金利を据え置いている。

IMFは、これらの要因として、同国が過度な経常黒字状態にあるにもかかわらず投資が少ないことを指摘している。輸入している原油価格の下落や中国からの観光客の増加を主として経常黒字が大幅に増加し、そのGDP比は世界でも最高レベルに達している。IMFは、足元の財政余力を使って、持続的で中期的な枠組みのなかでインフラ投資をすべきと提言している。IMFは財政緊縮を促すものだと思われる方には、財政支出を促す提言を行っていることに驚かれるかもしれないが、IMFが各国の状況を精査し持続可能な成長戦略を考えていることがお分かりいただけると思う。

最後に、タイの長期的な課題として、先進国のような低成長・急速な高齢化社会に直面していることがあげられる。労働力人口に対する高齢者人口の割合が20%に達するまでの年数は欧米よりもかなり早い。高年齢化社会として有名なわが国（2016年11.8%）よりも短期間で達すると見込まれている。こうしたことに対処するため、IMFは構造改革の優先事項として社会保障改革や女性の労働参加、さらに高度なスキルを有する移民受け入れをあげている。民間投資や、競争法の改正、国営企業の改革を含む生産性の向上なども重要である。

マレーシア

マレーシア経済は外部環境の厳しさ（不安定な商品市況や金融正常化）にもかかわらず、製品や輸出構造の多様化や適切なマクロ経済政策などを背景として、ここ数年の成長率が堅調に推移している。また、構造改革の柱となっている国家5カ年計画「第11次マレーシア計画」(2016～2020年)では、2020年の先進国入りの目標に向けて、人的資本やインフラへの投資による生産性向上と技術革新を具体化させている。実際に同計画は進捗をみせており、経済成長を長期的に押し上げるだろう。なお、中銀は世界経済の下振れリスク

があるとして内需を安定させるため、2016年7月に約7年ぶりの利下げを実施した（その後は据え置き）。

また、同国は財政赤字を改善するために、財政再建に向けて2020年までの財政均衡の達成を目標とした政策を適切に遂行している（足元の財政赤字対GDP比3%程度）。政府は、燃料や食品などへの補助金削減のほか2015年4月の物品・サービス税導入などにより歳出・歳入双方において対策を講じてきた。しかしながら、IMFは、財政目標達成に向けて、さらなる補助金の削減や税制改善（GSTの課税免除・控除品目の削減やGSTの税率引き上げ）を提言している。特に効果的・効率的な支出を行うためにはリスクなどを適切に評価する必要がある。こうした取り組みに対し、IMFはこれまでもさまざまな技術支援を行ってきており、現在、財政当局は、支出効率性を高めるために、IMFが開発した評価ツールである「公共投資運営評価（PIMA）」を導入予定である。

金融市場についてみると、1997年のアジア通貨危機時においてIMFからの支援プログラムを受けなかった同国は、1998年に資本規制（流出規制、固定為替相場制）を課したが、こうした規制は段階的に自由化され、現在ほぼ撤廃・緩和されている。2005年には複数通貨バスケット方式による変動相場制が導入された。同国通貨リングは、資源価格の下落などを背景に2014年後半以降、下落傾向にあり、中銀は2016年12月に国内為替市場の育成とリング相場の安定化策（輸出収益の一部リング転への義務化、国内決済通貨のリング使用を義務化など）に着手した。

フィリピン

フィリピンでは堅調な経済成長が続き、インフレは低水準に留まっている。好調な内需（特に個人消費と民間投資）に牽引され、向こう数年の成長率は中国を上回る6%後半を維持すると見込まれる。失業率も2015年の6.3%から5.5%に改善している。インフレ率は2016年9月より目標バンド内に収まっている。経常収支は、投資財の輸入増加と、輸出と海外送金受取の減速により、黒字額が2016年にはほぼゼロに減少しており、2017年以降は赤字で推移するとみられる。資本流出は減速しており、外貨準備は810億ドル（輸入金額の8.7カ月相当）と潤沢である。近年の実質為替レートはおおむね安定して推移している。

リスクは全体的に下振れており、中国や米国の減速の波及、先進国の金融政策正常化や保護主義の台頭の影響などの外的要因や、自然災害や治安などの内的要因が下振れリスクとしてあげられる。与信の急速な伸びや投資の急増、財政拡張によって景気が過熱した反動も考え得る。一方で上振れ要因としては税制改革に伴うインフラ投資の増加などがある。

IMFは財政赤字対GDP比率3%の範囲でインフラ整備と社会支出を増加させるという財政方針を評価している。2016年の財政スタンスは拡張的であり、財政赤字は対GDP比2.4%であったが、2017年にはいっそうの歳出増加により3%に達する見込みである。

インフレ率は2002年に中銀がインフレ目標を導入して以降低下している。現在の緩和的な金融政策は景気を下支えしている。レポ市場における金利コリドー制度の導入により金融政策の波及効果が改善されているが、金融政策の有効性を一層強化し、金融部門の安定性を確保するためには、改正中銀法案の成立が不可欠とみられる。銀行部門は今のところ健全であるが、与信の伸びが加速しており、パーゼルⅢの早期導入などのマイクロプルーデンス政策に加え、不動産市場におけるストレステストなどのマクロプルーデンス政策の強化が必要とみられる。なお、改正マネーロンダリング対策法では対象がカジノなどに拡大された。

貧困を削減しつつ人口ボーナスを最大化し、経済成長を持続的かつ包括的なものとするためには、構造改革が必須である。政府はすでにインフラや人的資本への投資を進め、資本市場の育成や都市開発を推進しているほか、地域間格差を均霑化^{きんてん}しようとしている。同国における外国投資拡大やビジネス環境の改善のための法整備や規制改革をIMFは後押ししている。

ベトナム

2015年から2016年にかけて若干の減速がみられたものの、堅調な国内需要や輸出主導の製造業に支えられ、ベトナム経済は力強い成長を続けている。構造改革の継続を前提に、中期的には潜在成長率である6.2%前後の成長が見込まれている。レジリエンスの向上や潜在成長率の引き上げ、インフラ整備、防災対策、高齢化対策などの諸施策のために必要な財政余力を確保するため、政府債務の継続的な削減が必要な状態にあ

る。財政当局は2020年までに財政赤字を対GDP比3.5パーセントに引き下げる計画を打ち出しているが、具体的な政策実行には至っていない。財政の持続性を保つためには、消費税率の一元化、歳入基盤の拡大や歳出の効率化が必要であるとIMFは助言している。

インフレ率は過去と比べると5%近傍と低水準にあり、金融・為替政策の近代化に着手するうえでは絶好の機会である。現在の硬直的な金融・為替政策枠組みから、為替制度を柔軟化し、インフレ率を名目アンカーとする金融政策枠組みに段階的に移行することをIMFは提案している。また、銀行の資本増強、不良債権処理、市場の規律強化のための法改正も必要な状態である。

2016年の対外ポジションは、ファンダメンタルズから適正と考えられる水準よりも強固である。具体的には、貿易黒字や海外からの直接投資は増加している。当局は為替レートを狭い幅のなかで固定し、外貨準備を積み上げた。今後は投資の活性化、社会的セーフティネットの強化、予備的貯蓄削減のための構造改革実施を通じて、経常収支黒字は段階的に削減されるべきである。

ベトナムは高齢化が始まる前に近代的で持続可能な経済体制を確立することが求められている。そのため、より小さな政府への移行、国営企業の経営への政府関与の縮小、規制緩和、小規模企業の競争力強化など、潜在成長率を引き上げるための構造改革の実施が不可欠である。

ミャンマー

2015年11月に行われた歴史的な総選挙の結果、ミャンマー経済に対する関心が高まっている。しかし、慢性的なインフレ、脆弱な対外ポジションと金融部門を背景に、足元では景気が減速している。軍政からの体制移行に関連してヤンゴンでの建設活動が停滞しているほか、2015年のサイクロンで打撃を受けた農業部門の回復が鈍い。ただし来春に向けて、ヤンゴンにおける建設活動の回復や海外からの直接投資や開発援助の増加により、経済活動は回復するとみられる。地政学的リスク、政策への不透明感や商品価格や中国経済の動向などを背景に、リスクは下振れ方向にある。中期的には、継続的な構造改革の実行や海外直接投資の増強を図っていくなかで同国経済は堅調に推移する

とみられる。マクロ金融の安定を保ち、構造改革を進めることは持続的な成長のために必須である。

インフレ率は、中銀による国債買い入れに伴うマネーサプライの伸びやサイクロンによる洪水が誘発した食料品価格上昇により高止まりしている。インフレ抑制のため、中銀による財政ファイナンスを段階的に停止することや、より積極的な流動性管理を行うなど、金融政策の引き締めが必要な状況にある。

現在の財政政策スタンスは適切であるとIMFはみているが、今後は開発需要と債務持続性のバランスをとるため、政府は財政赤字をコントロールし、税制改革を通じた歳入確保や歳出の効率化の推進により、財政余力を確保するべきであると助言している。

為替相場は名目ベースではチャット安方向に推移しているものの、実質ベースでは国内のインフレによりチャット高となっており、対外ポジションは悪化している。また、外貨準備高も適正水準より低位に留まっている。対外ポジションの強化および競争力の確保のため、為替制度の柔軟化が必要である。

上記の各国情勢は、2017年10月30日時点で入手可能なデータおよびIMFによる4条協議レポートに基づき記述している。各国の4条協議レポートなどは原則としてすべて公開されているので、ご興味のある方は、下記サイトからほかのIMF加盟国のものもご参照されたい（英語のみ）。

<http://www.imf.org/external/np/sec/aiv/index.aspx>

当事務所は今年で設立20周年の節目を迎える。本誌への掲載をはじめとしてさまざまな場で日本の経済界との交流を深めていきたいと希望している。ご質問などもぜひ気軽にお寄せいただきたい。

<http://www.imf.org/external/oap/jpn/indexj.htm>

