

みずほアジア・オセアニアインサイト

2009年5月26日発行

世界金融危機下のオーストラリア経済
～18年ぶりに景気後退に直面するも谷は浅い

本誌に関する問合せ先
みずほ総合研究所(株) 調査本部
アジア調査部 主任研究員 苅込俊二
Tel 03-3591-1385
E-mail shunji.karikomi@mizuho-ri.co.jp

みずほフィナンシャルグループは
「お客様のより良い未来の創造に貢献するフィナンシャル・パートナー」
をめざします。

Channel to Discovery

- * 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。

要旨

1. オーストラリア経済は近年、資源ブームの恩恵も受けて、極めて良好なパフォーマンスを示してきた。しかし、昨年 9 月の大手投資銀行リーマン・ブラザーズ破綻以後、グローバル金融危機の進展により、オーストラリアを取り巻く環境は大幅に悪化した。
2. 米国におけるサブプライムローン問題は 2007 年初めに顕在化したが、その後、サブプライム関連商品市場、短期金融市場の混乱を通じて欧米諸国の大手金融機関を次々に破綻させ、わずか 1 年半あまりで全世界を金融混乱に陥れた。こうしたグローバル金融危機の影響を受けて、世界経済は昨年後半以後急失速した。世界的な信用収縮と実体経済の悪化がスパイラル的に進み、グローバルな規模で需要が急速に喪失した結果、世界経済は「100 年に一度」と形容される同時かつ深刻な不況に陥った。
3. グローバル金融危機進展の過程で、欧米諸国は深刻な金融危機に直面したが、オーストラリアの場合、その影響は比較的マイルドであった。オーストラリアの金融部門は米国のサブプライム関連商品をそれほど保有しておらず損害が概して少なかった。また、インターバンク市場では資金調達がタイトな状況が生じたが、RBA（連邦準備銀行）による大幅な利下げや市場への流動性供給、政府による預金者保護など金融システム維持に向けた措置が機動的に実施された。この結果、オーストラリアは大手金融機関の破綻や極度の流動性逼迫という事態を回避できた。
4. しかし、未曾有ともいえる世界経済の需要収縮を受けて、実体経済は急速に冷え込んでおり、経済は 08 年 10-12 月期に 18 年ぶりに景気後退入りしたとみられる。成長を牽引してきた資源セクターでは、資源価格急落、需要減少を受けて、すでに投資抑制、雇用調整の動きを強めている。外需落ち込みに加えて、資源セクターを起点とする雇用・所得調整が今後、経済全体に波及する過程で、景気は大きく下押しされるだろう。
5. 09 年の世界経済は、米国をはじめ EU、日本など先進国が軒並みマイナス成長に陥るとみられる上、中国など新興国経済も大幅な成長率低下を余儀なくされる見通しである。こうした状況下、09 年のオーストラリア経済はマイナス成長に陥るとみられる。
6. ただし、欧米諸国と異なり金融面からの調整圧力は限定的であり、欧米のように金融部門と実体経済が連鎖的に悪化していく状況は考えづらい。また、政府は 2 度にわたり総額 525 億豪ドルにのぼる景気対策を実施、RBA も 08 年 9 月以降、6 回にわたり計 4.25%もの利下げを行うなど、財政・金融両面から景気失速回避が図られている。さらに、主要輸出先である中国では鉄鋼などの資材生産が回復基調となっており、鉄鉱石などの資源輸出に復調の兆しがでてきた。こうした状況を踏まえれば、09 年のオーストラリア経済はマイナス成長に陥るものの、大幅なマイナス成長を記録する他の先進国に比べ、落ち込み幅は軽微にとどまる公算である。

[目次]

1. はじめに	3
2. オーストラリア経済を取り巻く経済環境の変化	3
(1) グローバル金融危機発生の経緯～サブプライム問題顕在化以降の展開整理	3
(2) リーマン・ショック以後の金融市場の混乱と世界同時不況の現実化	4
(3) グローバル金融危機がオーストラリアに与えた影響	6
3. グローバル金融危機下のオーストラリア経済	10
(1) 経済は2008年末にマイナス成長を記録	10
(2) 家計部門：雇用・所得環境の本格的な悪化はこれから	10
(3) 企業部門：企業収益の悪化から新規投資の抑制、雇用削減が続く	16
(4) 外需部門：全体でマイナスの伸びが続くも、中国向けは復調の兆し	19
(5) 政府部門：財政・金融政策の機動的実施で景気を下支え	22
4. 18年ぶりに景気後退入りの公算	25
(1) 経済は景気後退に陥るか	25
(2) 18年ぶりに景気後退入りするも谷は浅い	28

1. はじめに

オーストラリア経済は近年、資源ブームの恩恵も受けて、極めて良好なパフォーマンスで成長を遂げてきた。しかし、昨年9月のリーマン・ブラザーズ破綻以後、グローバル金融危機が深刻化する中、オーストラリアを取り巻く環境は大きく悪化しており、18年ぶりに景気後退局面となる可能性も現実味を帯びている。

では、グローバル金融危機はオーストラリアにどのような影響を及ぼしたのか。それに対して、オーストラリアはいかに対応したか。さらに、今後のオーストラリア経済をどうみたらよいか、検討を行った。

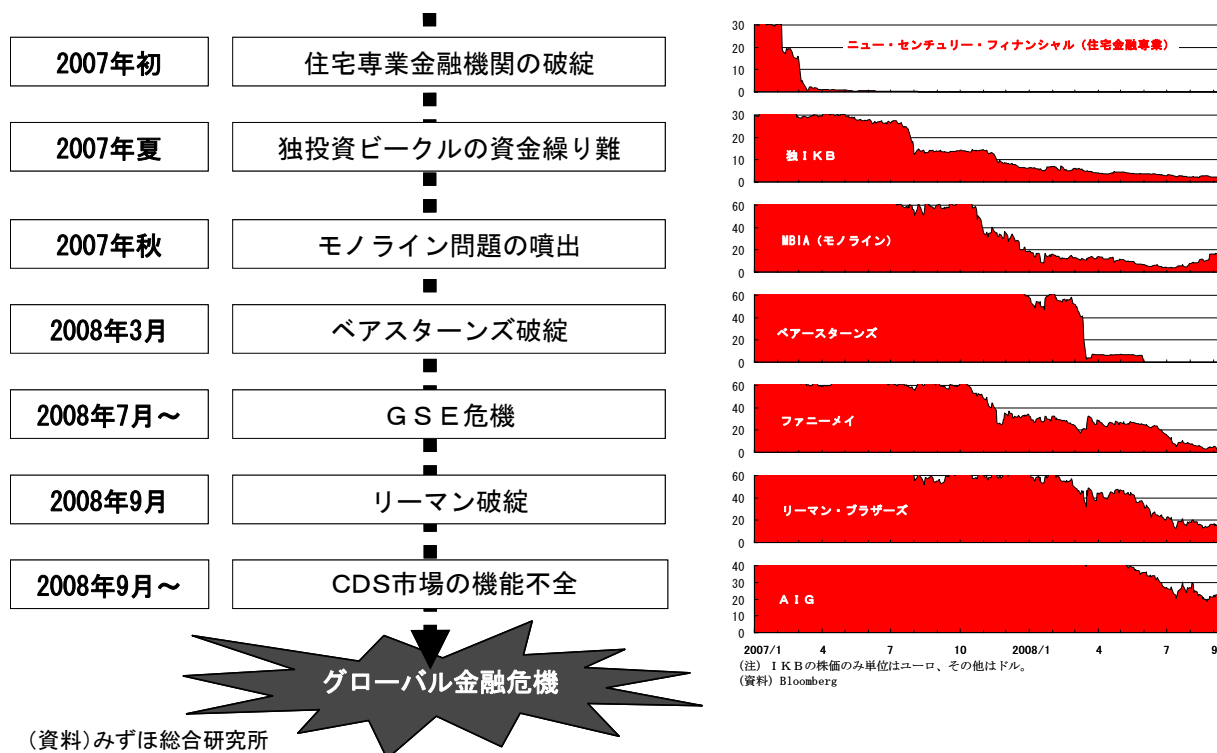
2. オーストラリア経済を取り巻く経済環境の変化

(1) グローバル金融危機発生の経緯～サブプライム問題顕在化以降の展開整理

思い返すと、米国でサブプライム住宅ローン問題が表面化したのは2007年初頭であった。当初、その影響は住宅専門金融業者などの経営を悪化させるだろうが、米国の金融システム全体を揺るがすほどの事態は生じないとの認識が一般的だったと思われる。しかし、現実はその後わずか1年半あまりで米国はおろか世界全体を巻き込むグローバル金融危機に発展した(図表1)。

問題となったサブプライム住宅ローンの約8割は住宅ローン担保証券(RMBS)として証券化され、さらにRMBSを含む複数の担保証券を束ねた債務担保証券(CDO)として再証券化されていた。このため、サブプライム住宅ローンの延滞急増は、ローンの直接の出し手で

図表1 金融危機の展開と主要金融機関の株価動向



ある金融機関のみならず、同ローンプールして組成された証券化商品を保有する銀行、証券会社、ヘッジファンドなど広範な投資機関にも多大な損失をもたらした。特に、レバレッジを効かせた投資手法を用いて収益を上げてきたヘッジファンドやS I V¹は損失を穴埋めするために保有資産を大量に売却せざるを得なくなった。それにより、証券化商品の価格がさらに下落すると、証券化商品自体への不信が強まっただけでなく、格付けに対する信認も揺らぎ、証券化商品市場は機能不全の状況に陥った。

サブプライム関連証券化商品に投資していたヘッジファンド、S I Vの損失拡大は、それらを傘下にもつ金融機関の信用不安をもたらし、インターバンク市場でも混乱を生じさせた。また、S I Vやヘッジファンドの運営母体の中には欧州の金融機関も多く含まれていたため、米国のサブプライム問題の影響は欧州に飛び火した。07年7月にはドイツのI K B（ドイツ産業銀行）が資金調達難に直面し、欧州金融機関の信用リスクに対する警戒が急激に強まった。

08年に入ると、米国では3月、ベア・スターンズ証券が破綻した。その後、信用不安の矛先は、証券化商品に対する保証業務を手がけていたモノライン（金融保証会社）、金融機関からの住宅ローン買い取りを通じて住宅金融市場を支えてきたファニーメイ、フレディマックなどの連邦政府支援機関（G S E）へ次々と広がっていった。米国政府は、システムリスクを回避するため、08年7月以後、ファニーメイ、フレディマックの実質国有化といった救済措置を講じてきた。しかし、大手投資銀行リーマン・ブラザーズには救済策を講じず、08年9月、リーマン・ブラザーズは破綻した。

リーマン・ブラザーズ破綻後、米国ではF R B（連邦準備制度理事会）による大手金融機関支援や金融機関同士の吸収・合併が行われた。また、欧州でも金融機関の破綻リスクが高まり、大手金融機関の公的救済が相次ぎ、大規模な金融再編が加速した。なかでも、少ない資本でレバレッジを高めて収益を追求するというビジネスモデルをとってきた欧米投資銀行は、破綻した銀行以外にも、商業銀行による救済合併、銀行持ち株会社への転換を迫られ、業態としての投資銀行は事実上消滅するに至った。

(2) リーマン・ショック以後の金融市場の混乱と世界同時不況の現実化

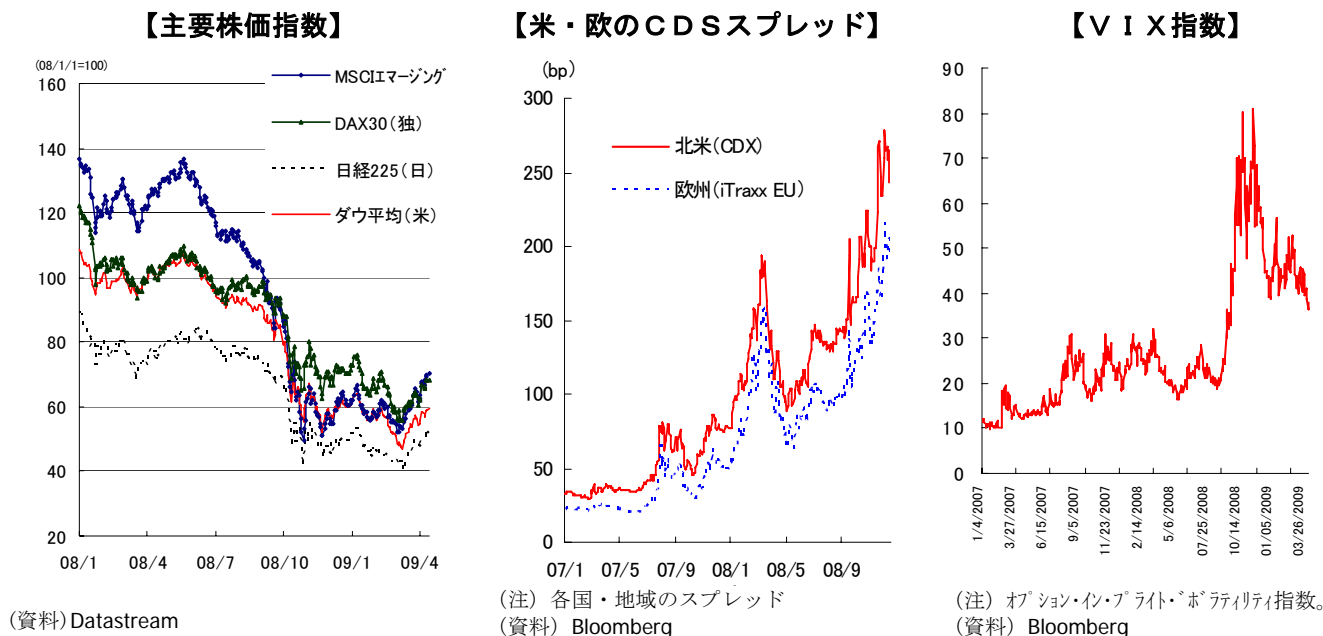
リーマン破綻以降、グローバルに展開する金融機関や投資家のリスク許容度が急激に低下、世界全体でリスク資産からの資金引き揚げや金融取引の清算が急速に進んだ。こうした中、世界の主要株価は軒並み下落した（図表2）。また、信用不安の高まりから金融市場は激しく動揺、金融機関を中心にC D Sスプレッドが拡大したほか、大手金融機関の経営不安などが意識されたこともあり、市場の不安心理を示すV I X指数²も急上昇した。このような欧

¹ S I V（Structured Investment Vehicle）は、銀行などがリスク商品等に投資するために特別に創設したファンドである。

² V I X指数とは米国のシカゴ・オプション取引所（CBOE）によるボラティリティ・インデックスのことである。S&P500を対象とするオプション取引の値動きを元に算出・公表され、投資家の不安心理を示す数値として利用される。別名、恐怖指数とも呼ばれる。

米を中心とする金融市場の極度の混乱は新興国地域などにも波及し³、グローバル金融危機が発生、世界経済を深刻な事態に陥れた。

図表2 リーマン・ショック後の金融市場の混乱



グローバル金融危機の影響を受けて、世界経済は08年後半以後、急失速した。G7諸国は08年10～12月期に軒並みマイナス成長に陥り、不況感が日増しに強まっていった。また、アジア諸国をはじめとする多くの新興諸国も08年終盤の経済情勢は大きく悪化した。グローバルな信用収縮と実体経済の悪化がスパイラル的に進み、グローバルな規模で需要が喪失した。この結果、世界経済は「100年に一度」と形容される同時かつ深刻な不況に陥ったのである⁴。

みずほ総合研究所では、09年の予測対象地域（米国、ユーロ圏、日本、NIES、ASEAN4、中国）全体の成長を▲1.7%と、マイナス成長に落ち込むと予測している（09年5月予測、図表3）。世界経済（予測対象地域で代替）は07年に4.6%と高成長を遂げたが、08年には2.5%に減速し、09年にはマイナス成長入りすることとなる。そして、10年は各国・地域で大規模な経済対策の実施や金融市場の安定化を背景に持ち直すものの、ペースは緩慢とみられるため、08年と同程度の低い成長（2.5%）にとどまるとみている。

³ 世界的な信用収縮は、新興国に深刻な影響を及ぼした。特に近年、海外資金に依存する形で経済規模（GDP）を大幅に上回る金融部門の成長を成し遂げてきたアイスランド、経常収支赤字を抱え、そのファイナンスを海外金融機関からの借入に依存していた中東欧諸国では国際収支危機に陥り、アイスランド、ウクライナ、ハンガリー、ベラルーシ、ブルガリア、ラトビア、ルーマニア、セルビアといった中東欧諸国やパキスタンがIMF（国際通貨基金）の緊急融資を要請するに至った。

⁴ 今回の世界的な景気悪化は従来に比して同期性が顕著である。OECD景気先行指標などをみても、08年後半から先進国、新興国のいずれも急低下しており、世界経済全体の落ち込みは当面継続する可能性が高いことを示唆している。

図表3 世界経済成長率予測(2009年5月時点)

(前年比、%)

暦年	2007年 (実績)	2008年 (実績)	2009年 (予測)	2010年 (予測)
予測対象地域計	4.6	2.5	▲ 1.7	2.5
日米ユーロ圏	2.3	0.7	▲ 3.9	0.8
米国	2.0	1.1	▲ 2.7	1.2
ユーロ圏	2.6	0.7	▲ 4.3	0.2
日本	2.4	▲ 0.7	▲ 6.9	1.0
アジア	10.1	6.7	3.6	6.4
NIEs	5.6	1.6	▲ 4.5	2.3
ASEAN4	6.1	4.7	0.1	2.7
中国	13.0	9.0	7.2	8.5
日本(年度)	1.9	▲ 3.5	▲ 4.2	0.5

(注) 予測対象地域はIMFによる2007年GDPシェア(PPP)により計算。

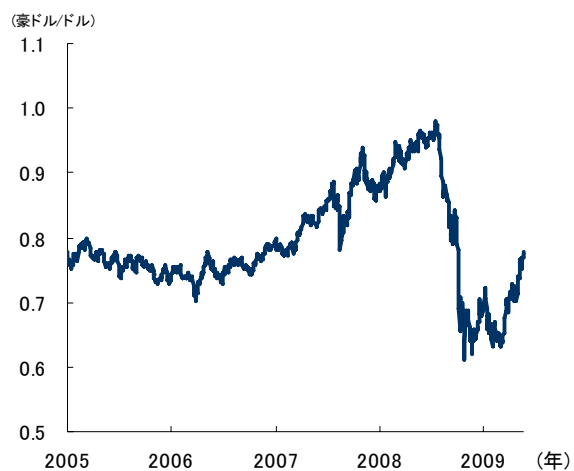
(資料) IMF、みずほ総合研究所

(3) グローバル金融危機がオーストラリアに与えた影響

グローバル金融危機は世界各国の金融・資本市場を混乱させたが、オーストラリアもその例外ではなかった。

為替市場では07年以後資源ブームに伴う好景気、及び高金利に着目した海外資金流入増を背景に豪ドル高が進み、08年7月には対ドルレートで変動相場制移行後の最高値(1ドル=0.9825豪ドル)をつけた(図表4)。しかし、その後、グローバル金融危機が進展する中、

図表4 対ドル為替レート



(資料) CEIC data

図表5 株価指数(ASX200)

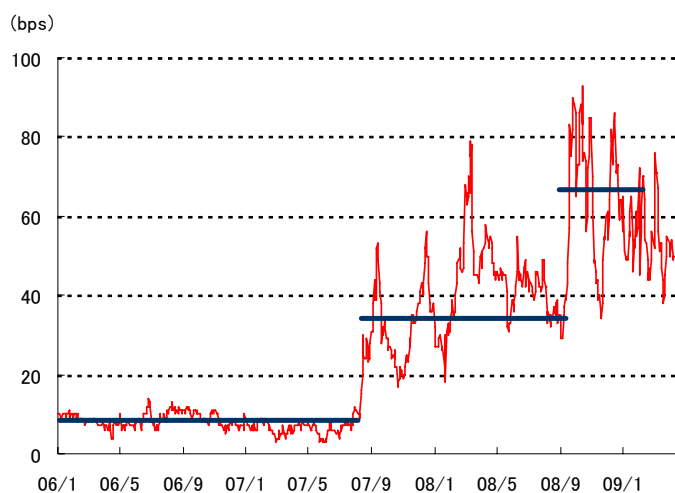


(資料)CEICdata

10月末には1ドル=0.60水準にまで下落した。その後、資源価格下落、大幅な利下げが実施され、09年5月以後は1ドル=0.70~0.80のレンジで推移している。また、株式市場は、代表的な指数であるASX200指数の推移をみると、08年9月以後、リーマン・ショック後の混乱の中で下げ足を強め、08年11月には3300台にまで低下した（図表5）。

さらに、インターバンク市場で資金需給がタイトな状況が生じた。オーストラリアの銀行は従来、オフショアで資金調達を行う傾向が強かったが、米国サブプライム住宅ローン問題の顕在化に伴う国際金融市場での調達環境悪化を受けて、07年半ば以後、国内での調達傾向を強めていた。こうした環境下、国内市場における流動性がタイトとなる中、信用力に応じたリスクプレミアムが上乘せされる形での資金調達が求められるようになった。リスクプレミアム⁵は08年9月のリーマン破綻以前には平均40bps（ベースポイント）近くまで拡大していた（図表6）が、08年9月のリーマン破綻後は80bpsに跳ね上がり、年末にかけて60~80bpsの高いレンジで推移した。

図表6 銀行間市場におけるリスクプレミアム



（注）3カ月物引受手形と3カ月物OIS（Overnight Index Swap）とのスプレッド

（資料）豪州準備銀行

銀行の資金調達がタイトとなる状況に対して、RBA（連邦準備銀行）は銀行とのレポ取引の対象となる証券として、08年10月初めに住宅ローン債券（RMBS）を認めたほか、11月には高格付けのCP（コマーシャルペーパー）にまで拡大して、インターバンク市場への流動性供給に努めた。また、外貨の流動性供給策として、RBAは9月にFRB（米国連邦準備銀行）と、100億ドルの為替スワップについて合意した。同制度を用いて9月には、63億ドル相当の米ドルが市場に供給された。

⁵ 3カ月物引受手形と3カ月物OIS（Overnight Index Swap）のスプレッド。OISは、満期（例えば3カ月）まで予想される翌日物レートの平均で、同期間の引受手形金利とのスプレッドは短期のリスクプレミアムと解釈できる。

中央銀行（RBA）のみならず、政府も金融システムの安定を図るため、10月12日、国内の預金受入機関⁶に預けられた預金を全額保護（3年間の時限措置）すること、及び銀行の調達資金に対する政府保証を付与する措置を発表した。このうち、預金者保護措置は即日実施された⁷。

また、金融機関の資金調達に対する政府保証制度は11月28日に発足した。ここで、資金調達に対する政府保証は、返済期限が60カ月までの資金調達（借入、債券等）において、100万豪ドル未満は無条件で保証されるが、100万豪ドルを超える調達資金部分については、銀行の格付けに応じた保証料を納入することとされた⁸。

オーストラリアの銀行資産全体の約7割を占める4大商業銀行（ナショナル・オーストラリア銀行（NAB）、ウェストパック銀行、コモンウェルス銀行（CBA）、ANZ（オーストラリア・ニュージーランド）銀行の格付けはいずれもダブルAであるが、本措置により、政府に準じるトリプルA格付けでの起債が可能となった。各行は12月以後、トリプルAの格付けを得て、国内外の金融市場で積極的に資金を調達しており、起債額は09年2月までで580億豪ドル相当額にのぼる⁹。このように、RBAや政府が機動的に対応したことでオーストラリアでは大手金融機関の破綻や極度の流動性逼迫という事態を回避できた。

また、オーストラリアが金融不安に至らなかった理由として、オーストラリアの銀行は健全な財務体質にあり、特に欧米の金融機関と異なり資産サイドでの損害が概して小さかったという点もあげられる。

まず、オーストラリアの銀行は、米国のサブプライム関連証券化商品の保有割合が総じて低かったとみられる。オーストラリアの金融セクターがサブプライム関連証券化商品をどの程度保有し、そのうちどれくらいが損失となったか、詳細は明らかではないが、サブプライム関連証券化商品に対する引き当てを計上したのは4大商業銀行の中ではNABのみであった（引当額101億豪ドル）。

第二に、オーストラリア国内の住宅ローン証券化商品が問題化しなかった。先述の通り、米国ではSIVが発行するABCPの原資産に大量のサブプライムローンが組み込まれ、しかもSIVの組成・運営に銀行が関与していたため、事態が深刻化した¹⁰。オーストラリアでも、

⁶ 対象は、金融機関監督機関（APRA）の監督下にある銀行であり、オーストラリア地場銀行、外国銀行の現地法人（外国銀行の支店は含まない）、信用組合及び住宅金融組合が該当する。

⁷ 預金者保護に関しては、当初、預金受入機関の預金は全額保護することとされた。このため、保護対象金融機関とならない外国銀行支店などから預金預入機関向けに資金が流出する動きが生じた。こうした事態を受けて、10月24日、無保証での保護対象金額が100万豪ドルまでに変更された。

⁸ 保証料は、格付けがダブルAの場合70bps、シングルAの場合100bps、トリプルB以下（格付け無しを含む）は150bps。

⁹ このうち、7割は国内市場において米ドルと円建てで起債された。国内調達の大部分は私募債であるが、2月にはサムライ債市場において、ウェストパック銀行が2013億円、ANZ銀行が1800億円の起債を行った。また、RBAによれば、09年2月時点で、政府保証額は950億豪ドルである。内訳は、保証対象預金額（100万豪ドル以上の預金のみ）が合計180億豪ドル（全預金額の2%）、短期債務200億豪ドル、長期債務570億豪ドルとなっている。

¹⁰ 米国では、住宅ローン債権残高は約10兆ドルだが、このうちの約6割が証券化された。また、サブプライムローンが住宅ローン全体に占める割合は、06年末時点で約13%を占めた。そして、サブプライム

ここ数年不動産価格が上昇するなか、不動産投資が活発に行われ、ABCP（資産担保証券）市場が拡大した。しかし、オーストラリアでは、4大銀行が取り扱った住宅ローンのうち証券化された割合は7%であった。また、ABCPの残高自体もピークであった07年6月末時点で725億豪ドルであり、これは非政府部門の債券発行残高の2.2%にすぎなかった。さらに、原資産の裏づけとなる資産のうち、住宅用不動産モーゲージ及びRMBS（住宅ローン担保証券）の割合は62.4%を占めるが、米国のサブプライムローンに相当するNon-conformingローンは全体の2.1%にすぎない（図表7）。こうした点に加えて、住宅ローンの不良債権も多額に上っていない。貸出資産全体の不良債権比率は07年末の0.19%から、08年12月末の0.74%への上昇にとどまっている¹¹。

図表7 ABCP（資産担保証券）の原資産別内訳（2007年6月末）

	残高 (億豪ドル)	シェア (%)
住宅用不動産モーゲージ	329	45.4
うち Non-conforming	8	1.1
住宅用ローン担保証券（RMBS）	123	17.0
うち Non-conforming	7	1.0
社債、貸付、商業用モーゲージ担保証券	120	16.5
インフラ債券等	60	8.3
自動車ローン・リース、消費者信用等	93	12.8
合計	725	100

（注）Non-conforming ローンは米国のサブプライムローンに相当する。
（資料）豪州準備銀行「Financial Stability Report」2007年9月号

ローンの約8割が住宅ローン担保証券（RMBS）として証券化され、04年以降は民間発行の担保証券がサブプライムローンの普及と軌を一にして増加した。さらに、担保証券を複数束ねて再証券化した債務担保証券（CDO）は06年以後急増するが、この大半が住宅ローン担保証券だった。

¹¹ 米国では、サブプライムローンの延滞率が04年の10%台から20%近くまで高まったことを受けて、04年に1%以下で推移していた不良債権比率は08年末には2.9%まで上昇した。

3. グローバル金融危機下のオーストラリア経済

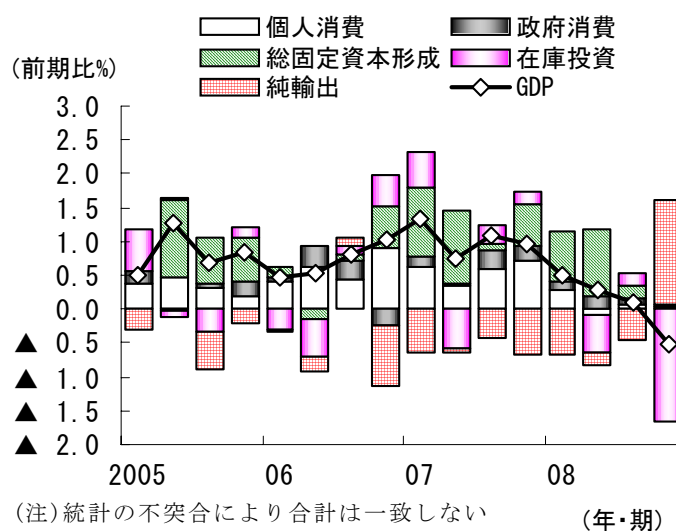
(1) 経済は2008年末にマイナス成長を記録

オーストラリア経済は2008年に入り減速基調で推移していたが、08年10～12月期の実質GDP成長率は前期比▲0.5%と、00年10～12月期以来、8年ぶりとなるマイナス成長に陥った(図表8)。

08年以後の経済減速の主因は個人消費の伸び鈍化である。景気のけん引役を果たした個人消費は08年に入り、伸びを大きく鈍化させており、08年10～12月期には前期比0.1%(前年比0.6%)であった。また、投資(総固定資本形成)も、08年半ば以後、勢いを急速に失った(10～12月期、前期比0.5%)。さらに、財・サービス輸出は08年7～9月期以後2四半期続けてマイナス成長となった(10～12月期、前期比▲0.5%)¹²。

このように経済は内・外需ともに伸びを失速させている。以下では、世界同時不況が深刻度を増す中で経済はどのような状況にあるのか、経済主体別にみていく。

図表8 実質GDP成長率(需要項目別内訳)



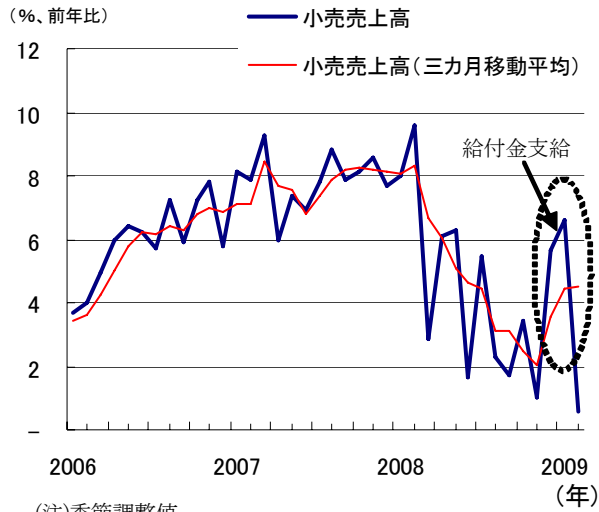
(2) 家計部門： 雇用・所得環境の本格的な悪化はこれから

小売売上高の動きをみると、07年は前年比7～8%の伸びを示していたが、08年に入り伸びが鈍化した(図表9)。昨年12月初め、政府から支給された給付金¹³の効果もあり、クリスマス商戦にあたる12月は5.7%、1月は6.3%と一時的に持ち直したものの、効果が減衰した2月には再び鈍化した(2月、前年比0.5%)。

¹² 08年10～12月期の純輸出は輸入の減少により大幅なプラス寄与となった。また、10～12月期に成長を大きく押し下げた要因は在庫投資であった(在庫投資の成長への寄与度は▲1.7%PT)。在庫投資が大幅なマイナス寄与となったのは、世界同時不況が深刻化する中、生産サイドが外需減少を見越して昨年秋口から減産姿勢を強めたことがあると思われる。実際、10～12月期の製造業生産増加率は前年比▲3.5%と落ち込んだ。図表20(16ページ)を参照。

¹³ 08年12月、年金受給者や低所得世帯などを対象に1人当たり1000～1400豪ドルの一時金が支給された。内容については公的部門(22ページ)を参照のこと。

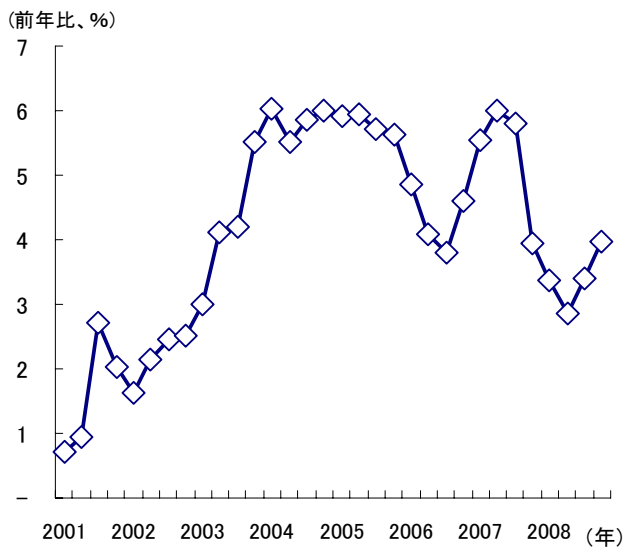
図表 9 小売売上高上昇率



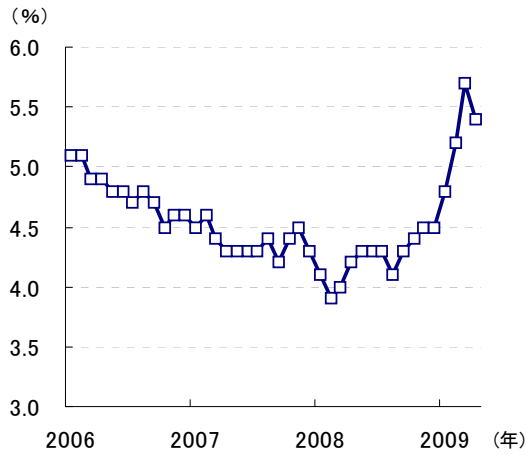
個人消費が低迷する理由は何か。まず、所得環境についてみると、名目賃金の伸び率は前年比4%台をキープしているが、08年半ばまでの燃料価格高騰などの影響を受けてインフレが昂進したため、実質ベースの所得は目減りした。実際、実質雇用者報酬の推移をみると07年後半以後、伸びを鈍化させている（図表10）。

次に、雇用環境は急速に悪化している。失業率は08年2月に3.9%と歴史的低水準にあったが、08年後半以後急速に悪化し、12月には4.5%、09年2月に5.7%まで高まった（図表11）。そして、世界同時不況下で景気悪化懸念が強まる中、雇用環境の悪化も受けて消費マインドは減退している（図表12）。

図表 10 実質雇用者報酬増加率

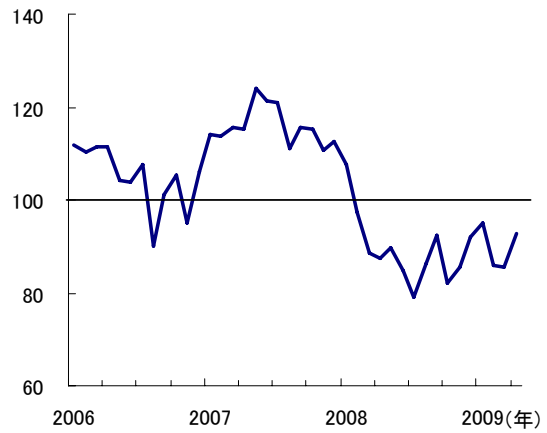


図表 11 失業率



(注) 季節調整値
(資料) 豪州統計局

図表 12 消費者信頼感指数

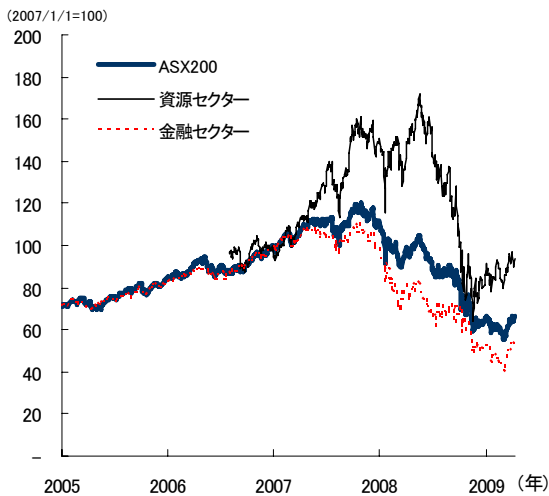


(注) 消費者の景気に対する見方を指数化し、100を上回れば「良好」、下回ると「悪化」を表す
(資料) 豪州統計局

第三に、逆資産効果の影響が考えられる。07年までの消費の好調を支えた要因として、株価上昇などに伴う金融資産増加、不動産価格上昇に伴い消費が誘発される、いわゆる資産効果が指摘されてきた。実際、株価は資源ブームなどの追い風を受けた資源セクターをけん引役として、07年10月に史上最高値をつけるなど大幅に上昇した(図表13)。また、オーストラリアでは景気拡大が続く中、米欧の先進諸国と同様、住宅ブームが生じたが、特に、ブリスベン、パースなど資源関連地域を中心に06~07年にかけて住宅価格が上昇した(図表14)。

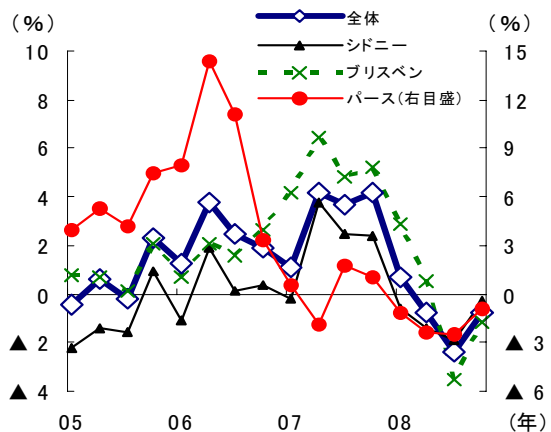
しかし、サブプライム問題の顕在化からグローバル金融危機へ事態が深刻化する過程で、株価は08年以後資源セクターを除き大きく下落した¹⁴。また、住宅価格も08年に入り前年割れの状況となった。こうした環境下、資産効果の剥落という要因も家計部門の消費を抑制した可能性がある。

図表 13 株価指数



(資料) CEICdata

図表 14 住宅価格指数



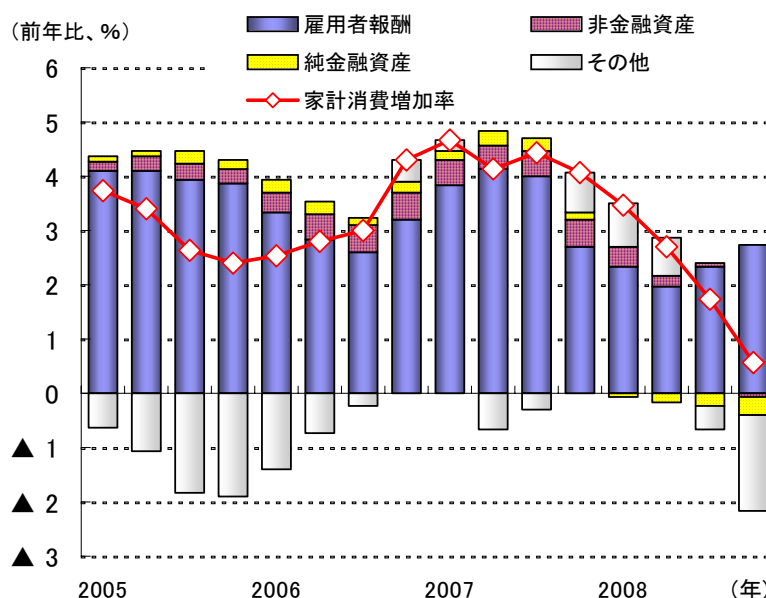
(注) 前期比
(資料) 豪州統計局

¹⁴ 資源セクターについても 08 年半ば以後、急落している。

以上を踏まえて、家計部門の消費について、所得要因、資産効果要因、消費マインドを説明変数とする消費関数を推計した¹⁵。その結果を用いて、実質家計消費を要因分解したものが図表 15 である。これをみると、昨年前半までの個人消費の伸び鈍化は実質雇用者報酬の伸び鈍化、すなわちインフレ昂進に伴う実質購買力の低下に起因するものといえる。しかし、昨年後半の伸び率低下は所得要因以外でもたらされている。それは、消費マインドや金利負担などが含まれるその他要因によるものであり、株価、住宅価格の下落などの資産効果剥落の影響も受けている。

今後について展望すると、失業率の高まりなど雇用環境がすでに大幅に悪化している中、賃金調整を通じた所得環境の悪化が予想される。このため、個人消費は当面低迷を余儀なくされるとみられ、場合によってはマイナス成長となる可能性も捨てきれない。

図表 15 家計消費支出の要因分解



(注) 1.非金融資産には住宅などの不動産、その他には消費マインド要因などが含まれる。
 2.要因分解は以下の推定式に基づく(係数の下の()はt値)

$$\ln(\text{実質家計消費}) = 0.2657 + 0.6903 \times \ln(\text{実質雇用者報酬}) + 0.0440 \times \ln(\text{実質非金融資産増加額}) + 0.0099 \times \ln(\text{実質純金融資産増加額}) - 0.0303 \times \ln(\text{消費者信頼感指数})$$

$$(7.1398) \quad (9.6083) \quad (1.7005) \quad (0.9588) \quad (-5.3343)$$
 推計期間は1991年から2008年、修正R²=0.6531、D.W.=0.3940
 (資料) 豪州統計局、豪州準備銀行

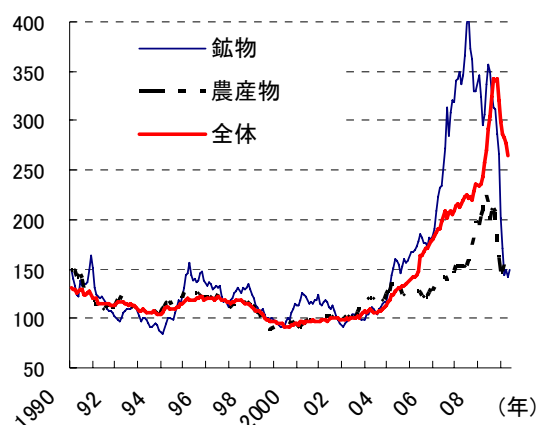
¹⁵ 推計の結果については図表 15 の注釈を参照。

【トピック】資源ブーム下での消費好調のカラクリ

オーストラリアは世界有数の資源輸出国であることから、資源ブームの恩恵を受けて外需主導の成長を遂げてきたと捉えられがちだ。しかし、図表8で確認できるように、実質ベースでは外需（純輸出）は概してマイナスに寄与しており、成長は個人消費など内需の押し上げによるところが大きい。資源ブーム下で内需主導、特に消費が好調に推移した要因を探ると、以下のような経路で消費を活発化させてきたと考えられる。

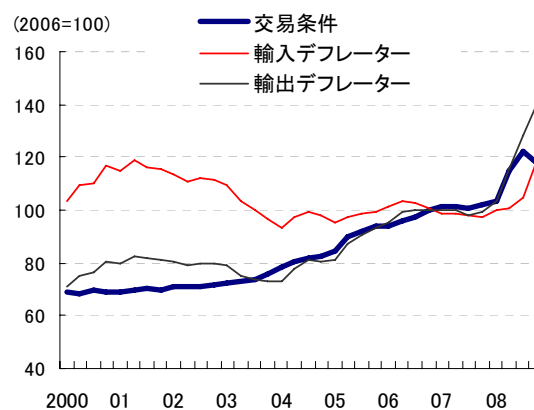
資源を中心に一次産品価格は2004年以後、08年半ばまで急上昇した（図表16）。これと軌を一にするように、オーストラリアの交易条件（輸出財価格に対する輸入財価格の割合）は大幅に改善した（図表17）。

図表16 RBA商品価格指数



(資料)豪州準備銀行

図表17 交易条件



(注) 交易条件=輸出デフレーター/輸入デフレーター
(資料) 豪州統計局

ここで、交易条件の改善が国民所得にもたらす影響について整理しておこう。

実質GDPは数量ベースの概念であり、海外取引についても数量の変化のみが反映される。従って、海外取引で原油価格の上昇など価格変動に伴う所得変化（流出入）は実質GDPには反映されない。海外取引の価格変動に伴う実質的な所得移転分は国民所得統計上、交易利得（流出ならば損失）とされるが、この「交易利得」も加味した概念が実質GDI（国民総所得）¹⁶である。実質GDPは国内で生産された付加価値額の合計であるが、同じ生産額であっても交易利得（あるいは損失）があればそれだけ所得が増加（減少）する。

ところで、海外取引の価格変動は交易条件の変化として表される。交易条件は、輸出価格指数を輸入価格指数で除したものであるが、この指数が高いことは、輸入物価に対して輸出価格が高くなっていることを示し、貿易条件が有利である状況（受取額が支払額に比べて多くなる）を意味する。逆に、貿易条件が不利な状況、例えば、原油価格が上昇する場合、日本などでは輸入品が輸出品に比べて割高になるので、交易条件は悪化する。

通常、交易条件は大きく変化しないため、実質GDPと実質GDIの間に大きな乖離は生

¹⁶ 国民所得統計上の各概念を整理すると次のようになる。

$$\text{実質GDI（実質国内総所得）} = \text{実質GDP} + \text{交易利得}$$

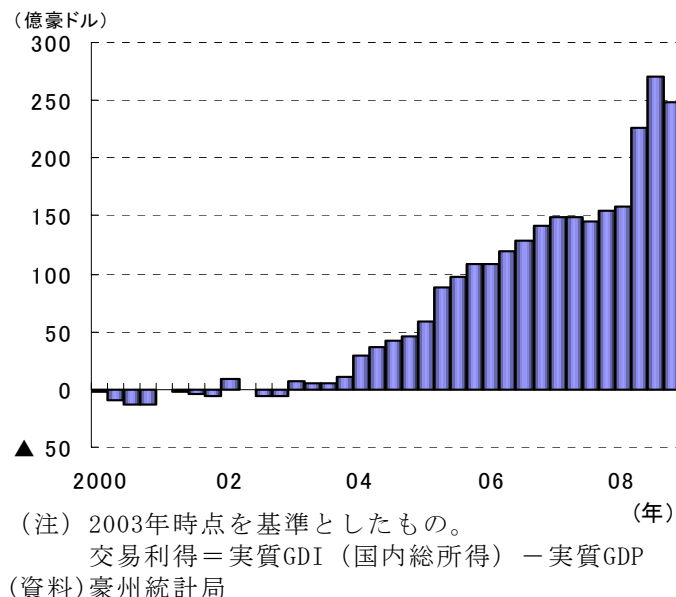
$$\text{実質GNI（実質国民総所得）} = \text{実質GDI} + \text{海外からの純所得受取}$$

じない。しかし、オーストラリアでは資源ブームを背景として、図表 17 に見られる通り、04 年以後交易条件が大幅に改善した。この結果として、実質 GDP と実質 GDI の間に乖離（交易利得）が生じたのである。

図表 18 はオーストラリアの四半期ごとの交易利得を見たものであるが、04 年以後、交易利得が大幅に拡大していることがわかる。例えば、08 年 10～12 月期の交易利得は 249 億豪ドルと GDP の 9.2% にのぼった。

国内総所得は最終的に家計（雇用者報酬）と企業（営業余剰）に分配される。オーストラリアでは労働分配率は 04 年以後、概ね 60% 前後で推移しており、交易利得の一定割合が家計部門の所得に継続的に上乘せされたといえるだろう。すなわち、04 年以後生じた資源ブームの恩恵は海外からの所得移転（交易利得）という形で、家計の実質購買力を向上させ、それによって消費は拡大してきたと考えられる¹⁷。

図表 18 交易利得

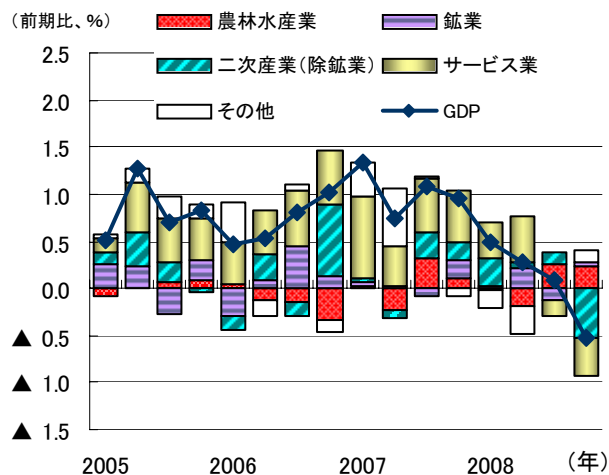


¹⁷ 交易利得は 08 年に交易条件の改善に伴い大幅に拡大したが、08 年の個人消費はすでに減速基調となっていた。これは、13 ページで検討した通り、所得の伸びは大幅に低下しなかったものの、消費マインド減退や逆資産効果などの影響を受けたためとみられる。

(3) 企業部門：企業収益の悪化から新規投資の抑制、雇用削減が続く

企業部門の状況は、08年後半にグローバル金融危機の影響を受けて急速に悪化した（図表19）。08年10～12月期の生産部門別の成長率をみると、農林水産業は前期比10.4%と拡大した（成長への寄与度0.3%PT）。しかし、GDPの9割超を占める非農業セクターは、製造業や不動産、金融部門などの不振を受けて、7～9月期（前期比▲0.2%）に続き10～12月期も▲0.8%と2四半期連続でマイナスを記録した。

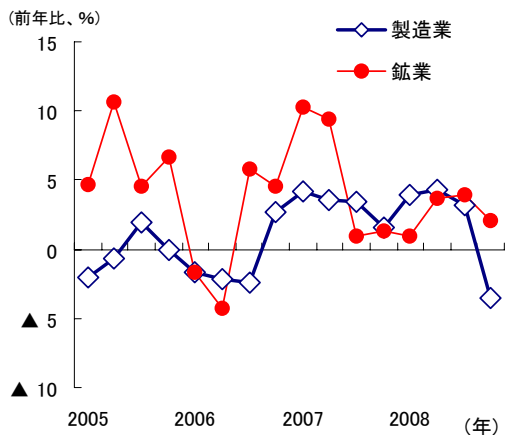
図表 19 実質GDP成長率（生産部門別内訳）



(注)その他には統計の不突合等が含まれる
(資料) 豪州統計局

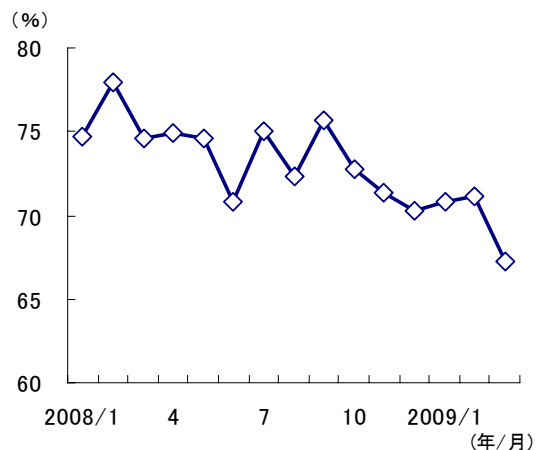
ここで、製造業生産は08年10～12月期、前年比▲3.5%の落ち込みとなった（図表20）。製造業部門は昨年秋口以後、外需縮小を見込んで減産姿勢を強めたと見られる。製造業が製品在庫を減らした結果、前掲図表8で確認できるように、10～12月期に成長を押し下げたのは在庫投資であった。しかし、設備稼働率指数を見ると、09年に入ってから低位にとどまっており（図表21）、製造業生産の低迷が続いていることが示唆される。先進国経済の需要自体が戻らない限り、製造業生産の回復は望みづらい状況にあるといえよう。

図表 20 鉱工業生産増加率



(資料) 豪州統計局

図表 21 製造業稼働率指数

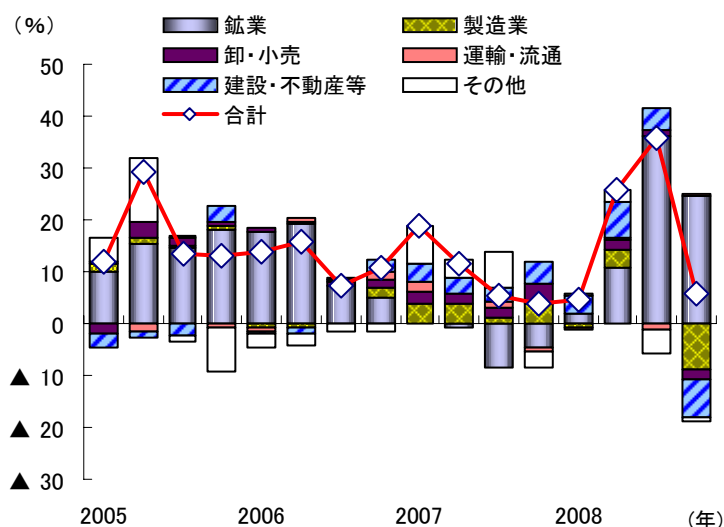


(資料) 豪州統計局

外需落ち込みの経済への下押し圧力は今後、本格化するとみられる。非金融セクターの企業収益（名目）をみると、08年10～12月期に収益が前期比ベースで増加したのは鉱業セクターのみであり、製造業、建設・不動産などは軒並み減益となった（図表22）。

また、資源セクターについても、現下の経済環境変化を受けて今後、収益を悪化させていくとみられる。そもそも、資源セクターは、2000年代に入り中国やインドなど新興国の旺盛な資源需要に支えられて収益を拡大してきた。特に04年以後は鉄鉱石、石炭をはじめ、

図表22 非金融セクターの企業収益



(注) 対前期比、名目値。

(資料) 豪州統計局

図表23 鉱業部門における操業停止、雇用削減、開発投資中止・延期案件

年/月	内容
2008年 11月	鉄鉱石採掘2社（ブロックマン・リソーシズ、BCアイアン）、鉱山開発計画の見直しを表明 CBH（豪）、NSW州エンデバー鉱山での人員削減と生産量半減計画を発表 鉄鉱石大手エクストラータ（スイス）、WA州レナード・シェルフ鉱山を閉鎖
12月	亜鉛大手ペリルヤ（豪）、鉛や亜鉛、銀を産出するブローケンヒル鉱山の従業員を半数に削減 リオ・ティント（英豪）、世界全体で14,000人の雇用削減計画を発表
2009年 1月	亜鉛大手OZミネラルズ（豪）、WA州スカドルズ鉱山を操業停止 リオ・ティント、無人鉄道稼働延期と地下鉱の開発停止を発表 リオ・ティント、WA州アーガイル・ダイヤ鉱山の操業を停止 BHP（英豪）、全世界で6,000人の人員削減（豪州は3,300人）発表
2月	ガス大手BGグループ（英）、NSW州発電所計画を撤回 WA州エンジニアリング大手クラフ、人員削減を発表 ニッケル大手ノリリスク（ロシア）、WA州ニッケル鉱山の生産を停止
3月	BHP、SA州オリンピックダム鉱山で人員削減 政府、08年度の技術移民受入14%（18,500人）削減方針表明
4月	ニッケル大手CSM（豪）カンバルダ・ニッケル鉱山の操業を停止 BHP、メルボルン本社の人員250名削減 鉄鉱石採掘大手フォーテスキュー・メタルズ・グループ（豪）への中国鉄鋼大手・湖南華菱鋼鉄集団（中国）の出資契約を延期

(資料) 各種報道資料により作成

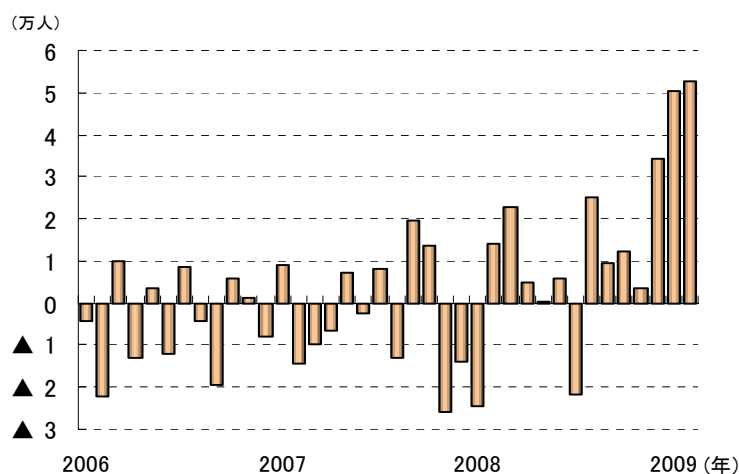
鉛、銅など資源価格が史上最高値を次々に更新する、大幅な価格上昇要因も加わったことで、企業収益の伸びは著しかった。しかし、グローバル金融危機下で、資源への需要急減、資源価格下落という、これまでとは逆回転の動きが急速に進んだことで、資源セクターを取り巻く環境は大幅に悪化した。

実際、昨年秋口以後、鉱業セクターでは生産休止、開発投資の延期などの動きが強まっている（図表 23）。例えば、資源ブーム下で比較的高コストでも採算が取れた資源ジュニア（中小資源企業）の中には現下の環境悪化を受けて操業権を手放す動きがみられるほか、鉄鉱石採掘会社が鉱山開発計画の見直し発表や、鉄鉱石大手のエクストラタによる西オーストラリア州のレナード・シェルフ鉱山の生産停止などの報道も相次いだ。こうした環境下、資源関連の新規投資は今後、抑制的にならざるを得ないだろう。

また、雇用調整の動きも強まっている。昨年 12 月、資源メジャー・リオ・ティントが世界全体で雇用全体の 1 割にあたる 14,000 人の人員削減を発表したのに続き、09 年 1 月には、BHP ビリトンも 6000 人（うちオーストラリア、3500 人）の人員削減策を発表し、すでに実施されている。オーストラリアの鉱物資源団体・MCA（Mineral Council Association）によれば、09 年 2 月時点で、鉱業部門の労働者減少数は 08 年 6 月と比較して 10,500 人にものぼる。これらの結果、オーストラリア全体の失業者数は、09 年に入ってから大幅に増加している（図表 24）¹⁸。

これまで成長を牽引してきた資源セクターにおける雇用・所得調整は今後、経済全体に波及していくと見られるが、これを受けて個人消費を中心に内需は伸び悩みを余儀なくされるだろう。

図表 24 失業者数増減（対前月比）



（注）季節調整値 （資料）豪州統計局

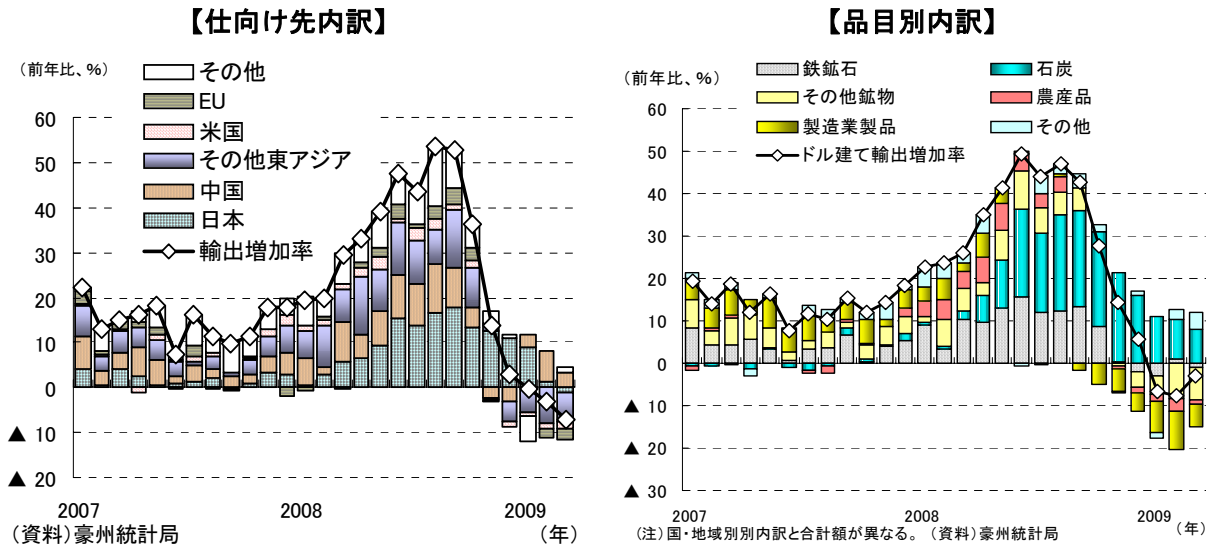
¹⁸ この結果、09 年に入ってから累計失業者数は 13 万人にのぼる。なお、政府は 2 月、オーストラリア人の雇用を確保する観点から、09 年度の技術系移民の受け入れ数を前年比 14%削減する方針を明らかにしたが、こうした保護主義的な動きに対して各国から批判が高まっている。

(4) 外需部門：全体でマイナスの伸びが続くも、中国向けは復調の兆し

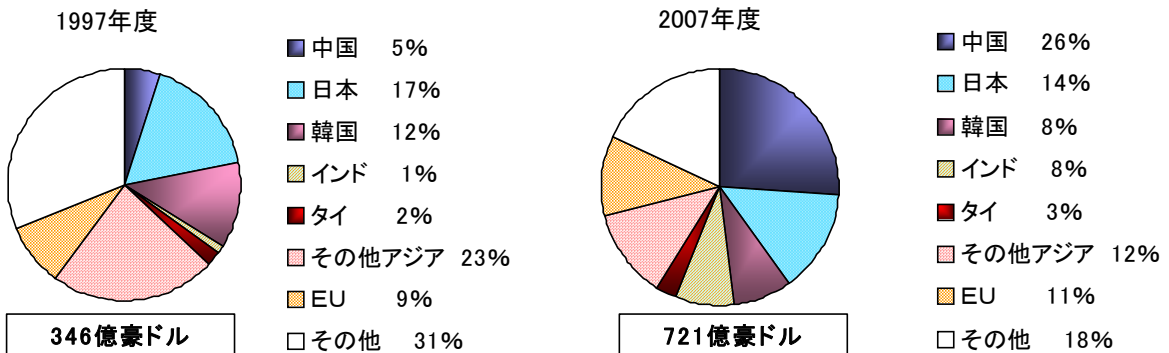
オーストラリアの輸出は、近年、中国やインドなど新興国の旺盛な資源需要に支えられて拡大してきた。08年に入り主要輸出財の鉄鉱石や石炭などの鉱物資源のみならず、小麦などの穀物価格も急騰したため、ドルベースでみた輸出額は前年比40～50%のペースで増加した（図表25）。

しかし、08年後半以後グローバル金融危機の影響を受けて、輸出の伸びは大幅に鈍化した。仕向け先の内訳を見ると、米国、欧州向けの落ち込みに加えて、日本をはじめとするアジア向けも落ち込んだことで、09年1月以後は全体でもマイナス成長に陥った。また、品目別に見ると、先進国向けに出荷されてきた製造業製品が08年後半にマイナス成長となった上、資源輸出も石炭を除いて伸びを急速に鈍化させた。特に、鉄鉱石輸出は12月、1月と2カ月連続で前年を割り込んだ¹⁹。

図表25 輸出増加率（通関ベース、ドル建て）



図表26 資源輸出先（国・地域別内訳）



(注) 金額ベース。年度は7月～翌年6月
(資料) ABARE (豪州農業資源統計局)

¹⁹ ただし、2月は前年比6.3%とプラスの伸びに戻した。

オーストラリアは輸出の対GDP比が20%強であり、必ずしも輸出依存型の経済構造とは言えないが、先にみたように、資源ブームの恩恵を受けてきたことは間違いない。

2000年代に入り、急速な経済発展を遂げる中国の膨大な資源需要にこたえるべく、オーストラリアの対中資源輸出は飛躍的に拡大した。オーストラリアの資源輸出は97年度の346億豪ドルから07年度には721億豪ドルへほぼ倍増したが、同期間に中国向け輸出は17億豪ドルから187.5億豪ドルへと10倍以上に拡大した。この結果、資源輸出全体に占める中国のシェアは97年度の5%から07年度は26%にまで高まった(図表26)。こうした環境下、現在、中国の景気動向はオーストラリア経済に少なからぬ影響を及ぼしている²⁰。

昨年秋口以後、世界的な需要減少を受けて、エネルギー・鉱物資源に対する中国の需要は大きく減退した。特に、鉄鋼製品価格は概ね2割、品目によっては7割も下落したことを受けて、世界の粗鋼生産の4割を生産する中国の鉄鋼メーカーは生産調整を急ピッチで進めた。中国の鉄鋼最大手・宝山鋼鉄は1割、準大手4社(首都鋼鉄、河北鋼鉄、安陽鋼鉄、山東泰山鋼鉄)は2割の減産を行った。中国の粗鋼生産は08年9月、前年比9%減少を記録したが、その時点で中国の港湾には日本の需要の7割に相当する8000万トンもの余剰鉄鉱石が積みあがっていたとされる²¹。こうした状況下、08年2月に1トンあたり200ドル近くにまで上昇した鉄鉱石のスポット価格は10月には60ドル近くまで下落した(09年5月時点、70ドル前後)²²。これを受けて、中国の鉄鋼メーカーは契約期間中に値上げされた価格²³での受け取りを拒否するなど²⁴、資源を取り巻く環境は08年後半以後、激変した。

資源需要の減退は世界的に物流の停滞をもたらしたが、それはバルチック海運指数の動きに顕著に現れている。バルチック海運指数は、鉄鉱石などのばら積み貨物をオーストラリアなど産出国から欧米や中国の市場へ輸送する際の運賃の動きを指数化したものだが、08年5月に史上最高値をつけた後、10月には最高値の1割近くまで急落した(図表27)。

オーストラリアでも資源需要の減退を示す動きが見られる。世界有数の石炭積出港であるニューキャッスル港では資源需要の急増で、07年半ばには港への入港を待つ待機船が一時150隻に達する事態が発生、沖待ち日数がピーク時には1カ月を越えることもあった(図表28)。これは、資源ブームの象徴的な事例として紹介されてきたが、一般炭の需要減により待機船の数は減少し、現在、沖待ち日数は10日を下回る状況となっている。

²⁰ 例えば、中国経済が08年10~12月期に6.8%と大きく減速したことが発表された日、オーストラリアの株価指数(ASX200)は前日比144PT下落した(下落率4.1%)。また、ラッド首相は同日、「09年も中国経済が大幅に下振れすればオーストラリアの輸出が減り、雇用にも影響をもたらす」と発言した。

²¹ 鈴木、野口(2008)

²² 銅、ニッケル、亜鉛のスポット価格も軒並み08年高値の半値近くにまで下落した。

²³ 鉄鉱石はその用途が鉄鋼生産に限られるため、資源メーカーと世界の代表的な鉄鋼会社が毎年、交渉を行い、価格、取引量を決めている。鉄鉱石市場は90年代の需要低迷期に世界の鉱山開発会社の寡占化が進んだ結果、ヴァーレ(ブラジル系)、リオ・ティント(英豪系)、BHPビリトン(英豪系)の3社の発言力が増し、08年度(08年4月~09年3月)の契約価格は前年度比平均65%増の引き上げがなされた。しかも、08年度はスポット価格高騰を理由に、8月、契約期間中の値上げが実施された。

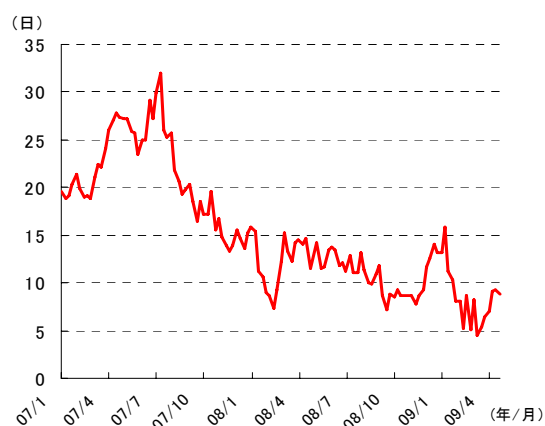
²⁴ 鉄鉱石中堅マウント・ギブソンは中国の鉄鋼メーカーから契約破棄や出荷延期を要請され、生産計画を縮小すると共に、一部中国メーカーに対して契約価格の約6割で取引することを余儀なくされた。

図表 27 バルチック海運指数



(資料) Datastream

図表 28 ニューキャッスル港石炭船沖待ち日数

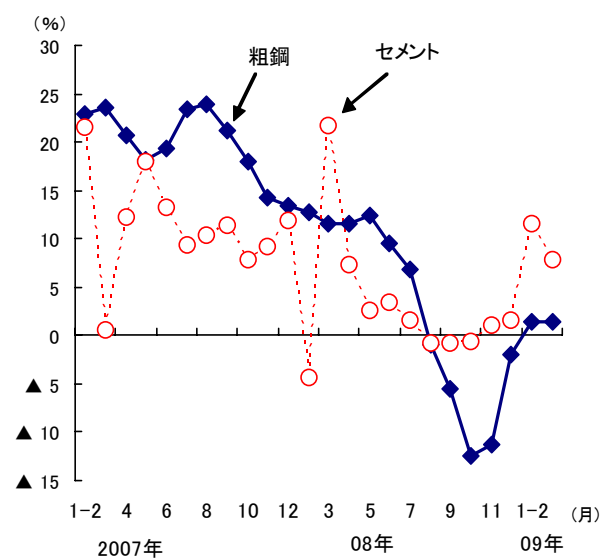


(資料) Bloomberg

ただし、ここにきて、こうした状況に変化の兆しが見られる。前掲図表 25 に見られるように、オーストラリアの輸出は全体ではマイナス成長だが、中国向けは 09 年に入りプラスの伸びに転じている。同様に、鉄鉱石輸出が 2 月にプラスの伸びとなるなど資源需要の落ち込みに下げ止まりの兆しが出ている。

中国では 08 年 11 月、総額 4 兆元の景気対策を打ち出し、現在、内需喚起が図られている。この対策では、交通（鉄道、道路）、空港、都市農村電力網整備などのインフラ整備に全投資額の 45%にあたる 1.8 兆元が投入されている。このため、中国ではインフラ建設投資に必要な鉄鋼やセメントなどの資材生産が復調してきた（図表 29）。中国経済が今後、回復過程を遂げるかを現時点で判断することは難しいが、中国におけるインフラ関連の資源需要は今後も相応に見込めるため、オーストラリアの資源輸出を下支えすることが期待される。

図表 29 中国のインフラ関連資材生産



(注) 前年比。旧正月要因を排除するため 1-2 月としている。

(資料) CEIC Database

また、一般炭（燃料用）やLPGなどエネルギー関連輸出については、価格自体は大幅に下落したものの、需要量自体は落ち込んでいない。図表 30 は、オーストラリアの主要な資源・エネルギー輸出（数量ベース）について、08 年 10 月～09 年 3 月期の輸出合計とそれ以前の 6 カ月（08 年 4～9 月期）を比較したものである。08 年 10 月～09 年 3 月期において、世界的な需要が落ち込んだ鉄鋼製品に関わる鉄鉱石、原料炭の伸びはマイナスとなっているが、燃料炭、LNG など景気にあまり左右されないエネルギー関連は落ち込まず、底堅さを見せている。

図表 30 主要鉱物輸出（数量ベース）

	輸出全体(08 年)に 占める割合(%)	増加率 (%)
鉄鉱石	20	▲12
原料炭	21	▲23
一般炭(燃料用)	10	12
LNG	6	22
原油	7	15
金	10	6

(注) 増加率は 08 年 10 月～09 年 3 月期の輸出額合計と前 6 カ月（08 年 4～9 月期）との比較。

(資料) RBA, Statement on Monetary Policy(May, 2009)

09 年の世界経済は、米国をはじめ EU、日本など先進国は軒並みマイナス成長に陥ると予測されている。特に、オーストラリアにとって最大の輸出先である日本（シェア約 2 割）の経済情勢は厳しさが続いており、その底入れには時間を要するとみられる。こうした環境下、オーストラリアの輸出は全体として伸び悩みを余儀なくされるだろう。ただし、上述の通り、中国向けなど資源関連輸出は比較的底堅いとみられることから、輸出の大幅な落ち込みは回避できる公算である。

(5) 政府部門：財政・金融政策の機動的実施で景気を下支え

政府は、グローバル金融危機に伴う経済失速に対処するため、景気対策に取り組んでいる。08 年 10 月に総額 104 億ドルの緊急景気対策を発表、実施したのに続いて、09 年 2 月には 2 次対策として 4 年間で総額 424 億豪ドルに及ぶ追加対策を発表した（図表 31）。

第一次景気対策は GDP の約 1% に相当する 104 億豪ドルの対策である。対策パッケージは生活者支援が中心であり、高齢者に対する年金支給に 48 億豪ドル、子どもを持つ低・中所得世帯向け給付金支給に 39 億豪ドルがあてられた。また、初回の住宅購入者支援（09 年 6 月まで実施）に 15 億豪ドル、職業訓練に 2.4 億豪ドルが配分された²⁵。

第二次対策では、まず、消費喚起を目的に低・中所得者に対して総額 127 億豪ドルの給付金が 4 月以後、支給されている。内訳は、年収 10 万豪ドル以下の中低所得世帯や、単一

²⁵ 初回住宅購入者は新築で最大 2.4 万豪ドル、中古住宅で 1.4 万豪ドルの支援金を受けることができる。

収入世帯などに最高 950 豪ドル（約 6 万円）の給付金が支給されたほか、就学年齢の子供に対しても、1 人当たり 980 豪ドルが支給されている。

図表 31 財政出動による景気刺激策

(億豪ドル、%)

	対策額	08 年度	09 年度	10 年度
第一次対策 (08 年 10 月発表)	104.4	96.5	7.2	0.7
生活支援給付金	87	79.6	6.7	0.7
自宅購入補助金	15	15	---	---
職業訓練	2.4	1.9	0.5	---
第二次対策 (09 年 2 月発表)	424	128	174	98
中低所得者向け生活給付金	127	110	17	---
インフラ整備投資	288	18	157	98
マレー・ダーリン川流域開発	9	---	---	---
合計 (GDP 比、%)	528.4 (5.1%)	224.5 (2.2%)	181.2 (1.7%)	98.7 (0.9%)

(注) 年度は 7 月から翌年 6 月。第一次対策における年度別配分額はみずほ総研による推計。マレー・ダーリン川流域開発の年度別配分額は不明。また、第二次対策におけるインフラ投資の総額は 11 年度配分額 (16 億豪ドル) が含まれる。

(資料) 幸田 (2009) をもとにみずほ総合研究所作成

また、11 年度までの 4 年間で 288 億豪ドル規模のインフラ整備事業計画も発表された²⁶。これらは教育や保健、交通、住宅関連のインフラ整備に用いられるが、予算配分は 08 年度：18 億豪ドル、09 年度：157 億豪ドル、10 年度 98 億豪ドル、11 年度 16 億豪ドルであり、予算の半分以上を 09 年度に実施する予定である。さらに、ここ数年の早魃でダメージを受けているマレー・ダーリン川流域開発（灌漑施設整備など）に 9 億豪ドルが当てられた²⁷。

政府はこうした財政出動に伴い、今後 4 年間は財政赤字に陥る見通しを示した。08 年度は 225 億豪ドルの赤字 (GDP 比 1.9%)、09 年度は 355 億豪ドルの赤字 (同 2.9%) となる見通しである。もっとも、オーストラリアの財政収支は 97 年度以降、01 年度を除き黒字を維持してきた。このため、政府部門は 05 年以後、資産超の状況にある (08 年 6 月末、429 億豪ドルの資産超)。オーストラリアの場合、一時的な財政赤字化はそれほど大きな問題とならないと考えられる。

◆大幅な利下げによる金融緩和

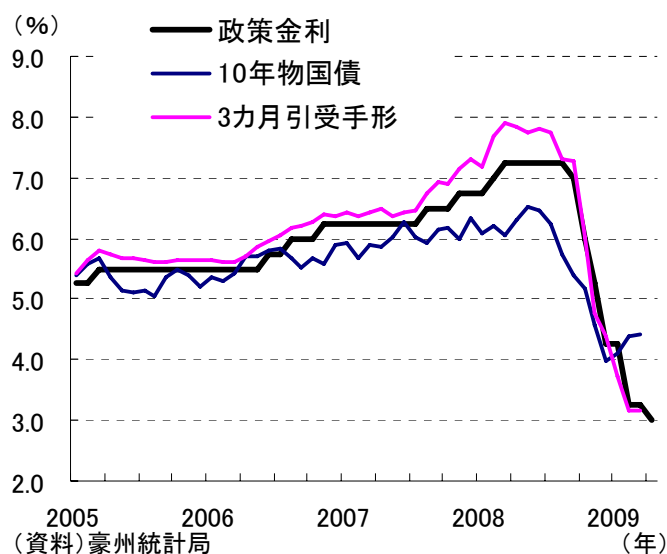
また、金融政策も機動的に実施されている。RBA (連邦準備銀行) は昨年 9 月以後それまでのインフレ抑制姿勢から一転して利下げによる景気刺激姿勢を鮮明にした。9 月に政策金利 (オフィシャル・キャッシュ・レート) を 7.25% から 25bps (ベーシスポイント) 引き

²⁶ 教育や保健、交通、住宅関連のインフラ開発投資に用いられる。

²⁷ 景気対策に伴う財政出動で歳出が拡大する一方、景気後退により歳入の減少は避けられないため、政府自身も 08 年度以後 4 年間は財政収支が赤字に転落する見通しを示している。

下げたのを皮切りに、10月には一気に100bpsの引き下げを実施、その後は50～100bpsの大幅利下げを毎月のように実施した（図表32）。この結果、09年5月までに合計4.25%もの利下げを行い、金利水準は3.00%にまで低下している。4月の金融政策委員会の声明では「これまでの準備銀行の大幅利下げに伴い、市中銀行の貸出金利もかなり低下している。また、足元の国際金融環境には改善の兆しがみられる。しかし、経済は依然として厳しい環境下にあり、当面の金融政策については、財政政策同様に内需を下支えする役割がある」とされており、今後も利下げの可能性を排除しない姿勢が示された。

図表 32 金利



政府は2回にわたる景気対策で、08年度(08年7月～09年6月)に1.0%、09年度は0.75%の成長率押し上げを見込んでいるが、既に12月に支給された給付金は小売り上げを一時的に増加させる効果を発揮した。4月以後、支給された給付金もほぼ同規模であり、相応の効果が見込めるだろう。また、12月の対策で実施された新規住宅取得者支援プログラム(補助金)及び大幅な金融緩和を受けて、09年以後、住宅申請件数、金額共に前年比プラスの伸びとなり、その後も伸びを維持している(3月の住宅申請件数、前月比13.9%、住宅融資金額、同15.4%)。

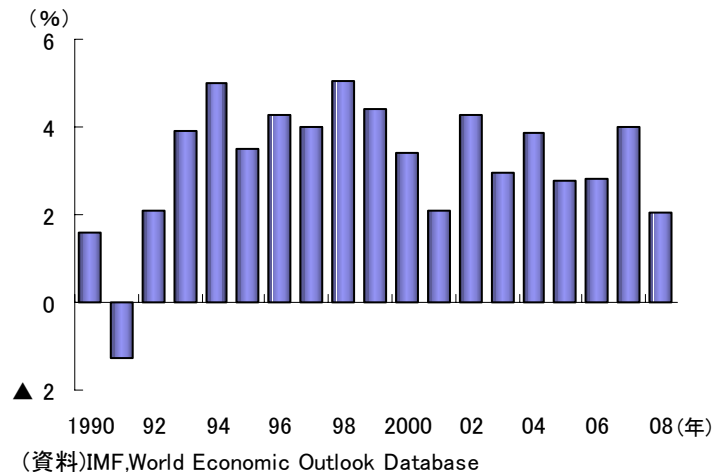
このように、現時点まで政府、RBAが行ってきた一連の政策は、規模並びに機動性という観点から一定の評価を与えることができよう。また、政府及びRBAは経済状況が今後、更に悪化する事態が生じた場合、財政、金融両面から経済失速回避に注力する意向を明確にしている。幸いなことに、財政黒字基調にあった政府部門は追加的対策を実行する上での財政的な余力を有しているといえ、RBAも政策金利の下げ余地がまだある。世界的同時不況下で、オーストラリア経済は外需の落ち込みなど景気下押し圧力を余儀なくされようが、景気失速回避に向けた政府及びRBAの政策対応はその歯止め役として一定の効果を発揮するものと考えられる。

4. 18年ぶりに景気後退入りの公算

(1) 経済は景気後退に陥るか

オーストラリア経済は、90年終盤から91年にかけて景気後退を経験して以来、その後17年間にわたる経済拡大を遂げてきた²⁸（図表33）。しかし、08年10～12月期に実質GDP成長率がマイナスを記録したことで18年ぶりに景気後退に直面する可能性が高まっている。

図表33 実質GDP成長率



リセッション (Recession)、その和訳である景気後退とは、景気循環局面のうち景気が下降している状態を指す。また、景気後退局面において、より状態が悪いものを「不況 (不景気)」、さらに深刻な状態が「恐慌」とされる。景気後退をどのように捉えるかはさまざまであり、例えば、NBER(全米経済研究所)は「重要な経済活動の衰退が経済全体に広がり、それが数カ月以上続いている時期」としている²⁹。このため、巷間、景気後退局面入りを「実質GDPが対前期比で2四半期連続して減少したとき」とされることが多いが、必ずしも厳密な定義ではなく一つの目安にすぎない。オーストラリアにおいても、景気後退期をどのように定義するかは明確ではない。ここでは、いくつかの側面からオーストラリア経済が景気後退に陥ったかを検討する。

a.実質GDP

まず、景気後退局面入りの目安とされることが多い「実質GDPが対前期比で2四半期連続して減少する」可能性についてみる。

オーストラリア経済は08年10～12月期、マイナス成長に陥ったが、3章で検討した通り、

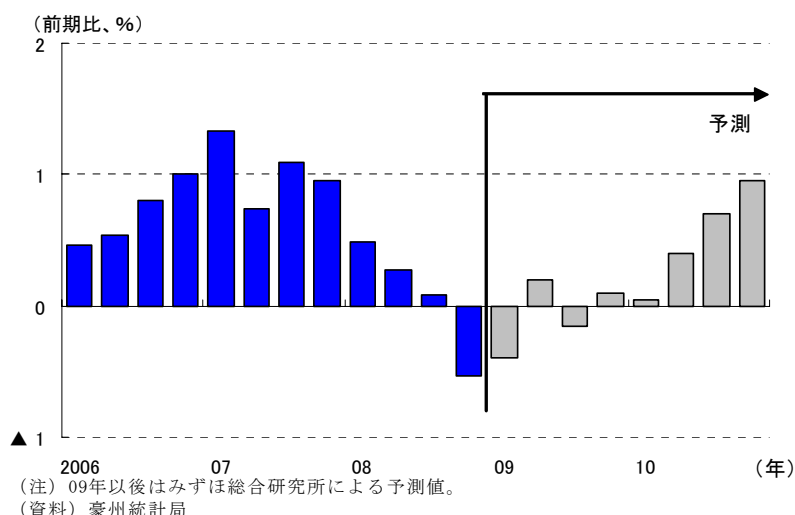
²⁸ IMF(2006)など国際機関は、オーストラリア経済が1992年以後長期にわたって拡大しているとみる。しかし、シドニー・オリンピック終了や消費税導入などによる内需不振から、00年10～12月期にマイナス成長を記録した時期に、景気拡大がストップしたとする見方もある。

²⁹ 日本の場合はDI(景気動向指数)を見て総合的に判断している。通常、DIが50%を割るのが景気後退の目安とされる。

09年1～3月期についても、輸出が全体でマイナス成長となり、生産、投資の落ち込みが継続していることを勘案すると、マイナス成長と公表される公算が大きい。すなわち、オーストラリア経済は対前期比で2四半期連続のマイナス成長となる見通しであり、08年10～12月期に景気後退局面入りした可能性が高い（図表34）。

政府や中央銀行は、前述の通り、景気失速を回避するため、財政・金融両面から内需喚起を図っている。特に、4～6月期は大規模な給付金（総額127億豪ドル）支給による消費の盛り上がりが見込めるため、4～6月期の実質GDPは前期比ベースで3四半期ぶりにプラス成長になるとみられる。もっとも、世界経済の早期の回復が見込めない中、資源セクターを起点とする雇用・所得調整が経済全体に波及する過程で、個人消費を中心に内需の伸びは抑制的なものとならざるを得ないだろう。従って、09年後半の経済は、外需落ち込み、雇用調整本格化による景気下押し圧力と、公共投資執行など公需による押し上げ効果が入り混じる展開となる。世界経済は10年半ば頃に緩慢ながらも回復基調を取り戻すとみられるが、それまではオーストラリア経済も回復力の乏しい展開が続くだろう。

図表34 実質GDP成長率予測



b.実質GDI

オーストラリア経済の動向を見る場合、実質GDPよりも実質GDI（国内総所得）で把握した方が適切との見方がある。資源や農産品など一次産品を主要輸出品とする同国においては、一次産品価格の変化の影響が交易利得（損失）の形で反映される国内総所得の方がよりオーストラリアの経済実態を表しているとの考え方からである³⁰。

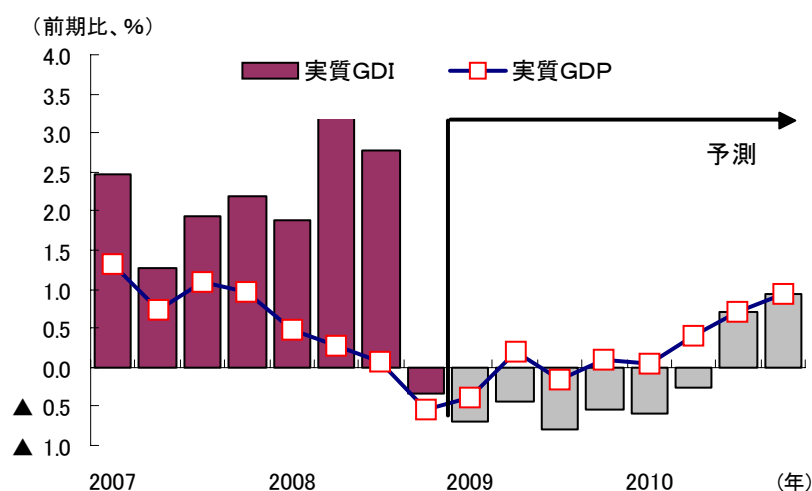
昨年後半以後、資源価格は大幅に下落しており、これを受けてオーストラリアの交易条件も悪化傾向を辿るものとみられる（従って、交易利得は減少傾向で推移）。ここで、交易条

³⁰ 実質GDIの考え方については2章で検討した通りである。

件が10年半ばにかけて06年程度の水準にまで戻ると想定して、実質GDIの推移を予測した。

実質GDIは08年半ばまで実質GDPを上回る成長を遂げてきたが、08年終盤以後は交易条件悪化の影響を受けて、逆に落ち込み幅がきつくなる。交易条件の悪化は10年の半ばまで続くとみられるため、経済はGDIベースで見た場合、10年半ばまでマイナス成長が続くことが予測される（図表35）。

図表35 実質GDP、実質GDI成長率予測



(注) 2009年以後はみずほ総合研究所による予測値
(資料) 豪州統計局、みずほ総合研究所

c. 失業率

オーストラリアでは、伝統的に、景気後退局面を「1年間程度で失業率が1.5%PT程度上昇した場合」と捉えてきた。この尺度は、失業の増加という景気の実感に基づくものであり、皆が「景気後退期」を認識しやすい指標といえるだろう。簡便な方法を用いて失業率の動向を予測すると以下のようなになる。

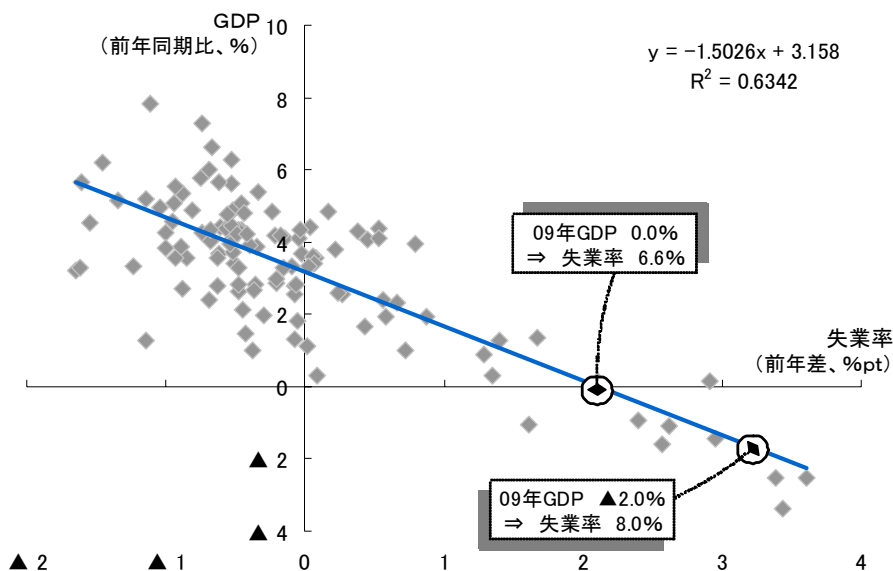
失業率とGDP成長率の間には一定の関係が見出される。これは、産出量(GDP)の伸びが潜在成長率を上回れば、失業率は低下し、それが潜在成長率を下回れば失業率は上昇するというものである。オーカンの法則と呼ばれるこの関係に基づき推計式を計測したとき、推計値では、Y切片が潜在成長率を表す。

このオーカンの法則に基づき、オーストラリアの経済成長率と失業率の関係を推計した(図表36)。その結果、オーストラリア経済の潜在成長率は3.1%前後であると推定される。また、この法則に従えば、09年のGDP成長率が仮に▲2.0%程度のマイナス成長に陥った場合、失業率は8.0%にまで悪化することになる。

09年の実質GDP成長率は全体としてマイナス成長になると予測されるが、仮にゼロ成長であっても、失業率は6.6%程度まで上昇するとみられる。これは、08年末時点から約2%

PT 上昇することを意味する。失業率に基づく尺度で考えても、オーストラリア経済は景気後退に陥ったとみられる。

図表 36 オーカンの法則に基づく失業率の推計



(注) 1.オーカンの法則は産出量の伸びが潜在的成長率を上回ると失業率は低下し、それが潜在成長率を下回ると失業率は上昇するというもの。推計値では、Y切片が潜在成長率を表す。
 2.計測期間は1980年1～3月期から2008年10～12月期。失業率は前年同期差(%pt)。
 (資料) 豪州統計局、みずほ総合研究所

(2) 18年ぶりに景気後退入りするも谷は浅い

17年もの長きにわたる景気拡大期が続いたオーストラリア経済だが、08年10～12月期に景気後退入りしたとみられる。

09年の世界経済は、米国をはじめEU、日本など先進国が軒並みマイナス成長に陥るとみられる上、新興国経済についても大幅な成長率低下を余儀なくされる見通しである。未曾有ともいえる世界経済の需要収縮を受けて、オーストラリア経済もマイナスのインパクトを相当程度覚悟しなければならない。これまで成長をけん引してきた資源関連セクターは、資源価格急落、需要減少を受けて、すでに投資抑制、雇用調整の動きを強めている。外需の落ち込みとともに、資源関連セクターを起点とする雇用・所得調整が今後、経済全体に波及する過程で、景気は大きく下押しされ、個人消費を中心に内需も伸び悩みを余儀なくされるだろう。

「100年に一度」と形容される世界同時不況の最中であって、09年のオーストラリア経済は外需の大幅な落ち込みに伴う景気下押し圧力を受けて、通年ベースでマイナス成長に陥るとみられる(図表37)。ただし、オーストラリアの場合、金融危機に陥った欧米諸国と異なり金融面からの調整圧力は限定的であり、欧米のように金融部門と実体経済が連鎖的に悪

化する状況は考えづらい。また、政府は、2度にわたり総額525億豪ドルにのぼる景気対策を実施、RBAも08年9月以降、6回にわたり計4.25%もの利下げを行うなど、財政・金融両面から景気失速回避が図られている。さらに、主要輸出先である中国では鉄鋼などの資材生産が回復基調となっており、鉄鉱石などの資源輸出に復調の兆しがでてきた。このような状況を踏まえると、09年のオーストラリア経済はマイナス成長となるものの、大幅なマイナス成長を記録する他の先進国に比べれば、落ち込み幅は軽微にとどまる公算である。

図表 37 主要先進国の実質GDP成長率予測

	2007年 (実績)	2008年 (実績)	2009年 (予測)	2010年 (予測)
オーストラリア	4.0	2.1	▲0.6	1.0
米国	2.0	1.1	▲2.7	1.2
ユーロ圏	2.6	0.7	▲4.3	0.2
日本	2.4	▲0.7	▲6.9	1.0

(注) 予測はみずほ総合研究所による(09年5月予測)。

(資料) IMF、みずほ総合研究所

以上

【参考文献】

- ABARE(2009), "Australian commodities," Volume 16, Number 1, 2009, March quarter 2009,
- Edward E. Leamer(2008), "What's A Recession, Anyway?," *NBER Working Paper* No. 14221
- Glenn Stevens(2009), "The Road to Recovery," Address to the Australian Institute of Company Directors, April 2009
- IMF(2006), "Australia: 2006 Article IV Consultation—Staff Report; and Public Information Notice on the Executive Board Discussion," *IMF Country Report* No. 06/374, October 2006
- (2009), "Crisis and Recovery Chapter 3. From Recession to Recovery: How Soon and How Strong?" *World Economic Outlook*, April 2009
- Reserve Bank of Australia (2007), *Financial Stability Review*, September 2007
- (2009), "Statement of Monetary Policy," May 2009
- The Treasury of Australia (2009), "Economic Roundup Issue 1, 2009," March 2009
- 幸田円(2009)、「総合評価レポート：オーストラリア（2008年度下期）」（2009年2月24日号）、国際金融情報センター
- 鈴木豪、野口達也(2008)、「バブル崩壊で原油・鉱物はここまで下がる、激変する資源価格」（『週刊ダイヤモンド』2008年11月15日号）、ダイヤモンド社
- 原田富雄（2009）、「豪州資源分野への中国の投資動向とその戦略について」（『金属資源レポート』2009年3月号）、石油天然ガス・金属鉱物資源機構
- 日本総合研究所（2008）、「豪州住宅価格の行方と景気へのインパクト」（『日本総研リサーチ・アイ』2008年8月28日号）
- 松尾和成(2009)、「オーストラリア：金融危機への対応策」（『立法情報』2009年1月）、国立国会図書館
- みずほ総合研究所（2009）、「グローバル金融危機とアジア経済世界金融危機とアジア経済～資本フロー・貿易の縮小を通じた影響と各国・地域の政策対応～」（『みずほレポート』2009年4月6日号）
- 泰松真也(2008)、「交易条件の悪化と経済動向」（『みずほレポート』2008年7月28日号）、みずほ総合研究所