



2024年7月26日

嵐の前の静けさ？～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 聡樹

今月上旬、カナダのトロントで開催された ICCBE (International Conference of Commercial Bank Economists) に参加した。米国大統領選とその後の政策を巡る不透明感は極めて大きく、懸念が共有されたものの、世界的なインフレ率の鈍化傾向や米国を中心に世界経済の成長が維持されるなか、総じて明るい雰囲気の中での会合であった。以下、主な内容について簡単に共有したい¹。

まず、来年の世界経済を大きく左右しうる米国の政治情勢について議論が行われた。大統領選に向けた米国民の最大の関心は高いインフレ率であり、それは失業問題とは異なり、家計全てに影響するためという理屈はその通りなのであろう。しかし、やはり気になるのは、国際問題に関する民主・共和両党の意見の隔たりが極めて大きいことだ。乖離が大きいのは、順に、移民問題・気候変動・米国の軍事的優位維持・ウクライナ支援・NATOの支持・中国への敵対、となる。仮に共和党が主導権を握る場合には、グローバルな共通課題に対する、これまでの協調をベースとしたアプローチはいよいよ立ちいかなくなる可能性が残念ながらある。この点、米国が世界のリーダーとしての立ち位置を見失いつつあるのは極めて遺憾、という米国側参加者の意見はメンバー皆の思いを代弁するものであった。米国経済は堅調だが、社会的分断の帰結はどうなるのか、という問題提議もあった。カンファレンス終了後の週末に前大統領銃撃事件が起きてしまったのは極めて遺憾であり、残念ながらその象徴的事象と言えるが、その後の展開などをみるにつけ米国政治のダイナミズムも残っているようだ。

米中対立を受けたデリスキングの潮流が続くなかで、世界のフラグメンテーションリスクについても議論が行われた。興味深かったのは、世界貿易の伸びはモノからサービスへシフトしつつあり、その点、IT分野に強みを持つ先進国が貿易面でも成長の面でも相対的に有利になりつつあるという指摘である。途上国の財輸出を起点とした経済発展はかつてより難度が上がっているという指摘であり、これは弊所が今週開催したウェブ

¹ チャタムハウスルールによる会合であるため、発言者や所属などの詳細は明らかに出来ない点ご容赦頂きたい。

ナー²と通底するテーマである。今後の展望は来年以降の米国通商政策に大きく左右されるが、グローバル化の流れのなかで低下してきた世界貿易のコストと成長へのハードルが高まるリスクが相応にあるという点は先進国・途上国問わず今後当面する課題であろう。

上記と合わせ、政府による産業政策（Industrial Policy）が世界的に流行してしまっている点についても議論が行われた。地政学リスクが顕在化するなか、途上国というよりむしろ米国を含む先進国がそうした政策に傾斜しつつあるという指摘はその通りであり、その帰結は、非効率な投資増、インフレ圧力、財政への負担増、途上国の成長困難化、というのが大方の見方であった。経済的には望ましくはないのだが、自国優先主義が優勢となるなか、例えば半導体製造工場を水が足りないアリゾナ州に作る非合理性を指摘しても政治的には受け入れることが難しいようだ。エコノミストとしては、現実的な世論・政治動向は踏まえつつも建設的な議論をしていきたいという意見があった。なお、今年も気候変動問題についても議論が行われたが、地政学リスクの増大を受けて残念ながら議論は盛り上がらなかった。

生成 AI の技術革新とその含意については、かなり前向きな議論が行われた。その前提として、トランスフォーマーアーキテクチャにより（筆者自身も深くは理解出来ないで詳細は割愛）、その性能と利用コストが劇的に改善していること、企業による生成 AI の採用（adoption rate）がインターネットより更に速いことが指摘された。そうしたなかで、経済分析業務における生産性向上効果はかなり大きいという意見が多数だった。エコノミスト業務で必要となる文献参照のサポート（週次で重要文献の要約作成等）や、経済モデル作成への活用等、が主であるが、生成 AI の性質上、Replication（再現性）が無いためその信頼性には一定の留保が必要であり、情報の正しさを確認する仕組み作りも合わせて行っているようである。なお、足元の株価好調は AI バブルなのか、という点については、その潜在性は既にかかなり織り込まれつつあるのではないかとすることで次の展開を探っているとのことであった。汎用技術出現に伴う期待の行き過ぎと反動、定着というプロセスは歴史上繰り返されてきたものとしつつ、その先を見据えて動く米国流の考え方にはやはり学ぶべきところも大きい。

今後の金融政策の行方を占ううえで、世界のインフレ率の展望も重要な論点となった。ただし、各国のインフレ率は低下トレンドが明確化してきているため、例年に比し、緊迫感は低かったように思う。日本では殆ど話題にならないが、移民の受け入れがインフレに及ぼす影響が議論されたのは興味深い。移民受け入れは中長期的には労働供給増を通じて賃金・インフレ抑制要因となるが、短期的には日常生活用品や住居への需要増を通じてインフレ押し上げ要因になっているというのが共通認識であった。世界分断リスクや気候変動などの構造要因によるインフレ押し上げ効果についてはまだ不透明であるが、洪水・山火事等の自然災害多発、EV 車の高い修理コスト、などを受けた保険料

² 7/23 開催：国際通貨研究所ウェビナー：世界経済分断下での新興国の成長戦略
https://www.iima.or.jp/info_active/webinar/2024/20240723.html

高騰（あるいはそもそも保険が提供されない状況）などは既に起きている。自然利子率（ R^* ）については、正確な計測は難しくコミュニケーションツールの一つとして参照するにとどめるべきだが、財政拡大や生産性上昇、貿易自由化後退等の構造要因により上昇圧力の方が強そうだという議論であった。

こうした横断的テーマに加え、主要先進国経済やその他主要エマージング諸国についても議論が行われた。主な結論だけ記すと、米国経済についてはトランプ大統領再選、且つ関税引き上げ実施の場合は、やはりスタグフレーションリスクが避けられないとの見方であった。米国民の多くが輸入関税引き上げは懲罰的に輸出国に対して課せられると捉えており、自身の生活コスト増に繋がる事実はあまり正しく理解されていないとの指摘は意外且つ説得的であったが、来年以降、そうした非合理的な通商政策が実現してしまう可能性に繋がりうる社会的背景なのであろう。欧州については、ウクライナ紛争以降、エネルギー政策を中心に先行き不透明感が高まったままであり、投資抑制を通じて国際競争力も失われているという総じて悲観的な見方であった。

アジアについては、中国経済が中長期的な停滞局面に入ったとの見方は昨年と略同様であった。ただし、中国の世界経済・貿易に占めるプレゼンスは極めて大きく、引き続き重要な位置を占め続けるという理解である。中国と対比した場合、インド経済の潜在性については議論がやや分かれたものの、保護主義的政策・製造業の弱さ・地方や労働市場の構造問題から、中国のような経済的奇跡は起きないのではという見方が主流であった。なお、仮にインドが中国のような経済的成功を収めた場合に、国際政治上、安定要素となるのか否かは慎重に見極める必要があるとの意見もあった。実際、当カンファレンスでも、中国やインドを中立・客観的立場から議論できるエコノミストをメンバーに加えたいというニーズはあるものの、政治情勢や文化的背景からなかなか容易ではないのが実情ではある。

日本については、中国経済停滞の反作用もあり、インフレ転換で大きく改善するという期待が強かったのは、中国には少々申し訳ないが喜ばしいことではあった。ただし、筆者からは、長期に亘るデフレ・ディスインフレの影響は、社会的ノルムだけではない、より制度的な仕組みとして経済にビルトインされてきている可能性を指摘し、マイルドなインフレ均衡への移行は少なくとも数年単位で捉える必要があることを説明した。日銀の金融政策正常化についても、欧米の考え方からすると、淡々と行えばいいのではないかという見方が多いのは一部理解もできるのだが、上記の点、及びターミナルレートが下がっている可能性を説明し、慎重に時間をかけて行われるであろうとの認識を伝えた。なお、足元、月末の日銀金融政策決定会合での利上げ観測が一部燻っているものの、QTと合わせて利上げを行う場合には、足元の実質金利が低すぎることの弊害（円安含め）や、米国の利下げと景気減速が明確化する前に利上げを行う必要性など、これまでとは異なる説明が必要になってしまうためハードルが相応に高いように思われる。円安に支えられてきた株高も崩れるリスクが大きい。

以上が約一週間に亘る会合のごく大まかな要約である。言うまでもなく、米国社会の

分断と政治情勢の不透明さ、世界的な自国優先主義の拡がり、イデオロギー的対立と紛争継続、気候変動問題の深刻化など世界が抱える課題は根深い。しかし、だからこそ、当カンファレンスのような相互信頼をベースに、本音で議論を出来る機会を持ち続ける意義は大きいように思う。またそこに、欧米とは考え方の違う議論も含めていくこと、日本のプレゼンスを維持していくことも大事である。欧米の経済常識からすると日本経済は様々な点でアウトライヤー的存在になっており、そもそも彼らの関心から外れてしまわないよう、上手い説明が必要だが、幸いにも日本に関しては様々な変化のチャンスが訪れ始めている。

来年以降、米国を中心に世界の政治・経済情勢は不透明感が強まるリスクが相応に高い。しかし、嵐には備えるが、それにより個人の生活・幸せ、そして経済自体が委縮してしまつては本末転倒（楽しくない）でしょう、そう考える欧米、特に米国の考え方・逞しさに改めて学んだ有意義な会合でもあった。

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、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思わ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おります。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。

Copyright 2024 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be 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

〒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

e-mail: admin@iima.or.jp

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