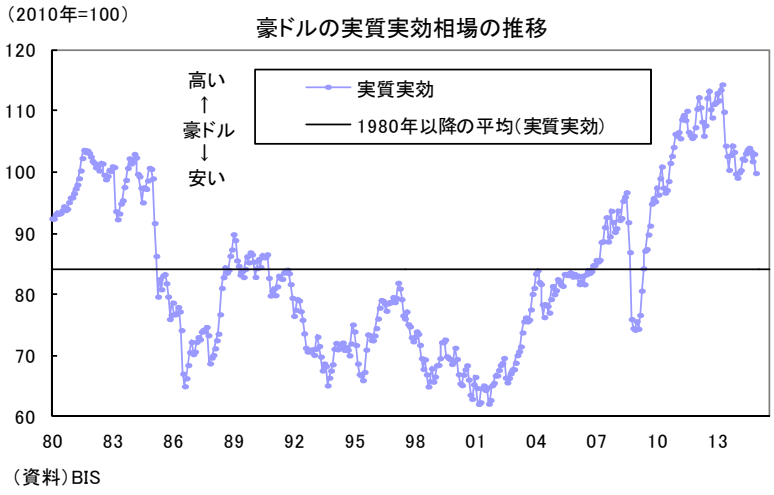
みずほマーケット・トピック（2015 年 2 月 4 日）

RBA 利下げと今後の豪ドル相場の水準感について

オーストラリア準備銀行（RBA）は予想に反し、政策金利であるオフィシャルキャッシュレートを 2.50%から 0.25 ポイント引き下げ、過去最低となる 2.25%にすることを決めた。声明文では一段の豪ドル安の必要性が主張されており、追加利下げは必至の情勢。RBA は豪ドル相場に関し、「バスケット通貨対比で見れば強い」と述べているが、仮にバスケット通貨が BIS 算出の実質実効為替相場を指すのだとすれば、下値余地はまだある印象。現状は実質実効ベースで見た豪ドル相場が名目相場及び国内物価の両面から調整している途上と見受けられ、ULC（単位労働コスト）の上振れも抑制されている。物価経路での調整が進むと仮定した場合、購買力平価（PPP）との関係が注目されるが、対ドルでは 0.71、対円では 84 円が視野に入る。

～RBA は実質実効為替相場をさらに押し下げる意図～

昨日、オーストラリア準備銀行（RBA）は政策金利であるオフィシャルキャッシュレートを 2.50%から 0.25 ポイント引き下げ、過去最低となる 2.25%にすることを決めた。利下げは予想外となる。声明文中では「均衡のとれた経済成長を実現するためには一段の豪ドル安が必要とされるだろう」と記されており、追加利下げもほぼ予告されている。また、決定後にはホッキー豪財務相が「政府はインフレ圧力を弱めるのに貢献してきており、中銀に動く余地を与えている」と述べ、緩和を促すような発言も見られている。これを受けて豪ドル相場は急落しており、一時対米ドルでは 0.7626、対円では 89.37 円まで売られている。

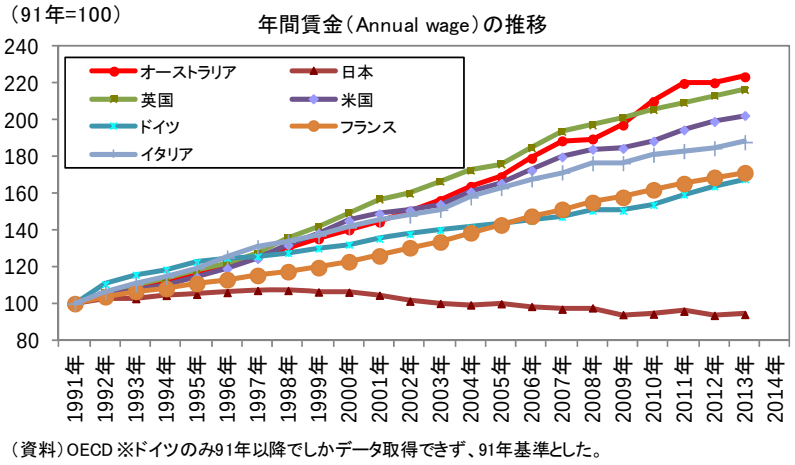


（資料）BIS

声明文は、豪ドル相場に関し「最近において豪ドルは米ドルに対し著しく下落したものの、依然としてバスケット通貨対比で見れば強い。主要な商品価格が下落していることを踏まえれば、豪ドルは基礎的価値の予想の大半を上回る水準にあると言える」と評価しており、今後の通貨安誘導の意図を明示している。「バスケット通貨対比で見れば強い」のバスケット通貨が何を指すのかは定かではないが、仮に国際決済銀行（BIS）算出の実質実効為替相場（narrow ベース）だとすると、確かに豪ドルは長期平均を大幅に上回った水準にある（図）。この乖離を埋めることが RBA の本意であるとするならば、緩和はあと 1 回や 2 回で済む話ではなさそうにも思えてくる。

～為替・物価の双方で調整中～

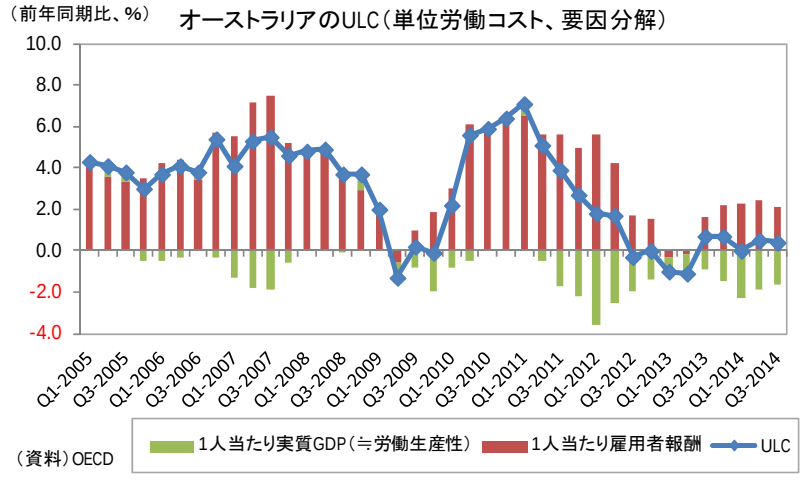
昨年の本欄 2014 年 4 月 23 日号『オーストラリア経済や豪ドル相場は持続可能なのか？』では当地へ出張した筆者の体感としてその異様な物価の高さから、実質ベースでの為替相場がオーバーシュートしている可能性を指摘し、「理論的に実質実効為替相場は長期平均に収斂することが期待されるわけで、今後は、オーストラリアの物価の伸びが衰えてくるのか、それとも名目豪ドル相場が下落してくるのか、それともその両方なのか、いずれかの調整を警戒する筋合いにある」と述べた。あれから 1 年弱が経過したが、現実にはその両方の調整経路を歩んでおり、豪ドル/米ドル相場は昨年 2 月対比で約▲15%下落、物価も消費者物価指数（CPI）に関し、昨年 1～3 月期に前年比 2.9%上昇をつけた後、7～9 月期は同 2.3%上昇、10～12 月期は同 1.7%上昇と順当に伸び幅を縮小させている。オーストラリアの物価高は 2000 年代後半を通じて生じた賃金の急伸を受けたものであり、賃金の伸びは商品価格の騰勢と裏表であった。特に 2006 年以降のオーストラリアの賃金上昇は他の先進国に比べてもかなり性急なものであり（図）、一部報道[1]では「某沖合の 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）」といった異様な数字が伝えられていた。行き過ぎた国内のコスト高は為替か賃金で調整する以外になく、現在のオーストラリアはその途上にあると思われる。



（資料）OECD ※ドイツのみ91年以降でしかデータ取得できず、91年基準とした。

～賃金上昇は概ね生産性上昇分に限定へ～

もちろん、賃金の伸びが生産性の伸びに見合ったものであれば ULC（単位労働コスト）を押し上げずに済むため、対外競争力の低下には結びつかない。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たのが実態である。問題は、この頃に設定された賃金水準が下方硬直性を持ち、地力に相応しくない物価高が定着したということだろう。最近 2 年を見れば、賃金上昇は概ね

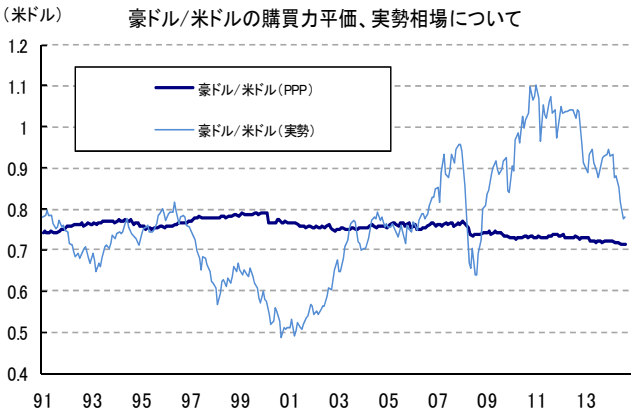


（資料）OECD

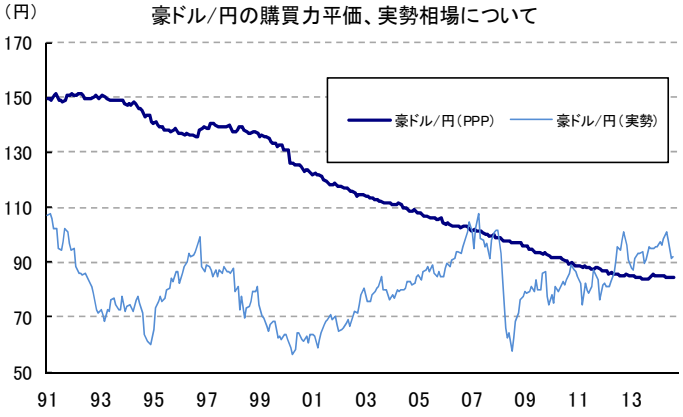
[1] 2013 年 4 月 7 日、ブルームバーグ、『料理人の年収が 3400 万円－豪 LNG 業界の人件費抑制を要請』。

生産性上昇に見合った部分に抑制されており、ULC はほぼニュートラルに押さえ込まれている。これが物価抑制に繋がり、中銀が緩和を介して通貨を低め誘導しやすい環境が整いつつあるのが実態かと思われる。

～対ドル、対円共に購買力平価（PPP）が視野に～



（資料）Bloomberg、基準は1983年10～12月期



（資料）Bloomberg、基準は1983年10～12月期

物価を巡る調整経路が順当に機能し始めているのだとすると、豪ドル相場の水準感については購買力平価（PPP）との関係性が注目される。図は豪ドルが変動相場制を採用し始めた 1983 年 12 月を念頭に 1983 年 10～12 月期を基準とした場合の豪ドル/米ドル及び豪ドル/円の PPP と実勢相場の推移を表したものである。現状、豪ドル/米ドルの PPP は 0.71 程度、豪ドル/円は 84 円程度であり、実勢相場は共に 9%程度のオーバーシュートとなっている。しかし、図を一瞥しても分かる通り、金融危機後で言えば、豪ドル/米ドルは最大で約 40%、豪ドル/円でも約 20%のオーバーシュートがあったことを思えば、かなり調整が進んでいると言える。

歴史的に見れば、豪ドルの実勢相場が PPP を下抜けるケースは決して珍しいことではないため、0.71 や 84 円といった水準は十分年内の視野に入るのではないか。まして、豪ドル/米ドルなどの推移を見れば分かるように、基本的に豪ドルは 2005 年以降の資源ブームに乗じて過大評価されてきた印象が強く、現状はその剥落過程にも見受けられる。ここから底堅く推移するとしたら、近年注目される外貨準備としての豪ドル需要などが作用していることが推測される。

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

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に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/econ.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年2月3日	独走するドイツの経常黒字が意味するもの
2015年2月2日	ユーロ圏12 月消費者物価指数（HICP）について
2015年1月30日	週末版
2015年1月29日	FOMCを終えて～どこまでドル高に寛容か？～
2015年1月28日	改めて確認する通貨・金融政策の立ち位置
2015年1月27日	2014年貿易収支と円相場～円安見通しのリスク～
2015年1月26日	米ドル建て投資信託が好調
2015年1月23日	週末版(ECB理事会を終えて～今後の鍵は「25%ルール」の行方～)
2015年1月22日	日銀金融政策決定会合～ハロウィン・ロジックの行方～
2015年1月21日	ユーロ相場にまつわる資本フローについて
2015年1月20日	ECB理事会プレビュー～QE、4つのタイプ～
2015年1月19日	スイス関連のエクスポージャー～BIS統計より～
2015年1月16日	週末版(スイス国立銀行の政策決定について～日本に突きつけられた「撤退戦の難しさ」～)
2015年1月14日	本邦企業の海外進出と為替について
2015年1月13日	11月国際収支統計や12月対内対外証券投資について
2015年1月9日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳について（14年9月末時点）～ユーロ比率の大幅低下をどう読むか？～)
2015年1月8日	ユーロ圏12月消費者物価指数（HICP）について
2015年1月7日	最近のユーロ相場に対する考え方
2015年1月5日	2015年、日米欧の3大コンセンサス
2014年12月26日	週末版
2014年12月25日	2015年の円相場～見通しのポイント～
2014年12月24日	2015年、最初のテーマはギリシャになるか？
2014年12月22日	ECB理事会、輪番制の解説
2014年12月19日	週末版
2014年12月18日	FOMC（12月17～18日開催分）を終えて
2014年12月17日	2014年の値幅と来年への含意～「97-98年」との比較～
2014年12月16日	最近の原油安について～混同しがちな因果関係～
2014年12月15日	衆院選挙後も注目はポリシーミックスの持続性
2014年12月12日	週末版
2014年12月11日	健在だったドル建て日経平均株価「150ドル」の壁
2014年12月10日	実質賃金と交易条件そして円安の関係
2014年12月9日	今、敢えて考える円高リスク
2014年12月8日	円安倒産報道に関し思うこと～円安の是非を超えて～
2014年12月5日	週末版(ECB 理事会を終えて～expectation（期待）以上、target（目標）未満のintention（意思）～)
2014年12月4日	最近のユーロ/ドル相場について
2014年12月3日	「日本売り」に対する所感～懸念は尚早だが・・・～
2014年12月2日	ECB 理事会（12 月4 日）プレビュー
2014年12月1日	原油価格下落が円・ドル・ユーロに与える影響について
2014年11月28日	週末版
2014年11月27日	最近のドラギ発言などを受けて～金購入なども含め～
2014年11月26日	GPIFの売買余地や基礎的需給への影響などについて
2014年11月25日	解散総選挙後のアベノミクスを待ち受けるもの
2014年11月21日	週末版
2014年11月20日	豪ドル資産の軟調が目立つ
2014年11月18日	過去の円安局面と違う2つの要素～実質金利と需給～
2014年11月17日	本邦7～9月期GDP～続く所得面の悪化～
2014年11月14日	週末版(2周年を迎えたアベノミクス～何が変わったのか～)
2014年11月11日	本邦9月国際収支統計などについて
2014年11月10日	【特別版】『中期為替相場見通し』の臨時改訂
2014年11月7日	週末版(ECB理事会を終えて～正式に始まった「量」への挑戦～)
2014年11月6日	当面は温存されそうな実現不可能なポリシーミックス
2014年11月5日	ECB理事会プレビュー～現状維持を予想～
2014年11月4日	日銀金融政策決定会合（10月31日開催分）
2014年10月31日	週末版
2014年10月30日	FOMC声明文を受けて（10月28～29日開催分）
2014年10月28日	カバードボンド購入額をどう読むか？
2014年10月27日	欧州ストレステストを受けて～本当の勝負はこれから～
2014年10月24日	週末版(ユーロ圏PMIや域内のスラック（弛み）について～インフレ率が上がらない構造的背景～)
2014年10月23日	ECB社債購入を巡る3つの問題点
2014年10月22日	現時点の消費増税に対する市場の反応イメージについて
2014年10月21日	カバードボンド購入プログラム（CBPP3）などについて
2014年10月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2014年9月分）
2014年10月17日	週末版(米為替政策報告書について～ドル高容認か？～)
2014年10月16日	昨日の相場混乱について～ドル/円は適正な水準まで調整へ～
2014年10月15日	原油価格下落が日米欧金融政策に与える影響
2014年10月14日	G20を終えて～円とユーロで全く違う「通貨安の正当性」～
2014年10月10日	週末版(ドル/円相場の新しい節目～均衡水準は20%円安に？～)
2014年10月9日	FOMC議事要旨（9月16～17日開催分）を受けて
2014年10月8日	日銀金融政策決定会合を終えて～迫る期限の弾力化～
2014年10月7日	経済財政諮問会議（10/1）議事要旨を受けて
2014年10月6日	米9月雇用統計を終えて～経験則に照らせば利上げ？～
2014年10月3日	週末版(ECB理事会を終えて～需要不足と向き合うECB～)
2014年10月2日	短観9月調査に見る円安コストの陰
2014年10月1日	ECB理事会プレビュー～「量」を評価軸とする難しさ～
2014年9月29日	ドル高を阻むもの
2014年9月26日	週末版
2014年9月25日	安倍首相発言や最近の株高などについて
2014年9月24日	ドラギ総裁の欧州議会証言について～「量」の再強調～
2014年9月22日	ケアンズG20 財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年9月19日	週末版(第1回ターゲット型長期流動性供給（TLTRO）について～厳しくなる「量」の追求路線～)
2014年9月18日	FOMC（9月16～17日）を終えて
2014年9月17日	ドル/円相場の水準感に係るヒント
2014年9月16日	スコットランド独立についての論点整理
2014年9月12日	週末版(必要なのは「円安前提の成長戦略」～心配しなくても円安は進む～)
2014年9月10日	官製相場となったユーロ相場への考察
2014年9月9日	円安を巡る財界要人発言を受けて～伸び悩む実質GDI～
2014年9月8日	本邦7月国際収支統計などについて
2014年9月5日	週末版（ECB理事会を終えて～官製相場の様相を呈してきたユーロ相場～)
2014年9月4日	9月レパトリの妥当性や今後の直投収益などについて
2014年9月3日	105円台を受けて～日米2年金利差からの推計値など～
2014年9月2日	再び迫る「市場のユーロ売りvs.SNBのユーロ買い」
2014年9月1日	ECB理事会プレビュー～最大の注目点は声明文？～