

## 世界的なインフレとの闘いには、ほぼ勝利。今必要なのは、政策の3重転換

インフレとの闘いは今までのところ、一部諸国で物価圧力が根強く残るものの、ほぼほぼ勝利に終わっている。総合インフレ率は、2022年第3四半期に前年比9.4%のピークに達した後、2025年末までに3.5%に減速していくと現在見込まれている。この予測値は、2000年の平均値だった前年比3.6%を下回る。

一方、世界中で金融政策の急速な引き締めが一斉に図られているものの、デイスインフレの過程で世界経済は類い稀な強靭性を発揮し続けており、世界的な景気後退が回避されている。成長率は、3.2%で安定的に推移すると予測されている。ただし、低所得途上国を中心として、予想成長率がかなり下方改定された国がいくつか存在する。この背景に紛争拡大がある場合も多い。

物価上昇ペースの世界的な鈍化は、重要な節目となる。ただし、地域紛争の深刻化、金融政策引き締めの過度の長期化、ソブリン債市場に悪影響をもたらす金融市場ボラティリティ再上昇の可能性(2024年10月「国際金融安定性報告書(GFSR)」参照)、中国経済停滞の悪化、保護主義政策拡大の継続といった下振れリスクが増大しており、今や見通しの大部分を占めている。

インフレ減速の要因は、何だろうか。本報告書の第2章で議論しているように、物価上昇率が急上昇した後に低下した背景には、複数のショックの異例の組み合わせが存在した。つまり、パンデミック直後に見られた、供給寸断の広がりや需要圧力の強さ、その後にくクライナでの戦争によって生じた一次産品価格の急騰である。これらのショックを受けて、フィリップス曲線(経済活動と物価上昇率の関係性)が上方にシフトし、その傾きが急になった。供給寸断が緩和し、金融引き締めによって需要が抑制され始めた中、労働市場が正常化したことで、物価上昇率が経済活動の大きな減速を招くことなく、急速に低下した。明らかに、デイスインフレのほとんどは、上記ショックの解消に起因していた。こうしたショック解消に続いて、労働供給が改善しているが、これには移民流入が絡む場合も多い。しかし、金融政策も、インフレ期待を安定化させたり、賃金・物価の悪循環や1970

年代に生じた破壊的なインフレの再来を回避したりする上で、重要な役割を果たしている。

物価上昇率が中央銀行の目標付近まで回帰すれば、大いに必要となっている政策面での3重の転換を実現する下地が整うだろう。

第1の転換は、金融政策であり、これはすでに始まっている。今年6月以降、先進国・地域の主要中央銀行が政策金利の引き下げを開始しており、中立的な政策スタンスに移行してきている。多くの先進国で労働市場が弱まりの兆候を見せ、失業率が上昇する中、この変化は経済活動を後押しすることになる。下振れリスク抑制の面でも、有用だろう。

世界の金融環境の変化によって、新興市場国が直面するプレッシャーが緩和しつつある。これに伴い、新興市場国では現在、米ドル高・自国通貨安が解消し、金融環境が改善している。これは、国外からの物価上昇圧力の輸入を緩和する上でも有効であり、新興市場国によるデイスインフレ継続の努力がさらに容易なものになる。

しかし、今後も警戒が肝心だ。サービスの物価上昇率はパンデミック前のほぼ2倍で、あまりにも高い状態が続いている。一部、物価上昇圧力の強まりに再び直面している新興市場国も見られ、それが食糧価格の高止まりに起因している場合もある。くわえて、気候、衛生、地政学の要因による供給寸断が世界で日常化しつつある。こうしたショックが生じている場合、価格上昇と産出量低下が同時に起こる。こうした環境下では常に、金融政策による物価安定性の維持がより困難になる。そして、今般はインフレ期待がしっかりと安定した状態が続いているが、次のショック時には、労働者と企業が今後の生活水準と利益を守ろうと警戒を強め、インフレ期待の安定が今回よりも難しくなる可能性もある。

第2の転換は、財政政策だ。財政余地も、金融安定性の要である。拡張的財政政策が何年も続いていたが、今こそ債務ダイナミクスを安定化させ、切実に必要とされる財政バッファーを再構築すべきだ。政策金利の低下によって、資金調達コスト減少に伴う財政のゆとりが幾分生じるが、長期実質金利がパンデミック前を大幅に上回る点を考慮すると、これは十分ではない。多くの国で、元利払い費を除いた歳入と歳出の差である基礎的財政収支を改善する必要が

ある。米国・中国など、一部諸国による現行の財政計画では、債務ダイナミクスが安定していない(2024年10月「財政モニター」参照)。他の多くの国では、パンデミックと生活費危機が収束した直後の財政計画に希望が感じられたが、計画逸脱の兆候が増えつつある。進むべき道の幅は狭い。つまり、調整を不当に遅らせると、市場から秩序なき調整を押し付けられるリスクが高まる。その一方で、財政健全化への過剰な急転換は自滅的で、経済活動を損なうだろう。財政健全化が必要な場合、その成功実現に必要なのは、方針をぶらさず、複数年間にわたり、漸進的かつ信頼性の高い調整を遅滞なく実行することだ。財政調整の信頼性と規律がしっかりしているほど、金融政策が補助的に果たせる役割も大きくなる。しかし、規律と信頼性のある調整を実行する意思と能力に欠けている状態が続いてきた。

第3の転換である構造改革は、最大の難問だ。われわれは、財政バッファの再構築、世界の大部分に広がる少子高齢化、アフリカで増加する人口・若年層の機会 の追及、各国内・各国間での気候変動対策、強靭性改善、最脆弱層の生活向上など、数多くの試練に直面している。こうした問題に対処できる唯一の方法は、成長可能性の改善と生産性の向上であり、そのためにはさらに多くのことを実行すべきだ。残念ながら、世界経済の中期的な成長率は3.1%と依然、力強さに欠けている。確かに、この数値の大半は、中国の見通しの悪化を反映した結果である。ただし、中南米や欧州連合(EU)など、他地域の中期的な予想も暗転している。先日公表されたドラギ報告書は、EU地域の見通しの悪化とその関連課題に関し、鋭い考察をしている。

対外競争の激化と製造業・生産性の面での構造的な弱点に直面し、自国の労働者と産業を守ろうとして、産業・貿易政策上の施策を講じている国は多い。こうした施策は、債務を資金源とする補助金に依拠した場合など、投資や活動を短期的に促進できる

こともある。しかし、報復措置につながることも多く、国内外での継続的な生活水準向上には寄与しない可能性が高い。明確に特定された、市場の失敗や国家安全保障上の懸念に対する入念な対策にならない限り、この手の施策に対しては断固抵抗すべきだ。その代わりに、技術革新の促進、競争・資源配分の改善、経済統合の強化、生産的な民間投資の刺激を実現する意欲的な国内改革によって、経済成長がもたらされなければならない。

構造改革は、緊急性の高さに変わりがないものの、大きな社会的抵抗に直面することが多い。改革が最終的に成功するかは、その社会受容性が事前条件のひとつとなるが、その構成要素について本報告書の第3章で検討している。同章からは、情報伝達の改善だけでは、限界があるという明確なメッセージが読み取れる。その代わりに、政策設計の全段階を通じた双方向の営みである政府・国民間の信頼構築、そして、分配効果を緩和する適切な補償施策の導入が不可欠な要素となる。また、記念すべきブレトンウッズ機関80周年を迎え、共通課題への対策に向けた国際協調や多国間協力のさらなる改善・強化策を検討していく中でも、上記の点は重要な教訓として心に響くことだろう。

ピエール・オリヴィエ・グランシャ  
経済顧問