

オーストラリアの金融政策展望

年内は据え置きも、利下げサイクルは続く可能性

アジア調査部主任エコノミスト

多田出健太

03-3591-1283

kenta.tadaide@mizuho-ri.co.jp

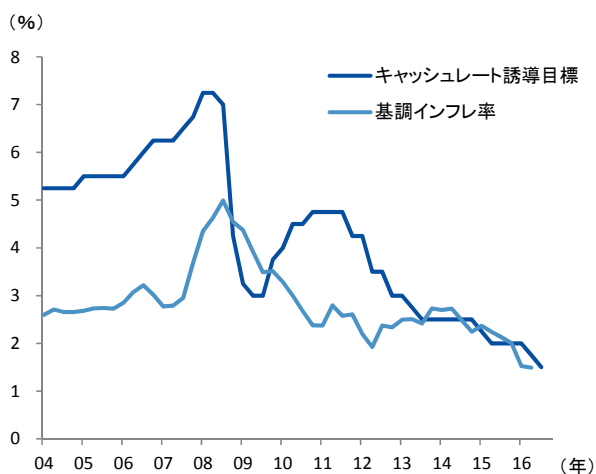
- オーストラリア準備銀行（中央銀行、RBA）は今年2回の利下げを決定しているが、利下げの判断に至った背景には、需給の緩みを反映してインフレ率が過去最低まで低下していることがある
- RBAは今年既に2回の利下げを実施しているうえ、ロウ総裁は金融緩和を急がない姿勢を示していることから、年内は政策金利が据え置かれる公算が大きい
- もっとも、労働市場にはかなりの緩みが残っており、需給ギャップのマイナスが続いているなどデイスインフレ圧力が根強く、RBAは2017年前半にも追加利下げに踏み切る可能性がある

1. 利下げが続くオーストラリア

中央銀行であるオーストラリア準備銀行（RBA）は2016年8月2日の政策理事会において、政策金利であるオフィシャル・キャッシュレートの誘導目標を1.75%から0.25%ポイント引き下げ、過去最低の1.50%とすることを決定した（図表1）。

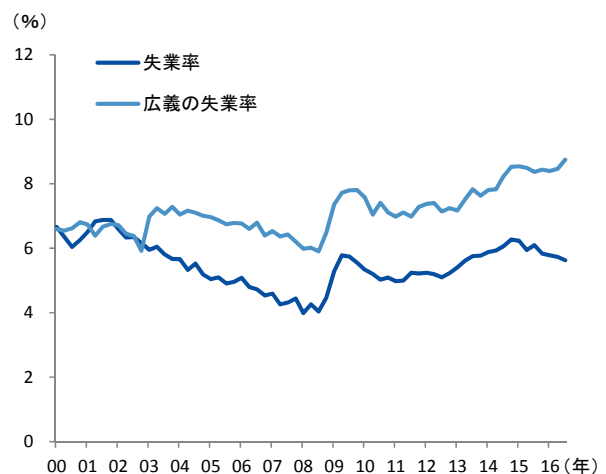
RBAは2016年5月の理事会で1年ぶりとなる利下げを決定し、8月の理事会でも追加で利下げを決定したが、そうした判断に至った背景には、インフレ率が過去最低まで低下していることがある。実際、8月の声明では「最近のデータはインフレがかなり低い水準にとどまっていることを確認している」と

図表1 インフレ率と政策金利の推移



(資料) 豪州準備銀行、豪州統計局より、みずほ総合研究所作成

図表2 失業率の推移



(資料) 豪州統計局より、みずほ総合研究所作成

し、理事会の直前に発表された4～6月期の消費者物価指数（C P I）が目標値を下回っていたことが利下げに踏み切る根拠となった可能性を示唆している。

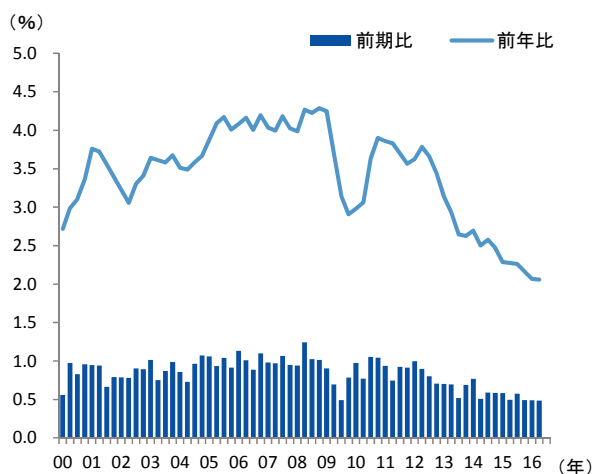
4～6月期のC P I 上昇率は前年比+1.0%と1～3月期の同+1.3%から低下した。また、R B Aが重視している基調インフレ率¹は2四半期連続で前年比+1.5%と現行基準の統計発表以来の最低水準となった。R B Aは、基調インフレ率がR B Aのインフレターゲットである「+2～3%」の下限を下回る状況が続いていることを重視し、利下げに踏み切る決断を下した模様である。

2. なぜインフレ率は高まらないのか

インフレ率が極めて低い伸びにとどまっているのは、需給の緩みを反映して国内の物価上昇圧力が弱いためである。オーストラリアでは、大型資源プロジェクトの完了によって投資に大幅な下押し圧力がかかっており、2014年7～9月期以降、民間設備投資は8四半期連続で前期比マイナスとなっている。他方、資源プロジェクトが順次生産・輸出段階へと移行したことや、通貨安に支えられたサービス輸出の増大などによって、実質GDP（国内総生産）は潜在成長率を幾分下回るペースでの増加が続いている。

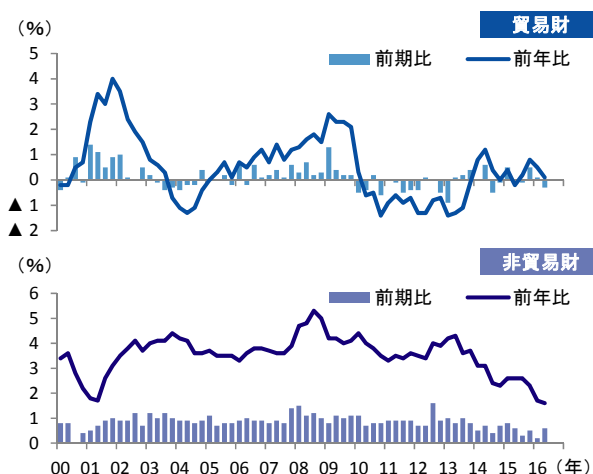
労働需給にも緩みがある。失業率の動きを見ると、2011年の後半から上昇が続き、2014年7～9月期に6.2%に達した後はしばらく横ばい圏で推移した（図表2）。2015年10～12月期からは小幅に低下しつつあるものの、雇用の増加はパートタイム労働者の増加によるものであり、フルタイム労働者は2016年1～3月期以降、減少が続いている。パートタイム比率は上昇が続いており、足元では全労働者の3分の1近くまで高まっている。パートタイム職を選好する女性の労働参加率の上昇が背景の1つであるが、資源価格の大幅な下落に伴う交易条件の悪化により企業の収益は伸び悩んでおり、企業が労働コストの増加につながる雇用拡大に慎重となっていることも要因である。実際、フルタイム職を得られずにやむなくパートタイムで働いている人も含めた広義の失業率は高止まりしており、労働市場には依然としてかなりの緩みが残っていることが示唆される。このため、賃金上昇率は鈍化傾

図表3 賃金上昇率の推移



(資料) 豪州統計局より、みずほ総合研究所作成

図表4 インフレ率(貿易財と非貿易財)の推移



(注) 貿易財は果物、野菜、ガソリンおよびたばこを除く。

(資料) 豪州統計局より、みずほ総合研究所作成

向にあり、2016年4～6月期は前年比+2.1%まで減速し、過去最低の伸びとなっている（図表3）。

CPIを貿易財と非貿易財に分けて見てみると、ウェイトのおよそ60%を占める非貿易財価格の上昇率は1990年代の水準まで低下している（図表4）。基本的に非貿易財の価格は賃金の動向に影響されやすい。労働市場に緩みが残っている中で賃金上昇圧力は高まっておらず、賃金の伸び悩みが非貿易財の伸び率低下につながっている。

また、ウェイトのおよそ40%を占める貿易財価格の上昇率は、ゼロ近傍でデysinフレ状態にある。2013年半ばから為替レートが減価して輸入物価が上昇しているものの、Ballantyne and Langcake（2016）²は、小売店の競争が激化しており、輸入物価の上昇を国内の小売価格に転嫁しきれていないことを指摘している。低い賃金の伸びを背景に個人消費は力強さを欠く中、オーストラリアの小売業界ではシェア争いが激しさを増しており、企業は販売低迷への懸念から価格の引き上げに慎重である。

以上をまとめると、交易条件の悪化によって企業収益が下振れしているため、企業は労働コストの抑制を図っている。労働市場にはスラックが残り、賃金上昇圧力が鈍いため、賃金上昇率が鈍化する中でサービス価格などの非貿易財は伸び悩んでいる。また、通貨安に伴う輸入コストは上昇しているものの、個人消費が低迷する中で競争が激しさを増している小売業では販売価格に転嫁できず、デysinフレにつながっているのが現状である。

3. 今後の金融政策について

9月18日にRBAの新総裁に就任したフィリップ・ロウ氏は、22日に議会の委員会に出席し、経済および金融政策に関する質疑に応じた。その中で積極的な金融緩和でインフレターゲットを早期に達成できたとしても、消費者（家計）のバランスシートが悪化し、将来的なリスクにつながる恐れがあると指摘している。RBAのインフレターゲットは中期的な目標とされており、インフレ率が目標を下回っているからといって、金融緩和を急ぐことはないとの慎重なスタンスを示唆しているといえる。

また、スティーブンス前総裁が2014年3月当時の為替レートに関し「現行の水準は不快なほど高い」と発言したことを引き合いに出し、現行の為替水準に関する質問もなされている。これに対し、ロウ総裁は足元の豪ドル高について、「コモディティ価格の上昇と海外投資家から見たオーストラリア資産投資の魅力を部分的に反映したもの」とし、通貨安は経済にとって手助け（helpful）であること自体は非常に明白であるなどの発言は行いつつも、現在の水準が割高である等の判断は示さなかった。したがって、為替政策の観点からも、利下げを急ぐ必要はないとみていることがうかがわれる。

これらの発言を総合的に判断すると、RBAは今年既に2回の利下げを決定していることもあり、当面は政策金利を据え置く可能性が高いといえそうだ。ただし、RBAの利下げサイクルが終わったと考えるのは時期尚早だろう。

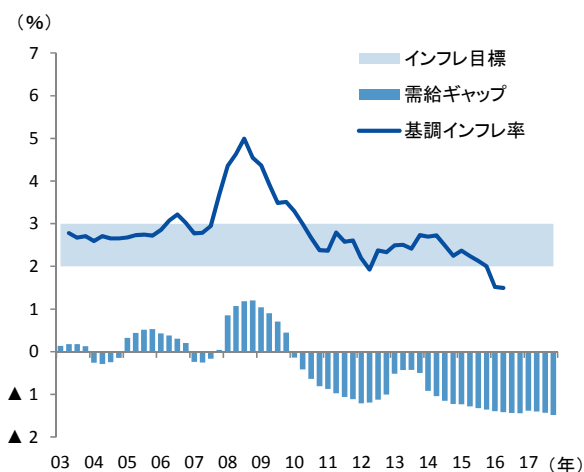
今後の金融政策に関し、RBAは声明文においてガイダンスは示していないが、RBAが8月5日に公表した金融政策報告（Statement on Monetary Policy; SMP）では、成長・物価見通しが前回の5月見通しから据え置かれている。他方、RBAは引き続き低インフレを強調しており、予測期間を通じて基調インフレ率が低水準で推移するとし、18年末まで基調インフレ率の中央値は中期的な政策目標である年+2～3%の下限までしか加速しないとの予想を示している。これらを踏まえれば、RBAは引き続き緩和的なスタンスを維持すると判断していると考えられる。

低インフレの背景にある需給の緩みについて、IMFが推計している潜在GDPをもとに試算すると、需給ギャップは2013年から拡大したまま、2016年も横ばいにとどまっている模様である(図表5)。需給ギャップとインフレ率には1年程度のラグがあるため、2017年にかけてもデシインフレ圧力が残ると見込まれる。このような中、上述した労働市場の Slack と小売業の競争的環境を考慮すれば、インフレ率がRBAのターゲットである2~3%へと高まっていくには非常に難しい状況が続くだろう。

市場では、RBAの利下げサイクルが終わったかについての評価は二分されている。OISカーブをみると、先行き数カ月においては追加利下げはそれほど織り込まれていないが、1年から1年半程度先までをみると織り込み度合いは50%程度である(図表6)。今年2回の利下げを実施していることもあり、年内は政策金利を据え置く公算が大きい。しかし、上述したように需給ギャップのマイナスが続いているほか、労働市場にはかなりの緩みが残っているなどデシインフレ圧力は根強く、賃金上昇率やインフレ率が高まることも想定しにくい。このため、RBAは2017年前半にも追加利下げに踏み切る可能性がある。タイミングとしては、四半期毎に発表されるCPIの結果を確認できる2月か5月の理事会が予想される。

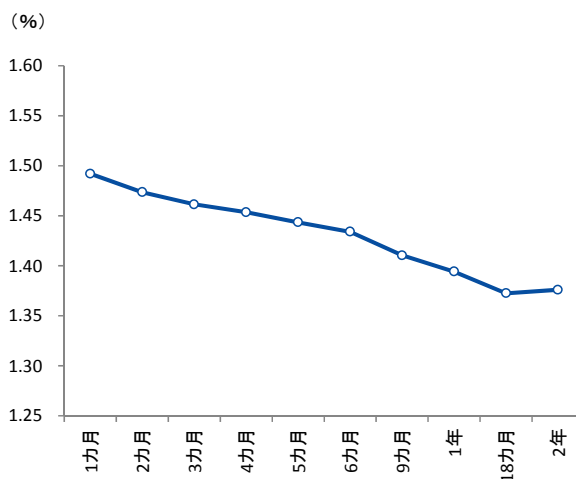
最後に、以上の金融政策見通しを踏まえつつ2017年にかけての豪ドルレートを展望すると、米連邦準備制度(FRB)が緩やかなペースながらも利上げに進むとすれば、豪米金利差の拡大を背景として、豪ドル安が進展すると予想される。RBAによる利下げが実施されるのであれば金利差は一段と拡大することになり、為替レートはさらに減価することになるだろう。

図表5 需給ギャップと基調インフレ率



(注)需給ギャップは1年先行させて表示。
(資料)豪州統計局、IMFより、みずほ総合研究所作成

図表6 OISカーブ



(注)9月28日時点。
(資料)Bloombergより、みずほ総合研究所作成

¹ 基調インフレ率はトリム平均値と加重中央値の単純平均。トリム平均値とは、CPI構成品目のうち価格変化率の大きい品目の上下15%ずつを控除し、残った品目の価格変化率を加重平均して算出された指数である。加重中央値とは、CPI構成品目のうち50パーセントの品目の価格変動を示す指数である。

² Alexander Ballantyne and Sean Langcake (2016), "Why Has Retail Inflation Been So Low?", *RBA Bulletin*, June, pp 9-18.

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。