



## 豪州経済事情：大幅利下げでインフレ対策から景気刺激にシフト

～景気の押し上げ効果が期待される一方、需要インフレ上振れ懸念から適切な調節が求められる～

発表日：2008年10月8日（水）

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 副主任エコノミスト 西濱 徹 (03-5221-4522)

### (要旨)

- 7日、オーストラリア準備銀行は金融政策委員会を開催し、政策金利を100bp引き下げて6.00%とする決定を行った。同国ではインフレと金融引き締めに伴う金利高の共存から内需の鈍化による景気減速が明らかとなっており、市場予想を上回る利下げによって足元で弱っている生産及び需要の双方の押し上げを狙ったとみられる。足元の同国経済は、中国を初めとする新興国の資源需要の底堅さから外需関連の雇用改善が進む一方で内需は弱く、雇用の偏在が懸念となっている。利下げによる内需押し上げは全土の雇用環境改善に資するものの、労働コストの上振れを通じた需要インフレを高める懸念が生じよう。
- 同国のインフレはコストプッシュ型インフレのみならず、海外から流入した投資資金による需要インフレとの複合インフレに陥っているとみられ、ヘッドラインのみならずコア物価も上振れ状態が続く。足元では、世界的な金融不安の影響から通貨豪ドルに売り圧力が強まっており、減価による輸入物価の押し上げからインフレがさらに上振れする状況が続く。先行きはインフレ率そのものは鈍化基調を強めるとみられるものの、価格高止まりから利下げによる需要喚起効果は幾分削がれると考えられる。とはいえ、利下げによる利払い負担などの軽減は代替需要を生み、内需を一定程度押し上げると予想される。
- 過去2年に亘る早魃から同国の成長は鉱業主導となったが、今年度の農業部門の収穫見通しは早魃発生前の9割弱程度までは回復する見通しであり、過度の鉱業への依存からのリスク分散が期待される。さらに、利下げによる投資喚起による生産の向上が期待されるものの、米国発の世界的な金融不安が世界の実体経済を蝕む可能性が高まっている。市場規模の小さい同国からの新たな輸出需要の創出は難しく、投資は概ね内需向けに限られるとみられることで景気押し上げ効果そのものは限定的となる。
- 利下げにより個人消費が喚起され、これまで弱含んできた小売部門などで雇用改善や所得向上に繋がり、先行きは設備投資の押し上げも期待される。ただし、こうした流れから需要インフレが高まる懸念もあり、金融当局は引き続きインフレ動向に注視しつつ、適切な金融調整を行うことが求められる。

### 《需要と生産の鈍化によるインフレ緩和期待を背景に、景気の下支えを目的として大幅利下げを実施》

- 7日、オーストラリア準備銀行は金融政策委員会を開催し、政策金利であるオフィシャルキャッシュレートを100bp引き下げて6.00%とする決定を行った（図1）。同国では景気減速の兆しが明確になっていることもあり、先月の同委員会でも金融緩和姿勢に転じて以来2ヶ月連続での利下げとなったものの、今回の引き下げ幅は市場予想を上回るものとなった。その要因として同行は、米国発の世界的な金融不安が深刻化する中で金融市場の不確実性が高まっており、他の国が行っている施策が短期流動性の確保と中長期の景気回復に向けた良好なバランスシートの構築にあることに注目している。その上で、先行きのインフレ見通しがかなり早く鈍化するとみられる中、様々なリスク状況の変化に応じて大胆に引き締め姿勢を緩和する必要があり、借入コストの抑制により生産や需要面で高まる鈍化リスクを軽減することが必要と判断したとしている。
- 金融当局は政策の目標をインフレ抑制とする中でインフレターゲット制を採用しており、現在のターゲット幅は2～3%となっている。直近の4-6月期の消費者物価は対前年同期比+4.5%と上記のターゲットを上回っており、さらに、食料品やエネルギーといった価格変動の大きいものを除いたコア物価も同+4.2%となっている（図2）。同国では主要輸出産業である石炭や鉄鉱石を中心とする鉱業部門において、特に中国の需要の底堅さを背景に雇用環境は好調さを維持している。その結果、鉱業部門に連られる形で賃金が高止ま

りするなどの影響が出るなど需要インフレに対する懸念があり、昨年からは原油価格や旱魃の影響による穀物価格の上昇によるコストプッシュ型インフレが起こりインフレ圧力が押し上げられた。ただし、7月半ばをピークに原油や穀物価格は調整局面を迎え、さらに世界的な金融不安が实体经济を下押しする中でさらなる調整が起こる可能性が高まった。同行は、世界経済の減速により世界的なインフレは2009年には鈍化するため、同国のインフレも2009年には解消し始めるとの見通しを示している。

- 同国は、隣国ニュージーランドとともにインフレ率の上昇に対して、早い段階から利上げによる引き締め姿勢を示してきたことで、足元のコストプッシュ型インフレ圧力の下では、インフレと金利高の共存が景気下押しの影響が顕著となっている。こうした中、今回の決定では利下げにより景気下支えに政策をシフトしたことで、足元で下押し圧力が掛かっている個人消費をはじめとする内需に勢いが戻ることを期待される。

図1 政策金利の推移

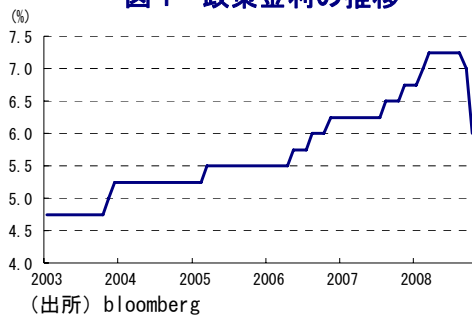
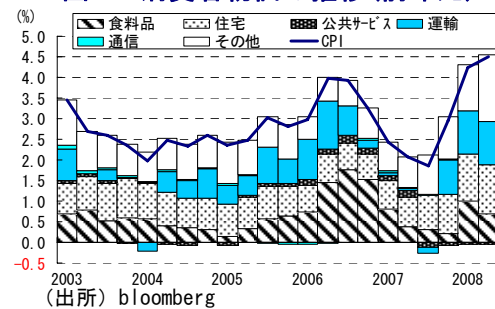


図2 消費者物価の推移(前年比)



### 《インフレと金融引き締めに伴う金利高の共存から、内需が弱含む中で景気全体も減速基調が強まった》

- 豪州の4-6月期の実質GDPは対前年同期比+2.7%と2年ぶりの低水準に落ち込んでおり(図3)、16年に及んだ景気拡大期は踊り場を迎えようとしている。特に、ここ数年に亘って堅調とされてきた個人消費や資本投資を中心とする内需に陰りが始めていることが要因となっている。年明け以降の原油価格の急騰や穀物価格の上昇に端を発するインフレによって、小売売上は足元で伸びの鈍化基調が強まっており(図4)、中でも自動車販売は前年比でマイナスに陥るなど直接的に影響を受けている(図5)。さらに、資源価格の高騰を背景とする資材価格の上昇に加えて金融引き締めに伴う金利高により、ここ数年の底堅い成長を下支えしてきた住宅投資にも陰りが見え始めている。銀行部門における住宅向けの貸付残高が足元では前年比マイナスに陥っているほか(図6)、その影響から住宅建設許可件数も足元で伸びが大幅に落ち込んでいる(図7)。新規建設が減速していることで新規の住宅供給に頭打ち感が出ているにも拘らず、足元では住宅価格の伸びは鈍化しており(図8)、このことは底堅い個人消費を下支えした資産効果の剥落を生んだとみられる。
- なお、商品価格の高止まりによるインフレや金利高の影響は、企業部門に対しても利払い負担の増大や原材料価格の高騰を通じて影を落としており、年明け以降のAiG産業別業況指数は、全産業を通じて中立水準である「50」を下回る状況が続いている(図9)。特に、上述のように住宅建設の落ち込みが厳しいこともあり、建設業指数では悪化の度合いがさらに増している。こうした状況から、企業部門も先行きの業績を悲観視する姿勢が強まったことで(図10)、先行きの景気はさらに減速基調が強まるものとみられていた。しかしながら、先月の利下げに引き続き、今回は利下げ幅が予想外に大きくなったことで、家計及び企業双方にとって利払い負担の軽減が期待される上、金利低下によって消費意欲が喚起される可能性も高まると予想される。ただし、石油価格の低下や資材価格の低下を通じてインフレが低下しない場合には、金利低下によっても住宅や自動車など、裾野産業の広い耐久消費財への消費意欲には容易に結びつきにくいと考えられる。そういった場合、利下げによる景気の押し上げ効果は同国政府が期待する規模に至らない可能性が残るもの

の、代替消費が喚起されるだけでも景気の下支え効果は十分に期待出来るであろう。

図3 実質 GDP 成長率の推移 (前年比)

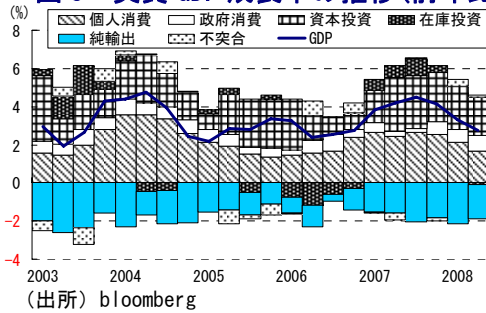


図4 小売上の推移 (前年比)

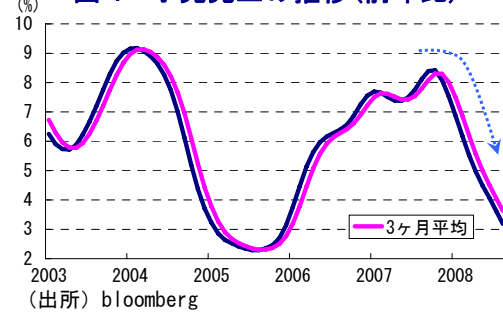


図5 自動車販売台数の推移 (前年比)

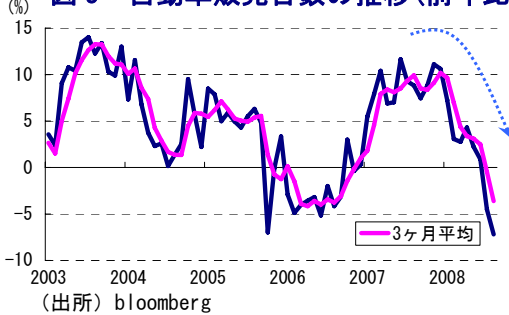


図6 住宅向け貸付残高の推移 (前年比)

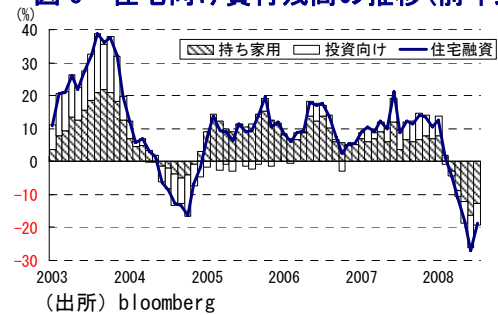


図7 住宅建設許可件数の推移 (前年比)

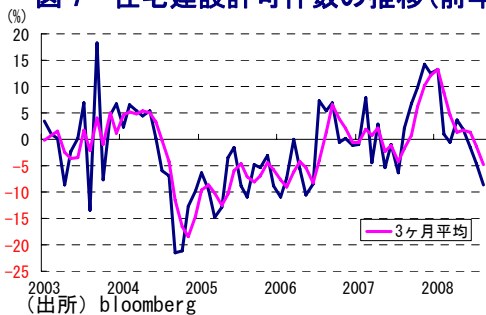


図8 住宅価格の推移 (前年比)

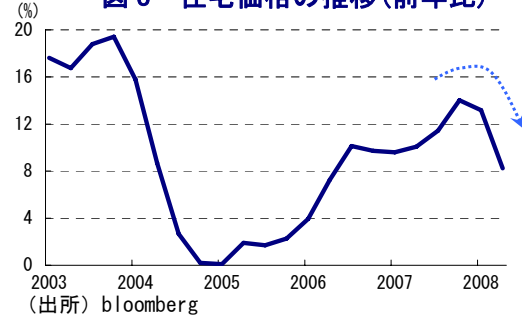


図9 AiG 産業別業況指数の推移

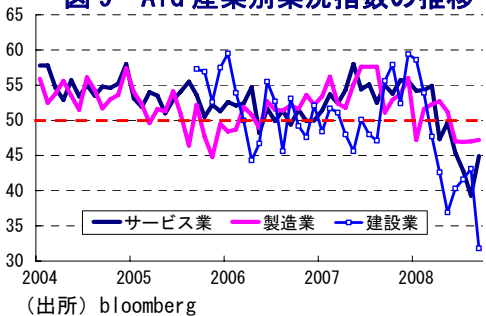
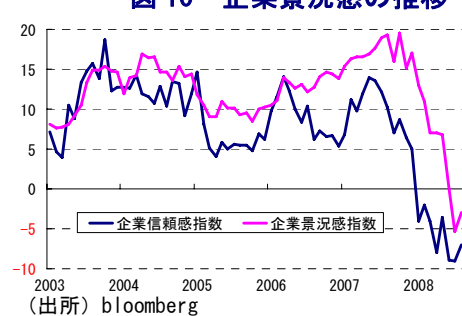


図10 企業景況感の推移



### 《鉱物資源への外需に底堅さが残るものの、国際収支面では構造的な脆弱性が懸念材料となる可能性》

- 対外面では、同国は石炭や鉄鉱石などの鉱物資源といった主要輸出財を要しており、これらに対する中国をはじめとする新興国の需要は底堅く推移している。こうしたことから、足元では内需の鈍化により輸入の伸びが減速する一方で輸出の伸びが輸入を上回っており、同国経済は基本的に貿易赤字を抱える状況にあるものの、足元では月次ベースで貿易黒字に転換する月も出始めている（図 11）。こうした輸出の好調さを背景に鉱業部門を中心に雇用環境は失業率が過去最低水準にまで低下するなど大きく改善しているほか（図 12）、今年 6 月に国立労働研究所は 2020 年までに鉱業部門で 100 万人の新規雇用が創出されるとの見通し

を公表するなど、先行きも国内の雇用情勢は底堅さを維持する可能性が高い。しかし、こうした鉱業部門はウェスタン・オーストラリア州に偏在するなど雇用環境も国内で良し悪しがきれいに分かれる状況にある。したがって、鉱業部門を中心に賃金が上昇している影響で足元でも労働コストが上昇しているにも拘らず（図 13）、小売売上などの内需関連の指標が悪化していることは、同国内で労働市場に偏りがあることを示している。

- 新興国を中心とする底堅い需要によって活況を呈する鉱業部門の企業は、その多くが英国との合弁企業となっていることから、国際収支上は利子及び配当の支払に該当する所得収支は赤字基調が続いており、さらに貿易収支も基本的に赤字基調が続いてきたことで、結果的に経常収支は赤字基調にある（図 14）。4-6 月期は貿易収支が黒字に転化したことで経常収支の赤字幅は大きく縮小したものの、新興国の需要を背景に鉱業部門が活況を呈する中で利子及び配当支払が増大しており、経常赤字は拡大基調を続けてきた。米国発の世界的な金融不安が拡大するまでは、同国は「資源国」としての評価を高める中で、高い収益性を期待する海外からの投資資金が流入することで経常赤字がファイナンスされてきたものと考えられる。その結果、外貨準備は昨年後半の貿易赤字及び経常赤字の急拡大によって一時は大きく減少したものの、その後は落ち着きを取り戻しており、8 月末時点で 355 億豪ドル（約 254 億ドル）となっている（図 15）。この規模は今年の前月平均の輸入額の 1.6 ヶ月相当と低水準であるものの、鉱物資源を中心とする輸出の堅調さを考えると直ちに問題が起こるとは考えにくい。とはいえ、構造の脆弱性は先行きの懸念材料になると考えられる。
- 足元では、先月半ばの米大手証券の破綻をきっかけとする世界的な金融不安が深刻化しており、海外投資家のリスク許容度は大きく低下していると考えられる。そうした中で海外からの投資資金の流入を見込むことは極めて難しく、内需の喚起によって景気の底上げを図るべく同国が利下げに踏み切ったことは理解に難くない。世界的なインフレ圧力が残存する中、多くの国で政策金利が実質ベースでマイナスに陥っているものの、同国は大幅利下げによっても依然として実質政策金利はプラスであること、利下げ前と比べると内外金利差の魅力は薄れるものの、底堅い外需が続くとみられる上に利下げによる内需の押し上げにより景気の底上げが図られることで、一時は「資源国通貨」として人気を集めた豪ドルに対して一定程度の投資資金の回帰が起こる可能性はある。依然として脆弱な構造は続くものの国際収支の下支えになることは期待出来る。

図 11 輸出入の推移(前年比)

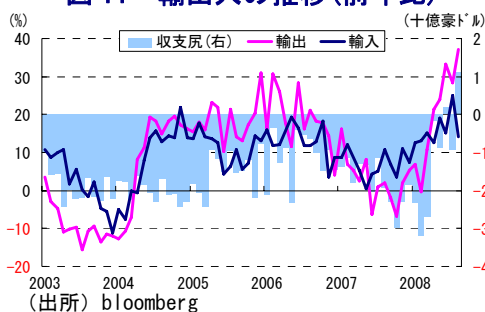


図 12 雇用環境の推移

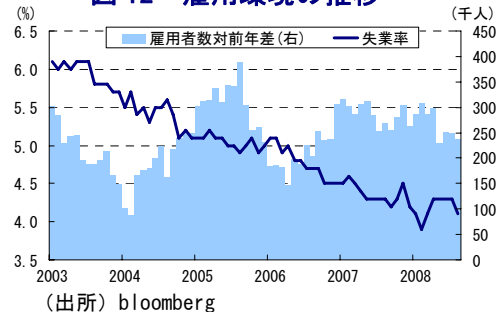


図 13 労働コストの推移(前年比)

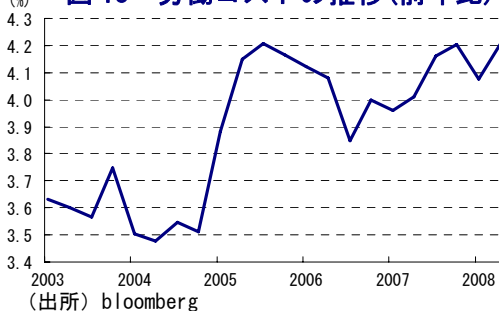


図 14 経常収支の推移

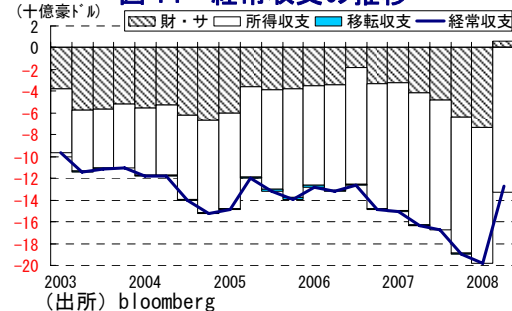
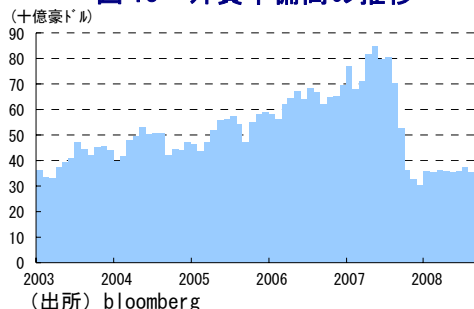


図 15 外貨準備高の推移



### 《利下げによる内需底上げの効果が期待される一方、先行きはインフレ上振れ懸念への警戒が必要になる》

- 足元のインフレの原因となってきた原油価格は、7 月半ばをピークに調整している。先行きの原油価格には OPEC などの動きによる不透明感が残るものの、高止まりが続く場合でもインフレ率そのものは先行き鈍化基調を強めるとみられる。価格そのものが高止まりすることで実質的な購買力は下押しされる状況が続くと考えられるものの、今回の大幅利下げによって家計及び企業双方で利払い負担などが軽減されることによる代替消費が喚起されることで、内需に一定程度の押し上げ効果が期待される。ただし、資材や石油価格が当面は高止まりする懸念が高く、そうした場合、利下げによっても鉱業部門以外の業績が足元で悪化している中では、自動車や住宅などの耐久消費財消費が直ぐに改善するか疑問が残る。したがって、内需が回復する効果が発現するには多少のタイムラグを要するものと考えられる。
- 同国のインフレはヘッドラインのみならずコア物価も上昇しており、原油や穀物価格の高止まりを背景とするコストプッシュ型インフレに加えて、同国が「資源国」として海外投資家からの信認を集めるうちに投資資金が流入したことで発生した過剰流動性が需要を押し上げたことで生じる需要インフレとの複合インフレに至ったと考えられる。年明け以降に金融当局が引き締め姿勢を強めたことで、国内のマネーの伸びは鈍化基調が強まっている上 (図 16)、インフレと金利高によって内需は弱含んでいる。その一方、中国などの新興国の需要の底堅さから外需は堅調さを維持している。今回の大幅利下げは、これまで疲弊してきた個人消費や資本投資を押し上げる効果が期待されるものの、マネーの伸びを再び加速させる懸念があるほか、これまでは外需関連の雇用のみが堅調に推移してきた中、内需関連でも雇用環境が回復することで国内全体での労働コストの高止まりが増幅され、結果的に需要インフレを上振れさせることも懸念される。同国の住宅市場は既にバブル崩壊を迎えて住宅価格は低迷しているものの、今回の利下げに加えて、2008/09 年度予算では財政黒字を元に低所得者を対象とする所得税減税 (4 ヶ年: 467 億豪ドル) のほか、住宅取得支援策 (22 億豪ドル) やインフラ整備などの公共投資も実施される予定であり、住宅市場の下支え効果が期待されるほか、足元で低迷が続く株式市場の下支えにも繋がると考えられる (図 17)。資産市場に投資資金が過剰に流入する事態となれば資産インフレをもたらす可能性も高まることになる。金融当局は、先行きの諸市場におけるインフレ動向を細かく注視しつつ、慎重かつ適切な金融調節を図っていくことが求められる。
- 雇用面では、内需関連を中心に店舗の閉鎖や人員整理による雇用削減計画が相次いで公表されており、悪化懸念が強まっていた。ただし、鉱業部門を中心とする外需関連産業では雇用の逼迫感が労働コストを上振れさせるなど、部門ごとに色合いが大きく異なっている。今回の利下げによって国内の消費及び投資が喚起されれば、これまで悪化基調にあった内需関連部門での雇用環境の改善が期待されるほか、内需部門でも賃金の上昇が期待される。ただし、国内の限られたパイの中で内需部門の雇用環境が改善することは、ウェスタン・オーストラリア州を中心とする鉱業部門では雇用のタイト感がさらに厳しくなる可能性があり、そうなれば雇用機会の偏在により労働コストが上振れすることで需要インフレ圧力に寄与する可能性があろう。

- 同国では過去 2 ヶ年に亘って異常気象による早魃の発生から、主要穀物の小麦やオイルシードが壊滅的な打撃を受けた。しかしながら、豪州農業資源経済局（ABARE）は 9 月に公表した 2008/09 年度の穀物収穫量に関する最新の見通しにおいて、6 月見通しからは若干減少するものの、早魃被害に見舞われる直前年度（2005/06 年度）と比較して小麦は 9 割程度、カノラは +16% 増、その他の穀物も概ね 85% 程度までは回復するとしている。依然、異常気象に対する懸念は残っており、過去 2 ヶ年の早魃の影響から GDP に占める農業の割合は極めて小さくなった一方で、輸出に占めるプレゼンスは依然として高く、農業部門の回復は鉱業に過度に依存した成長スタイルからの脱却という観点からリスク分散に寄与すると考えられる。
- 外国人投資家を中心に「資源国通貨」として人気を集めたことで、ここ数年に亘り増価基調を強めてきた通貨豪ドルは、増価し過ぎたとする市場観測に加えて豪州経済が内需主導で減速懸念を強めていること、さらに、米国発の世界的な金融不安によるリスクマネーの逃避という事態から一転して足元では減価圧力を強めている（図 18）。今回の利下げによって、内需の押し上げによる景気刺激が期待される一方、その効果の発現にはタイムラグが生じると考えられ、当面は投資資金の逃避によって減価圧力がさらに強まることが懸念される。ただし、同国にとっては為替の減価は輸出財の相対的な競争力の強化に繋がると考えられ、とりわけ鉱物や穀物を中心とする農産品輸出の押し上げが期待される。とはいえ、為替減価は輸入物価の押し上げに繋がり、内需の押し上げによって輸入が再び増大した場合には、足元で回復した交易条件が再び悪化することで所得が海外に流出する事態となり（図 19）、さらにインフレの上振れをもたらす懸念も高まるとみられる。

図 16 M2 と国内信用の推移(前年比)

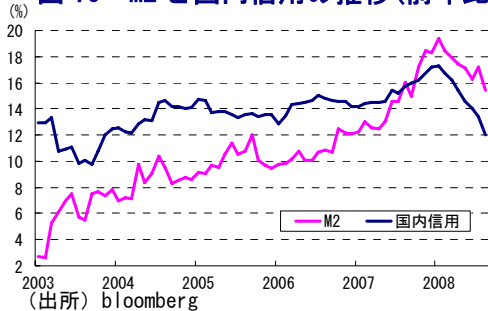


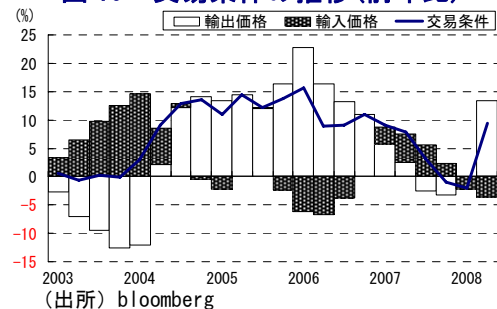
図 17 株式相場の推移(ASX200)



図 18 為替相場の推移



図 19 交易条件の推移(前年比)



以上