



2023年7月21日

**インフレと地政学リスクに持ち堪える世界経済～ICCBE 参加報告**公益財団法人 国際通貨研究所  
経済調査部長 岩岡 聰樹

先月、トリノで開催された ICCBE (International Conference of Commercial Bank Economists) に参加した。その中のいくつかの議論について簡単に紹介したい。

大きな焦点は当然ながら、世界的なインフレ再燃と急速な利上げが続くなかで今後、世界経済とインフレがどうなるのか、また米国経済は景気後退を避けられるのかだった。

まず、長期的なインフレの行方については、長期の物価押し上げ要因とされる3つの要因 (3D: Decarbonization, Deglobalization, Demographics) について議論が行われた。脱炭素は巨額のインフラ投資やカーボンプライシング、バイオ燃料増に伴う食糧価格上昇等を通じて、ディグロバリゼーションは生産拠点の再編、人口動態 (即ち高齢化) は社会保障関連支出増大や労働力不足、等を通じそれぞれコスト増要因となる。一方で、単価低下が進む再生可能エネルギーへのシフトの加速、地域貿易協定の増加、過去において雇用比率の低下 (高齢化) はディスインフレと並存していたこと、等々、インフレ圧力が減殺される可能性もある。軽々に結論が出る問題ではないが、参加者に共通していたのは、昨年来の高インフレを殆ど予測できなかったこと、大きなパラダイムシフトが生じつつある現状を踏まえ、謙虚に考えるべきとの認識であった。個人的には、長期的にはこうした構造問題への対応が進むことが期待されるものの、その過渡期においてはやはりインフレ要因に繋がりやすいのではという印象を持った。

欧米の金融政策については、自然利子率 ( $R^*$ ) が論点となった。自然利子率は経済全体の投資と貯蓄を均衡させ、インフレを加速も減速もさせない中立的な実質金利である。米国経済が FRB の急速な利上げにも関わらず、持ち堪えていることから、自然利子率が足元上昇している可能性は確かにあるし、自然利子率は金融政策を決定するうえで、理論的には重要なメルクマールではある。しかし、自然失業率は推計方法によってバラツキも大きく様々な議論があり、パンデミックに伴う供給・需要双方におけるショックにより、その計測はより難しくなっている。それ故、現実的な金融政策運営の判断としては、引き続き経済とインフレのデータを見ながらとならざるを得ないであろう。

米国経済については、景気後退無しでインフレ抑制に成功するという *Immaculate Disinflation*（完璧なデイスインフレ）への期待が市場では強いものの、利上げを受けた金融環境引き締まりの効果がラグをもって顕現化するなかで *Slowcession*（緩やかな景気後退）の可能性がやはり高いのではという議論になった。また、長期に亘る低金利環境を前提としてきた企業やビジネスモデルが高金利に適応するのは相応の困難が伴うはずだという見方に同意する参加者が多かった。なお、マイルドな景気後退となった場合、経験則的にはそこから抜け出すのが難しいという指摘があった。足元、株式市場を中心に景気後退無しでのインフレ抑制への期待が高まっているようだが、逆にそうした期待によってインフレ抑制が難しくなる可能性も残る。

世界のディグロバリゼーションとフラグメンテーションも今一つの重要論点であった。2000年代以降、世界はグローバル化の加速で所謂グレートモデレーションを謳歌したものの、行き過ぎたリスクテイクの結果としての世界金融危機とその後の長期停滞、各国内の格差拡大を背景とするポピュリズム台頭や政治の分極化、更にコロナ禍やロシア・ウクライナ戦争、気候変動問題の拡大という大きなショックが続き、世界経済のトレンドは地政学問題が左右する時代に入ってしまったという認識が共有された。現状の経済制裁の応酬や経済安保優先の外交・通商政策は、相互の信頼関係を毀損し、むしろテイルリスクを高める可能性があるのではないかと、いう尤もな指摘があった。経済面では、国内での供給を重視したサプライチェーン再構築は容易ではないこと、また安全保障関連支出も含め過剰投資になる虞が指摘された。確かにそれらは否定し難く、インフレ圧力や高金利が長期化する可能性を孕んでいると思われる。

フラグメンテーションに関連する中国経済については、人口減と不動産バブルを抱えるなか、米国との対立が激化・長期化、経済政策も迷走しており、中長期的に厳しいとの見方が大半だった。足元は（資産）デフレの兆候もあり、かつての日本と同じ道を辿っているとの指摘があったが、異論は無かった。地政学問題が背景にあり、欧米側からすれば如何ともし難いという空気だった。

一方、日本については、近年になく関心が高かった。国内の長期に亘る投資抑制・供給能力削減の問題と労働力不足が増々深刻化するなかでのインフレであり、輸入インフレという外生ショックが切欠にはなるものの、物価を巡る家計・企業のマインドセットがいよいよ転換する可能性が議論された。金融政策正常化のプロセスは、金融市場等で想像される以上に時間がかかる、あるいはかける必要がある、という点は理解されつつも、日銀の金融政策変更が欧米の金融市場（特に国債市場）へ与えるインパクトはやはり多少気にしているようであった。

世界経済は、コロナ禍が過去のものとなりつつあるなかで、高インフレとそれに対応した急速な利上げに予想以上に持ち堪えている。そうした幾分の安堵感があるなかで、中長期的な世界経済の行方について様々な観点から議論が出来たことは大変有意義であった。他方、既述の通り、地政学リスクとディグロバリゼーションの進行、気候変動問題、高齢化等は対応を急がなければ、世界経済が長期停滞に陥るリスクが高く、日本

はその影響を最も大きく受ける国の一つであることを改めて痛感する会合だった。デフレ脱却を追い風とし、こうした中長期課題への取り組みが一層加速していくステージに入ることを願いたい。

以 上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく願い申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

Telephone: 81-3-3510-0882

〒103-0027 東京都中央区日本橋本 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階

電話：03-3510-0882（代）

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <https://www.iima.or.jp>