

ASEAN+3 地域経済見通し 2018

ASEAN+3 Regional Economic Outlook (AREO) 2018

要旨

マクロ経済見通しと課題

グローバル経済の見通しは、インフレ率の上昇を伴いつつ、先進国・新興国ともに改善している。米国では、頑健な成長が緩やかな物価上昇圧力を生んでおり、本年以降も、減税や歳出増加による追加的な財政刺激策が下支えとなるだろう。ユーロ圏では、力強い民需に支えられて、予想されていたよりもしっかりと景気回復となっている。英国では、ユーロ圏とは対照的に、ブレグジット（EU からの脱退）に関する不確実性の高まりにより、成長は減速している。

国際貿易は、世界的な需要増加のほか、半導体サイクルの上昇や固定資本形成の回復にも支えられ、力強く拡大している。ハイテク部門は、世界半導体出荷額などの指標が示すように、国際貿易に強いモメンタムを与えている。エネルギーや鉱物といったコモディティ価格も回復しており、輸出を支えている。

FRB が金融政策の正常化と利上げを既に開始していることや、ECB が出口戦略を前進させていることを踏まえると、グローバルな金融環境はタイト化していくだろう。米国におけるインフレ率の上昇は、予想以上に速い金融政策のタイト化をもたらす懸念材料である。ASEAN+3 地域の新興市場では、本年 2 月初の国際的な株式市場の調整にもかかわらず、債券市場への資本流入超が継続している。当地域では、過去 5 年にわたり、債券市場への大幅な資本流入が続いたことから、グローバルな金融環境のタイト化および投資家心理の悪化が引き起こす資本流出のリスクやインパクトについて、綿密なモニタリングが必要であろう。

ASEAN+3 地域の成長は、良好なグローバル環境のもと、頑健な内需と輸出の増加に支えられており、インフレ率も安定している。当地域のほとんどの国は、景気循環の中盤（mid-business cycle）にあるとみられ、需給ギャップは成長トレンドに沿った小幅なものとなっている。当地域の成長率は、外需の改善が続くもとで、5 % 台半ばを維持するとみられる。すなわち、AMRO は、ASEAN+3 地域の GDP 成長率を、

2018年は5.4%、2019年は5.2%と予測している。このうち、日本の2018年度の成長率は1.3%、中国の2018年の成長率は6.6%である。

ASEAN+3 地域が直面する短期的なリスクは、域外に起因する以下の2つである（詳細は、AMROの「グローバル・リスク・マップ」を参照されたい）。

- インフレ率上昇を受けたFRBの利上げに端を発する、予想以上に速いグローバル金融環境のタイト化は、政策対応についてのコミュニケーションが不十分な場合、急激な市場の動揺を引き起こすリスクがある。ASEAN+3 地域へのスピルオーバーは、資本フロー、国債金利の上昇、借入コストの上昇および債務の借り換えリスクの上昇を通じて、顕在化するだろう。
- 米国による、一段の輸入増加や主要貿易相手国（ASEAN+3 各国を含む）に対する関税措置は、貿易をめぐる国際的な緊張の高まりを招き、ASEAN+3 地域の輸出が従来の頑健な成長軌道から外れてしまうリスクがある。貿易をめぐる緊張の高まりは、当地域に構築されたグローバル・バリューチェーンを通じて一段と大きくなるリスクがある。主要貿易相手国による、米国の貿易政策への対抗措置は、単なる報復関税を超えて、投資に関する規制を含むより幅広いものとなる可能性もあり、その場合には国際貿易や投資フローに極めて大きな影響を与えるだろう。

当面のテール・リスクとしては、ASEAN+3 地域における地政学的リスクの高まりや、保護主義的な貿易政策と関連してG3（米欧日）経済の成長が低調となるリスクが挙げられる。中国経済の成長率が予想よりも急激に悪化するリスクは、短期的には可能性が低い（unlikely）と評価される。最後に、常に起こりうる非経済的なリスク（perennial non-economic risks）としては、気候変動や自然災害、金融機関等へのサイバー攻撃が挙げられる。

ASEAN+3 地域は、外需の継続的な改善に支えられ、潜在的な対外的ショックに対応するための資金余力（buffer）を一段と蓄えてきた。当該地域の国内金融市場においては、外国人投資家のプレゼンスが高いことを踏まえると、リスク・オフ環境における、外国人保有の現地通貨建て債権の急激な巻き戻しや資本流出は、為替レートや外貨準備の下落圧力となるだろう。もっとも、近年、当該地域の為替レートはより柔軟に変動しており、緩衝材（shock absorber）として大きな役割を果たしてきた。対外的なショックへの調整ペースや実体経済への影響は、当局による思慮深い（judicious）為替介入により、うまく対処することが可能である。

政策当局者は、グローバル金融環境が先行きタイト化していくもとで、政策余地（policy space）を、特に金融政策において、引き続き構築すべきである。財政・金融・マクロプルーデンス政策の適切なポリシーミックスは、当該経済が景気循環（business cycle）および信用循環（credit cycle）の面で、どの局面に位置しているかに応じて決まってくる。

- 景気循環の中盤にある国では、政策当局者が追加的な金融・財政政策を遂行する強い動機（strong impetus）はないであろう。逆に、インフレ圧力や対外不均衡の蓄積に関する兆候がみられる景気循環の終盤にある国では、政策当局者は、金融緩和度合いの調整や財政刺激策の削減を考慮してもよい。
- ほとんどの ASEAN+3 各国が景気循環の序盤から中盤にあるとしても、過去の信用創造の蓄積を考慮すれば、政策当局者は、金融政策に引き締め方向のバイアスを持たせることにより、当面は経済成長よりも金融安定性を優先すべきである。
- 不動産市場などで局所的な脆弱性（pockets of vulnerability）が蓄積されている場合には、マクロプルーデンス政策の引き締めが金融システムの安定に有用であり、実際にほとんどの ASEAN+3 各国は前もってマクロプルーデンス政策を引き締めてきた。
- グローバルな金融環境のタイト化により金融政策の自由度が制約されるも、財政政策は、マクロ経済政策が全体として過度に引き締めのにならないよう、成長を支えるためより重要な役割を果たすことができる。もっとも、これは財政余力や財政ルールを念頭に置いて実施されるべきである。
- 政策は、レバレッジの高さや対外債務への依存度など、国内および対外的な脆弱性に伴う制約を考慮したうえで、調整される必要がある。潜在成長力（productive capacity）を底上げするため、構造改革に向けた政策のモメンタムは維持されるべきである。

テーマ別分析：変遷する世界経済における頑健性と成長

このテーマ別分析では、貿易、生産ネットワーク、技術進歩および人口構成といった根本的かつグローバルな変化が生じているも、ASEAN+3 地域がその頑健性や成長をいかに維持していくことができるかを検証している。ASEAN+3 地域は、過去数十年間——日本や韓国から始まり、ASEANの主要国から途上国へと広がったように——「輸出のための製造業（manufacturing for exports）」とも言うべき戦略を追求し、経済成長、雇用、生産性および賃金を底上げする、強固で自己増強的な原動力（strong and self-reinforcing dynamic）を作り上げてきた。過去数十年にわたって中国を中心に形成されてきたグローバル・バリューチェーン（GVC）により、当地域は、輸出増加や、製造・輸出能力の拡大を企図した対外直接投資の恩恵を受けてきた。

この「輸出のための製造業」戦略は、GVC の構造変化——国内の生産能力向上により、中間財を輸入する代わりに自国で生産することが可能となり、高止まり（plateauing）の兆しがみられる状況——のもとで、その持続性を試されている。GVC は、対外直接投資の仕向け地および生産拠点としての ASEAN+3

地域全体の競争力を底上げする一方で、サプライ・チェーンに対する保護主義の台頭といった当面の課題が、当該地域にもたらす当面のインパクトを、増幅させる効果を持つ。こうした負の要因とは対照的に、ASEAN+3 域内の最終需要は増加しており、当地域の輸出を吸収し、保護主義がもたらすショックを和らげる役割を果たしている。

技術進歩は、「輸出のための製造業」により成長を実現していくうえで、両刃の剣となってきた。技術進歩や自動化は、製造業がもはや過去のように多くの雇用機会を創出しないことを意味している。ASEAN+3 地域における自動車産業や縫製産業のケース・スタディは、この点に焦点を当てている。すなわち、熟練労働者の育成や、新たな技術を吸収・適応していく能力の向上に大きく後れを取った国々では、経済の頑健性や成長率の維持の面で競争力を失ってきた。

一方で、技術進歩は、経済成長や雇用の新たなエンジンとなりうるサービス産業の創出を促進してきた。サービス産業は、一般に、生産性が低く賃金も低い雇用を生み出すとされているが、適切な実用的技術（enabling technology）が伴えば、必ずしも当てはまらない。ビジネス・プロセスの外部委託に関するケース・スタディが指摘するように、技術進歩は、（本来は財のように取引できない）サービスを国境を越えて取引可能とし、熟練労働者の雇用機会を生み出すことで、サービス産業の性質を一変させている。また、技術進歩は、サービスの「コモディティ化（差別化されていた財・サービスの同質化）」や「ウーバー化（アプリなどを用いた既存のビジネスモデルの変革）」をもたらし、市場原理に基づいてサービス需要を掘り起こし、この需要を先端技術を用いてより効率的かつ安価に消費者に届けることを実現している。観光など ASEAN+3 域内におけるサービス需要の高まりは、財の取引と同様に、新たな成長のエンジンにもなっている。

ASEAN+3 域内の需要増加、技術進歩、サービス産業の成長の果実を繋ぎとめ、自国および域内経済の頑健性を高めるためには、政策のコミットメントと実行力が必要である。ASEAN+3 各国は、貿易や生産および技術進歩の変化がもたらす様々な課題を踏まえれば、成長著しいサービス産業を含む多様な成長のエンジンを持つことで、頑健性を高めることが重要となろう。また、ASEAN+3 地域全体では、増加する域内最終需要を満たすべく、域内の連結性や統合を強化させることが適当である。当地域は、グローバルな貿易や投資の開放性を維持しているが、域内需要を積極的に活用すれば、保護主義といった対外的ショックへの頑健性は改善するだろう。豊富な成長への資源（ample resources）や国別の発展度合いの多様性は、ASEAN+3 地域の強みである。

- 国内および域内のインフラ投資により連結性を改善すれば、貿易促進策と相俟って、当地域における既存の GVC の効率性を最大化させることができ、コスト面での優位性を維持しながら、「輸出のための製造業」戦略のもと当地域の競争力を一段と高めることができる。GVCの統合に向けては、輸

入中間財のコスト削減が輸出の増加と同じく重要であり、この点、中間財を輸入して加工・輸出するプロセスを促進する経済特区を域内に設立することも一案。

- 活力あるサービス産業を育成するためには、これに特化した政策パッケージが必要であり、まずは、これまで奨励されてきた製造業との対比でサービス産業を不利な競争条件に置いている政策がないか、点検することから始めるべきである。サービス産業の自由化により国際競争を活発にすれば、生産性は改善され、その一方で技術進歩は、自由化政策に抵抗する既得権益を脇に追いやっていくだろう。
- サービス産業のなかでも最も付加価値の高い部門では、人的資本と熟練労働力が不可欠であるため、労働・移民政策を通じて、ASEAN+3 域内における人的資本の有効利用（availability）を後押ししていくことが適当であろう。技術進歩や自動化が非熟練労働者にもたらす課題は、職業訓練、域内における熟練労働力の移動の促進、教育政策などを含む包括的なポリシーミックスによって、対処されなければならない。

免責事項：本日本語版は、原文である英語版（<http://www.amro-asia.org/asean3-regional-economic-outlook-2018/>）の仮訳です。仮訳にあたっては正確を期しましたが、不一致がある場合には、原文の英語版が優先します。