



2023 年のグローバルリスク： 経済・社会編

本レポートは 2023 年 3 月 27 日に「グローバルリスクレポート」として当社会員向けサービスにて発信したレポートを再編集の上、再発信するものです。

概要

- 日本企業を取り巻くリスク（不確実性）は多様化の一途をたどっている。ロシアによるウクライナ侵攻とそれに伴う国際社会への影響や、深刻化する米中関係の緊張とそれに伴う経済安全保障等のリスク、2020 年より流行している新型コロナウイルス感染症（COVID-19）等、ここ数年で新たに顕在化ないし影響が深刻化したリスクには枚挙にいとまがない。
- 2023 年も引き続き日本企業に大きな影響を与えるグローバルな外部環境変化が生じうる。企業としてはそれらの変化を萌芽的な段階で認識した上で、先手を打って対策を講じたり、あるいは成長の機会を見出すといった、したたかな姿勢が求められる。
- そこで、本レポート「経済・社会編」では、経済・社会分野においてグローバルな影響を与える外部環境変化（「グローバルリスク」という）のうち、特に当社が重要と考えるものを紹介する。
※政治・規制・安全保障分野のグローバルリスクについては「2023 年のグローバルリスク：政治・規制・安全保障編」を参照下さい。

目次

(1) 金融政策・経済：懸念される信用収縮、あるいは The great inflation 再来.....	1
(2) エネルギー：今年以上のひっ迫も懸念される 2023-2024 年冬季のガス需給.....	3
(3) 社会：“Cost-of-living crisis(生活費危機)”を要因とした社会・政情不安.....	4
(4) 中国経済：世界経済の見直し改善のドライバーとなるか、危機の火種か.....	6
(5) 食料：需給ひっ迫・価格高騰により途上国のみならず先進国経済にも影響が.....	7



（1）金融政策・経済：懸念される信用収縮、あるいは The great inflation 再来

"We will keep at it until we are confident the job is done." ジェローム・パウエル (Jerome Hayden Powell) 連邦準備制度理事会 (FRB) 議長が2022年8月のジャクソンホール経済フォーラムの講演を締めくくったフレーズである。インフレ沈静まで (the job is done) 断固として金融引締めを継続する (keep at it) という強い決意を示したものだ。

その決意を揺るがしかねない出来事が2023年3月に起こった。米・シリコンバレー・バンク (Silicon Valley Bank、以下「SVB」)・米・シグネチャー・バンク (Signature Bank) の相次ぐ破綻である。関係当局の動きは迅速であり、預金保険の上限 (25万\$) を超える預金全額の保護を表明し事態の沈静化を図った。しかしながら金融システムの健全性への疑心暗鬼は収まらず、以前より経営不安が囁かれていたクレディ・スイス (Credit Suisse) にまで信用不安が飛び火した。折しも、消費者物価指数 (CPI) の対前年同月比変化率の上昇に減速 (=ディスインフレ) の傾向が見られはじめ、2022年より続いたインフレとの戦いにも「春」の兆しが見えつつあった時の出来事であった。

SVB等の破綻を踏まえ各国の中央銀行は一層繊細な舵取りを求められることになった。2022年の主要国の金融政策は (日本や中国等一部の国を除き)、「景気悪化・雇用縮小」と「インフレ沈静化」を天秤にかけた上で、後者を優先しコロナ禍の緩和から一転し引締めの方向に動いた。しかし、今後は「景気悪化・雇用縮小」に加え、これまで少なくとも表面上は念頭に置かれていなかった「金融システム不安」と「インフレ沈静化」のバランスをとりながらの金融政策が求められることとなったのである。

今後、念頭におかざるを得ないリスクシナリオは (その全てが金融政策を要因としたものとは言えないが) 大きく2つある。1つ目は「金融システム不安・信用収縮 (クレジットクラッシュ) に伴う景気悪化」であり、2つ目は「インフレ再燃による “the great inflation” の再来 (長期のスタグフレーション)」である。

1つ目のリスクシナリオ「金融システム不安・信用収縮 (クレジットクラッシュ) に伴う景気悪化」は、金融引締めにより金融機関の財務健全性が損なわれ SVB 等のように破綻が相次ぐ、ないし、また破綻にまで至らずとも財務健全性の毀損により融資が縮小することによって景気悪化に至るシナリオである。

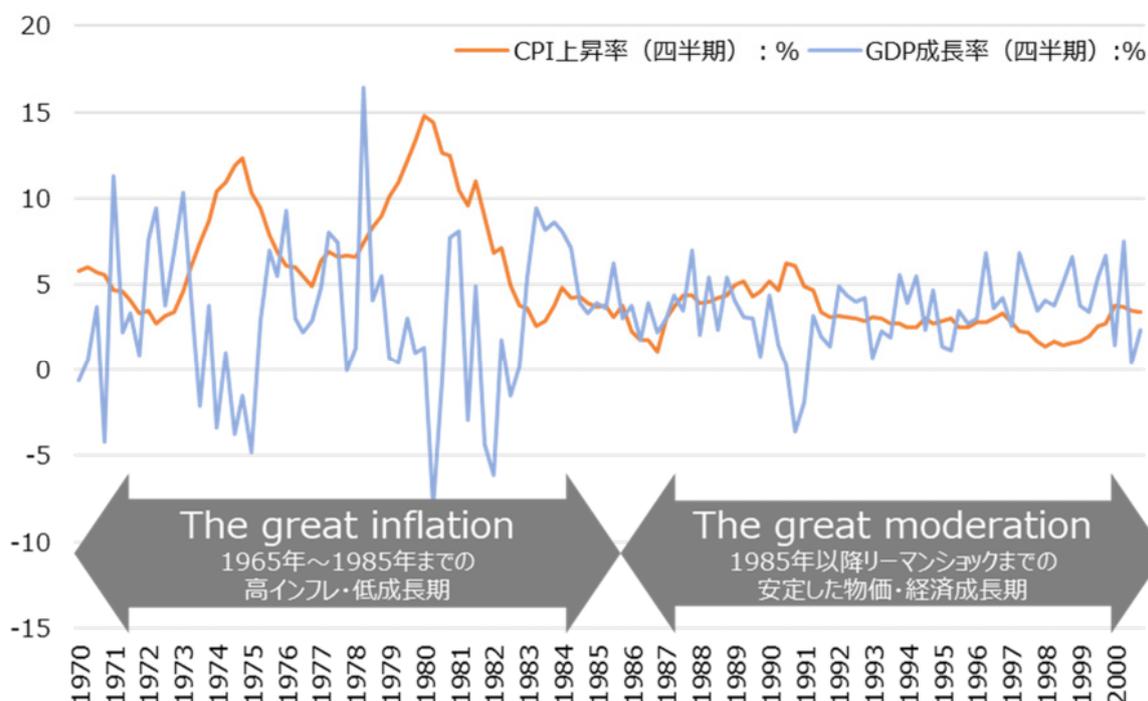
金融引締め、特に政策金利の引き上げには需要を縮小させ物価を抑え込む効果が期待される。しかし、金利上昇は、資金調達コストの上昇や、(主要国の中央銀行がコントロールしているのは主に短期金利ではあるものの) 債券価格の下落を招き、金融機関の財務健全性を毀損する。実際、SVB破綻の発端となったのも、同行がスタートアップ等から集めた預金の大半の運用先である国債や長期性の不動産担保証券 (Mortgage Backed Securities、MBS) の含み損を懸念した経営不安、そしてそれが招いた預金流出であった。財務健全性が損なわれた金融機関は融資を縮小し、市場の資金量が減少することで景気低迷に至る可能性がある。金融引締めによる需要縮小効果が本格的に実体経済に現れるには引締めから半年から1年程度要することが知られており、ともすれば景気のオーバーキル (過剰な冷え込み) が懸念される。

では、金融政策を引き締めから緩和に転換した場合に何が懸念されうるか。各国の中央銀行が適切な水準以上に緩和的な政策を採用せざるを得なかった際に懸念されるのは、2つ目

のリスクシナリオ「“the great inflation”の再来」である。“the great inflation”とは70年代の米国で長期に続いたスタグフレーション（高インフレ・低経済成長期）であり、60年代後半からインフレが継続していたのにも関わらず大統領選挙前には金融緩和を行なう等の場当たりのだった金融政策がその長期化の要因とされる（図表1）。

冒頭でデysinフレの兆しが見え始めたことと記したが、主要国の労働市場の逼迫は継続しておりサービス価格は減速軌道に入ったとまでは言い切れない状況にある。またインフレ減速に大きく寄与したエネルギー価格の低下が今後も継続するとも限らない（第2節参照）。このようにインフレが完治せぬまま緩和的な金融政策を採用せざるを得ないとすれば、まさに“the great inflation”の再来を懸念せざるを得ない。

【図表1 米国のCPI上昇率・GDP成長率の推移（1970年～2000年、四半期）】



冒頭で記したパウエル議長の講演では、“the great inflation”を終焉へと導いたポール・ボルカー（Paul Adolph Volcker）元FRB議長の金融政策について何度も言及していた。ボルカー元議長の先導した徹底的な金融引締めはインフレを沈静化した一方で、経済や市場環境の悪化をもたらした「ボルカー・ショック」と評され反発を招いた。現在、グローバルな金融システムの結びつきは当時とは比べ物にならない位強固なものであり、金融不安はグローバルに連鎖しうる。従って企業には、金融政策の方向性や効果、さらには副作用を適切にモニタリングした上での事業運営が求められる。

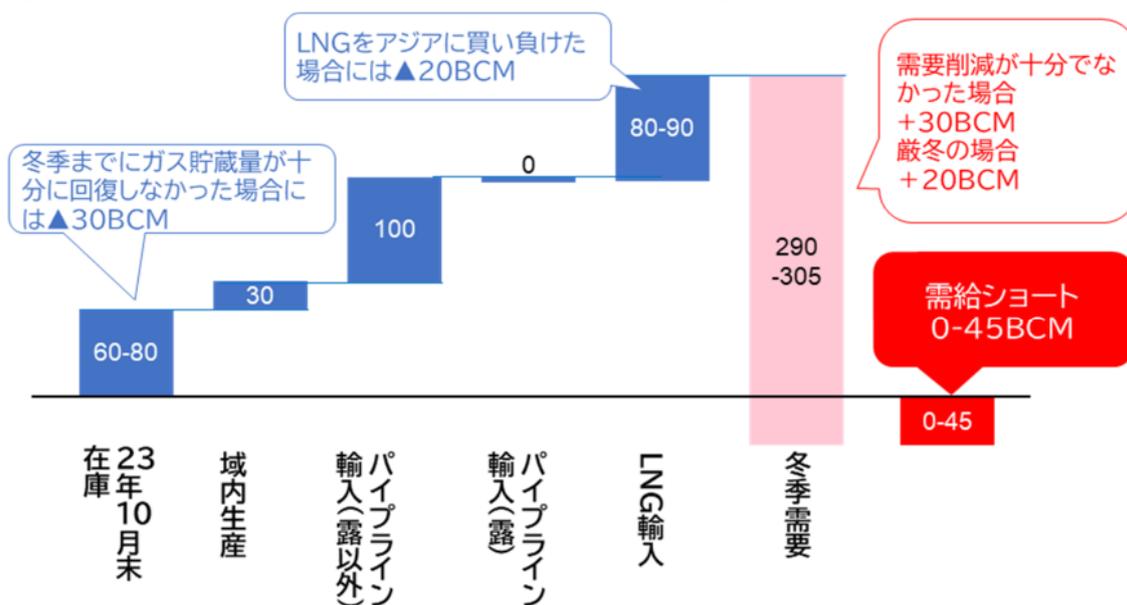
（２）エネルギー：今年以上のひっ迫も懸念される 2023-2024 年冬季のガス需給

ロシアによるウクライナ侵攻を契機に懸念されていた今冬（2022-2023年冬季）のエネルギー危機、とりわけガス需給のひっ迫だが、日本をはじめ多くの先進国においては電力使用制限やガス配給制等の深刻な影響を回避することができた。

しかし、深刻な影響を回避することができた要因としていくつかの「幸運」に恵まれた点も指摘されている。1つめの幸運は暖冬による需要減少である。ロシアによるガス輸出減少の直接的な影響を受ける欧州のガスの高需要期は冬である。欧州では発電用途のみならず暖房用途等で幅広くガスが利用されているからだ。しかし、今年の欧州は各地で観測史上最高気温を更新する記録的な暖冬となり、暖房需要が想定を大幅に下回った。2つめの幸運はグローバルな景況感悪化に伴う産業用途での需要の減少である。ガス価格の高騰による製造業の欧州域内生産減少やガスから石油への燃料切り替え等も含まれるため純粋に景況感悪化の影響のみではないものの、国際エネルギー機関（IEA）によれば2022年の欧州の産業用ガス消費量は2021年と比較して約25%減少した。

しかし、この「幸運」が来冬も継続するとは断言しづらい。ロシアからの欧州向けガス輸出減少が通年で影響する来冬（2023-2024年冬季）には今冬以上の需給ひっ迫の可能性が懸念されている。実際、EUエネルギー規制機関間協力庁（ACER）は2023-2024年冬季のガス需給について45bcm（10億立方メートル）の供給不足の可能性を予測している（今冬については15-40bcmのガス備蓄を確保可能と予測）。当該予測は2022年10月時点のものであり、上記に示した暖冬によるガス備蓄増加等を加味すれば需給緩和の可能性もある。しかし、ロシアによる更なるガス輸出減少や中国のゼロコロナ政策解除に伴う需要増、天候の今年から一転しての厳冬、さらには上流ガス田やLNG気化・液化施設でのトラブル等、残念ながらリスクは山積みの状況である。

【図表2 2023-2024年冬季のEU+英国のガス需給予測】



出典：EU エネルギー規制機関間協力庁（ACER）”Avenues for reform of the electricity market”（当社補記）

IEAのビロル（Fatih Birol）事務局長は2022-2023年冬季を乗り切れたことに安堵しつつ、"But the question is...what happens next winter?（だが、問題は来冬がどうなるかだ。）"と警鐘を鳴らす。欧州におけるガス需給のひっ迫は当然、グローバルなガス争奪戦を引き起こし、日本を含め世界各国に影響を及ぼす。とりわけスリランカやパキスタン等の途上国においては既にガス不足による計画停電等が実施されている。企業としてとしては情勢を十分にモニタリングし、エネルギー価格の一層の高騰や電力・ガス使用制限令、さらには万一の計画停電等に備えておく必要がある¹。

（3）社会：“Cost-of-living crisis(生活費危機)”を要因とした社会・政情不安

“Cost-of-living crisis(生活費危機)”。耳慣れない言葉だが、世界経済フォーラムの公表した「グローバルリスクレポート 2023」の「今後2年の間で最も影響度が甚大と考えられるリスク」で第2位にランクインしたリスクである。

“Cost-of-living crisis”という言葉が用いられ始めたのはBrexitに伴う外国人労働者の離職による人手不足やCOVID-19からの急速な回復に伴うエネルギー価格上昇に苦しんだ2021年の英国であるとされる。“Cost-of-living crisis”の定義は様々であるが、英国のストリートペーパー“THE BIG ISSUE”によれば「エネルギーや食料などの日常の必需品のコストが平均的な収入よりもはるかに速く上昇する状況」、英国のシンクタンク“*Institute for Government*”によれば「実質可処分所得（税・社会給付保険料控除後・物価調整後所得）の低下」と定義されている。

市民生活の実感をより反映した定義は前者であろう。というのは、2021年以降英国のみならず世界中で発生しているインフレは、消費者が購入する全ての財やサービスの価格の一律の上昇ではなく、食料・エネルギー・家賃等の生活必需品等の価格が顕著に上昇している特徴があるからである。従って、価格が上昇すれば購入を控えることが可能な財・サービスも含まれる消費者物価指数の上昇や、それをういて計算される実質可処分所得の減少以上に、市民生活に影響を与えている。

ロシアによるウクライナ侵攻等の影響を受け、食料・エネルギー価格は2022年に入って世界的に一層上昇した。その結果、先進国・新興国を問わず、物価上昇を直接的あるいは間接的な要因とした抗議運動やデモ・ストライキが相次いで発生している（図表3参照）。

¹ 対策については「エネルギー需給の今冬の見通しと企業の対策」『海外リスクセンサー』（2022年11月29日）および「電力需給の今後の見通しと企業の対策」『リスクマネジメント最前線』（2022 No.10 <https://www.tokio-dr.jp/publication/report/riskmanagement/pdf/pdf-riskmanagement-369.pdf>）も参照されたい。

【図表3 2022年以降の物価上昇をきっかけとする主な抗議運動・デモ・ストライキ】

国名	年月	概要
ペルー	2022年初旬～	2022年4月より燃料・食料品の価格上昇に伴い抗議デモが発生。カステイジョ前大統領の汚職疑惑、およびそれに伴う罷免により抗議運動は一層激化し現在も継続中。
スリランカ	2022年5～7月	外貨不足で原油・食料品等の輸入が滞り価格が急上昇。ラジャパクサ大統領公邸にも侵入する大規模抗議運動に至り、大統領は国外逃亡。
アルゼンチン	2022年7、8月	インフレ率が70%程度で推移する中、ブエノスアイレスを中心に賃上げと失業手当引き上げを求めて数千人が抗議デモ。
フランス	2023年1月～	年金改革法案（支給開始年齢の引き上げ）に対する抗議運動。参加者はインフレに苦しむ低所得者層が中心とされ100万人以上にのぼるとされる。3月、政府が憲法49条3項に基づく議会採決なしでの法案採決を強行したことで一層過熱。
イギリス	2023年2月	食料品価格上昇等に対する待遇改善を求め国内5つの主要労組の呼びかけにより約50万人が参加する大規模ストライキが発生。参加者数は過去10年で最大。

過去の歴史を紐解いても、物価上昇に伴う生活困窮・社会不安は多くの抗議運動を招いてきた。その中には政権や社会構造を大きく転換させたものもある。例えば、2010年前半の「アラブの春」は小麦価格の高騰に伴う生活費危機がその契機の1つとなり、（その後の「アラブの冬」に象徴されるように中長期的な成功を収めたとまでは言い難いものの）政権転覆にまで至らしめた。図表3の例で言えば、スリランカの事例も政権交代を招いたという意味で、それに近い事例であろう。

また、生活困窮・社会不安は抗議運動のみならず選挙を通して政情にも大きな影響を与える。実際、2022年の欧州では、国民への生活支援を強かに打ち出した右派ポピュリズム政党が勢力を増している。具体的には、フランス国民議会選で「国民連動（RN）」が第3党に躍進したのを皮切りに、スウェーデン議会選で極右「スウェーデン民主党（SD）」第2党、イタリア上下院選では極右「イタリアの同胞（FDI）」が第1党へ躍進し、現行政権にチャレンジする結果となった。

企業としては、まずは抗議運動・暴動やそれに伴う社会不安による直接的・物理的な被害を回避するための人命安全・防犯・セキュリティ対策の徹底が必要となろう。しかし、それだけにとどまらず、上述の通りこれらの抗議活動による中長期的な影響、すなわち政情変化・政権変更やそれに伴う政策転換等の可能性も考慮し上で当該国での事業運営にあたるべきである。

（４）中国経済：世界経済の見通し改善のドライバとなるか、危機の火種か

「5.0%前後」。2023年3月6日、第14期全国人民代表大会（全人代）で発表された中国の2023年の実質GDP成長率政府目標は事前の予想を若干下回った。この目標については一部では「控え目」との評価もある。しかし、他国と比して低い水準に抑えられているとはいえ中国国内でも物価上昇の兆しがある中、大規模財政出動等の過剰な景気刺激策に頼らないという意味で「現実的」「健全」という印象を受ける。

言うまでもなく、中国は世界のGDPの約2割を占める世界第2位の経済大国である。中国経済の動向は世界にとって大きな影響をもつ。ゼロコロナ政策（ロックダウン・移動制限）等により生じた逆風に伴い、2022年の実質GDP成長率が3%と前年の7.1%より低下した中国経済の回復は、とりわけ経済的結びつきの強いアジア諸国にとって浮揚の大きな原動力となりうる。

その中でくすぶり続けているのが不動産関連のリスクだ。中国経済における不動産関連事業の寄与は大きく建設業等の関連産業への影響も合わせればGDP全体の約30%に上ると推計されている（Kenneth S. Rogoffら 2020 “PEAK CHINA HOUSING”）。他の主要国では20%を下回っていることに鑑みるとこの数値は突出して高く、中国経済に与える影響は甚大だ。

2020年8月、住宅市場の過熱を危惧した中国政府が不動産開発業者に対し「三道紅線（3つのレッドライン）」という財務規制を実施して以降、中国の不動産市場は大きく冷え込んだ。結果、中国恒大集団をはじめとして多くの不動産開発業者が経営破綻したことは記憶に新しい。現時点でも不動産市況の低迷は継続しており、2022年の不動産業の産業別実質GDP成長率は▲5.1%とマイナス成長に陥っている。その結果、不動産開発業者の財務状況は悪化しており、社債を発行することのできる不動産開発業者のうち約38%が「債務不履行」または「債務不履行となる可能性が高い」とされている（2022年11月のIMF調査）。

不動産市況の悪化は金融機関にも波及している。中国の小規模金融機関の中には不動産融資への過度な傾倒が見られるものも多く、COVID-19関連融資の焦げ付きも相まって収益性低下・バランスシートの圧迫が顕在化している。実際、IMFは、小規模な金融機関はもちろん「D-SIBs²」に分類される金融機関のうちいくつかも、不動産関連投融资による損失により自己資本比率規制を満たせなくなる可能性があるとして試算している（国際金融安定性報告書（2022年10月））。折しも、SVB等の破綻により金融システムの健全性への不安が高まっている中、万一、中国においても金融機関の破綻が相次いだ場合、中国経済のみならず世界経済への波及も懸念される。

ウクライナ侵攻や物価高の影響に苦しむ欧州・米国に代わり、ゼロコロナ政策の転換による中国経済の回復は世界経済を牽引するものと期待されている。それだけに中国経済の浮沈は企業の事業活動にとって影響は大きい。状況を注視すると共に、その方向性を見定めた対応が望まれる。

² Domestic Systemically Important Banks（国内のシステム上重要な銀行）のこと。金融安定理事会（FSB）の下での国際合意の枠組みの中で各国当局が指定する。FSBが直接指定するG-SIBs（Global Systemically Important Banks グローバルなシステム上重要な銀行）に次いで大規模な金融機関群が含まれる。

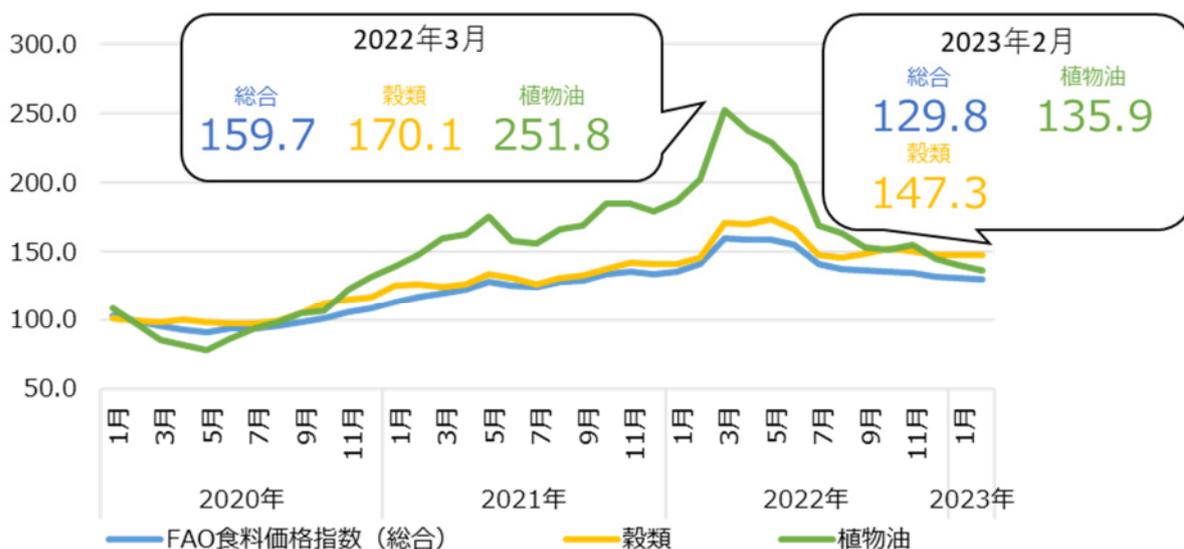
(5) 食料：需給ひっ迫・価格高騰により途上国のみならず先進国経済にも影響が

コオロギ食が話題になっている。高校での昼食で食用コオロギの粉末を使った食材をメニューとして提供したことをきっかけに、コオロギのみならず広く昆虫食の是非について賛否を巻き起こしているようだ。

そもそも昆虫食が広く知られるきっかけとなったのは 2013 年の国際連合食糧農業機関 (FAO) 報告書「Edible insects: Future prospects for food and feed security (食用昆虫：食料・飼料安全保障のための将来展望)」である。ここで念頭におかれていたのは、人口増加による中長期的な食料不足への対応だ。すなわち 2050 年に 90 億を超えると予測される世界人口に十分な食料・飼料を確保するための方策の一つとして、肉変換率 (1 キロ太るため必要な餌量) が一般的な家畜の 1/4 倍程度で済む昆虫食の可能性を提起したのだった。

しかし、食料不足は思った以上に早くやってきた。第 3 節でも記したロシアによるウクライナ侵攻を経た食料価格の高騰である。とりわけ、小麦 (ロシア (2022 年の小麦輸出量世界第 1 位)・ウクライナ (同世界第 8 位) 両国の輸出シェアが高い) や植物油 (原料となる菜種・ひまわりのウクライナの輸出シェアが高い) への影響は大きく、2022 年 3 月の価格指数 (2014-2016 年の平均価格を 100 としたもの) は、穀類が 170.1、植物油が 251.8 にまで上昇した。その後、価格は落ち着きを見せつつあるものの、それでも 2023 年 2 月の段階で 2014-16 年よりも 30%~50% 近く高い水準にある。

【図表 4 食料価格指数の推移 (2014 年~2016 年を 100 とした指数) 出典：国連食糧農業機関】



今後の早期の劇的な改善も望みづらい。国連食糧農業機関(FAO)の 2023 年 3 月時点の予測によれば、2023 年の小麦の生産量は前年を 1.3% 下回る 784 百万トンとなる見込みである。インフラの損傷や耕作地が戦場になる等の影響により 2022 年比 40% の減少が推測されるウクライナや国内小麦価格の低下に伴って作付け面積が減少したロシアの影響が大きい。さらに、国連・トルコ・ウクライナ・ロシア間で締結されたウクライナによる穀物輸出の安全性を担保する「黒海穀物イニシアティブ」の不履行や異常気象等のリスクもある。加え

て、ロシア・ベラルーシが窒素・リン・カリ等の主要な品目でシェアを握る肥料価格の高騰も食料価格への上昇圧力となっている。

食料価格の上昇は途上国において深刻な飢餓をもたらしている。国連世界食糧計画（WFP）は、ロシアによるウクライナ侵攻により深刻な食料不安を抱える人口が2021年の2億7,600万人から2022年には3億2,300万人に増加したとしている。食料不安を抱える人口が増加したのは主に途上国だ。食料不安を測る世界標準である「総合的食料安全保障レベル分類（IPC）」において最も深刻な「飢きん（IPCフェーズ5）」に分類されているのは、ブルキナファソ、ハイチ、ナイジェリア、ソマリア、南スーダン等の途上国である。

先進国においても、飢餓に至る事態までは想定しづらいものの、影響は少なくない。第3節にて記した通り、既に食料価格の上昇は抗議運動、さらには政情・社会不安につながっている。また、生活必需品である食料品の価格上昇は実質所得の減少に直結するため、個人消費低迷につながる可能性がある。さらに、2023年に入ってから日本で発生している鶏卵不足の原因となった鳥インフルエンザの更なる蔓延や、地政学リスクの顕在化によるシーレーン封鎖等のインシデントが発生すれば状況は更に悪化する懸念もある。

上記の通り、今般の食料需給ひっ迫は企業にとって短期的には事業活動にマイナスの影響が大きい。既に食品製造業・外食産業等では原材料高騰や供給途絶等で深刻な影響が起きている。しかし、中長期的にみれば、代替食料、フードロス削減や、農業の高効率化等新たなビジネスの機会ともなりうる。冒頭に挙げたコオロギ食もその一つであろう。機会とリスク両面を見据えた対応が望まれる。

以上（2023年3月21日脱稿）

本レポートに関する注意事項

1. 本レポートは、主に新聞等における報道内容や関連する企業や団体等のホームページ等を情報源として活用し作成しております。
2. お客様社内での利用に限ります。本情報をお客様から再配信することは固くお断り致します。
3. 本レポートは、日本国内でご利用いただくことを前提に作成しております。海外でのご利用には、主に以下の点において適していない場合があります。
 - (1) 日本国内で一般的に得られる公開情報をもとに作成しているため、現地の実情とは異なる場合があります。
 - (2) 宗教・政治・領土問題等、日本国内では問題がなくても、海外で発信した場合には問題を惹起する可能性があります。
4. 本レポートは、あくまでも情報提供として供するものであり、レポート内の情報（事実関係および分析・評価結果）をもとにしたお客様社内での判断等に東京海上ディーアール株式会社・東京海上日動火災保険株式会社・その他関係会社が責任を負うものではありません。

コンサルティングのご紹介

東京海上ディーアール株式会社 ビジネスリスク本部では、グローバルリスクマネジメント推進体制構築に関わるコンサルティングサービスをご提供しております。以下はコンサルティングの例です（以下に明示したコンサルティングに限定されません）。ぜひ、お気軽にお問合せください。

- | | |
|---|--|
| <input type="checkbox"/> リスクマネジメント体制構築 | <input type="checkbox"/> BCP・緊急時対応計画の策定（感染症・戦争・政変・テロ等を含む） |
| <input type="checkbox"/> リスクマネジメント・危機管理文書の第三者評価 | <input type="checkbox"/> 危機発生時のシミュレーション訓練・演習 |
| <input type="checkbox"/> 海外事業拠点・事業展開国のリスク評価 | <input type="checkbox"/> 地政学リスク・政治リスクのマネジメント、分析・調査、総合的なアドバイザリー 等 |

東京海上ディーアール株式会社

経営企画部 兼 ビジネスリスク本部 柴田慎士

（専門分野：経営管理・リスクマネジメント・事業性評価・リスク計測。米国公認会計士）

〒100-0004 東京都千代田区大手町 1-5-1

大手町ファーストスクエア ウェストタワー23階

Tel. 03-5288-6594 Fax. 03-5288-6625

<https://www.tokio-dr.co.jp/>