

## 要旨 (AMRO 仮訳)

### マクロ経済見通しと課題

ASEAN+3 地域は、2016 年中、外生的なショックをうまく切り抜けたが、特に、保護主義的なセンチメントが台頭する下での世界貿易の見通しなど、世界的な政策の不確実性は非常に大きい。国際金融市場は、域内新興市場への経済余波 (spillover) を伴いつつ、引き続き不安定。

- 世界の主要国では、基調的な成長力 (momentum) は徐々に改善している一方で、この回復は、政策の不確実性に対し脆弱。米国では、トランプ政権の成長志向の政策議題 (pro-growth agenda) が経済にいくらかの潜在的な上振れを与えているものの、より制限的な貿易・移民政策が成長を鈍らせる恐れ。EU では、ユーロ圏や英国の成長力は予想されていたよりも強固なものとなっているが、ユーロ圏主要国での選挙や英国の EU 離脱にかかる交渉を目前に、我々の経済見通しは慎重 (cautious) である。
- ASEAN+3 地域への世界的な政策の不確実性の経済余波 (spillover) は、貿易と金融の双方の経路からなる。貿易に関しては、世界貿易や商品価格に回復の兆しがみられることは心強いが、この回復は、トランプ政権による保護主義の兆候による脅威—特に米国に多額の貿易黒字を計上している域内の国々に向けられている—にさらされている。金融に関しては、国際金融環境は、米国連邦準備制度理事会による利上げが進む中で引き締められており、金融市場のボラティリティや新興市場全体からの資本流出リスクを高める (accentuate) 恐れがある、政策の不確実性の下にある。

2017 年の中国と日本の成長は、米国の保護貿易主義の台頭のもとで下方リスクがあるものの、引き続き安定的に推移するとみられる。両国の成長は ASEAN+3 地域の成長の支えとなり、当該地域の成長率は、2017 年に 5.2%、2018 年に 5.1% と僅かな減速にとどまる見通し。

- 中国の短期的な経済成長は、構造調整の進捗の下で安定の兆しをみせており、生産者物価はこのところ急激に上昇。中国の安定的な成長は、引き続き、ASEAN+3 地域の経済成長の支えとなり当該地域からの輸入を増加させる見込み。今後とも、国有企業改革のペースの加速、過剰生産能力の継続的な削減、企業債務の削減及び金融安定性に対するリスクの抑制が、重要課題である。
- 日本の 2017 年の成長率は、マクロ経済政策や外需に支えられ、潜在成長率を上回り、引き続き強固なものとなる見込み。日本の ASEAN+3 地域に対する対外証券投資は、金融政策の方向性の相違 (monetary policy divergence) —米国債のイールドは日本国債のイールド対比上昇—及び構造的要因の下、継続する見通し。
- ASEAN+3 マクロ経済調査事務局 (AMRO) による、グローバル・ベクトル自己回帰 (GVAR) モデルを用いた日米中の経済余波 (spillovers) の影響を比較する実証分析によれば、米中の実体経済ショックは、日本の同様のショックに比べ、ASEAN+3 地域からの輸出により大きな影響を与えるほか、中国のショックがもたらす影響は米国のショックよりも持続的なものとなる。日米中の企業部門に端を発する経済的ストレスもまた、域内新興市場における金融・企業部門への重要な経済的ストレスの波及経路となる。

不確実な貿易見通しの中、ASEAN+3 地域の経済成長は、引き続き、金融・財政政策の支援のもとで主として内需主導となるだろう。当該地域における外貨準備の資金余力 (buffer) は従前通り十分 (substantial) であるが、2016 年対比、金融・財政政策の政策余地は概して狭まっている。

- 外貨準備の資金余力は、輸入や短期対外債務の何倍かしてみた伝統的な手法 (conventional metrics) で評価すれば十分なものの、潜在的な資本流出圧力に直面するなか、これらの資金余力は維持されるべき。現地通貨建て債権を保有する海外投資家の急激な巻き戻し及びリスク・オフ・シナリオにおける資本流出は、為替や外貨準備に対する追加的な圧力となる恐れ。調整のペースを緩和するための思慮深い介入 (judicious intervention) と相まった為替の柔軟性は、引き続き、外生的ショックのリスクへの適切な対応となるだろう。
- 2017 年の金融政策に関しては、2016 年対比、インフレ率の上昇や国際金融環境の引き締めにより、域内経済における成長支援を企図した金融緩和と政策の余地は狭まると見込まれる。貸出や対外債務の高い伸びにより金融の脆弱性が蓄積している国々では、成長支援に向けた緩和的な金融政策の維持と金融安定性の確保という、極めて難しいトレード・オフ (sharpest trade-off) に直面するだろう。
- 財政政策に関しては、政策余地は概して徐々に狭まっているほか、いくつかの経済では財政ルールにより制約されているが、実体経済への下方リスクを緩和するため、より大きな役割を果たす必要がある。債務比率が低く強固な対外収支を維持する地域の国々では、緩やかなペースでの拡張的財政政策を継続するか、検討することが可能。一方、經常収支や財政収支の両方で対外借入に依存している「双子の赤字」を抱える国々では、拡張的財政政策を採ろうとすれば金融環境の引き締めりに直面するだろう。
- 足もとの不確実な国際環境において、また、成長と金融安定性を秤にかけるなかで、政策当局者は金融安定性を優先させることが賢明 (prudent) であろう。金融緩和政策に制約がある下で、地域の政策当局者は、金融安定性を確保し成長を支援するため、的を絞ったマクロプルーデンス政策の再構築 (recalibrating) を考慮してもよいだろう。短期的な需要管理政策の限界を踏まえれば、政策当局者は、構造改革の議題を早急に前進させる必要。

## テーマ別分析：ASEAN+3 地域とアジア通貨危機後の 20 年

2017 年は、ASEAN+3 地域にとって、その後の経済成長の基調、域内統合、危機管理・破綻処理に関する政策当局者の認識を成形した画期をなす出来事 (landmark event) となった、アジア通貨危機の発生から、20 年の節目となる。特に、アジア通貨危機は、危機管理・破綻処理における地域金融協力の喫急の必要性を認識させ、これが ASEAN+3 財務大臣プロセスの下でのチェンマイ・イニシアティブ (CMI) 構想に結びつき、後に拡大されたチェンマイ・イニシアティブのマルチ化契約 (CMIM) の合意及び CMIM の実施を支援する独立したマクロ経済の監視機関 (surveillance unit) としての ASEAN+3 マクロ経済調査事務局 (AMRO) の設立に繋がった。

- アジア通貨危機の発生から最初の10年間（1997年－2006年）は、急激な負のショックに見舞われた経済を整理統合し（consolidation）、経済成長への足場を再建した時期と評価される。回復の過程では、為替制度、企業・金融セクター改革、財政再建、金融規制改革において、根本的かつ痛みを伴う政策調整を必要とした。これらの政策調整は、影響を受けた国々が、外需主導の回復により経済成長の基礎を再建することを可能にした。
- ASEAN+3 地域は、アジア通貨危機後も、貿易、直接投資及び資本流出入の開放性を維持したため—特に ASEAN の開発途上経済は一域内統合の深化や、世界金融危機後10年間で米国やユーロ圏先進国の外需が急減する逆風下にあっても、域内の貿易及び直接投資で存在感を増してきた中国の台頭から得られる便益を享受することができた。日本が ASEAN+3 地域における主要な貸し手及び投資家として引き続きその役割を果たす中、域内の金融フローもまた増加。
- 域内金融フローの増加は、米国及びユーロ圏による大規模な金融緩和のもとで生じ、ASEAN+3 地域における輸出主導から内需主導へのリバランスを支援。しかし、大規模かつ継続的な資本流入は、流入先の国々で金融の脆弱性を形成し、金融市場のボラティリティを増大させ、金融政策の遂行を複雑化させた。このため、当該地域の政策当局者は、金融安定性のリスクを管理しつつ資本流入の便益を享受すべく、マクロプルーデンス政策を世界で最も積極的に活用してきた。
- 足下の不確実なグローバル環境のもと、アジア通貨危機は政策当局者に対し、価値ある教訓を引き続き提供。第一に、アジア通貨危機は、政策の焦点を率直に、金融市場や資本流出から生じるリスクに向けさせた。第二に、アジア通貨危機は、経済間における危機の伝播（contagion）のスピードや影響の大きさを認識させた。第三に、アジア通貨危機は、国内におけるより柔軟で迅速な政策枠組み及び外生的なショックに対処するためのより強固な域内金融協力の必要性を、明らかにした。
- 足下の世界的な政策の不確実性—経済と関係しないの事象から生じる不確実性を含む—の中、政策当局者は、政策の規律（policy discipline）を維持し、変化の激しい世界情勢に柔軟に対応し、市場参加者に対して政策意図の適切なコミュニケーション（well-communication）を行う必要。こうした短期的に課題に加え、ASEAN+3 地域はまた、低成長環境において、物理的なインフラだけでなく人的資本も含む成長の阻害要因（bottlenecks）が次第に明らかになってきているもとで、構造的な課題にも直面。種々の非効率性を直接的に解決する構造改革の加速が、より喫急の課題となっている。
- 目下のグローバル環境において、外生的ショックや危機の伝播のリスクに対処すべく各国が資金余力を拡大する上で、グローバルおよび CMIM のような地域における金融安全網の役割は、これまでも増して重要になっている。政策当局者による、地域金融協力に対するコミットメントの確約（affirmation）は、市場の期待をしっかりと固定し（anchor）、地域の持続的な成長及び発展に強固な政策基盤を提供する上で有用である。