

豪州 資源安が景気の足かせに

～景気減速で利下げ観測は高まろうが、利下げ実施のハードルは高い～

発表日：2014年12月3日(水)

第一生命経済研究所 経済調査部

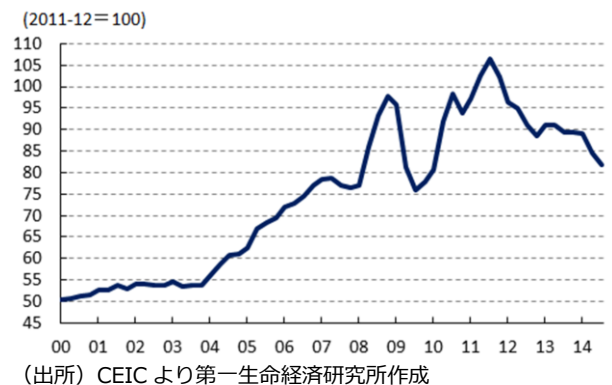
担当 主任エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 資源価格の調整で交易条件の悪化が続くなか、資源関連の設備投資低迷や緊縮財政が景気の足かせになるとみられた豪州だが、7-9月期の経済成長率は前期比年率+1.36%と鈍化した。ただし、インフレ後退などで個人消費は底堅く、資源以外で設備投資が底入れする動きがみられる一方、不動産投資の鈍化や資源関連の投資鈍化、公共投資の減少が景気の足かせになった。同国の経済構造は内需依存度が極めて高いことを勘案すれば、内需拡大に向けた産業の構造転換の有無が今後の同国景気を左右することになる。
- 雇用に底入れの動きが出つつある一方、資源価格の急激な調整は雇用改善の足かせになる可能性はある。政府は内需喚起に向けてインフラ投資などを重点化する方針をみせており、中国とのFTAなどは従来内需型産業とされたサービス産業のあり方を変える可能性もある。さらに、当面は世界的な「カネ余り」が続くことで資金流入が見込まれるなか、低金利の長期化に伴い銀行の貸出の伸びも加速する動きがみられ、不動産市況の高止まりも貸出態度の改善を通じ、緩やかな景気拡大を促す余地はあると予想される。
- 景気鈍化を受けて市場では、豪準備銀による追加利下げの可能性が取り沙汰されている。2日の定例会合では15会合連続で政策金利は据え置かれたが、海外での金融緩和が為替相場に影響を与えている点を警戒する姿勢を示す。一方、同国では銀行部門が過度に不動産市場にする状況を警戒する向きもくすぶる。当研究所では次の政策変更の方向性は「利上げ」との見方を据え置くが、その時期は来年末近くまで後ずれしよう。豪ドル相場は米ドルに対しては上値が重い一方、日本円に対しては底堅い展開を予想する。

- 足下の国際金融市場では原油をはじめとする商品市況の下落基調が強まるなか、世界的に「資源国」と称される国々にとっては厳しい環境に直面するとの見方が強まっている。こうした状況は、近年の経済成長を中国などをはじめとするアジア向けの資源輸出に依存してきた豪州経済の足かせになることが懸念されているが、同国は原油については純輸入国であることから、原油市況の下落による景気への影響は「産油国」とは状況は異なる。しかし、同国においては中国経済の減速などに伴い、主要輸出財である石炭や鉄鋼石などのスポット価格が直近において年初来ベースで石炭は▲25.8%、鉄鋼石は▲48.1%と大きく下落しており、7-9月の交易条件は4年ぶりの低水準となるなど、これによる国民所得の減少を通じて景気の足かせになるほか、資源関連を中心とする設備投資の低迷に繋がること懸念されている。また、同国政府は7月から始まる2014-15年度予算において、家計や企業部門に対して負担増を求めるとともに、歳出削減に取り組むことで中長期的な財政健全化への道筋を付ける方針を明らかにしており、こうした動きは短期的にみて景気の下押し圧力となることも警戒されてきた。3日に発表された

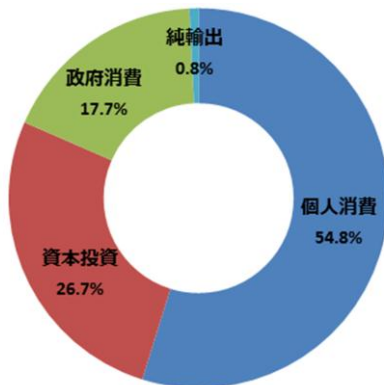
図1 交易条件指数の推移



7-9月期の実質GDP成長率は前年同期比+2.7%と前期（同+2.6%）からわずかに加速したものの、前期比年率ベースでは+1.36%と前期（同+1.96%）から一段と伸びが鈍化しており、同国経済が厳しい状況に直面していることを示す結果となった。しかしながら、その内容を詳細にみれば、先行きの同国に対して極度に悲観的な見方に傾く必要性は低いとの見方も可能である。現政権は今年7月に政権公約に従って炭素価格制度（炭素税）を、9月には鉱物資源利用税の廃止を決定しており、これに伴うインフレ圧力緩和で家計の購買力は向上するなか、今年度予算での給付金や補助金削減の影響などが懸念されたものの、

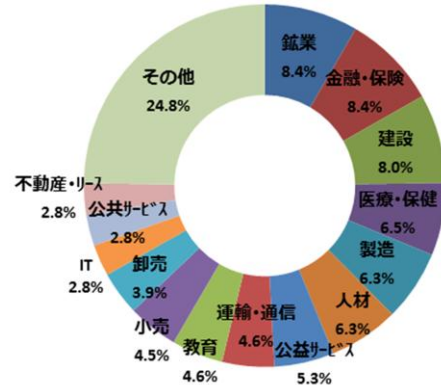
雇用環境の底入れなどが後押しする形で個人消費は比較的堅調に推移するなど底堅さがうかがえる。近年における通貨豪ドル高を受けて製造業を中心に工場撤退の動きが相次ぐなど設備投資意欲は低下トレンドを辿ってきたが、足下の豪ドルの対米ドル為替レートは約4年ぶりの安値となるなか、名目実効ベースでも下落基調が強まるなど豪ドル高圧力は後退しており、鉱業部門以外で設備投資に底入れの動きが出つつある。さらに、最大の輸出先である中国景気を巡る不透明感は依然くすぶるものの、豪ドル安や資源価格の下落が追い風となることで輸出は拡大基調に転じており、景気の押し上げに繋がっている。その一方、資源価格の急激な調整が足かせとなる形で鉱業部門の設備投資は大きく減速したほか、低金利状態が長期間続いていることで不動産市況が上昇基調を強めるなか、足下では不動産投資に頭打ちの動きが出ており、民間部門の固定資本投資の足かせになった。また、政府による財政緊縮策に伴い中央・地方ともに公共投資が抑制されたことも景気の下押し圧力に繋がっている。先行きの資源価格の動向については不透明なところが少なくなく、さらなる下落が国民所得を圧迫して景気を下押しする懸念はある一方、中国は先月末に利下げを実施するなど景気減速に歯止めを掛ける動きがみられることから、景気の底入れを促す期待もある。豪州経済を巡っては「資源国」との認識が強い一方、経済構造は内需依存度が極めて高いことを勘案すれば、内需拡大に向けた構造転換の有無が先行きの景気の鍵を握っている。

図3 需要項目別実質GDP(2013-14年度)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図4 産業別実質GDP(2013-14年度)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

- 同国の雇用環境は2011年前半をピークに失業率が悪化トレンドを辿っており、足下の失業率は6%台前半となるなど11年ぶりの水準にまで上昇するなど厳しい状況にあるが、ここ数ヶ月の雇用者数に底入れの動きが出ていることに加え、世界経済の回復期待を受けて求職者数にも増加の動きが出るなど、環境改善の兆候が出つつある。しかし、同国では周辺国などからの安定的な移民の流入による労働力人口の増加に伴って労働参加

率の改善が進みにくい環境にあり、このことが失業率を高止まりさせる一因になっている側面がある。足下では資源価格の調整により国民所得に下押し圧力が掛かっている一方、生産性指標などは改善基調が続いていることから雇用拡大の動きは広がりにくくなっており、雇用拡大が早晚頭打ちしてしまうリスクはくすぶっている。その一方、政府は近年の経済成長を資源を中心とする輸出に大きく依存してきた経済構造からの脱却を図るべく、今年度予算などを通じてインフラ投資の拡充を図るほか、新規産業育成を目的とする基金を創設する方針を示している。これらの施策は短期的に目覚しい効果を挙げることは難しいものの、着実な取り組みは中長期的にみた経済構造の転換を促す起爆剤になる可能性はある。さらに、同国経済は

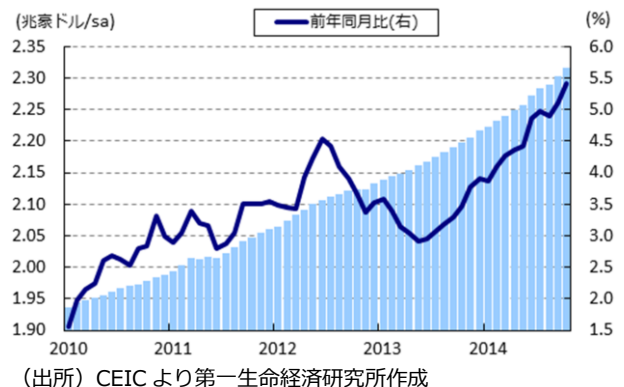
元々サービス産業をはじめとする内需関連産業の割合が高いなか、ここ数年は先進国を中心とする金融緩和に伴う世界的なマネーの拡大を背景とする資金流入を追い風に景気拡大を続けてきた。先月のAPEC（アジア太平洋経済協力）首脳会議では中国とのFTA（自由貿易協定）の締結で合意しており、これまで内需関連産業と目されたサービス産業などが新たな輸出産業に転換する可能性も出ている。なお、目下の国際金融市場での注目点は米国による利上げ実施の時期であり、早ければ来年半ばとの見方があるなか、米国Fedのバランスシート縮小のタイミングなどについては未だ明確な指針は出ていない上、今後も日銀による量的質的金融緩和やECBによる追加緩和の可能性のあることを勘案すれば、信用創造を通じたマネー全体への影響も不透明である。世界的な米ドル高圧力に加え、米国の早期利上げ観測が資金流出圧力を高める可能性はある一方、内外金利差の大きさや同国の信用格付の高さなどを勘案すれば、世界的な「カネ余り」が当分続くなかで資金流入圧力が急速に減退するとは考えにくい。同国の金融部門を巡っては、金融機関の与信に占める住宅ローンの割合が極めて高く、相場の動向が貸出態度などに影響を及ぼす傾向があるなか、不動産市況は前年比+10%近傍で推移する活況を呈しており、銀行貸出も堅調な伸びが続いている。足下では鉱業部門での設備投資意欲に改善の動きが出るなかで企業部門向けの貸出の伸びも底入れしていることから、資金需給が急速にひっ迫する事態を免れれば、緩やかな景気拡大が続く素地は十分にあると判断出来る。

- こうした状況において、金融市場では先行きの金融政策の方向性に注目が集まっている。7-9月期のGDP成長率が市場予想を下回る弱い伸びに留まっていること、資源価格の急落による国民所得の下押しなどを受けて、市場では準備銀が先行きにおいて利下げを通じた景気刺激に踏み切るとの見方が強まっている。2日に行われた定例の金融政策委員会において、同行は政策金利であるオフィシャル・キャッシュ・レート（OCR）を15会合連続で過去最低水準である2.50%に据え置く決定を行っている。委員会後に発表された声明文では、同国景気や物価に対する見方、足下の金融政策の評価については前回会合から大きく変わっておらず、金利据え置き決定は規定路線であったと評価することが出来る。一方、世界的に急速に進行している資源価格の調整に対して「需給両面の要因がある」と評価するものの、「急激な資源価格の調整を勘案すれば足下の豪ド

図5 雇用環境の推移



図6 銀行部門の貸出残高の推移



ル相場は依然としてファンダメンタルズから推計される妥当な水準を大きく上回る」との見方を示しており、「同国のバランスの採れた経済成長の実現には豪ドル相場の下落が必要」として、これまで以上に豪ドル安を明確に志向する姿勢を示した。その上で、国際金融市場の動向について「地域ごとに異なる金融政策の方向性は為替相場を中心に影響を与えている」として、世界的な金融緩和の動きを警戒する姿勢をみせたことも、市場での利下げ観測に繋がっていると考えられる。ただし、このところ警戒姿勢を示していた不動産市況については「引き続き上昇している」として警戒感を有する様子もうかがえる。また、先月初めには同国金融監督庁（APRA）が銀行部門に対して実施したストレステストの結果を発表し、「住宅市場が崩壊した場合に収益と資本基盤が著しく損なわれる」として、銀行に対して資本の積み増しを求める可能性を示唆する姿勢を示している。現時点では不動産バブルと呼べる状況ではなく、景気に対する不透明感がくすぶるなかでは準備銀が現行の金融政策を相当期間続ける可能性は高まっている一方、過度な金融緩和が不動産市況を通じて銀行部門が抱える潜在的リスクを増幅させる可能性があることを勘案すれば、追加利下げに踏み切るハードルは小さくないと判断出来る。当研究所はこれまで同様に今後の政策判断の変更は『利上げ』になるものの、その時期は来年末近くに後ろ倒しされるものと予想する。結果、豪ドル相場は米ドルに対しては上値の重い展開が続くと予想されるものの、日本円に対しては「円安/米ドル高」が意識されやすい状況にあることから、底値の堅い展開になると見込まれる。

以 上