

みずほマーケット・トピック(2014 年 4 月 23 日)

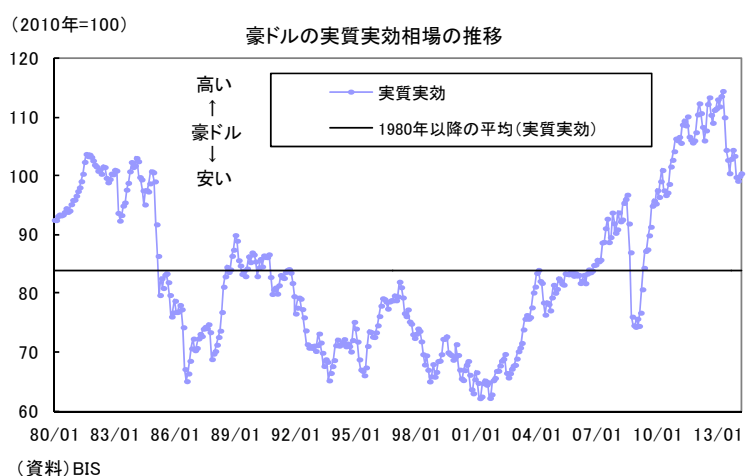
## オーストラリア経済や豪ドル相場は持続可能なのか？

国内物価の騰勢を背景として豪ドルの実質実効為替相場は長期平均から乖離した状態が続いており、今年 3 月時点で、長期平均からの上方乖離率は約 20%と大きい。実質実効為替相場が長期平均に収斂することを前提とすれば、今後は、オーストラリアの物価の伸びが衰えてくるのか、それとも名目豪ドル相場が下落してくるのか、それともその両方なのか、いずれかの調整を警戒する筋合いにある。2007 年以降、オーストラリアでは生産性の伸び以上に雇用者報酬が伸びてきた経緯があり、今後は資源高の時代に設定された人件費等の下方硬直性を打破できるかが鍵に。2012 年後半以降、漸く雇用者報酬の伸びは抑制され始めているが、こうした動きが続けば実体経済の減速は必至だろう。その際、住宅バブルを横目に豪準備銀行(RBA)が利下げに踏み切れるのか。最も高そうなシナリオとしてスタグフレーションが想定されるが…。

### ～豪ドルの実質実効相場は長期平均から上離れ中～

本日東京時間午前にはオーストラリアの 1～3 月期消費者物価指数(CPI)が公表されている。前年比 2.9%上昇と市場予想の中心(同 3.2%上昇)を下回ったが、こうした物価の鈍化は今後の同国経済にとって望ましい動きと考えられる。筆者は 4 月上旬に同国へ出張していたが、本欄 2014 年 4 月 14 日号の中でも言及したように、その物価の高さには驚かされた。例えば 500ml のペットボトルの水は空港で 4 豪ドルであり、日本との等価を考えると 1 豪ドル=20～30 円の水準がイメージされる。当地に住んでいる人間からも「豪州の物価は異様に高く、その背景には異様に高い人件費がある」という問題意識を何度も耳にした。根底には資源価格が高かった時代の名残が賃金に反映されており、それが下方硬直性を持ってしまっているという問題があるようである。

それだけ物価が騰勢を強めれば、実質ベースで豪ドル相場は上昇することになる。事実、豪ドルの実質実効為替相場は長期平均から大きく乖離した状態が続いており、今年 3 月時点で、長期平均から約 20%上方に乖離率している。1 年前の約 40%弱から見れば調整は進んでいるが、図を見る限り、直感的にまだ調整余地はありそうである。周知の通り、理論的に実質実効為替相場は長期平均に収斂することが



期待されるわけで、今後は、オーストラリアの物価の伸びが衰えてくるのか、それとも名目豪ドル相場が下落してくるのか、それともその両方なのか、いずれかの調整を警戒する筋合いにある。

## ～不安なオーストラリアの賃金の伸び～

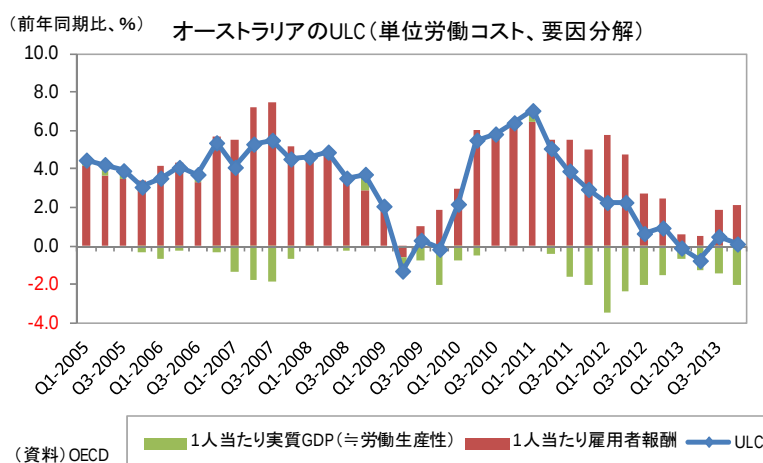
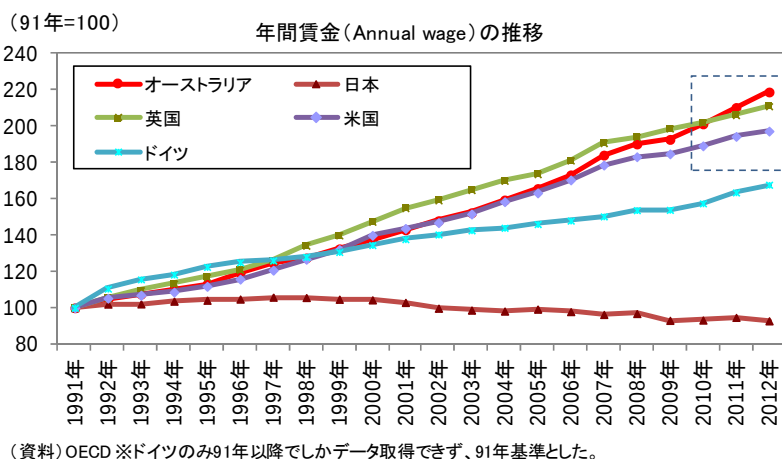
なお、賃金はどのくらい高いのか。

4月7日、ブルームバーグは『料理人の年収が 3400 万円－豪LNG 業界の人件費抑制を要請』と報じている。この報道を元にすれば、とある沖合の LNG プロジェクトにおける人件費の相場は、1 豪ドル＝95 円と仮定すると、料理担当者で約 3300 万円(約 35 万豪ドル)、洗濯担当者で約 3090 万円(約

32.5 万豪ドル)、溶接士は約 3800 万円(約 40 万豪ドル)という状況である。当地ではトラック運転手の平均年収が 1000 万円という話も耳にした。図は OECD が公表する年間平均賃金(名目、現地通貨ベース)を主要国で比較してみたものだが、2006 年頃まではオーストラリアの賃金の伸びが他国に比べて異様に高かったわけではない(低かったわけでもない)。しかしながら、2007 年以降、賃金の伸びは加速し、特に 2010 年以降は鋭角的な伸びとなっている(図中、点線四角部分)。2012 年に関し、1991 年対比の水準を見れば、日米英独のどの国よりも高い水準に達している。

もちろん、賃金の伸びが生産性の伸びに見合っていれば ULC(単位労働コスト)を押し上げずに済む。だが、図示されるように、2007 年～2012 年の間、リーマンショックの影響を受けた一部の期間を除けば、賃金の伸びが生産性の伸びを大きく凌駕している。上で引用した記事中でも言及されていたが、生産性に見合わない高コスト構造の温存は同国の稼ぎ頭である資源ビジネスの競争力にも影響を与えるだろう。オーストラリアの経常収支は過去 30 年以上に亘って赤字だが、これは所得収支赤字に主導されたものである。資源開発を目的とする対内直接投資を慢性的に惹きつけるため、ここから上がった配当金支払いが巨額に上っているのである。仮に、高コスト構造を理由に国内への資源開発関連の投融資が細った場合、経常赤字を賄うだけの資本流入を確保し続けられるのかが論点になっても不思議ではない(なお、現に自動車産業は 2007 年以降、撤退が見られている)。

2012 年後半以降、ULC は徐々に抑制されつつあるが、これは雇用者報酬の伸びが著しく押さえ込まれることで実現されている。こうした動きは実体経済を下押しする要因だが、必要悪として求められるものでもある。



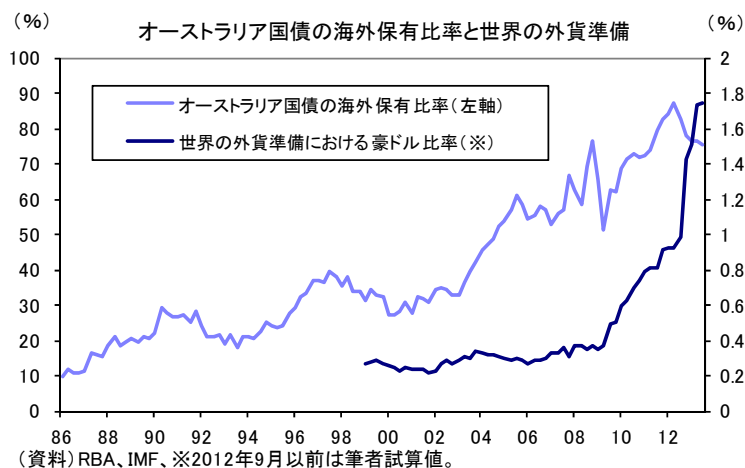
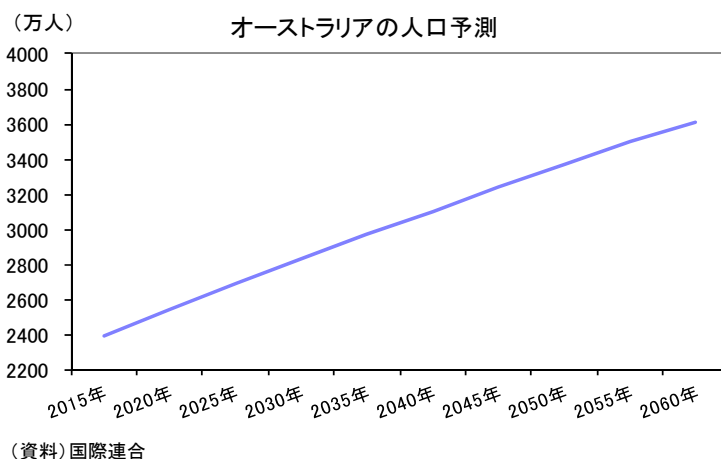
## ～スタグフレーション？～

賃金の伸び抑制が長期化してくれば、オーストラリア経済は減速するだろう。その場合、オーストラリア準備銀行(RBA)は国内経済下支えを優先し、利下げを検討し始めるだろう。だが、同国にはバブルの兆候が指摘される住宅価格の騰勢という問題がある。今後、移民受け入れにより慢性的な住宅不足が指摘される状況を踏まえれば、利下げは一段と現状に拍車をかけてしまう恐れがある

(※国連予測に基づけば 2015 年から 2050 年の間にオーストラリアの人口は 1.5 倍になる見込みである、図)。こうした事実は海外投資家の資本流入が続く要因にも成り得るため、利下げとて簡単な判断に成り得ない難しさを抱えている。

このような状況を踏まえると、この先、オーストラリアが最も直面しそうなシナリオは不況下の物価高、要するにスタグフレーションなのではないか。それが現実のシナリオとして意識された時、元より調整が見込まれる豪ドルの名目相場は現水準を保てるのだろうか。この際、昨今注目を集めるリザーブプレイヤーの豪ドル保有の動向などが下値余地とも関わってきそうである(図)。仮に、そのようなフローの存在を背景に豪ドル相場がさほど下がらないということになってしまうと、実体経済が奮わないうえに通貨高で物価高という悲惨な状況に陥りかねない。

以上のようなシナリオは悲観的なスタンスに則ったうえでの仮説ではあるが、現状のオーストラリア経済ないし豪ドル相場の持続性に関しては、どこか危ういものを感じるという向きは決して少数派ではないだろう。



以 上

国際為替部  
チーフマーケット・エコノミスト  
唐鎌 大輔 (TEL: 03-3242-7065)  
[daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp](mailto:daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp)

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です  
<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/esgn.html>

| 発行年月日       | 過去6か月のタイトル                                         |
|-------------|----------------------------------------------------|
| 2014年4月21日  | 円キャリー取引を巡る環境について                                   |
| 2014年4月18日  | 週末版(日米欧の物価比較～PPIではもうデフレ。鮮明になってきたユーロ圏の劣後～)          |
| 2014年4月17日  | 完全雇用の背後にあるもの～賃上げ犠牲の果てに～                            |
| 2014年4月16日  | 米為替政策報告書～滲み出るドイツ及びユーロ圏への不満～                        |
| 2014年4月15日  | 説得力に欠けるユーロ高牽制～通貨政策への傾斜を考える～                        |
| 2014年4月14日  | アベノミクスを巡る国内外の温度差～豪州出張を終えて～                         |
| 2014年4月11日  | 週末版                                                |
| 2014年4月7日   | ECB版QEについて～14年4月3日は日銀化記念日～                         |
| 2014年4月4日   | 週末版(ECB理事会を終えて～「限りなく緩和に近い現状維持」。市場期待は臨界点へ～)         |
| 2014年4月3日   | 物価上昇は価格転嫁と賃金上昇が求められるステージへ                          |
| 2014年4月2日   | 外貨準備構成通貨の内訳～ユーロ比率はボトムアウト?～                         |
| 2014年4月1日   | ECB理事会プレビュー～マジックを見せるなら今～                           |
| 2014年3月28日  | 週末版(ユーロ圏M3や民間向け貸出について～貸出減少は本当に年内までか?～)             |
| 2014年3月26日  | 本邦10～12月期資金循環統計～際立つリスク資産の伸び～                       |
| 2014年3月25日  | 遂に動き出す欧州銀行同盟～不安を抱えながらの船出～                          |
| 2014年3月24日  | 拡大する日米経常収支格差～対照的な日米需給動向～                           |
| 2014年3月20日  | 週末版(FOMCを終えて～金利差が幅を利かせるのは14年後半から15年初か～)            |
| 2014年3月14日  | 週末版                                                |
| 2014年3月11日  | 今一度整理する経常収支の意味～「稼ぐ力」の誤解～                           |
| 2014年3月10日  | 本邦1月国際収支などについて～年度赤字転落が視野に～                         |
| 2014年3月7日   | 週末版(ECB理事会を終えて～予想外の「手ぶら」、完全なるゼロ回答を決定～)             |
| 2014年3月6日   | 最近の証券投資動向～スタートダッシュに躍いた日本株～                         |
| 2014年3月4日   | ウクライナ情勢がEU&ユーロ圏へもたらす影響などについて                       |
| 2014年3月3日   | ECB理事会プレビュー～「手ぶら」は想定し得ない情勢～                        |
| 2014年2月28日  | 週末版                                                |
| 2014年2月26日  | 欧州委員会冬季経済予測を受けて～デフレの分析～                            |
| 2014年2月25日  | 佳境を迎えるECBの情報収集～プレ・プレビュー～                           |
| 2014年2月24日  | G20財務相・中央銀行総裁会議を終えて                                |
| 2014年2月21日  | ユーロ圏消費者信頼感指数やGDP稼働率、設備投資などについて                     |
| 2014年2月20日  | 相次ぐユーロ高牽制の読み方～高コスト温存の代償として～                        |
| 2014年2月19日  | 日本化を否定する独連銀理事講演の読み方                                |
| 2014年2月18日  | 本邦10～12月期GDP統計に見る「実感なき景気回復」                        |
| 2014年2月14日  | 週末版(ユーロ圏にとって期待インフレ率とは何か?～各種指標でみるユーロ圏の期待インフレ～)      |
| 2014年2月13日  | 混迷度を深めるECB政策運営～マイナス金利報道を受けて～                       |
| 2014年2月10日  | 基礎的需給などで見る円相場～2013年国際収支を受けて～                       |
| 2014年2月7日   | 週末版(ECB理事会を終えて～現状維持というよりも緩和先送り～)                   |
| 2014年2月6日   | 「リスク回避のユーロ買い」の考察～「資本流出への防波堤」～                      |
| 2014年2月5日   | 円安と株高の出自は違う～最近の為替・株式相場について～                        |
| 2014年2月4日   | ECB理事会プレビュー～3つの要素で判断する「次の一手」～                      |
| 2014年2月3日   | ユーロ圏、ソフトとハードの間に生じる「ねじれ」をどう考えるか                     |
| 2014年1月31日  | 週末版                                                |
| 2014年1月30日  | 欧州系銀行の新興国向けエクスポージャーなどについて                          |
| 2014年1月28日  | 最近の日経平均株価の下落などについて                                 |
| 2014年1月27日  | 新興国市場の大荒れと円相場、当面の見通しなどについて                         |
| 2014年1月24日  | 週末版(ユーロ圏11月国際収支について～需給面で支えられるユーロ相場～)               |
| 2014年1月23日  | 日銀金融政策決定会合を終えて～CPIピークアウトへの布石～                      |
| 2014年1月22日  | IMF世界経済見通し改定～ユーロ圏のデフレ確率は10-20%～                    |
| 2014年1月21日  | BIS実質実効為替レートで見た直近の円相場について                          |
| 2014年1月20日  | 最近のEONIA(ユーロ圏無担保翌日物平均金利)上昇について                     |
| 2014年1月17日  | 週末版(対外直接投資と円相場について～為替への影響は両サイド～)                   |
| 2014年1月16日  | 燃料だけではなく「円安→輸入インフレ」の実態                             |
| 2014年1月15日  | 円キャリー取引の検証～外銀本支店勘定は5年ぶりの水準へ～                       |
| 2014年1月14日  | 潜在成長率が半減するユーロ圏～ユーロ圏四半期報告書～                         |
| 2014年1月9日   | 週末版(ECB理事会を終えて～「悪いこと」に慣れ過ぎているECB。政策変更のトリガーが視界不良に～) |
| 2014年1月8日   | ECB理事会プレビュー～デフレ懸念を横目に現状維持～                         |
| 2014年1月7日   | 2014年の円相場の見通し、論点おさらい                               |
| 2013年12月27日 | 週末版                                                |
| 2013年12月26日 | 2013年を終えて～ブラザ合意以来の動きに挑む2014年～                      |
| 2013年12月20日 | 週末版(動き出したユーロ圏単一清算基金(SRF)～主要論点の整理～)                 |
| 2013年12月19日 | FOMCを終えて～強まる「放って置けば円安」の地合い～                        |
| 2013年12月18日 | ユーロ圏労働コストから聞こえるデフレの足音                              |
| 2013年12月17日 | 「アスムセンなき政策理事会」を考察する                                |
| 2013年12月16日 | 最近の相場をどう解釈すれば良いのか                                  |
| 2013年12月13日 | 週末版(流動性逼迫とユーロ上昇、そして国債ウエイト問題などについて)                 |
| 2013年12月10日 | 米7～9月期資金循環統計～米家計は約6年ぶりの貯蓄不足～                       |
| 2013年12月9日  | 米11月雇用統計や年内taperingの行方などについて                       |
| 2013年12月6日  | 週末版(ECB理事会を終えて～存在感を増す為替関連の問答～)                     |
| 2013年12月5日  | 直近の対内・対外証券投資とドル建て日本株投資の過熱感                         |
| 2013年12月4日  | 緩和観測は海外勢の希望的観測～春先に似る過熱感～                           |
| 2013年12月3日  | 103円台と整合的な実質レート及び物価などを考える                          |
| 2013年12月2日  | ECB理事会プレビュー～現状維持も、リスクはM3か～                         |
| 2013年11月29日 | 週末版                                                |
| 2013年11月27日 | ECB、「次の一手」の整理～5つの選択肢を点検する～                         |
| 2013年11月26日 | ユーロ圏M3で見るユーロ相場の展望などについて                            |
| 2013年11月25日 | ECBも「連想ゲーム」に巻き込まれるのか                               |
| 2013年11月22日 | 週末版(年金運用改革に係る雑感などについて～インフレ対策というよりも、諸外国対比の是正が主眼～)   |
| 2013年11月20日 | 本邦10月貿易統計などについて                                    |
| 2013年11月19日 | 最近の欧米資本フローから見る為替相場                                 |
| 2013年11月18日 | 再び挑むドル建て日経平均「150ドル」の壁                              |
| 2013年11月15日 | 週末版(ユーロ圏7～9月期GDPなどについて～今後の焦点は加盟国間の成長率格差に～)         |
| 2013年11月14日 | 衆院解散表明から1年～「良いとこ取り」から「平常運転」へ～                      |
| 2013年11月13日 | バイマン独連銀総裁による国債リスクフリーの否定を考える                        |
| 2013年11月12日 | ユーロ圏の主導するグローバルインバランスの拡大                            |
| 2013年11月11日 | 11月ECB理事会について～ドラギ・ブットの芽生え?～                        |
| 2013年11月8日  | 週末版                                                |
| 2013年11月7日  | 生保下期運用計画などからみる円相場の今後                               |
| 2013年11月6日  | 欧州委員会秋季経済見通し～不安な内需主導シナリオ～                          |
| 2013年11月5日  | ECB理事会プレビュー～11月は現状維持も論点は多数～                        |
| 2013年11月1日  | 日銀金融政策決定会合を終えて～市場出身審議員による警鐘は重要～                    |
| 2013年10月30日 | ノボトニー発言の読み方などについて                                  |
| 2013年10月29日 | 2014年、ユーロ圏銀行同盟の一里塚に絡む不安                            |
| 2013年10月28日 | 低下する円相場のボラティリティとユーロ/ドルの警戒サイン                       |
| 2013年10月25日 | 週末版(ユーロ圏固有のユーロ買い要因を考える～過剰流動性減少やドイツ市場の活況～)          |