海外経済金融

人民元切り上げと今後の米国経済金融

永井　敏彦

要旨

- **中国人民元の切り上げに伴う米国経済への影響、例えば米国貿易収支の改善や輸入物価の上昇があったとしても、それは当面小幅なものにとどまろう。**
- **米国経済は、一時的な景気の踊り場から抜け出した。直近の FOMC では、こうした経済情勢の好転が確認された一方で、物価情勢を巡っては多くの意見が交わされた。**
- **現在のインフレについては、商品全般にわたる不足感というよりも、特定商品に対する投機資金流入から生じているという特徴がある。従って物価の先行きには予測しづらい要素がある。従って金融政策の先行きを見通すにあたっては、随時発表となる景気･物価指標を丹念にみて情勢判断をしていく必要がある。**

人民元切り上げの米国経済への影響は当面限定的

中国人民銀行は 7 月 21 日、人民元の対米ドル為替レートを約 2%切り上げ 1 ドル＝8.11 元とし、人民元の対米ドル相場の動きについて、前日の終値をベースとした中心レートの上下 0.3%を一日の変動許容幅とすること、また複数の通貨との関係を参考にした通貨バスケット制に基づく管理フロート制を導入することを発表した。つまり、21 日までは中国人民銀行の為替市場介入により、人民元の対米ドル相場は 1 ドル＝8.27-8.28 元に事実上固定されていたが、その後人民元相場は米ドルに連動しなくなり、より柔軟な動きが可能となった。

人民元切り上げの米国経済への影響は、当面限定的であると考えられる。その理由は、当面の切り上げ幅が小幅だからということだけではない。米会計検査院（ＧＡＯ）の試算によれば、人民元の対米ドル相場を仮に 20%切り上げても、米貿易赤字の四分の一を占める対中赤字（年 1,620 億ドル）は 111 億ドルしか減らないという。また人民元切り上げに伴う中国製品の輸入物価上昇はありうるが、これも小幅にとどまるとみられる。中国からの輸入品目の大きな部分を占める消費財は市場競争が激しい財であるため、中国企業が自国通貨高を理由にドル建て価格を引き上げれば、他国企業との競争に敗れてシェアを失いかねないからである。

なお、中国のドル買い介入減少が米国債購入減少、長期金利上昇につながる可能性については、後に説明するように、当面の世界的な貯蓄余剰・投資不足という環境下では表面化しにくいが、今後常に留意しておく必要がある。

インフレと今後の金融政策を巡り意見が交わされたＦＯＭＣ

05 年春先には、原油価格高騰や大手自動車メーカーの経営不振を背景に消費者マインドが悪化し、個人消費を中心に景気が足踏み状態となった。

しかし最近の経済指標は、景気が踊り場から抜け出したことを示唆している。まず 6 月の非農業雇用者数は季調済対前月で＋14 万 6 千人の増加と、期待よりも少なかった

がまずまずの伸びを示した。次に企業の景況感を示すＩＳＭ指数は、製造業・非製造業ともに4、5月には低下したが、6月には上昇に転じた（製造業は5月：51.4→6月：53.8、非製造業は5月：58.5→6月：62.2）。また鉱工業生産指数も、6 月には季調済前月比で＋0.9%、前年同月比＋4.0%と堅調な上昇であった。これは、大手自動車メーカーが社員割引価格を一般消費者に適用する販促キャンペーンの拡大に伴い、自動車の生産指数が大幅に上昇したことによる。

7 月 21 日に公表となった 6 月 29-30 日開催のＦＯＭＣの議事録では、このような景気の底堅い推移について記されていたが、注目されるのは、メンバーである各連銀総裁の間で、インフレと今後の金融政策を巡って様々な意見が交わされたことである。

あるメンバーは、エネルギー価格上昇分が部分的とはいえ最終製品価格に転嫁され、単位労働コストが上昇しつつある状況に触れ、現状の緩和的な金融政策がインフレ率をさらに押し上げる可能性について懸念を表明した。これに対して別のメンバーは、最近の統計をみる限り物価上昇率は比較的落ち着いており、個別企業からのヒアリング結果をまとめてみても、多くの企業で値上げ交渉がうまく進んでいないことを強調した。最終的には、今後のインフレの動向について注意深く見守っていくことで、メンバーの意見は一致した。

一方、昨年 6 月末の初回利上げ以来、ＦＯＭＣの声明文では金融政策の方向性について、「慎重に状況をみながら緩和的な金融政策を解除することは可能である」という表現が続いており、今回ＦＯＭＣでもそれが踏襲された。但しその議事録をみると、以下のとおり、結論に達するまでに様々な議論あったようだ。

「今回景気拡大局面で、資源や労働力などの需給が逼迫しつつあり、インフレ圧力の一層の高まりに対しては、特別注意していかなければならない。一度インフレ期待に火がついたら、それを抑制することは容易ではない。いずれにせよ、追加的な金融引き締めは必要であるが、インフレ抑制のためにあとどの程度の引き締めが必要かについては、意見がまとまっていない。但し、今後の引き締めの度合いは経済情勢次第であり、それについて今結論を出す必要はないという点で、メンバーの意見は一致した。今回示した金融政策の方向性に関する表現は、今後の経済情勢に応じて対応する金融

図1　消費者物価上昇率（前年同月比）

資料：米国労働省

政策の自由度を束縛するものではない」。

なお、直近の消費者物価統計（第１図）は、このＦＯＭＣ以後に発表になったものだが、コアインフレ率が05年2月をピークに4か月連続で鈍化しており、物価の落ち着きを示している。

現在のインフレの特徴

こうしてみると、インフレ圧力が強いのか弱いのかがわかりにくいが、最近のグリーンスパン議長証言が、この問題に対する一つのヒントであると思われる。

05年2月16日の議長証言によれば、経済の足取りが堅調で利上げを続けている局面で長期金利が上昇しない理由は「謎」であった。しかし7月21日の議長証言では、この理由について以下のとおりの分析・整理がされていた。

「世界的な長期金利低下の一因は、インフレ期待の低下によるものである。ソ連の崩壊と中国・インド等新興国経済の国際市場への統合により、世界経済の生産能力が格段に増加し、各種商品の供給力が高まった。このことが世界のインフレ期待を低下させた。

これに加え、貯蓄が投資を超過していることも、世界的な長期金利低下の原因である。90年代中旬以降、世界のＧＤＰの相当部分はアジアの新興国で生み出され、また産油国への所得移転が起きたことから、これらの国々の貯蓄が増加した。この一方で主要先進国の企業設備投資は、キャッシュフロー内に収まっていた。特に米国では、02年の企業スキャンダルと株価下落があった時期に、この傾向が強まった。日本の投資は、90年代初頭のバブル崩壊以降長期にわたり抑制されてきた。中国を除くアジアの投資は、90年代後半のアジア経済危機以降抑制されてきた。こうして使用されない貯蓄が、世界中の市場に投資されることとなった。

こうした長期金利の低位安定は、株式やクレジットリスク商品の価格ボラティリティーを低下させ、投資家はこれら商品への投資を指向するようになった。最近の住宅に対する過剰な投資は、こうした文脈の中に位置づけられる」。

このグリーンスパン証言をもとに考えると、現在のインフレは、商品全般にわたる不足感からではなく、特定商品の突出した価格上昇によって生じている、という解釈も可能である。そして、その特定商品にしても、性質が少し違うだけで不足感や価格上昇力に温度差がある。

例えば、米国の住宅価格は全般的に上昇しているものの、地区による跛行性が大きく、特定州・特定都市の上昇率が際立っている（注）。また原油の不足感が強まっていると一般に認識されているが、不足しているのはガソリンの成分が比較的多い軽質油（主に米国や北海油田で産出）が中心であり、軽質油であるＷＴＩに投機資金が流入している。これに対して、重油の成分が比較的多い重質油（主に中東で産出）には余剰感すら出ている。一方住宅や原油とは同列にはできないが、米国の失業率は着実に低下しており（6月は5.0%）、労働需給は逼迫しつつある。しかし中身をみると、需給逼迫は特定のスキルを持った労働者に顕著な現象であり、それ以外の労働者の需給はそれほどでもない。

つまり、世界的な過剰貯蓄を背景に、不足しているとみられている商品に対して投機

資金が集中的に流入している。そして、こうした特定商品の価格上昇が突出している、というのが現在のインフレの実態である。

こう考えると、投機資金の動向によっては、現在高騰している商品の価格が、何らかのきっかけで下落傾向に転じる可能性を、常に意識しておく必要がある。特に昨年６月末以来、ＦＲＢは累計2.25%の利上げを実施しており、以前と比較して投機資金が動きにくくなっていることには、留意が必要である。こうした環境のもとでは、ＦＯＭＣの議論でもあったとおり、金融政策の先行きは見通し難いものになる。随時発表となる景気・物価指標を丹念にみて、情勢判断をしていく必要があろう。

(注)「金融市場」05 年 7 月号の「高騰が続く米国の住宅価格」を参照。