



豪準備銀、家計部門の動向を引き続き注視

～拡大が続く債務と伸び悩む賃金の動きが今後の行方を左右～

発表日：2017年12月5日(火)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹 (03-5221-4522)

(要旨)

- 足下の世界経済は世界貿易の底入れなども追い風に全体的に拡大の動きが続く。他方、年明け以降の国際商品市況の調整により豪州では交易条件指数に下押し圧力が掛かったが、足下では底打ち感が出ている。ただし、直近の交易条件指数は前年を下回る水準にある上、雇用拡大が続いているにも拘らず所得の伸びは鈍化しており、個人消費に下押し圧力が掛かりやすい。不動産向け融資の規制強化の動きに伴う融資の伸び鈍化も個人消費の重石になっており、当面は下押し圧力が掛かりやすい状況にあると判断出来る。
- 5日の定例会合で準備銀は15会合連続で政策金利を据え置いた。会合後の声明文では、海外及び国内経済に対する見方は前回会合からほぼ変更されていない。先行きの景気に対して比較的明るい見方を示す一方、不動産融資を巡る家計債務の拡大が個人消費の重石となるほか、金融市場の中期的リスクに波及することを警戒している。結果、先行きもしばらく現行の政策姿勢を継続させる可能性は高く、豪ドルの対ドル相場は引き続き上値の重い展開が続くとみられ、それに伴って日本円に対しても上値が重いであろう。
- 足下の世界経済は、先進国を中心に自律的な景気拡大の動きが続いている上、昨年来の中国経済の持ち直しなどを背景にアジアをはじめとする新興国経済の底入れが進むなど、全体的に拡大基調を強める展開をみせている。世界的な貿易の動きを巡っては、世界金融危機の後には長期に亘って低い伸びとなる「スロートレード」の状況が続いてきたものの、昨年来はその動きが底離れしており、貿易の活発化が世界経済の押し上げに繋がっていると捉えられる。世界でも有数の資源国である豪州では、昨年来の世界経済の拡大を追い風とする国際商品市況の底入れに伴い交易条件指数も上昇基調を強める一方、年明け以降は一転して調整圧力が高まる動きがみられた。しかしながら、足下では世界経済の堅調に加え、サウジアラビアを発端とする中東情勢の不透明さなどを反映して原油をはじめとする国際商品市況は上昇基調を強め、これを受けて交易条件指数は再び上向く動きをみせている。なお、年明け以降の調整にも拘らず交易条件指数は10月まで前年を上回る水準を維持しており、国民所得への影響は限定的であったとみられるものの、11月は底入れ感が出ているもののわずかながら前年を下回る水準となっており、今後は国民所得などを通じて内需などに影響を与える可能性に留意する必要がある。こうした動きは足下の豪州の内需及び外需の動きからも顕著であり、年明け以降の輸出額は昨年来の国際商品市況底入れを反映して前年比ベースで二桁%の高い伸びが続いている一方、個人消費については弱含む展開が続くなど対照的な動きをみせている。個人消費を巡っては、昨年来のインフレ圧力の高まりなどに伴い家計部門の実質購買力に下押し圧力が掛かる一方、直近の失業率は約4年半ぶりの低水準となっている上、足下では正規雇用を中心に雇用拡大の動きが広がるなど雇用環境の改善がみられる。その一方、賃金の上昇ペースは鈍化するなど所得環境は厳しい状

図1 交易条件指数の推移



(出所) 豪州準備銀行より第一生命経済研究所作成

況に直面しており、結果的に物価上昇に伴う実質購買力への下押し圧力を抗することが出来ない状況が続いている。さらに、上述のように年明け以降の交易条件指数の悪化によって国民所得に対する調整圧力が掛かってきたことも、所得環境の下押し圧力に繋がることで個人消費の重石になっている。また、低金利環境が長期化しているにも拘らず、銀行貸出の伸びは不動産融資に対する規制強化の動きも反映して頭打ちの様相をみせており、このことも個人消費が伸び悩む一因にな

っているとみられる。足下で交易条件指数に底入れ感が出ていることは、調整圧力がくすぶる雇用・所得環境を巡る状況の改善に繋がると期待される一方、当面は前年を下回る水準に留まる可能性があることを勘案すれば、引き続き下押し圧力が掛かりやすい展開が続くと見込まれる。

- こうしたなか、5日に準備銀行（中銀）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15回会で過去最低水準である1.50%に据え置く決定を行っている。会合後に発表された声明文では、海外経済及び国際商品市況、国際金融市場に対する見方は前回会合からほぼ変更されておらず、総じて引き続き良好な状況が続いているとの認識が示されている。その一方で、同国経済については「7-9月期の経済成長率は過去数年の平均並みの拡大が続いた模様」との見方を示すとともに、向こう数年についても「平均で3%程度の成長が続くと見込まれる」とするなど、前回会合から見方を変更していない。その理由として同行は、「ビジネス環境の好転とそれに伴って設備稼働率が上昇しており、鉱業部門以外において投資の動きが活発化している上、先行指数は一段の回復を示唆している」ことを挙げている。また、公共投資の進捗も景気押し上げに資する一方、「家計部門の所得の伸びが鈍化する一方、債務水準が高いことに伴い家計消費の見通しが不透明要因になる」との見方を示している。他方、幅広い分野で雇用拡大の動きが広がるとともに、失業率も低下基調が続くなど雇用環境は改善しており、様々な先行指標は「先行きもしばらく底堅い雇用拡大が続く一方、雇用を巡る「ギャップ」の存在を示唆する動きもみられる」としている。ただし、雇用環境の改善にも拘らず「賃金の伸びは依然低く、こうした状況はしばらく続くと見込まれるが、雇用環境の改善が続くなかで次第に賃金は上昇基調を強める」との見方を示している。また、足下では再び頭打ちの動きをみせるインフレ率も「インフレ率及びコアインフレ率ともに目標の下限である2%をわずかに下回る水準に留まるが、景気回復の動きに歩を併せる形で緩やかに上昇する」との見方を据え置いている。通貨豪ドル相場については「過去2年のレンジの範囲内に納まっている」ことを評価しており、引き続き「豪ドル高の進展は景気と物価の見通しを鈍化させる」として豪ドル高をけん制する姿勢をみせている。住宅関連債務については「家計部門の所得の伸びを上回るペースで拡大が続いている」とし、これに伴うリスクに対応して当局による規制強化の動きが進むなか、不動産市況については「シドニーで軟化の兆しが出ている」一方、「東部では引き続き向こう数年に亘って供給拡大が続く」

図2 小売売上高の推移

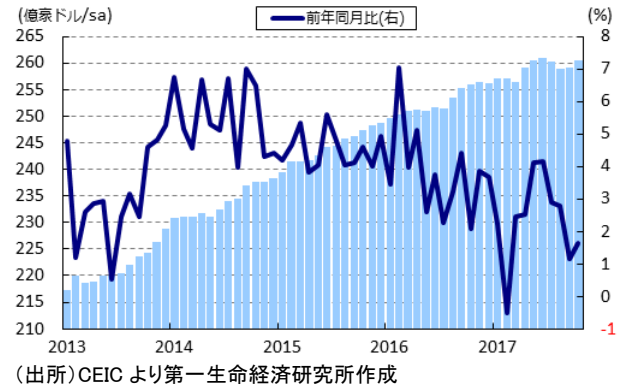
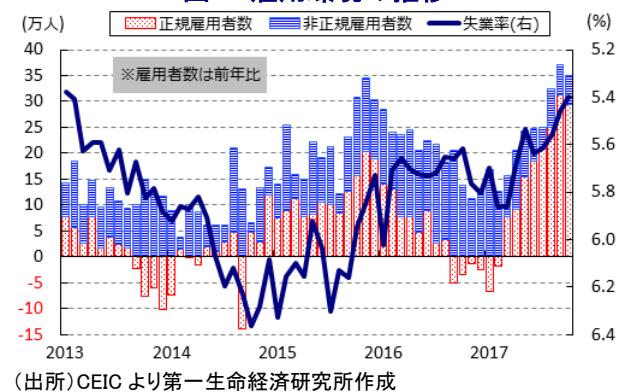


図3 雇用環境の推移



とし、引き続き家計部門の債務拡大に警鐘を鳴らしている。他方、緩和的な金融政策は「同国経済を支援している」との認識を示しており、先行きについてもしばらく現行の政策スタンスを維持する可能性は高いと予想される。前回会合以降、国際金融市場では今月の米国F R B（連邦準備制度理事会）による利上げ実施を織り込む形で豪ドルは米ドルに対して調整する展開をみせているが、豪準備銀がしばらく様子見姿勢をみせる一方、米国F R Bは来年も引き続き利上げを継続する可能性が高いことを勘案すれば、豪ドルの対米ドル相場は上値の重い展開が続くであろう。結果、日本円に対しても上値の重い状況が続きやすいと見込まれる。

図4 豪ドル相場(対米ドル、日本円)の推移



以 上