

豪ドル相場の自律上昇に繋がる材料は依然乏しい

～インフレ率、コアインフレ率は中銀目標を下回る推移、中銀の利上げは遠い先の話に～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 西濱 徹 (Tel: 03-5221-4522)

(要旨)

- 昨年の国際金融市場では、中国の景気減速に加え、米 FRB の金融政策正常化に伴う米ドル高も重なり、豪ドル相場は下落傾向を強めた。しかし、年明け以降は米 FRB がハト派に転じ、ECB もハト派に傾斜するなど主要通貨が上値を重くするなか、中国の景気対策期待も追い風に一転して底入れした。他方、不動産市況の低迷は家計部門の重石となるなか、豪中銀は利上げに二の足を踏むなど豪ドル相場の上値を重くしている。
- 10-12月のインフレ率は前年比+1.8%と豪中銀のインフレ目標を下回り、コアインフレに至っては丸3年目標を下回る推移が続く。雇用環境はタイトな状況が続く一方、企業マインドの急速な悪化は不透明要因となり得る。また、足下の物価上昇は税率引き上げなどの要因の寄与度が大きい。結果、豪中銀の利上げ実施の時期はほど遠い一方、米 FRB の追加利上げも予想されるなか、豪ドル相場は一進一退の展開が続くであろう。

昨年来の国際金融市場では、米中貿易摩擦の激化などに伴い中国の景気減速が意識されたことに加え、世界経済が頭打ち感を強めるなか、米国経済の『独り勝ち』模様を背景に米 F R B (連邦準備制度理事会) が金融政策の正常化を進めて米ドル高圧力が強まったことも追い風に、中国経済への依存度が高い豪州の通貨豪ドル相場は下落基調が続いた。しかし、年明け以降は米 F R B のパウエル議長が一転して先行きの利上げ実施について慎重姿勢を示し、バランスシートの縮小ペースについても柔軟性を持たせるなど『ハト派』的な姿勢に転じたことで米ドル高圧力は弱まっている。さらに、中国政府も預金準備率の引き下げなど金融緩和に動いているほか、減税や手数料の引き下げ、インフラ投資の拡充に加え、自動車や家電の買い替え補助金など個人消費喚起策など財政出動を通じて景気下支えを図る姿勢を強めており、市場には中国景気的大幅な減速が食い止められるとの期待が高まっている。こうしたことも追い風に、年明け以降の豪ドル相場は一転して底入れする動きがみられる (詳細は 16 日付レポート「[年明け以降の豪ドル底入れ局面は「息の長い」ものになるか](#)」をご参照下さい)。また、足下では E U (欧州連合) 景気も急速に弱含む動きがみられるなか、E C B (欧州中央銀行) は昨年末に新規の資産買入を終了したものの、今月の定例理事会では景気リスクに対する判断を下方修正するなど、従来に比べて『ハト派』姿勢に傾斜している。こうした状況も米ドルやユーロといった主要通貨の上値を重くする一方、豪ドルをはじめとするその他の通貨の底堅さに繋がっている。ただし、

図 1 豪ドル相場(対米ドル、日本円)の推移

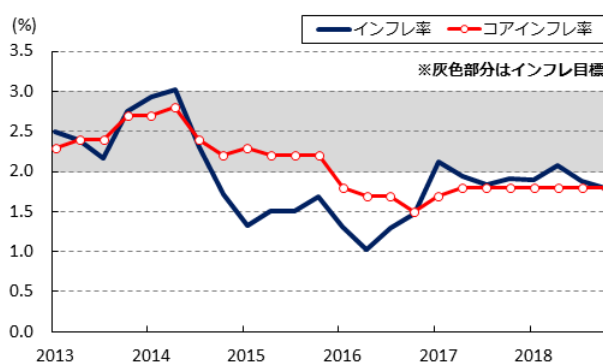


(出所) Refinitiv より第一生命経済研究所作成

足下の状況は米国経済の動向及び米F R Bによる政策運営のほか、中国景気の動向など外部要因によって左右されているに過ぎず、豪州発の自律的要因によって規定されている訳ではない点に注意が必要である。豪州では準備銀（中銀）が 2016 年夏に利下げを実施して以降、2 年半近くに亘って政策金利を過去最低水準に据え置く緩和姿勢が採られており、米F R BやE C Bが金融政策の正常化に向けて動くのと対照的な姿勢をみせていることが豪ドル安圧力に繋がってきた。なお、豪州の雇用環境については足下の失業率は6年半ぶりの低水準となっているほか、労働参加率も歴史的な高水準で推移するなどタイトな状況が続く一方（詳細は 25 日付レポート「[豪州の雇用環境は引き続きタイトな展開（Asia Weekly\(1/21～1/25\)）](#)」をご参照下さい）、足下の企業マインドは製造業・サービス業問わず悪化傾向を強めており、先行きは不透明感が強まる可能性もくすぶる。また、豪州では長期に亘る金融緩和の背後で不動産投資が活発化したことなどを理由に家計部門の債務水準はG D P比 120%超と他の国々と比べて突出しており、このところの不動産市況の低迷は家計消費の圧迫要因となる事態に直面している。他方、銀行セクターにとっては資産の3分の2弱を住宅ローンが占めるなど極めて依存度が高く、金融システムのリスク要因になるとの懸念がくすぶるなか、今月 24 日には大手銀行がリスク抑制の観点から住宅ローン金利を引き上げるなどの動きもみられる。こうしたことから、準備銀は景気の下振れを招く懸念のある早期の利上げ実施には消極的にならざるを得ない状況が続いており、豪ドル相場は底入れする一方で上値の重い展開をみせている。

こうしたなか、昨年 10-12 月の消費者物価は前年同期比+1.8%と前期（同+1.9%）から伸びが鈍化して2 四半期連続で準備銀が定めるインフレ目標（2～3%）の加減を下回る推移が続いている。なお、豪州ではコアインフレ率としてトリム平均値ベースのインフレ率が用いられるが、こちらは前年同期比+1.8%と前期（同+1.8%）から横這いで推移しており、過去丸 3 年間に亘ってインフレ目標を下回る推移が続いている。国際金融市場においては、世界経済の減速懸念などを理由に昨年末にかけて国際原油市況に調整圧力が掛かった結果、幅広くエネルギー価格が下落したほか、その動きに伴う輸送コストの低下は消費財価格の上値を抑えており、豪ドル安の進展に伴う輸入物価押し上げの影響を相殺している。なお、上述のように雇用環境のタイト化が進んでいることを背景に賃金上昇圧力が強まる動きがみられ、サービス物価の上昇圧力に繋がっている一方、家計部門にとっては過剰債務と不動産市況の調整によるバランスシート調整圧力が消費の足かせとなるなど内需を取り巻く環境は引き続き厳しい。さらに、足下において物価上昇要因となったのは、タバコなど増税による価格引き上げといった事情が影響していることを勘案すれば、自律的にインフレ圧力が高まる状況にはほど遠い。また、昨年末以降の原油相場はO P E C（石油輸出国機構）などによる減産延長などを理由に底入れする動きがみられるものの、依然前年同時期に比べて低水準で推移しており、当面の物価には下押し圧力が掛かりやすい展開も予想される。そして、足下において幅広く企業マインドが悪化している

図 2 インフレ率の推移



（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

ことはこれまで堅調な推移が続いた雇用・所得環境の悪化を招くことも懸念され、結果的にサービス物価などの上昇圧力が弱まることも考えられる。仮に中国政府による景気刺激策が最終的に世界金融危機直後同様に大規模なものになれば、そのことが豪州経済を取り巻く環境を一変させる可能性はある一方、現状の中国政府の対応は『アクセルとブレーキの両踏み』の域を大きく超えていないため、そうした期待は些か過大と捉えられる。よって、準備銀にとっては次の利上げのタイミングは依然遠い状況は変わっておらず、仮に景気が下振れすればさらなる利下げに動くことも考えられる。また、年前半という時間軸でみれば米F R Bによる追加利上げの可能性は十分に高いと見込まれ、当面の豪ドル相場は外部環境に左右される形で一進一退の展開が続くと予想される。

以 上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

