



豪州経済事情：金融危機による景気悪化懸念でさらなる金融緩和

～7-9月期は辛うじてプラス成長を維持も、先行きの内外環境の悪化からマイナス入りは不可避～

発表日：2008年12月3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）

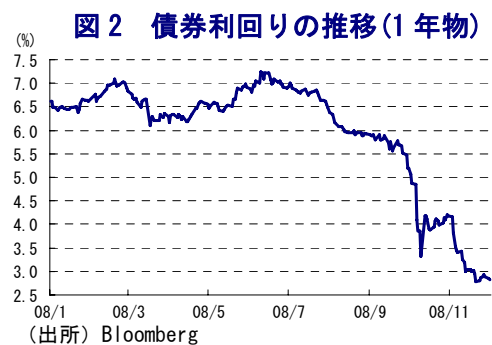
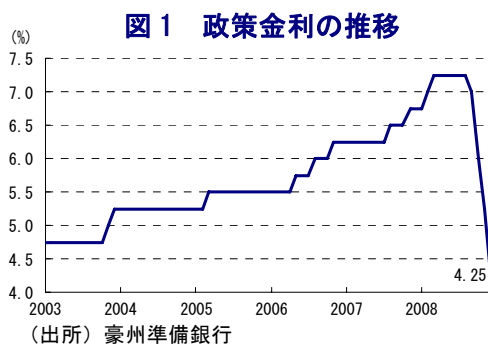
- 2日、豪州準備銀行は金融政策委員会を開催し、政策金利を100bp引き下げて4.25%とする決定を行った。同国ではインフレと金利高による景気減速懸念が高まっていた上、世界金融危機の波が押し寄せる形で急速に景気が悪化しており、3ヶ月連続で計200bpの急激な金融緩和に踏み切った。しかし、大胆な金融緩和にも拘らず足元の指標の悪化が急速に進んでいること、隣国ニュージーランドでも急激な利下げ及び景気対策が打たれていることが、今回の大幅利下げを後押ししたとみられる。しかし、市場では早くも先行きの利下げを織り込む動きが出ており、来年も引き続き金融緩和が続くとみられる。
- 3日に公表された7-9月期の実質GDP成長率は前年比+1.9%、前期比で+0.1%と辛うじてプラス成長を維持したが、16年間続いている景気拡大期は踊り場を迎えている。先行きは、ここ数ヶ月の大幅利下げと政府による景気対策で個人消費に下支えが期待されるものの、世界経済の後退で外需環境の一段の悪化が避けられないことから、輸出や輸出産業を中心とする資本投資への下押しは避けられず、当面はさらなる景気減速基調が強まるとみられる。
- 中国を中心とする新興国向け輸出の好調さが同国の景気の下支え材料となってきたが、ここに来てそうした状況も一変し、輸出環境のさらなる悪化が避けられない。その結果、足元で貿易収支は黒字化したものの、先行きは再度赤字に転落する可能性が高い上、折からの経常赤字体質にあることから、金融危機以降に流出の勢いが強まっている海外からの投資資金は、先行きもその傾向が続くとみられる。結果として、株式や通貨豪ドルには下押しの影響が避けられないと考えられる。
- 先行きの豪州経済を考えると、輸出産業を中心とする雇用環境の底堅さが内需を下支えしてきたが、世界経済の後退でこうした状況も変化を余儀なくされている。政府による積極的な財政支援や大胆な金融緩和もあり、一定程度の下支えは期待されるものの、投資環境の大幅改善を期待することは難しい。したがって、来年は先進国をはじめ新興国経済も全体として減速基調が続くとみられる中、成長の牽引役のベースが輸出産業にある同国にとっても厳しい状況が続くものと予想される。

《4ヶ月連続の利下げに利下げ幅の拡大も、先行きはさらなる金融緩和に進む可能性は依然残っている》

- 2日、豪州準備銀行は定例の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（OCR）を100bp引き下げて4.25%とする決定を行った（図1）。同行では、同国経済の減速懸念が高まっていることに加えて、世界金融危機によりその勢いが増幅されていることを背景に、3ヶ月連続で計200bpの利下げという大胆な金融緩和に踏み切ってきた。しかし、大幅な金融緩和を実施してきたにも拘らず、世界金融危機の影響が表面化し始めた10月以降の様々な指標が予想以上の悪化を示しており、景気の急減速が避けられなくなっている。さらに、隣国ニュージーランドで先月実施された総選挙で中道右派政党の国民党が勝利し、既にリセッション入りしていることで先行きは大規模な景気対策を打ち出すと見られることも影響したと考えられる。今回の利下げにより一連の金融緩和による利下げ幅は300bpに上っているものの、債券市場は既に向こう1年間の間にさらに100bp以上の利下げを行うことを織り込む展開となっており（図2）、先行きも金融緩和姿勢がさらに展開される可能性が高まっていると考えられる。
- なお、同委員会後に公表された声明文においては、「豪州は他の先進国に比べると依然として活発だが、金

融危機以降は家計及び企業部門の心理が慎重になっていることで、足元の指標は需要及び経済活動の足踏み状態を示している」との認識を示した。さらに、先行きのインフレ見通しについては、「世界的なデフインフレ圧力に牽引される形でインフレ率は次第に低下し始める」としている。その上で、「政府による景気刺激策のほか、通貨豪ドルの急激な減価と大幅利下げによって先行きの需要は下支えが期待され、持続的な成長軌道に乗せつつインフレ率が目標（2～3%）に留まるよう適切な調整を行う」との方針を示しており、今後も引き続き金融緩和姿勢を強める可能性に含みを持たせた。

- なお、金融危機に端を発する景気減速懸念に対して、同国政府は10月に総額104億豪ドル（約67億ドル）とGDP比1%程度の景気対策を打ち出し、年金受給者や退職者給付金、新規住宅取得者支援を打ち出している。その上、先月にはさらに151億豪ドル（約98億米ドル）規模でインフラ開発による保健及び教育の充実を図ることで13.3万人の雇用を創出する方針を示しており、2002年以来続いてきた財政黒字は、今年については赤字に転落せざるを得ないとみられる。ただし、今回の大幅利下げを含む住宅対策により、平均的な住宅ローン額（25万豪ドル（約16万米ドル））を抱える家計では、月に180豪ドル（約117米ドル）程度の利払い負担軽減に繋がるとの見通しが示されており、下押しが続く個人消費の下支え効果が期待される。



《物価高止まりで内需は疲弊、急速な金融緩和も景気底上げに至らず、外需主導で苦しい状況が続く可能性》

- 3日に公表された7-9月期の実質GDP成長率は、対前年同期比+1.9%と前期（同+2.7%）からさらに伸びが鈍化した（図3）。対前期比では+0.1%と辛うじてプラス成長を維持したものの、16年の長きに亘った景気拡大期は踊り場を迎えている。ここ数ヶ月の間、金融当局による大胆な金融緩和が進められているものの、年明け以降のインフレと金利高の共存で疲弊した個人消費は前年比+1.7%と前期（同+3.1%）から大幅に鈍化したほか、中国をはじめとする新興国での資源需要が鈍化していることから、輸出が同+2.2%と前期（同+6.0%）から大幅に落ち込んだことが影響した。先行きについては、政府による景気対策により個人消費などには下支えが期待されるものの、鉱業関連を中心とする設備投資が伸びたことで前年比+9.1%と前期（同+7.1%）から伸びた資本投資については、金利が足元で大幅に引き下げられているものの、外需を巡る環境が急速に悪化している中で押し上げ効果をもたらす可能性は低いとみられる。さらに、世界経済の後退で輸出需要は一段の悪化が避けられないと考えられ、先行きはマイナス成長入りを含めて景気が弱含む可能性が高まっていると言える。
- なお、金融当局はインフレターゲット制を敷いているが、直近の7-9月期の消費者物価は対前年同期比+5.0%と金融当局の定める目標域（2～3%）を上回る状況が続いている（図4）。年明け以降に急上昇した原油をはじめとする商品価格は、7月半ばをピークに足元では大きく下落する局面が続いているものの、食料品やエネルギーを除いたコア物価についても、依然として同+4.6%と前期（同+4.2%）から伸び続けるなど、インフレ圧力の残存が懸念されている。こうした状況をもたらす要因は、同国の主要産業である鉱業部門を中心として、7-9月期は依然として中国などの新興国向けの輸出が底堅さを維持してきたこともあり、

同産業では雇用が堅調に推移していた。その結果、国内における雇用の全体感は悪化しつつある中でも、労働コストは高止まりするなど、雇用機会の偏在が需要インフレ懸念を生んだとみられ、そこに年明け以降の商品価格の急上昇によるコストプッシュ型インフレが物価を押し上げた。足元では商品価格が大幅に下落している上、金融危機による世界経済の後退で資源需要が鈍化する中で、雇用環境は全体的に悪化する懸念が高まっている。したがって、残存が懸念された需要インフレは先行きにおいて大きく後退するとみられる。その一方、通貨豪ドルが急激に減価していることから、輸入物価の押し上げによる新たなインフレ圧力も生じており、先行きの物価動向には引き続き注視していく必要がある。

- このように物価の高止まりが影響する形で小売売上は足元でも鈍化基調が強まっている（図 5）。さらに、金融緩和の口火が切られた今年 9 月以降になっても自動車販売台数は前年割れの状況が続いている上、そのマイナス幅は拡大基調が続くなど（図 6）、ここ数年の景気拡大期を牽引してきた個人消費を中心とする内需には頭打ち感が強まっている。さらに、今年前半まで徐々に金融政策の姿勢が引き締められてきた要因としては、不動産を中心とする資産市場に過剰流動性が流入し、一時期は不動産バブルと言われる状況に陥った市場を冷却させることにあった。しかし、資源価格の急騰による資材価格の上昇に加えて、米国サブプライムローン問題を発端とする不動産市場への投資資金の流入が手控えられようになったことで（図 7）、住宅着工許認可件数が急激に減少するなど（図 8）、不動産市場は当局が予期した以上に急速に冷え込むこととなった。その結果、昨年後半以降は住宅価格も急速に鈍化しており（図 9）、不動産市場が大きく冷え込むことによる資産効果の剥落も個人消費の下支えをなくすきっかけとなったと考えられる。
- 企業部門にとっても、資源高に伴う原材料価格の上昇と金利高は、生産活動に下押し圧力となってきたが、足元での大幅な金利引下げによる金融緩和にも拘らず、産業別の状況を示す AiG 産業別指数は製造業、サービス業、建設業のすべての業界において大幅な改善を示していない（図 10）。このことから、金融緩和によって家計部門をはじめとする利払い負担は軽減されたとみられるものの、個人消費の押し上げに繋がっているとは言えず、その結果、企業業績にとっても下押しの影響が続いていると考えられる。さらに、世界金融危機に端を発する世界経済の後退懸念が強まっていることで、輸出企業を中心に頭打ちの状況が強まっていることも、企業部門にとっては収益の頭打ち要因になっていると考えられる。外需環境の悪さは当面解消される見通しが低く、こうした状況は先行きも続く可能性が高いとみられる。

図 3 実質 GDP 成長率の推移(前年比)

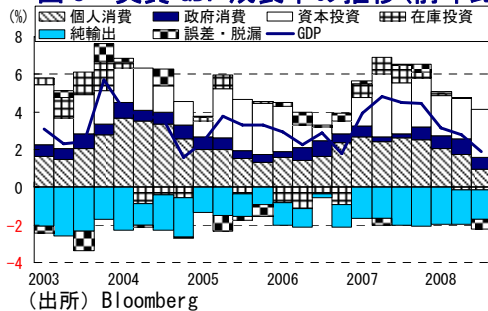


図 4 消費者物価の推移(前年比)

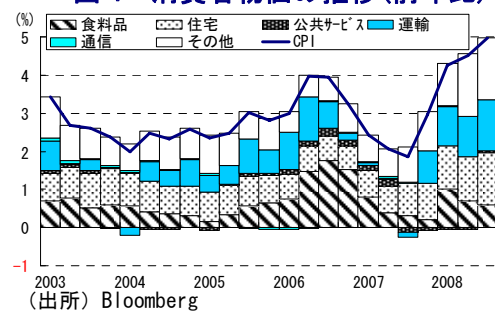


図 5 小売売上高の推移(前年比)

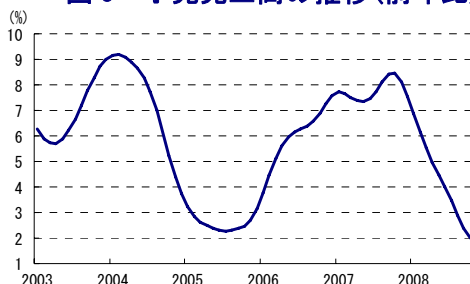
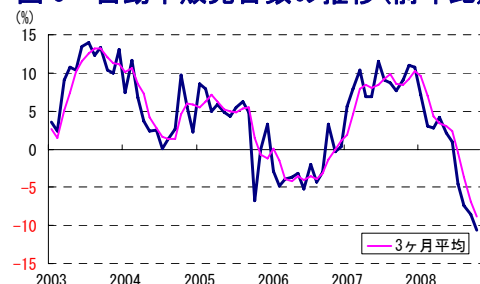
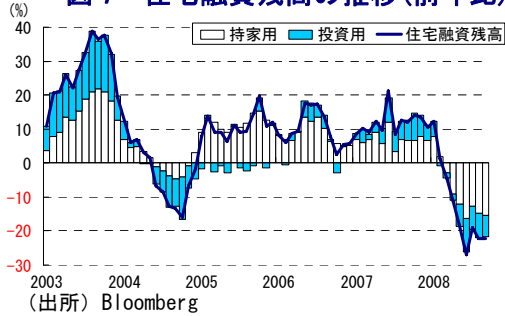


図 6 自動車販売台数の推移(前年比)



(出所) Bloomberg

図 7 住宅融資残高の推移(前年比)



(出所) Bloomberg

図 8 住宅着工許認可件数の推移(前年比)

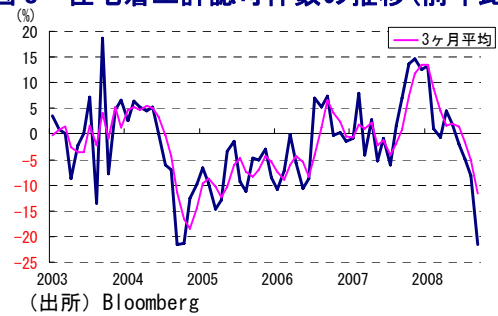


図 9 住宅価格の推移(前年比)

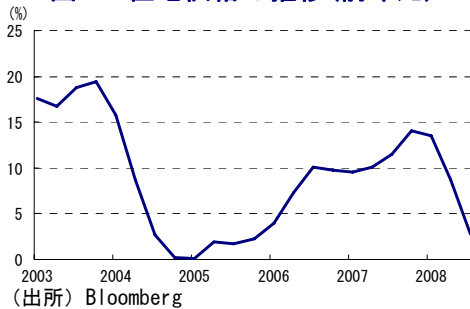
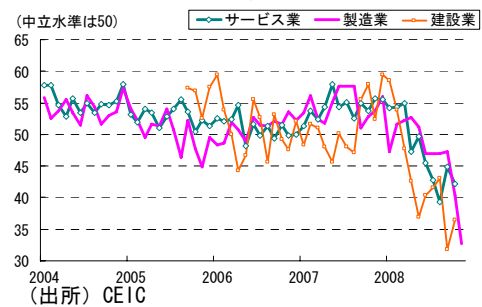


図 10 AiG 業種別指数の推移



《資源国としての恩恵も今や昔、世界経済後退で先行きは外貨ポジションに下押し懸念が強まる可能性》

- ここ数年、豪州は鉄鉱石や石炭などの鉱物資源のみならず、小麦などの穀物の主要輸出国という立場から、所謂「資源国」としてのプレゼンスを高めてきた。さらに、新興国が高成長を背景に資源消費を増大させてきたことに加え、年明け以降は資源価格の急上昇という追い風に乗る形で輸出の大幅な拡大を続けてきた(図 11)。こうしたことから、基本的には貿易収支は赤字基調を続けてきたものの、足元では黒字に転化したことで国際収支の改善に繋がっていると考えられ、資源国としての強みを享受してきた。しかしながら、9月のリーマンショックをきっかけとする世界金融危機により世界経済の後退が避けられなくなっている上、最大の需要国である中国が、7-9月期の実質 GDP 成長率が対前年同期比+9.0%と6年ぶりの一桁台に落ち込む事態となっているのみならず、その後も实体经济の悪化を示す指標が相次いでいることもあり、外需を巡る状況は日に日に悪化している。さらに、同国の主要輸出財である鉄鉱石及び石炭は年契約で価格が決定することから、新興国による需要が鈍化しても輸出については年内は底堅い伸びが期待されるものの、年明け以降は価格の大幅下落が避けられないとみられる中で、一転して伸びが鈍化すると予想される。
- 同国は資源関連を中心として、海外資本による投資の受け入れを活発に行ってきた経緯から、利子や配当の支払に係る所得収支が大幅赤字となっており、貿易収支も赤字基調が続いてきた影響から、経常収支は大幅赤字が続いてきた。しかし、足元の貿易収支の黒字への転化により経常収支に改善の兆しが見えつつある(図 12)。とはいえ、先行きを考えると、輸出は世界経済の後退懸念から伸びの鈍化が避けられないとみられ、資源価格の下落により所得収支の赤字幅は若干縮小する可能性がある。一方で、海外から豪州へ向けて流入する利子配当所得の規模は流出額の半分程度であることから、経常収支には今後も下押し圧力が強まる懸念がある。世界経済全体での後退が懸念されるまでは、新興国をはじめとする資源に対する需要は底堅く推移していた上、その結果として資源価格も高止まりが続いたこともあり、輸出財価格の高止まりによる交易条件の改善に伴う交易利得の拡大によって内需が押し上げられ、堅調な成長が続くとの期待に加えて、金融当局が引き締め姿勢を強めていたことによる内外金利差の拡大に魅力を感じる海外からの投資資金が流

入し、経常赤字がファイナンスされる状況が続いた。しかしながら、資源価格のピークアウトに加えて、世界金融危機により世界経済の後退が意識されるようになると、それまで同国に流入してきた投資資金が一気に逆流を始めた。その結果、通貨豪ドルはそれまでの増価基調から一転して急激な減価に陥っている上（図 13）、株式相場も下落基調が止まらない状況が続いている（図 14）。

- 昨年については経常赤字が大きく拡大したことで、海外からの投資資金が流入していたにも拘らず、外貨準備が大きく減少する事態となっていた。しかし、今年に入って以降は経常赤字は縮小している一方、特に足元では海外からの投資資金の流入が細り、逆に流出が続いていることで外貨準備は増加しにくい環境にある（図 15）。また、外貨準備の規模は 10 月末時点において 449 億豪ドル（約 300 億ドル）と輸入の 2 ヶ月分程度に留まるなど決して潤沢とは言えない状況にある。このことも、足元で豪ドルに対して売り圧力が強まっている要因の一つになっていると考えられるものの、同国は様々な輸出財を抱えていることもあり、直ちに問題が起こる状況にあるとは考えにくい。

図 11 輸出入の推移(前年比)

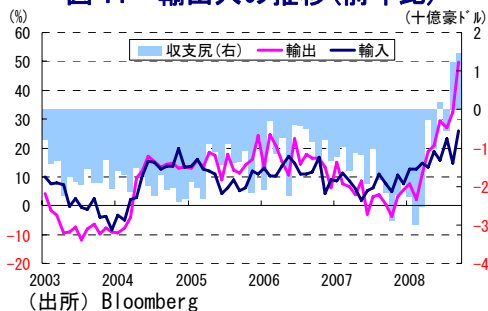


図 12 経常収支の推移

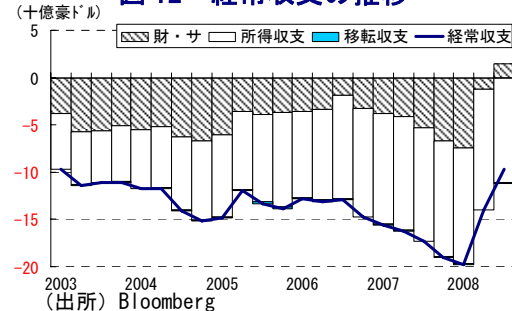


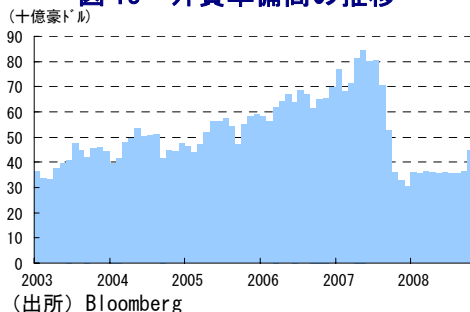
図 13 為替相場の推移



図 14 株式相場の推移(ASX200)



図 15 外貨準備高の推移



《先行きはインフレ鈍化も外部環境の悪化で内需下押し続く、景気刺激策は押し上げ迄は期待薄も下支えに》

- 足元では依然としてインフレ圧力が存在するものの、原油をはじめとする商品価格はピークアウトから大きく値を下げており、当面は世界経済の後退によって需要増大に反転する見通しが低いこと、さらに、OPEC などのカルテルの機能が十分に発揮する状況にないことを考えると、先行きはコストプッシュ型のインフレ圧力は次第に後退すると予想される。一方の需要についても、不動産市場の冷え込みで資産効果が剥落して

いるほか、海外からの投資資金の流入が細り逆に流出を招いていることから、内需の押し上げに寄与した過剰流動性は大幅に解消していると考えられ、需要インフレの懸念も低下していると言える。さらに、これまで雇用環境が底堅かった外需関連の鉱業部門においても、中国をはじめとする新興国経済の減速、後退懸念の高まりから先行きの雇用環境の悪化は避けられないとみられる（図 16）。したがって、これまでは所得の伸びの高止まりが続いてきたものの、先行きはこの鈍化を通じても需要インフレ懸念の低下に繋がっていくものとみられる。

- こうした環境下で金融当局が大胆な金融緩和を実施していることに加えて、同国政府が総額 104 豪ドルの景気対策のみならず、過去 6 年間続いてきた財政黒字を反故にしても、追加的に 151 億豪ドル規模のインフラ開発を通じた雇用創出計画を打ち出したことは、雇用の偏在という同国の特殊事情を差し引いても足元の世界的な景気後退懸念が強まる中では穏当な政策と考えられる。さらに、当初の景気対策についても、その 8 割以上が高齢者や児童向けの直接給付であることから、内需の押し上げに一定の効果が期待されるのみならず、住宅取得支援策が手厚く組み込まれていることは、足元で冷え切った不動産市場を下支えする意図があると考えられる。同国では過去の不動産バブルを通じて家計部門の多くが住宅取得によって負債を抱えており、年明け以降の金融引き締め強化はインフレによる実質購買力の押し下げ以上に家計負担を高めて来た。しかし、これまで 4 ヶ月連続で 300bp もの利下げが行われたことで、インフレと金利負担増によって家計の実質可処分所得が下押しされた影響が緩和され、個人消費には下支えが期待出来るであろう。
- 足元の金融環境を考えると、依然として海外からの投資資金は流出圧力が強く、特に米ドル資金の逼迫感が高まったことで一時は銀行間金利が高まるなどの影響があったものの（図 18）、政府は 3 ヶ年の時限措置として銀行口座の全額保護を決定したほか、金融機関に対する債務保証のほか、財政管理局が直接住宅ローン担保証券の買い取るスキームを強化するなどの国内金融市場の安定化に向けた対策を施している。依然として足元の金融危機の震源地である米国経済の立ち直りには時間を要するとみられる上、同国でのプレゼンスの高い英国系の金融機関の経営状況が厳しいことを考えると、当面は同国の金融市場についても厳しい状況を想定せざるを得ない。したがって、先行きの同国の株式市場及び為替市場については海外の動向に振り回される状況が続くとみられる。特に、通貨豪ドルについては短期間で大幅な売り展開となったこともありオーバーシュートしている可能性があるものの、基調としては当面のどこあろはさらなる下値を探る展開が続くものと予想される。
- こうしたことから、先行きの金融政策については、引き続き世界経済の後退局面が強まっていることで、特に、外需依存度の高い鉱業関連を中心に景気の下押し圧力が強まるとみられること、市場では 1 年物金利が総じて 3% 近傍に収斂する動きを見せており、さらに金融緩和を進めていく可能性が高いとみられる。特に、今回も 100bp と前回以上の下げ幅での利下げに踏み切ったことは、先行きも状況をみて大胆な利下げを行う可能性を示唆したものである。7-9 月期の実質 GDP 成長率が前期比で辛うじてマイナス成長を免れたものの、10-12 月期についてはこれまで公表された指標から推測するに、極めて厳しい状況に陥っていることもあり、次回の金融政策委員会は来年 2 月に予定されているが、その前に緊急での利下げの可能性もあると考えられる。一連の景気刺激策によって内需を下支えする効果は期待出来るものの、その規模や外部環境の悪化度合いの急速さを考えると、全体感としての景気は減速は避けられない。ただし、これまでの金融・財政政策の対応は素早く実施されていることをみると、先行きもこうした素早い対応がなされていることで、景気後退基調が長続きする事態を避けられる可能性は残っていると考えられる。

図 16 雇用環境の推移

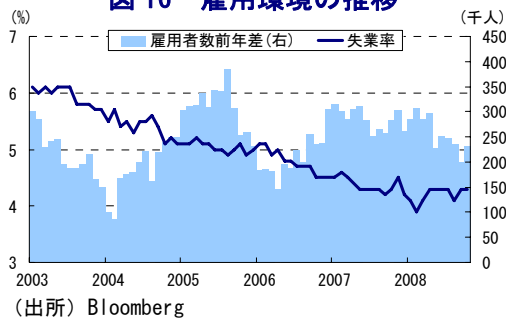


図 17 給与所得の推移(前年比)

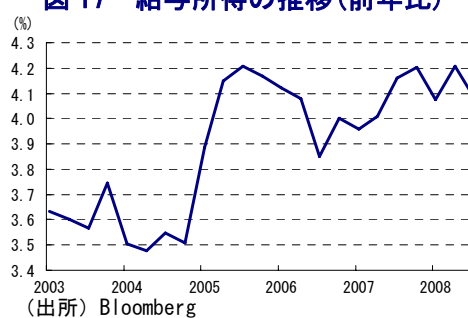
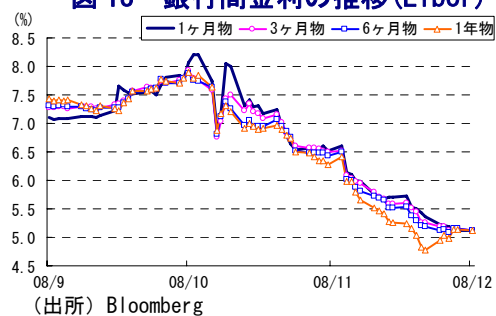


図 18 銀行間金利の推移(Libor)



以 上