

第1章: マクロ経済の展望と課題

2024年、複数の不確実性の要因がある中でも、世界経済は底堅い成長と持続的なデスインフレーションを見せた。主要な中央銀行が3年間の金融引き締めを経て金融緩和を開始し、世界経済は新たな局面に入った。しかし、地政学的緊張がコモディティ価格の断続的な急騰を引き起こし、米大統領選挙が今後の米国の貿易政策および経済政策全般に対する懸念を高めるなど、1年を通じて課題が増大した。これらの逆風にもかかわらず、米国経済は力強さを示し、堅調な個人消費とハイテク分野への投資に支えられ、インフレ率はパンデミック開始以来の最低水準まで低下した。一方で、ユーロ圏の成長は緩やかなものとどまった。

ASEAN+3地域は2023年の4.4%の成長に続き、2024年は4.3%の安定した成長を記録した。国内需要が引き続き成長の主な牽引役となり、強固な労働市場環境と投資の回復もその支えとなった。特に半導体およびサービス貿易の輸出回復がさらなる推進力となった。インフレ率は引き続き緩和傾向にあったが、エネルギーや輸送コストといった供給側の価格急騰が断続的に混乱を引き起こした。金融市場の状況は年前半に改善されたが、年後半にはボラティリティが高まり、株式市場が年前半の上昇を反転させ、債券利回りは上昇した。地域の外貨準備高は世界的な不確実性や金融市場の変動が高まる中でも十分であり、外部環境の変化に対する耐性を補強した。

この地域は2025年および2026年も4%を超える安定した成長を維持すると予想される。国内需要は引き続き成長の主要な柱であり、投資活動の改善によって成長が支えられる一方、技術分野や観光業などの外需が追加的に成長を押し上げると見込まれる。しかし、特に米国の貿易政策の影響など不確実性は依然として大きく、この地域の成長が抑制される可能性もある。中期的には、ASEAN+3は引き続き世界経済の主要な成長ドライバーであり、世界経済成長の約43%を占めると見込まれるが、これはパンデミック前の平均をやや下回る水準である。一方、インフレ率は若干上昇する見通しであるものの、2025年および2026年には1.7%と低水準にとどまると予測される。

短期的な見通しに関するリスクは下振れ方向に傾いている。最も大きなリスクは、米国のより強硬な保護主義政策の可能性であり、これが貿易の流れを混乱させ、この地域の成長を抑制する可能性がある。その他の主要なリスクとしては、世界的な金融環境のタイト化、主要経済の成長鈍化、地政学的緊張や天候関連のショックによるコモディティ価格の急騰などが挙げられる。長期的には、高齢化、気候変動、技術革新などに伴う構造的な課題が、マクロ経済および金融安定を確保するうえでのリスクとして引き続き存在する。

好調なベースラインの見通しは政策余力を再構築する機会を与えるものの、政策当局は不確実性の高まる外部環境に対応する必要がある。2024年には財政の健全化と金融緩和が進展したものの、政策課題は一層複雑化している。今後の政策には、各国固有の経済状況や制約に応じた適切なポリシーミックスのもとで短期的な課題に対応する柔軟性を維持しつつも、長期的な回復力を強化することが求められる。財政政策においては、景気循環に対応する実行力を確保しながら財政バッファの再構築を進める必要がある。金融政策においては、国内経済状況に基づいて慎重に政策調整を行うとともに、世界的な金融環境の変動を考慮し、金融安定リスクや対外部門が直面する圧力に対して警戒を怠らないようにする必要がある。

ASEAN+3: AMRO スタッフによる成長率およびインフレ率の推計・予測（2025-26年）

（前年比、パーセント）

経済圏	GDP 成長率			インフレ率		
	2024e	2025f	2026f	2024e	2025f	2026f
ASEAN+3	4.3	4.2	4.1	1.2	1.7	1.7
プラス 3	4.1	4.1	4.0	0.7	1.4	1.5
中国	5.0	4.8	4.7	0.2	1.1	1.3
香港	2.5	2.4	2.3	1.7	2.2	2.0
日本	0.1	1.3	1.0	2.7	2.5	2.1
韓国	2.0	1.6	1.9	2.3	1.9	1.8
ASEAN	4.9	4.7	4.7	2.9	3.0	2.9
ブルネイ	4.2	2.6	2.6	-0.4	0.6	0.4
カンボジア	6.0	5.8	6.0	0.8	2.9	2.5
インドネシア	5.0	5.0	5.1	2.3	2.2	2.7
ラオス	4.5	4.6	4.6	23.1	10.1	6.4
マレーシア	5.1	4.7	4.5	1.8	2.7	2.5
ミャンマー	3.2	1.0	1.0	27.5	25.0	18.0
フィリピン	5.7	6.3	6.3	3.2	3.3	3.2
シンガポール	4.4	2.7	2.4	2.4	1.8	1.8
タイ	2.5	2.9	3.0	0.4	1.2	1.3
ベトナム	7.1	6.5	6.2	3.6	3.5	3.0

出典: 各国当局（CEIC および Haver Analytics 経由）、AMRO スタッフによる推計および予測。

注: e = 推計値; f = 予測値。ミャンマーの成長率およびインフレ率は会計年度（4月1日～3月31日）に基づく。インフレ率の推計および予測は年間平均を指す。成長率およびインフレ率の地域集計は、2024年の購買力平価ベースのGDPの加重平均を使用して推計されている。

第2章: ASEAN+3 におけるインフレ: 変化するダイナミクスと政策への含意

ASEAN+3 のインフレは 20 年以上にわたり低く安定したが、2021 年に COVID-19 パンデミックと世界的な供給ショックにより急上昇した。しかし、このインフレの上昇は他の地域と比べて穏やかで短期間にとどまり、経済厚生への損失も限定的であった。当初は世界的なコモディティ価格の高騰が広範な物価上昇を引き起こしたが、2022 年後半までにはコモディティ価格の下落とサプライチェーンの正常化が進み、インフレは落ち着いていた。パンデミック後のインフレダイナミクスは特に変化し、初期には財（モノ）のインフレが主導したが、デフレーション期にはサービスのインフレがより持続的な要因となった。こうした変化にもかかわらず、インフレ期待は適切にアンカーされており、物価安定への信頼が反映されている。

本稿の分析は、域内の供給と需要の相互作用が深化していることを明らかにした。2021~2022 年には、供給要因がコアインフレとヘッドラインインフレの両方にとってより重要な推進力となり、特に世界的なコモディティ価格の上昇やサプライチェーンの混乱を通じて影響を与えた。一方、2022 年後半までには外部からの圧力が和らぎ、経済の再開に伴う需要要因が主な推進力となった。プラス3（中国、香港、日本、韓国）の経済では、2022 年半ばからインフレ率は緩やかになり、2023 年半ばまでには平均 1 パーセント以下となった一方、ASEAN 諸国では国内需要のより力強い回復を背景に、依然として高いインフレ率が維持された。

ASEAN+3 諸国は、金融政策と非金融政策を組み合わせた手法を用いてインフレ圧力を効果的に管理した。2022 年以降、金融引き締めはインフレ期待の定着と需要圧力の抑制において重要な役割を果たした。同時に、エネルギー・食料補助金、現金給付、税制調整などの財政措置が物価上昇を抑制し、家計への重要な支援を提供した。このほか、価格規制、備蓄管理、貿易措置といった供給側を調整する政策介入が、必需品の供給を確保し、価格を維持するのに貢献した。

ASEAN+3 の経験は、複雑な供給・需要のダイナミクスの中でインフレを管理するための重要な教訓を提供している。効果的な政策対応には、インフレの要因を正確に診断し、適切な政策の組み合わせを調整することが不可欠である。金融政策は、需要管理とインフレ期待の定着を図るうえで主要な手段であり続けるが、供給のボトルネックを解消し、必需品の価格上昇を抑え、脆弱層を保護するためには、ターゲットを絞った非金融政策が有効であることが明らかとなった。

今後、地政学的緊張、人口動態の変化、クライメート・トランジションといった構造的な変化が供給の混乱リスクを高める中で、インフレ管理はますます難しくなると予想される。特に、供給面の混乱がより頻発し、持続的になってきていることを踏まえれば、インフレ期待が不安定になるリスクが高まる場合、金融当局は供給ショックに対してより強力な対応を迫られる可能性がある。リアルタイムで供給要因と需要要因をより正確に識別するための監視強化は、政策対応の遅れに伴うリスクを最小限に抑える上で重要である。しかし、供給主導のインフレを抑えるための金融引き締めは、経済の低迷を悪化させるリスクを伴うため、政策対応はトレード・オフのバランスの取れたものとする必要がある。こうした新たな課題に効果的に対応するためには、政策余力を構築し、監視能力を強化することが不可欠となる。

第3章: ASEAN+3 の長期的成長: 展望と政策

ASEAN+3 地域は、今後数十年にわたり世界経済の主要な成長ドライバーとなり続ける可能性が高い。しかし、成長のペースは世界金融危機以降鈍化しており、過去 10 年間のパンデミックやその他のショックによってさらに悪化している。急速な高齢化、気候変動、世界貿易の再編など主要な長期的課題に直面する中での成長モメンタムの低下は、ASEAN+3 地域が長期的な潜在成長率を維持しながら新たに生じるリスクに対処できるのか、という重要な問いを投げかけている。

この地域の潜在成長率は 2000 年代初頭の約 6.0%から 2023 年には 4.0%に減速した。この減速の約 70%は資本蓄積の鈍化によるものであり、全要素生産性（TFP）の低下が 10%を占めている。一部の国では投資拡大による成長押し上げ効果が人的資本形成の遅れや労働力の減少により抑制されている。潜在成長率は 2050 年末までに約 3.0%までさらに低下すると予測されるが、地経学的な分断の深刻化、気候変動対策の失敗、出生率のさらに急速な低下といったリスクが顕現化すれば、それを下回る可能性もある。

生産性の低下の一部は、家計や企業のバランスシート棄損や、地域全体が経験してきた構造変化や産業化の多様なペースの低下を招いた、パンデミックによる傷跡効果（scarring effects）によるものである。特に、構造変化による生産性の向上は、過去 20 年間にわたり、3 分の 1 低下した。一部の国では産業化が停滞し、雇用や産出に占める製造業の割合が増加していない。さらに、多くの国では、グローバルフロンティアと比較した部門別の生産性格差が依然として大きく、サービス業へのシフトも主に低生産性分野へと向かっている。

ASEAN+3 地域は、経済成長を再活性化するだけでなく、将来の成長経路を力強く、今後の課題に対応できるものにするという大きな課題に直面している。質の高い成長を持続させる画一的なアプローチは存在しないものの、ASEAN+3 諸国の長年にわたる経済変革の経験から開発戦略の指針を得ることができる。しかし、新たな成長戦略は ASEAN+3 地域が直面する労働力の高齢化、気候変動、地経学的な分断などの新たな経済課題に対応できるよう練られたものでなければならない。

具体的な政策対応は ASEAN+3 各国の状況に応じて異なるが、本章は政策当局が今後の新たな成長経路を構築するための 5 つの政策テーマを特定する：(1) 既存の製造業の高度化による新たな需要ダイナミクスへの対応、(2) 高度なスキルと質の高いサービスへの移行、(3) 特に生産性向上に寄与するインフラに関する投資ギャップの解消、(4) イノベーション促進と技術の活用による従来の成長経路の再定義、(5) 国家の能力強化。これらがなければすばらしい経済成長の結果を達成することはできないだろう。また、これらの政策調整を進める上で、多くの場合、より強固な地域協力が大きな支えとなり、ASEAN+3 地域が将来にわたり高成長を実現するだけでなく、包摂的で公平かつ持続可能な成長を遂げるうえで役立つだろう。