

2022. 8 No.124

三井住友信託銀行

調査月報



SUMITOMO MITSUI
TRUST BANK

時論

「円安悪玉論」の誤解と本質.....1

経済の動き

高インフレに対峙する米国金融政策

～景気配慮の金融引締めではインフレ抑制効果は限定的～.....3

労働党新政権はオーストラリア経済を変えるのか.....10

時論

「円安悪玉論」の誤解と本質

対ドルで24年ぶりの安値となった為替円安が諸悪の根源扱いされている。数年前までは為替の悪役と言えば専ら円高であったが、様変わりである。

すなわち、①円安は資源価格の上昇と相まって輸入物価を押し上げ、②構造的に輸出が伸びにくくなっている中、輸入金額ばかり膨らませて貿易収支を赤字化させ、③交易条件を悪化させて国内所得を流出させ、④そうした動きが更なる円安を促し、⑤日米インフレ率格差が日米金利格差を拡大させ、円安は長期化する—という「円安悪玉論」「円安と貿易赤字のスパイラル論」「円安不可避論」が唱えられ、さらには円安をもたらし、放置しているとして、超金融緩和スタンスを変えない日銀も批判されている。

こうした「円安悪玉論」等は全くの間違いではないが、オーソドックスな理論と諸データから検討すると、その理解はやや不正確であり、本質的でもないのではないかと。

第1に、円安は輸入物価急騰の一因ではあるが、主因は資源価格の高騰である。

これは、①輸入品の国際市況の変動、②為替の変動—の両者の影響が反映される「円ベースの輸入物価」と、①のみが反映される「契約通貨ベースの輸入物価」の差異から判断でき、円ベースの輸入物価上昇の約7割は資源価格の高騰によるものであり、円安の寄与度は3割程度に止まっている。

円安は資源価格高騰と時期が重なったために、実態以上に輸入物価を押し上げる“共犯者”扱いされたと言える。アベノミクス前半(2013～2016年)も為替円安により輸入物価は相応に上昇したが、この時期は資源価格が落ち着いて推移したためか、デフレ脱却が最優先課題だったためか、今日ほど円安が悪玉視されることはなかった。

円安が輸入物価上昇の主因として悪玉視されるかどうかは資源価格の騰落次第のようであり、資源価格が高止まりすれども上昇ピッチが鈍化すれば、円安悪玉論も徐々に沈静化するのではないかと。

第2に、輸出数量は構造的には伸びにくくなっていることは確かであるが、輸出金額が増加し(足元でも前年比+15%前後増加)、貿易赤字は頭打ちから縮小に向かうことは十分あり得る。

円安になれば、多少なりとも輸出品のドル建て価格は低下するので価格競争力は増し、円建て価格は上昇する。このため、円安当初は輸入物価の上昇幅が輸出物価を上回るため貿易収支は赤字化方向に進むが、やがて数量・価格両面から輸出金額の増勢が増す。一方、輸入金額は輸入数量の頭打ちにより増勢は鈍化する。このため貿易収支は黒字化方向に向かう。いわゆる円安のJカーブ効果である。

これまでは円安進行が続いたことから、先行する貿易赤字拡大効果が連続かつ累積した。これに資源価格も高騰が加わったため、円安が貿易赤字をもたらした主因とみなされ、悪玉視された。

今後については、コロナ禍、ウクライナ危機、半導体の供給制約等の不透明要因もあるが、世界的には経済活動に再開が進むことから輸出数量も緩やかに増え、Jカーブの貿易黒字拡大効果が徐々に顕在化するだろう。かくして「円安になっても輸出は伸びず、貿易赤字が続く」と決めつける必要はない。

第3に、「円安と貿易赤字のスパイラル」という表現には、「貿易赤字は良くないことだ」との価値判断が窺われるが、貿易収支の表面的な赤字・黒字のよし悪しを論じて意味はなく、その要因・背景を洞察しなければ意味がない。

例えば、輸入数量が輸出数量を上回ることに起因する貿易赤字であっても、輸入によって国内の消費

や生産活動に必要な原材料需要が満たされ、供給制約による物価上昇を抑え、内需も輸出も拡大しているのであれば、貿易赤字には何の問題もない。

今日の日本経済は、輸入物価が原材料を中心に上昇している中、そのコスト上昇分を輸出物価に転嫁し切れず貿易赤字となり、交易条件も悪化して国内所得が流出している。これは良くない姿である。だがそもそも日本の交易条件は長期的に低下傾向にあり、昨日今日始まったことではない。為替が変動する中であっても交易条件がほとんど変わらない米国・ドイツとは対照的な姿である。

従って、円安と結び付けて問題視すべきは貿易赤字そのものでも交易条件でもなく、円安になると交易条件の悪化を招く日本のグローバル競争力・付加価値創出力の低下であろう。

第4に、日米のインフレ率格差を背景とした日米金利格差により、円安は長期化するとロジックはもっともらしく聞こえるが、「良いとこ取り」の面がある。日米金利格差は確かに円安要因だが、日米インフレ率格差単独では円高要因となる筋合いにある。長期的な為替相場の趨勢を規定する購買力平価の理論では、インフレ率の低い国の通貨が高くなるためである。

日米の現状をみると、消費者物価上昇率は米国が日本を大きく上回っているばかりか、米国では「賃金と物価のスパイラル」という質の悪い国内産インフレが発生している。これは国内産インフレの動向を表すGDPデフレーターをみると、米国は加速の一途を辿り、2022年1-3月期では前年比+6.9%の大幅上昇となっていることから窺われる。インフレという点では、表面上の数字だけでなく、その中身も米国のほうが日本より深刻な状況であり、この点からみれば明らかな円高ドル安要因が存在していることになる。

だが市場では、日米インフレ率格差は金利格差をもたらず円安要因としてのみ材料視され、円高要因としてはほとんど無視されている。なぜこのような「良いとこ取り(悪いとこ取り?)」の動きとなっているのか。

おそらくは、米国より安定した日本のインフレ率は、日本経済の好パフォーマンスの結果ではなく、デフレからやっと脱却できた程度の日本経済の低成長、低生産性の表れとみられているためではないか。

円安の要因は「日米の金利格差に加え、インフレ率格差が円高要因にならないほど日本経済の成長への期待・信頼が低い」と説明すべきであろう。

以上のことからみて、円安悪玉論は徐々に沈静化し、円安と貿易赤字のスパイラル懸念も懸念に終わるとみられる。だが、円安の根底に日本経済の成長力、競争力、付加価値創造力の低下があるとすれば、円高基調への早期転換は見込み難いのではないか。

この見立てが妥当であれば、輸入物価高騰や貿易赤字拡大の主因として円安を挙げ、円安をもたらした張本人として日銀をやり玉にあげ、政策スタンスの大幅変更を迫るのは少々ピント外れであろう。

「円安・円高どちらが得か、どちらを目指すべきか」という議論も建設的ではなからう。「成長力・生産性・競争力が高く、インフレでもデフレでもない物価状況が持続し、財政も健全であり、市場でも信用力が高く評価され、「結果として緩やかな通貨高(日本で言えば円高)が進む」という姿を目指すべきだろう。

円安悪玉論の議論を交わしても、それは日本経済の本質的な問題から目を背けた空しい犯人捜しをしているだけなのかもしれない。

(専門理事 調査部主管 主席研究員 金木 利公)

※ 本レポートは作成時に入手可能なデータに基づく情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解ではありません。ご質問等はchosainfo@smtbjpまでご連絡ください。

高インフレに対峙する米国金融政策

～景気配慮の金融引締めではインフレ抑制効果は限定的～

<要旨>

米国のインフレ率(CPI)は、2022年6月に前年比+9.1%に達した。FRBが高インフレに対峙し、インフレ抑制を優先させた金融引締めを実施するのは、1980年代前半のボルカー議長時代以来となる。FRBは景気に配慮する姿勢も滲ませるが、果たしてインフレ抑制と失業率を限定的な上昇に留めることは両立可能なのだろうか。

ボルカー議長時代のFRBは、10%を超えるインフレ率に対して、金利が15～20%程度まで上昇するほどの厳しい金融引締めを実施した。その結果、失業率が10%を超えるほどの景気悪化を経て、インフレ率を低下させた。この間、期待インフレ率も現実のインフレ率に伴って上昇し、大幅な失業率の悪化を以ってしても、インフレ抑制には3年程度の時間を要した。

時系列分析の結果によれば、失業率の上昇がインフレ率を低下させる効果はそれほど大きくはない。また期待インフレ率の上昇は、インフレ率を長期に亘って押し上げる。

FRBが6月FOMCにおける見通しで示した4.0%台前半程度への失業率の上昇では、インフレ抑制効果は限定的である。そのため、先行きのインフレ率は、金融政策の及ばないコモディティ価格や供給制約など供給側の要因に左右される度合いが大きくなる。今後、労働参加率がコロナ禍前に戻らず労働需給のひっ迫が続く中、エネルギー・食料を除くコアCPIを構成する広範な財・サービスの価格上昇が加速し、FRBが目標とする2.0%まで短期でインフレ率を低下させることが出来ない可能性がある。

1. はじめに

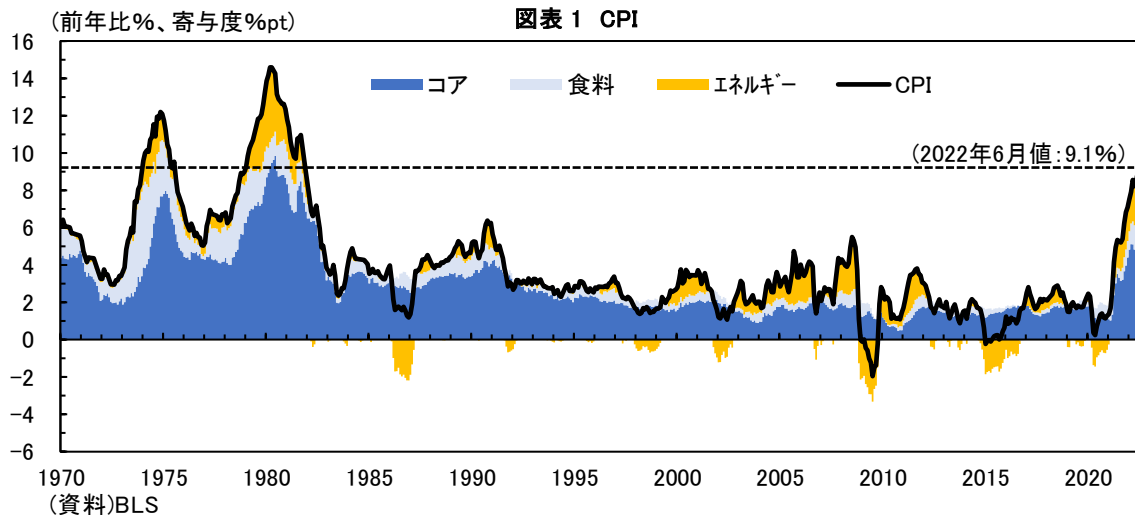
米国のインフレ率(CPI)は、2022年6月時点で前年比+9.1%と1980年代以来の水準まで高まっている(次頁図表1)。足下、ピークアウトの時期を探る見方もあるが、FRBがインフレターゲット¹とする2%からは大幅に乖離する水準となった。FOMCの声明では、2021年11月時点までインフレ率の高まりは一時的要因(transitory factors)によると判断されていたものの、2021年末以降はインフレへの警戒を強めていき、2022年3月の利上げ開始以降も、金融引締めペースを加速させてきている。6月FOMCのSEP(Summary of Economic Projections)では、政策金利(FFレート)が長期水準2.5%を上回る水準(2022年末3.4%、2023年末3.8%)まで引き上げられ、失業率は長期水準4.0%を上回る水準(2024年末4.1%)まで上昇するとの見通しが示された。

FRBのインフレ抑制を優先させる金融引締め姿勢を背景に、金融市場を中心として景気後退懸念が高まっている。パウエル議長は、6月22日の議会証言にて、無条件(unconditional)でインフレ抑制に取り組む姿勢を示しつつ、景気後退(失業率の上昇)の可能性のあることにも言及した。加えて、インフレはFRBがコントロールできない要因にも左右されるため、インフレ率を目標とする

¹ インフレターゲットの対象とされるのは、PCEPI(the price index for personal consumption expenditures)であるものの、公表時期の早さなどから一般には消費者物価指数(CPI)の注目度が高い。

2.0%へ低下させながら、景気後退も回避させるソフトランディングは難しいとの見解を示した。

しかし、SEP やパウエル議長が示唆する失業率の上昇は、歴史的な低水準となっている足下の3.6%から4.0%程度への上昇である。果たしてインフレ抑制と限定的な失業率の上昇は両立可能なのだろうか。本稿では、高まったインフレ率を目標とする水準に低下させるインフレ抑制政策の理論的枠組みを確認しつつ、FRB が高インフレと対峙した歴史、時系列分析が示唆する失業率とインフレ率の関係、米国インフレの先行きについて考察したい。



2. インフレ抑制政策の枠組み

インフレ率は、教科書的には①期待インフレ率と、②(現実の)失業率と自然失業率の乖離幅、によって決定される²。自然失業率とは、現実のインフレ率が期待インフレ率に等しくなるような失業率、また一定の仮定の下でインフレ率を一定にする失業率となる。インフレ抑制政策において、高まったインフレ率を低下させようとするれば、期待インフレ率を低下させるか、失業率を自然失業率よりも高めるか、もしくはその組み合わせを考える必要がある。

仮に、インフレ抑制に対するFRBへの信認(credibility)が高ければ、FRBのインフレ抑制を優先させた金融引締め姿勢に反応して期待インフレ率は低下し、大幅な失業率の上昇を伴わなくてもインフレ抑制に成功する可能性がある。FRBが、実際に利上げをするかどうかは別にして、ドットチャートなどで長期水準を上回るような政策金利見通しを提示し、パウエル議長が議会証言などでインフレ抑制を優先させる姿勢を示す背景には、そのような事情もあろう。

しかし、インフレ抑制に対するFRBへの信認が低く、期待インフレ率が現実のインフレ率に左右される(適応的な期待形成)度合いが強ければ、FRBが金融引締め姿勢を鮮明にしても期待インフレ率は思ったほど下がらない。その場合には、実際に厳しい金融引締めによって景気を悪化させ、失業率を大幅に高めなければ、短期間でインフレ率を目標とする2.0%まで低下させることは出来ない。そのため、FRBは期待インフレ率が2.0%のアンカーを外れていないかを注視する。

² インフレ率、期待インフレ率、失業率の関係について、下記の枠組みを想定している。

$$\pi_t = \pi_t^e - \alpha(u_t - u_n)$$

但し、 π_t はt期のインフレ率、 π_t^e はt期の期待インフレ率、 u_t はt期の失業率、 u_n は自然失業率、 α は失業率がインフレ率に及ぼす効果を表す。

3. 多大な犠牲を伴ったボルカー議長時代のインフレ退治

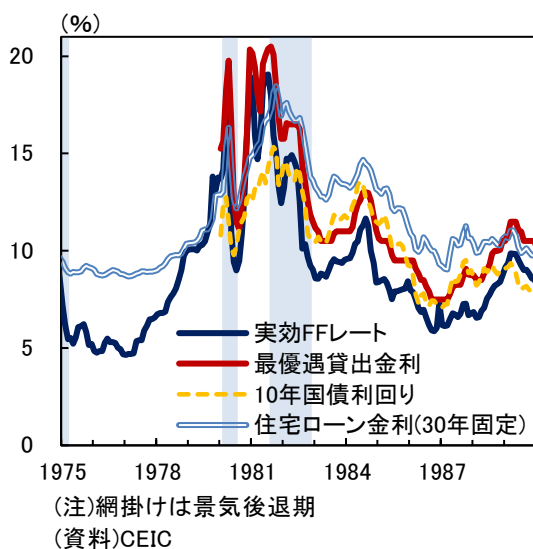
ここで、FRB が実際に高インフレに対峙し、景気よりもインフレ抑制を優先させた金融引締めに取り組んだ過去を振り返りたい。1977年の連邦準備改革法によって、FRBには「雇用の最大化」と「物価の安定」という使命(いわゆるデュアルマニデート³)が課された。そして、1970年代における2度の石油危機などを背景に10%を超える高インフレに悩まされた米国において、1979年8月に就任したボルカー議長の下、インフレ抑制を目的とした厳しい金融引締め政策が実施された。

ボルカー議長は、就任早々に利上げに踏み切ったうえ、通貨供給量(マネーサプライ)の拡大抑制を管理目標とし、銀行に対して追加の準備預金積み上げを要求した他、投機的な融資の打ち切り要請などを実施した⁴。その結果、短期金利(FFレート)は市場に委ねられ、1980年～1982年にかけて住宅ローン金利や最優遇貸出金利など金利水準は15～20%程度まで上昇した(図表2)。

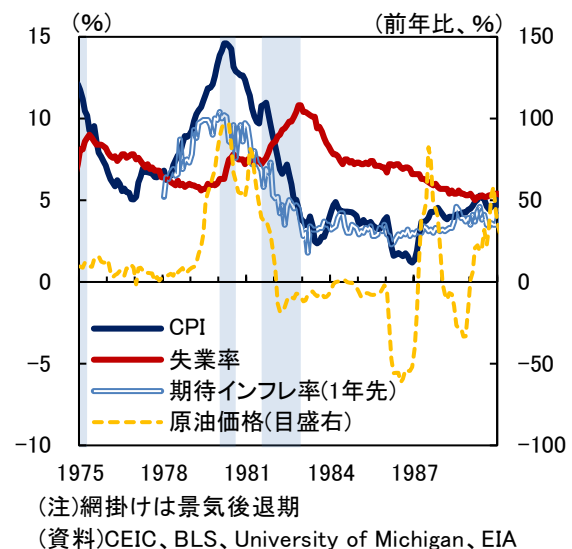
激しい金利上昇を受けて、1980年前半には景気後退入りし、その後1982年になって漸くCPIは10%を下回り、7月には金融緩和へと政策の方向性が転換された。この間、期待インフレ率は一時10%程度まで上昇した他、失業率は1982年後半に10%超まで上昇した(図表3)。

FRBは、ボルカー議長就任後から厳しい金融引締めによってインフレ抑制に取り組む姿勢を明確に打ち出していたと推察されるが、期待インフレ率は現実のインフレ率(CPI)の動きに概ね連動して変動し、原油価格が下落に転じた後も低位で安定するまでには時間を要した。金融政策への信認を得ることの難しさが窺われる。結果として、インフレ率は原油価格の伸び率と時期を同じくしてピークアウトしたものの、インフレ率を低位安定させるまでには失業率の大幅悪化という多大な犠牲を払い、インフレ抑制には3年近くを要した。期待インフレ率が大幅に上昇し、高インフレ時期が長く続くと、容易にはインフレ抑制を果たすことは出来ず、景気後退(失業率の上昇)のインフレ抑制効果も期待するほど大きくないことが示唆される。

図表2 金利水準



図表3 CPI・期待インフレ率・失業率・原油価格



³ 実際には、「安定した長期金利」という第3の目標もあるが、インフレ率を低く抑えることが、結果的に長期金利を安定させることに繋がることから、「物価の安定」に含めて語られることが一般的となっている。

⁴ 1980年3月にマネーサプライの急減が発生したことから、一時金融緩和に動く局面もあったが、マネーサプライが再び増加に転じたことから9月には再び金融引締めに向いている。

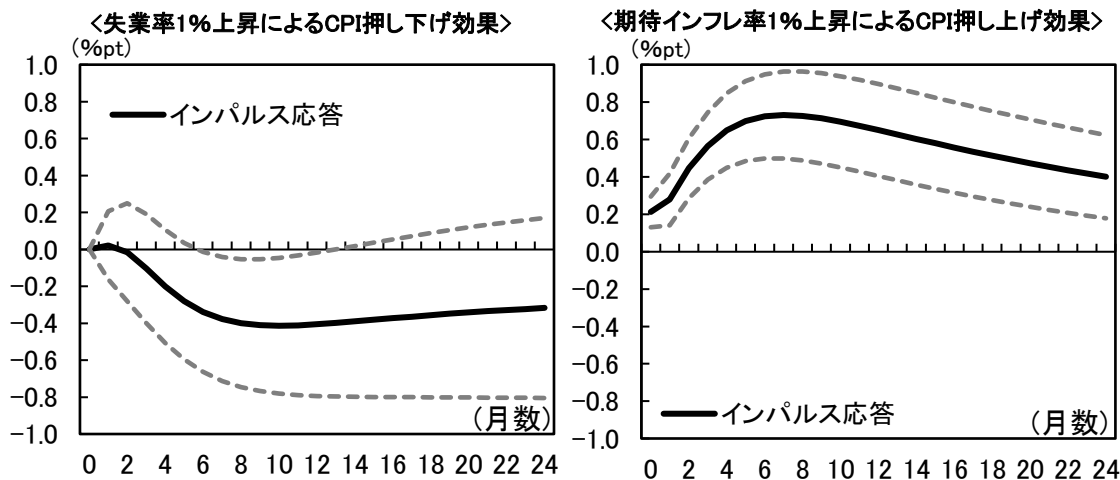
4. 時系列分析からのインプリケーション

ここで、失業率の上昇によるインフレ率の押し下げ効果や、期待インフレ率が上昇した際のインフレ率への影響、期待インフレ率の決定要因について、時系列分析の手法でも確認したい。①期待インフレ率、②CPI、③コモディティ価格、④失業率、⑤3ヵ月物財務省証券(T-Bill)、⑥原油価格急騰ダミーの6変数による構造型VARモデルを推計した(詳細は補論参照)。

ある変数へのショックがどのようにモデルの各変数に波及するかをインパルス応答で確認すると、失業率の1%上昇は約半年から1年後のCPIを有意に押し下げ、その効果は▲0.4%pt程度となる(図表4)。但し、1年先以降については、失業率のCPIを押し下げる効果は有意ではない。

また期待インフレ率の1%上昇は、CPIを有意に押し上げる。その効果は、約半年後に+0.7%pt程度と最大になり、徐々に減衰していくものの、2年先においても完全には無くならず、持続的にCPIを押し上げる。

図表4 失業率・期待インフレ率へのショックによるCPIへの影響

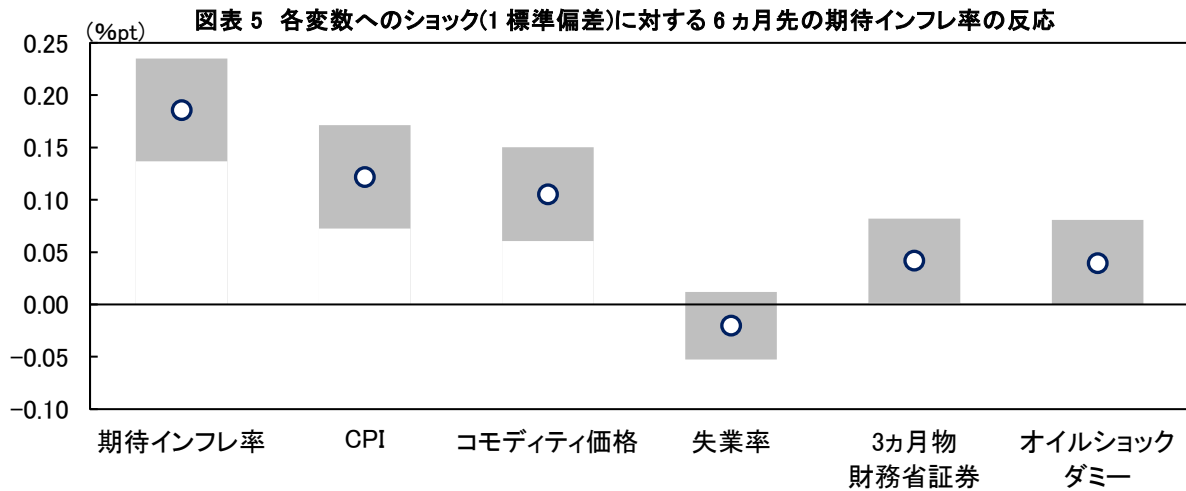


(注)期待インフレ率、CPI、コモディティ価格、失業率、3ヵ月物財務省証券、原油価格急騰ダミーの6変数による構造型VAR(ショックの識別は上記順のコレスキー分解)。次数はSICに従い2期。破線は95%信頼区間。サンプルは1979年8月～2019年12月まで。
(資料)調査部による推計

加えて、期待インフレ率の決定要因について確認したのが次頁図表5である。各変数へのショック(1標準偏差)に対する6ヵ月先の期待インフレ率のインパルス応答を比較した。期待インフレ率自身へのショックの影響が最も大きく⁵、それに次いで現実のCPIやコモディティ価格の上昇が期待インフレ率を押し上げる効果が大きい結果となった。

なお金融政策の動きを捉えるための3ヵ月物財務省証券は、期待インフレ率に対してプラスの効果を示しており、金融引締めが期待インフレ率を押し下げるといふ金融政策の意図する方向とは矛盾する結果となった。1980年代後半以降、比較的安定した物価情勢が続く中、景気拡大と並行して利上げが実施されてきたことから、理論にて想定されるような金融引締めの効果をモデルにて捉えられなかった可能性が考えられる。

⁵ 期待インフレ率自身へのショックの影響には、本稿モデルに含まれていない変数の影響も含まれる。

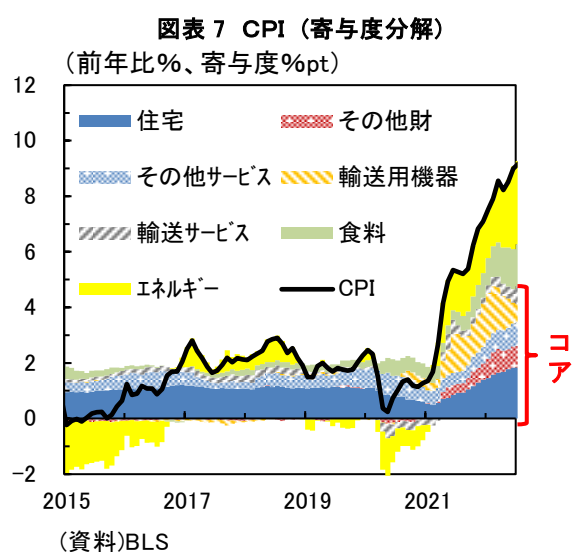
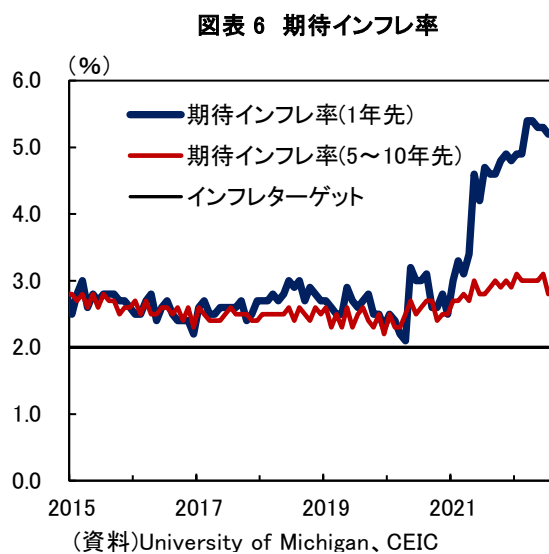


(注)推計モデルは図表4に同じ。図中の灰色ボックスは95%信頼区間。
 (資料)調査部による推計

以上の時系列分析の結果をまとめると、失業率の上昇は約半年から1年後のインフレ率を有意に押し下げるものの、その効果は大きくはない。また期待インフレ率の上昇は、有意にインフレ率を押し上げ、その効果は約半年後に最大となる上に2年先でも持続する。加えて、期待インフレ率には、現実のCPIやコモディティ価格の影響が大きい。

5. 米国インフレの先行き – 高インフレのまま失業率が上昇か –

本稿での分析を踏まえて、米国インフレの先行きについて展望したい。2022年3月より利上げが開始されたが、足下の期待インフレ率は2.0%の水準から乖離し高止まりしている(図表6)。また6月の失業率は3.6%と、米国の労働市場は依然として堅調であり、雇用ひっ迫は引き続きインフレ圧力となっている。現時点では、3月に開始された利上げは、米国の労働需給の緩和にもほとんど影響を与えていない。



パウエル議長は、インフレ抑制を優先させながらも、景気に配慮する姿勢も滲ませている。ボルカー議長時代の経験や時系列分析の結果を踏まえると、6月FOMCのSEPで示された4.0%台前半程度への失業率の上昇では、インフレ率を低下させる効果は限定的とみられる。

そのため、米国インフレの先行きは、コモディティ価格や供給制約など金融政策の及ばない供給側の要因に左右される割合が大きいと言えよう。原油価格は高止まりしているものの、一段の上昇が無ければ、エネルギーや食料の価格上昇による押し上げ効果は剥落し、いずれインフレ率(CPI)はピークアウトしよう(前頁図表7)。

但し、CPIのコア部分について、原油価格や供給制約の影響を受けて寄与を高めた輸送サービスや輸送用機器を除くと、広範な項目(住宅・その他財・その他サービス)について引き続き寄与を高めつつある。今後、労働参加率がコロナ禍前に戻らず労働需給のひっ迫が続く中、賃金上昇に伴ってコア部分のインフレ率が高まっていき、6月FOMCのSEPにおいて想定が置かれる2024年までに2.0%付近までインフレ率を低下させることは出来ない可能性がある。FRBの金融引締めによるインフレ抑制効果に過度な期待を持つことはできない。

(調査部 シニアエコノミスト 岩橋 淳樹)

＜補論：構造型 VAR モデルを用いた分析＞

本稿にて、失業率の上昇によるインフレ率の押下げ効果や、期待インフレ率の上昇によるインフレ率の押し上げ効果、期待インフレ率の決定要因について分析した構造型 VAR モデルの詳細は図表 8 に示す通りである。変数選択においては、「Yash P. Mehra and Christopher Herrington, 2008. “On the sources of Movements in Inflation Expectations: A Few insights from a VAR Model.” FRB Richmond Economic Quarterly, Vol. 94, No.2, Spring 2008, pp.121-146.」を参考資料とした。参考資料では期待インフレ率として Livingston survey(半年調査)を用いているが、より頻度の高いデータでの波及パスを確認するため、ミシガン大学の Surveys of Consumers(月次調査)の結果を用いた。また金融政策ではより長期の期待インフレ率が重視されるが、1980 年代のサンプルを確保するため、1 年先の期待インフレ率を用いた。

図表 8 推計モデルの説明

推計モデルの概要			
①期待インフレ率、②CPI、③コモディティ価格、④失業率、⑤3ヵ月物米国財務省証券、⑥オイルショックダミーの6変数(月次データ)からなる構造型VARを推計。ショックの識別は上記順のコレスキー分解(再帰的構造の仮定)による。サンプル期間は1979年8月から2019年12月まで。SICに従いラグ次数は2期。			
使用データ	加工・処理	出所	備考
① 期待インフレ率(1年先)	—	University of Michigan	—
② CPI	—	Bureau of Labor Statistics	—
③ コモディティ価格	対数変換	Commodity Research Bureau	—
④ 失業率	—	Bureau of Labor Statistics	—
⑤ 3ヵ月物米国財務省証券	—	Federal Reserve Board	—
⑥ 原油価格急騰ダミー	Hamilton Net Oil Price Increase(3年)	Energy Information Administrationの公表する原油価格より作成	原油価格が過去3年の最大値を上回った際に、その時の上昇率を取り、それ以外の場合にはゼロを取るダミー変数

(注)データは CEIC より取得。

※ 本レポートは作成時に入手可能なデータに基づく情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解ではありません。ご質問等はchosainfo@smtbjpまでご連絡ください。

労働党新政権はオーストラリア経済を 変えるのか

<要旨>

オーストラリア経済は回復基調にある。2022年1-3月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.8%と、2四半期連続で前期比プラスとなった。労働市場も好調であり、6月の失業率は3.5%と1974年以来最も低い水準を記録した。

そうした中、5月21日に行われた連邦議会総選挙では、最大野党・オーストラリア労働党が与党・保守連合を破り、9年ぶりとなる政権交代が実現した。とはいえ、労働党は社会民主主義を掲げつつも中道路線を採用しており、中道右派である保守連合との間のイデオロギー上の違いは大きくない。今回の選挙公約をみても2大政党間で重なるところは多く、新政権の政策は基本的に前政権を踏襲したものになることが想定される。

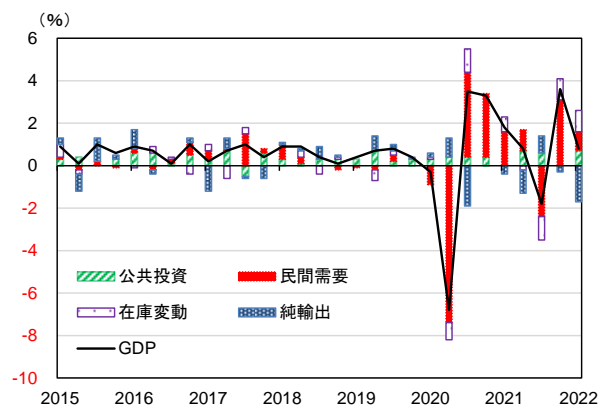
政権交代が同国の経済成長に与える影響については、過去の連邦および州レベルにおける政権交代と経済成長との関係を踏まえると、中立的とみるのが妥当である。

政権交代に伴う政策上の重要な変更点としては、気候変動対策が挙げられる。気候変動対策の推進は、再生可能エネルギー分野の進展や低排出技術の開発を促し、新たな成長産業や雇用機会を創出する可能性がある。

1. オーストラリア経済の現状

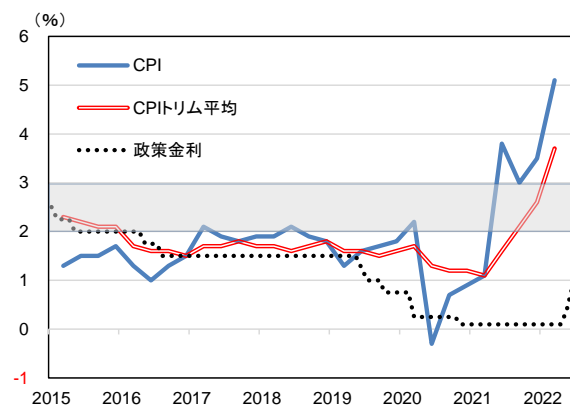
オーストラリア経済は回復基調にある。2022年1-3月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.8%と、鈍化としたとはいえ前期の同+3.6%に続いて2四半期連続で前期比プラスとなった。成長の主な牽引役は、新型コロナウイルス感染症対策の緩和・撤廃などを背景として堅調に推移する民間最終消費である(図表1)。

図表1 実質 GDP 成長率・需要項目別寄与度(前期比)



(資料) オーストラリア統計局(ABS)

図表2 CPI・CPIトリム平均・政策金利



(資料) ABS

景気回復を反映し、労働市場も好調であり、2022年6月の失業率は3.5%と、前月の3.9%を下回り、1974年8月以来最も低い水準を記録した。

一方で、世界的な食料・エネルギー価格の上昇を背景に、同国でもインフレが勢いを増している。直近2022年1-3月期の消費者物価指数(CPI)上昇率は前年同期比+5.1%と前期の同+3.5%から加速し、2001年以来の大幅な伸びとなった。また、オーストラリア準備銀行(RBA、中銀)が重視しているCPI上昇率のトリム平均は同+3.7%と2009年以来の高水準となり、RBAが中期的なインフレ・ターゲットと設定している+2~3%というレンジの上限を上回った(前頁図表2)。

そうした中、5月3日、RBAは11年半ぶりとなる政策金利(オフィシャル・キャッシュレート)の引き上げに踏み切った。続いて6月7日、50bpsの大幅利上げを実施し、さらに7月5日にも50bpsの追加利上げを行った(0.10%→0.35%→0.85%→1.35%)。急激な金利上昇は、膨張を続けてきた住宅ローン債務の返済リスクを高めるとともに、住宅市場には下押し圧力となろう。オーストラリア経済は目下、他の先進国同様、インフレや金利上昇による下振れリスクを抱えている。

2. 9年ぶりの政権交代、労働党政権の発足

(1) 選挙結果

5月21日、オーストラリアでは、コロナ禍以降初となる連邦議会総選挙が行われた。その結果、最大野党・オーストラリア労働党が下院定数151議席中77議席と過半数を獲得して勝利し、一方、与党・保守連合は前回2019年総選挙の77議席から58議席(自由党27議席、クイーンズランド自由国民党21議席、国民党10議席)に後退し敗北した(図表3)。5月23日には労働党のアンソニー・アルバニー・ジー党首が首相に就任し、2013年にラッド労働党政権からアボット保守連合政権に代わって以来、9年ぶりとなる政権交代が実現した。

図表3 2022年連邦下院選挙政党別獲得議席数

	NSW	VIC	QLD	SA	WA	TAS	ACT	NT	合計	前回選挙
オーストラリア労働党	26	24	5	6	9	2	3	2	77	68
保守連合	16	11	21	3	5	2	0	0	58	77
自由党	9	8	0	3	5	2	0	0	27	44
クイーンズランド自由国民党	0	0	21	0	0	0	0	0	21	23
国民党	7	3	0	0	0	0	0	0	10	10
緑の党	0	1	3	0	0	0	0	0	4	1
センター・アライアンス	0	0	0	1	0	0	0	0	1	1
カッター・オーストラリアン党	0	0	1	0	0	0	0	0	1	1
無所属	5	3	0	0	1	1	0	0	10	3
合計	47	39	30	10	15	5	3	2	151	151

(注) NSW: ニューサウスウェールズ州、VIC: ビクトリア州、QLD: クイーンズランド州、SA: サウスオーストラリア州、WA: ウェスタンオーストラリア州、TAS: タスマニア州、ACT: オーストラリア首都特別地域、NT: ノーザンテリトリー
(資料) オーストラリア選挙委員会(AEC)

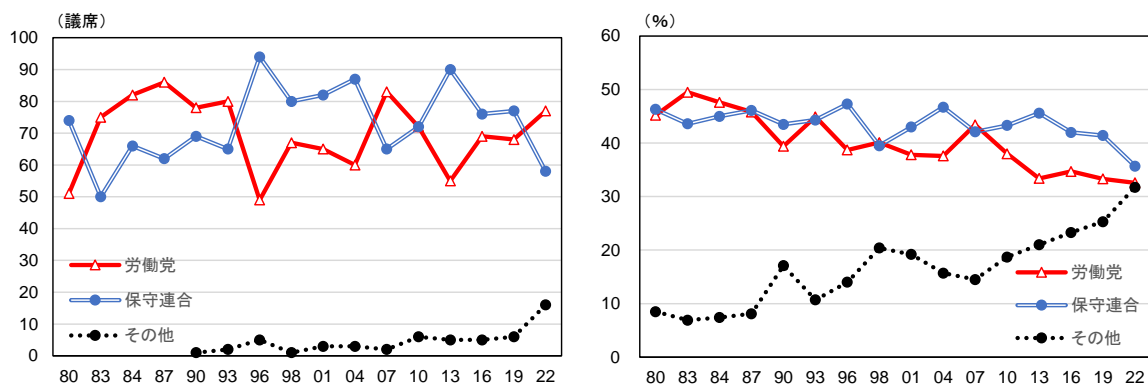
もともと、労働党は議席数こそ過半数を占めたものの、政党別第1選好(first preferences)得票率¹では前回2019年に比べ低下し、保守連合を引き続き下回った。第1選好得票率でみる

¹ 同国の連邦下院総選挙では「優先順位付投票制」が採用されている。これは、投票用紙に記載されたすべての候補者について、有権者が当選させたい順に番号を付して投票するという選挙方式である。ある選挙区において、第1選好順位の候補者の得票数が全体の過半数に達しない場合、得票数が最少だった候補者が排除され、排除された候補者の分の得票は第2選好順位の候補者に割り当てられる。最終的に過半数を得る候補者が出るまでこれが繰り返される。

と今回の選挙で躍進したのは2大政党以外の諸政党であり、無所属を含む「その他」の第1選好得票率は、保守連合および労働党と拮抗している(図表4)。

うち実際に議席獲得に至ったのは、最多でも緑の党の4議席にすぎず、全体で16議席にとどまった。とはいえ、2大政党に対する支持が趨勢的に縮小しつつあることは明らかだった。これは既成政党の枠に収まらない、有権者の政治的価値観の多様化を表したものと見える。

図表4 連邦下院選挙政党別獲得議席数(左)および第1選好得票率(右)



(資料) AEC、The University of Western Australia

(2) 選挙の争点

オーストラリアの主要政党の特徴を端的に捉えると、労働党は労働運動から生まれた中道左派政党、自由党は中道右派政党、クイーンズランド自由国民党はクイーンズランド州の中道地域政党、国民党は地方の利益を代表する保守政党、緑の党は環境主義政党である。このうち自由党とクイーンズランド自由国民党、国民党は政党連合「保守連合」(英語では Coalition)を形成する。

以上のうち保守連合と労働党はオーストラリアの議会政治において、連邦レベルおよび州レベルの双方で2大政党制による政党政治を担い、これまで政権交代を繰り返してきた。とはいえ、労働党は社会民主主義を掲げつつも穏健路線を採用していることから、同党と中道右派で構成される保守連合との間のイデオロギー上の隔たりは大きいものではない。

今回の総選挙における選挙公約をみても、労働党は医療制度の強化、雇用の創出、育児支援、国内製造業の振興を柱としていたのに対し、保守連合の中核をなす自由党の重点項目は、雇用創出、労働者や中小企業の税制支援、医療等への投資、道路インフラの改善、クリーン・エネルギーの強化、防衛・国境・安全保障の強化であり、両党間では政策的に重なるところが多かった。

争点の1つだった対中政策においても違いはみられなかった。中国とソロモン諸島の間の安全保障協定締結について、労働党はモリソン保守連合政権の外交・安保政策上の失策として強く批判したものの、安全保障面における対中強硬路線の維持という点で2大政党は一致していた。前回2019年選挙で「中国寄り」と非難され敗北したこと、また、その後国内で対中感情が悪化していたことを踏まえ、労働党も保守連合同様、対中強硬路線に転じていたことがその背景である。

有権者の側も同様で、2022年5月にシドニー工科大学豪中関係研究院が公表した世論調査「UST:ACRI/BIDA Poll 2022」(同年3月下旬実施)によれば、対中強硬路線に賛同する人の割合は、2019年選挙における保守連合投票者が67%だったのに対し、労働党投票者でも53%にのぼった。つまり、労働党や同党支持者と「親中」を結び付けるのはもはや過去の話となっている。

また、今回の選挙において、労働党は争点を絞り込むことで与党との極端な違いを回避する「スモールターゲット戦略」を採用したが、こうした戦略も2大政党間の主張の違いを小さなものにした。

以上を踏まえると、選挙の勝敗を分けたのは、イデオロギーや公約ではなく、むしろ保守連合政権が長期化したことに対する有権者の「飽き」、換言すると、変化への願望とみるのが妥当と考える。また、前述のとおり、第1選好得票率では保守連合が労働党を上回りながら議席数で逆転されたことは、選挙戦術面における両党間の巧拙も勝敗に一定程度影響したことを示している。

加えていうと、今回の選挙において特徴的だったのは、2大政党以外の得票・議席拡大、特に前回の1議席から今回4議席に伸ばした緑の党の躍進である。このことは同国の有権者の間でも気候変動問題が政治の争点として重視されるようになったことの表れである。気候変動の争点化は、石炭産業を支持基盤とする国民党を抱える保守連合には不利に働く一方、従前から積極的な気候変動対策を掲げてきた労働党に有利に作用したものとみられる。

3. 労働党政権でオーストラリア経済は変わるのか

では、今回の政権交代は、オーストラリアの経済成長に対し、どういった影響を与えうるのか。以下では、過去の政権交代と経済成長率の関係について、政権交代に伴う財政状況の変化を踏まえつつ、連邦レベルおよび州レベルの双方で検証する。

(1) 連邦レベルの政権交代と経済成長率

過去半世紀の連邦政治を振り返ると、同国では7度の政権交代が行われている。この間、最も長く政権を維持したのは1983年3月から96年3月まで13年間続いた労働党政権(ホーク→キーティング)で、次いで1996年3月から2007年12月まで11年間続いた保守連合政権(ハワード)である。これに2013年9月から22年5月まで9年間続いた保守連合政権(アボット→ターンブル→モリソン)が次ぐ(図表5)。

2大政党の財政政策上の基本スタンスを比較すると、2010年代半ばまでは、労働党はケインズ型の財政拡大、保守連合、特に自由党は財政均衡・縮小という方向性が比較

的はっきりしていた。実際、財政収支対GDP比および政府債務対GDP比の推移を政権毎にみると、労働党政権期、特に政権交代後の数年間は財政赤字および政府債務が拡大し、逆に保守連合政権期には縮小する傾向があったことがみてとれる(次頁図表6、7)。だが、2010年代後半以降、その関係は崩れ、特にコロナ禍以降は、新型コロナ対応のための大規模な財政出動や、景気悪化に伴う税収の急減を余儀なくされたことで、保守連合政権下ながら、財政収支は大幅に悪化し、それとともに政府債務は急増をたどっている。

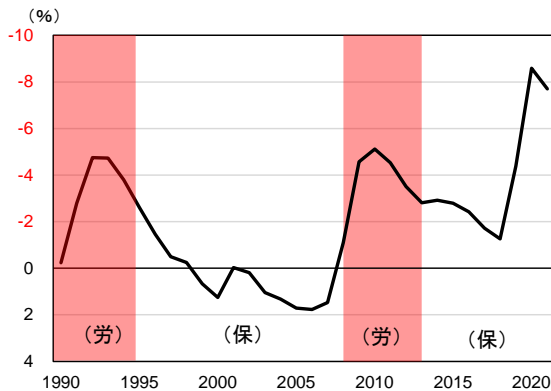
図表5 歴代政権 (1972～)

	与党	首相
1968.1～1972.12	保守連合	ゴートン、マクマホン
1972.12～1975.11	労働党	ホイットラム
1975.11～1983.3	保守連合	フレーザー
1983.3～1996.3	労働党	ホーク、キーティング
1996.3～2007.12	保守連合	ハワード
2007.12～2013.9	労働党	ラッド、ギラード、ラッド
2013.9～2022.5	保守連合	アボット、ターンブル、モリソン
2022.5～	労働党	アルパニージー

(注) 保守連合の首相はいずれも自由党

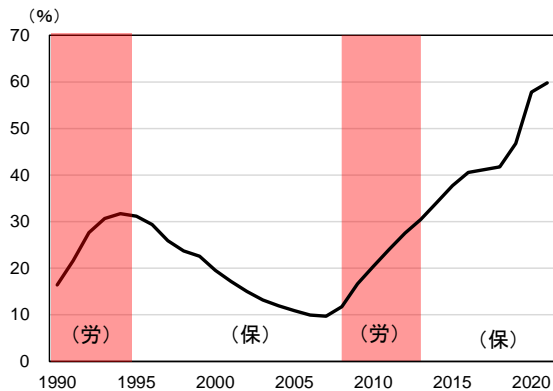
(資料) オーストラリア国立公文書館

図表 6 財政収支対 GDP 比（逆目盛）



(注) 色付きは労働党政権期
(資料) IMF、オーストラリア国立公文書館

図表 7 政府債務対 GDP 比

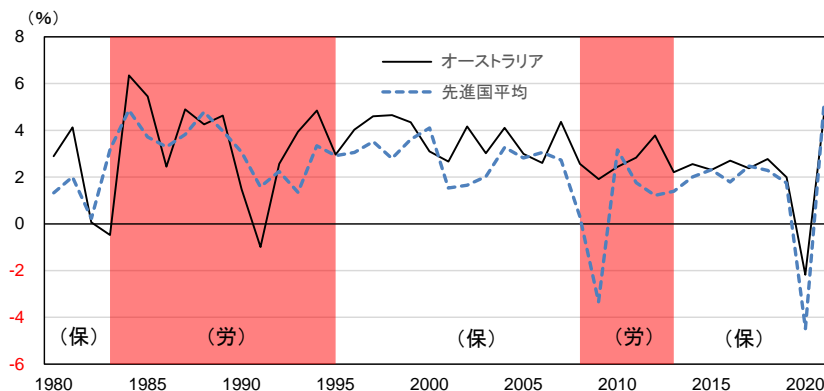


(注) 色付きは労働党政権期
(資料) IMF、オーストラリア国立公文書館

労働党は今回の総選挙に際し、住宅やインフラ関連投資、製造業の強化のため、450 億豪ドル規模のオフバランス支出のほか、189 億豪ドル規模の追加財政支出を公約とした。仮にこの公約が実現されると財政赤字はさらに拡大する可能性がある。ただし、追加支出の規模は 2021-22 年度(21 年 7 月～22 年 6 月)の支出額 5,893 億豪ドル(オーストラリア連邦議会推計値)の 3%程度にとどまる。また、2021 年後半以降の景気回復により失業者が減少したことで、雇用支援関連の支出が縮小していることに加え、法人税収が財務省の予測を上回るペースで増加しているという明るい材料もある。したがって、財政赤字は拡大したとしても一時的かつ限定的なものになるだろう。

では、政権交代は、今後の経済成長率に影響するのか。以下は、1980 年以降 2021 年までのオーストラリアおよび先進国平均の実質 GDP 成長率の推移をみたものである(図表 8)。

図表 8 実質 GDP 成長率



(注) 色付きは労働党政権期
(資料) IMF、オーストラリア国立公文書館

これを政権期毎に区切り、オーストラリアと先進国平均の年間成長率の差を算出すると、労働党政権下の 1983 年から 1995 年は単純平均で +0.0 ポイント、保守連合政権下の 1996 年から 2007 年は同 +0.9 ポイント、労働党政権下の 2008 年から 13 年は同 +1.9 ポイント、保守連合政権下の 2014 年から 2021 年は同 +0.5 ポイント、オーストラリアが先進国平均を上回っていた²。な

² 政権交代の年については、過半において与党だった政党が年間を通じ政権を担ったものと仮定。

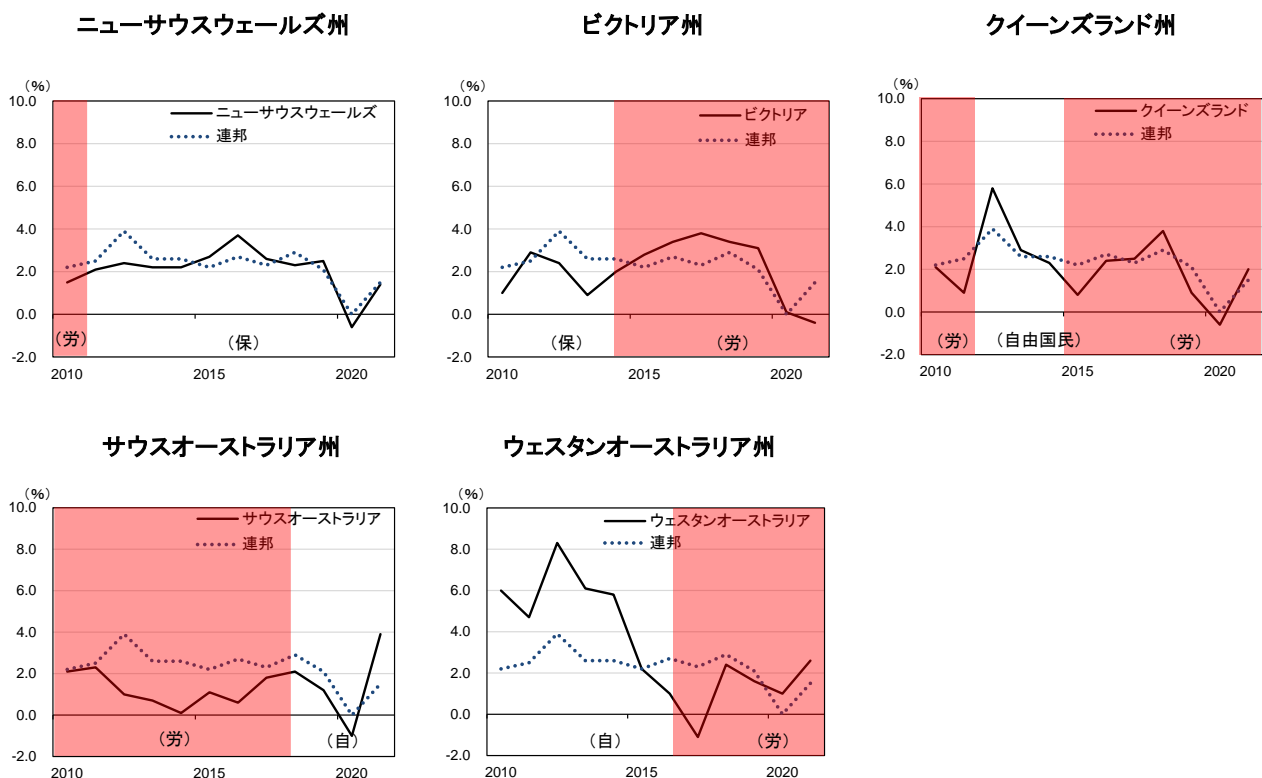
かでも 2008 年から 13 年の同国の成長率は先進国平均を顕著に上回る。しかし、これは 2008 年に勃発した世界金融危機の影響が同国では相対的に小さかったことに起因するものであり、金融危機が実体経済を直撃した 2009 年 (+5.3 ポイント)を除くと、その差は上述の +1.9 ポイントから +1.2 ポイントに縮まる。なお、主要先進国が軒並みマイナス成長に落ち込む中、オーストラリア経済が 2009 年もプラス成長を維持した主因は、前年 2008 年 11 月に中国が打ち出した大規模な景気刺激策によってもたらされた対中資源輸出の急増であって、労働党政権の成果ではない。総じていえば、2 大政党間の財政政策におけるスタンスの隔たりにもかかわらず、政権の違いは経済成長率にははっきりとした差をもたらしてこなかった、といえる。

(2) 州レベルの政権交代と経済成長率

以下では、補足的に、州レベルにおける政権与党と経済成長率の関係を確認する。

オーストラリアは、6 つの州、2 つの特別地域などで構成される連邦制国家である。各州は強力かつ広範な立法権を連邦憲法によって保障されており³、そのため州レベルの政治は同国において重要な意味をもつ。連邦同様、各州においても 2 大政党制の議会政治が行われており、そのことが州毎の経済・財政政策に違いをもたらしている。しかしながら、政権与党と経済成長率の関係は、州レベルでみても連邦レベル同様、不明瞭である(図表 9)。

図表 9 主要州別実質 GDP 成長率と実質 GDP 成長率(連邦) (年度ベース)



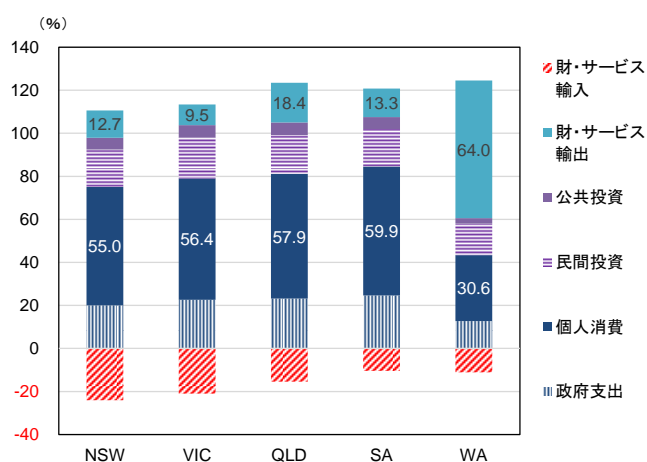
(注) 色付きは労働党政権期。なお、サウスオーストラリア州では 2022 年 3 月、自由党から労働党に政権交代。
(資料) ABS、各州議会など

³ 連邦憲法(1901 年制定)は連邦と州の権限について、連邦の専属的事項、連邦と州の共管的事項、その他の 3 つに区分しているが、連邦の専属的事項は関税、物品税、貨幣鑄造などに限られ、また、連邦と州の共管的事項も限定列举にとどまり、その他の事項は原則としてすべて州に権限が与えられている。

具体的にみると、ビクトリア、クイーンズランド、ウェスタンオーストラリアの各州では近年労働党が政権を握っているが、2020-21年度(20年7月～21年6月)における実質州総生産(GSP)成長率をみると、連邦全体の実質GDP成長率1.5%に対し、同じ労働党政権下にありながら、ビクトリア州は▲0.4%とマイナス成長に沈む一方、ウェスタンオーストラリア州は+2.6%と対照的である。

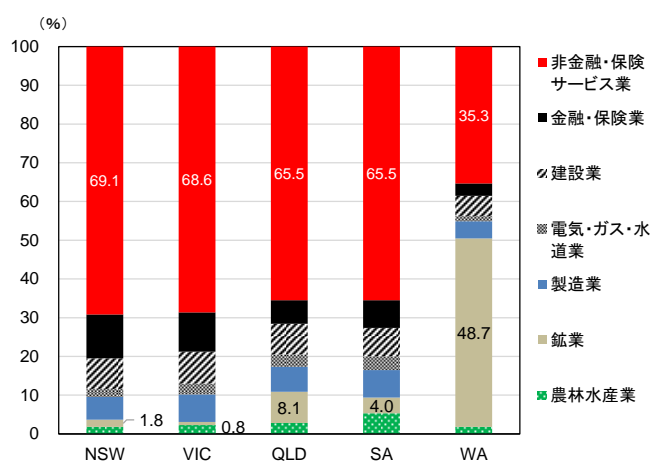
そうした州間の成長率格差をもたらす最大の要因は、各州の経済構造の違いである。上述の例でいえば、ビクトリア州は内需主導・サービス業中心型、ウェスタンオーストラリア州は外需主導・鉱業中心型の経済構造をもつが、前者ではコロナ禍に伴い繰り返し導入されたロックダウンが個人消費を下押しし続けたのに対し、後者は世界的な資源需要の回復を直接的に享受した。両州の明暗をわけたのはそうした経済・産業構造の違いである(図表10、11)。裏返していえば、州政権を担うのがどの政党であれ、州の経済成長率に与える影響は限定的といえる。

図表10 主要州別需要項目別GSP構成比(2021年度)



(注) 調整・誤差脱漏は除く
(資料) ABS

図表11 主要州別産業別GVA構成比(2021年度)



(注) GVA: 総付加価値
(資料) ABS

(3) 政権交代の経済的影響は限定的、ただし、再生可能エネルギー分野は進展

オーストラリアでは9年ぶりとなる政権交代が実現した。ただし、政権交代が同国の経済成長に与える影響は、過去の政権交代と経済成長との関係を踏まえると、中立的とみるのが妥当である。

また、すでに述べたとおり、労働党と保守連合は、左派と右派という違いはあるものの、ともに中道路線を採用し、イデオロギー上の差異は小さい上、政策面では重なる部分が多い。したがって、労働党新政権の政策は基本的に前政権を踏襲したものになることが想定される。

他方、政権交代に伴う政策上の重要な変更点としては、気候変動対策が挙げられる。石炭業界との結びつきが強く、「ネットゼロ」(2050年までに温室効果ガスを実質ゼロに削減する目標)の受け入れを最近まで拒んでいた国民党が今回の選挙により下野したことに加え、環境政党・緑の党などの躍進により有権者における環境意識の高まりが明らかになったことが、これまで取り組みの遅れが指摘されてきた同国の気候変動対策を加速させることになろう。

なお、オーストラリアは人口1人あたりでみた二酸化炭素排出量が先進国の中で最も多い国の1つである。電力は化石燃料に負うところが大きく、電源構成をみると再生可能エネルギーは全体の2割を占めるにすぎない。しかし、近年国内各地で山火事や旱魃、洪水といった自然災害が頻

発する中、その原因とみられる温室効果ガスの排出削減に対する意識が、各州政府や産業界でも高まっている。

気候変動対策に関しては、政権発足間もない6月15日、アルバニー内閣は、2030年までに温室効果ガスを2005年対比で43%削減するという野心的な目標を打ち出している。これは、前政権が掲げていた26～28%という従前の削減目標を大幅に上回るものである。

気候変動対策の推進は、基幹産業として同国経済を支えてきた化石燃料産業や、同産業に財政や雇用を依存してきた州に対し構造転換を迫ることになる一方、再生可能エネルギー分野の進展や低排出技術の開発を促し、新たな成長産業や雇用機会を創出する可能性がある。

(調査部 海外調査チーム長 村上 和也)

※ 本レポートは作成時に入手可能なデータに基づく情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解ではありません。ご質問等はchosainfo@smtbjpまでご連絡ください。