

金融グローバル時代における オーストラリア経済

調査部 環太平洋戦略研究センター
上席主任研究員 高安 健一

はじめに

オーストラリアは2001年以降、財政再建に代表される経済構造改革および資源価格の高騰を背景に、好況を維持している。その一方で、経常収支赤字は拡大基調にあり、海外からの資金流入の多寡が経済動向を左右する構図は改善されていない。本稿では、国境を越えた資金取引が急増する金融グローバル時代におけるオーストラリアの対外経済関係について、①経常収支赤字拡大下での豪ドル相場の上昇、②アメリカのサブプライムローン(低所得者向け住宅ローン)問題の国内銀行部門への影響、③対外債務残高の増加、という三つの視点から述べる。

1. 経常収支赤字拡大下での豪ドル相場の上昇

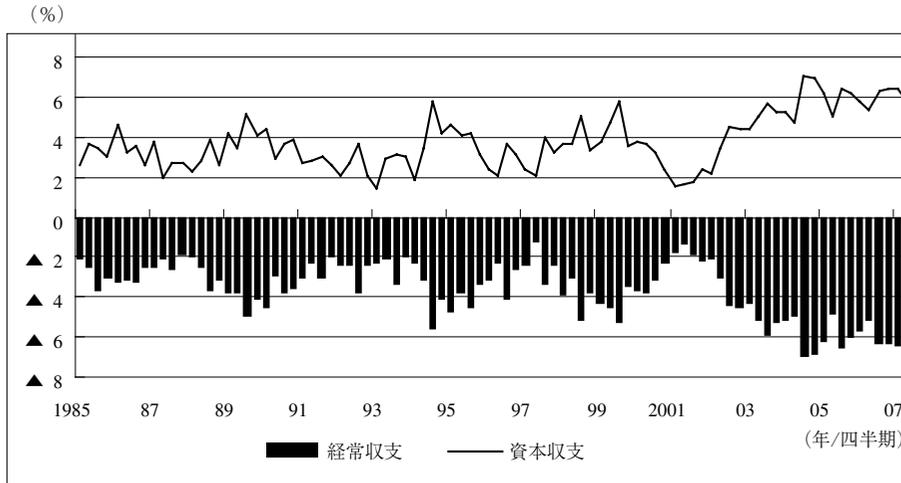
(1) 所得収支の悪化を主因に経常収支が悪化

オーストラリアは長年にわたり、経常収支

赤字国の地位に甘んじてきた(図表1)。オーストラリア準備銀行(RBA: Reserve Bank of Australia)の統計を入手出来る1959年以降についてみると、第1次石油ショック後の72年から73年にかけて一次産品価格が高騰した期間を除き、経常収支は一貫して赤字を記録してきた。2006年度(2006年7月～2007年6月)の赤字幅は、▲592億豪ドルに達した(2007年12月31日時点で、1豪ドル=0.882米ドル、1豪ドル=98.77円)。その対名目GDP比率は6.2%であり、アメリカが2006年に記録した水準と同じである。

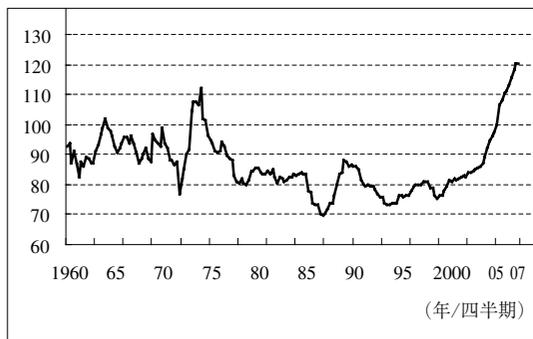
オーストラリアの交易条件は2002年以降、資源価格の高騰により大幅に改善した(図表2)。しかしながら、未だに貿易収支の黒字化は達成されておらず、2006年度は▲138億豪ドルの赤字となった。サービス収支は、観光収入の増加を反映し18億豪ドルと小幅ながらも黒字を維持した。所得収支は経常収支赤字の最大の要因であり、利子や配当金の対外支払いが受け取りを大幅に上回る状態が続いている。その赤字幅は2006年度に▲467億豪ドル、名目GDP比で4.9%に達した。

図表1 経常収支と資本収支（名目GDP比）



(資料) RBAウェブサイト掲載資料より日本総合研究所作成

図表2 交易条件（1960年1Q—2007年2Q）



(資料) RBAウェブサイト掲載資料より日本総合研究所作成

(2) 大幅に増価した豪ドル

経常収支赤字の拡大は、当該国通貨の減価を誘発する要因である。しかしながら、豪ドル相場は2001年以降、大幅に増価した。こ

れは、主要貿易相手国とのインフレ率格差を反映した実質実効為替レート（2000年＝100）の動きから確認出来る（図表3）。

世界の主要54カ国・地域の実質実効為替レートの推移を、2000年から2007年9月について比較すると、豪ドルが5番目に強い通貨であったことがわかる（図表4）。上位10カ国に名を連ねたその他の国々は、資源大国であるロシア、欧州連合（EU）との経済的結びつきが強い旧東欧諸国、高金利通貨国であるニュージーランドなどである。対照的に、自国通貨が最も減価した国・地域は、金融危機に陥ったアルゼンチン、EU非加盟国であるスイス、日本、アメリカ、そして米ドルに連動した為替制度を採用している国・地域である。

図表3 豪ドルの実質実効為替レート
(94年1月～07年9月)



(資料) RBAウェブサイト掲載資料より日本総合研究所作成

図表4 実質実効為替レート

(2000年 = 100、2007年9月時点)

増価した国・地域		減価した国・地域	
ロシア	177.18	アルゼンチン	42.87
スロバキア	160.28	日本	64.71
ハンガリー	146.03	香港	73.5
ルーマニア	141.77	イスラエル	76.82
オーストラリア	141.49	台湾	79.65
ニュージーランド	141.02	アメリカ	84.80
ブルガリア	139.75	メキシコ	93.55
チェコ	139.45	スイス	95.21
アイルランド	136.28	シンガポール	95.94
(参考：ユーロ地域)	123.34	(参考：中国)	98.41

(資料) BISウェブサイト掲載資料より日本総合研究所作成

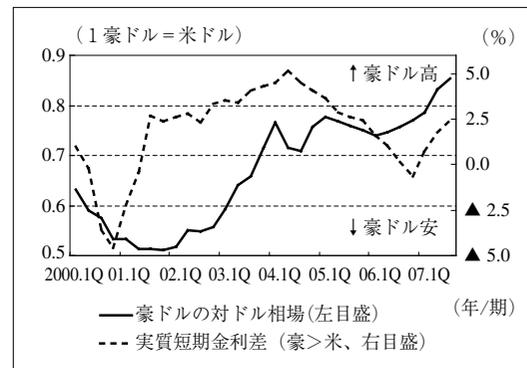
(3) 近年の豪ドル高の背景

豪ドル相場の中長期的な上昇を支えてきた要因を三つあげることが出来る。第1は、80年代にホーク労働党政権下で本格化した経

済構造改革の成果である。なかでもオーストラリア経済の代名詞であった財政赤字が93年度(93年7月～翌年94年6月)に黒字化したことが特筆される。第2は、他の主要先進国を上回る好調な実体経済が、資金流入を促進していることである。オーストラリアの2001年から2006年までの年平均実質GDP成長率は3.1%に達し、先進国平均の同2.2%を上回った。第3は、一次産品価格の高騰であり、2003年から2005年にかけて、および2006年後半から2007年後半にかけて、豪ドル高をサポートする要因となった。

これらの要因に加えて、近年豪ドル相場が大幅に上昇した背景として、主要国との金利差の拡大をあげることが出来る。図表5は、オーストラリアとアメリカの実質短期金利差(消費者物価上昇率格差を加味した短期

図表5 豪ドルの対米ドル相場と実質短期金利差(四半期)(オーストラリアーアメリカ)



(資料) RBAウェブサイト掲載資料などより日本総合研究所作成

金利差。なお、オーストラリアの消費者物価統計は月次ベースではなく四半期ベースで公表される)の推移を示している。豪ドルの対米ドル相場が軟化していた2000年10-12月期には、オーストラリアからみた短期実質金利差(オーストラリアーアメリカ)は▲4.6%のマイナスであった。その後、2001年9月の同時多発テロを契機にアメリカが金融緩和政策を展開した局面で、オーストラリア有利の実質短期金利差となった。米国連邦準備制度理事会(FRB)が2004年6月に金融引き締め政策に転じてからも、2006年10-12月期を除き、オーストラリアの実質短期金利はアメリカを上回ってきた。サブプライムローン問題が2007年8月中旬に深刻化して以降、アメリカが利下げに踏み切ったのに対して、RBAは景気過熱に伴うインフレ圧力を抑制するために金融引き締め政策を強化した。最新の統計が得られる2007年7-9月期の実質短期金利差は2.4%であり、オーストラリア有利の展開が続いている。

オーストラリア有利の金利差は、低金利通貨を調達して豪ドル建て資産を取得する動きを促す。しかしながら、何らかのショックに見舞われた場合に、キャリー取引の巻き戻しにより豪ドル相場に下落圧力が加わる可能性がある。アメリカのサブプライムローン問題に端を発した世界的な金融市場の混乱は、これに該当する。2007年8月中旬に、豪ドルの対円相場は1豪ドル=103円から88円へ急落

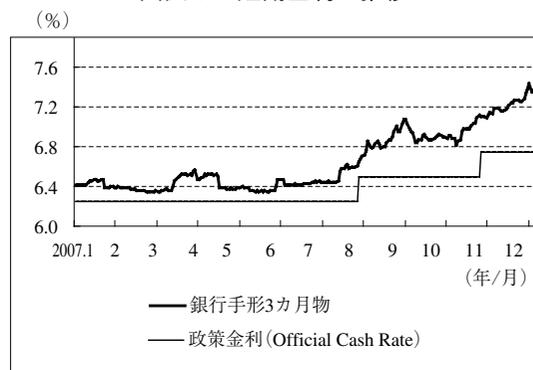
した。また、10月末から11月中旬にかけて米国金融市場が動揺した際に、108円から93円へ続落した。

2. サブプライムローン問題の銀行部門への影響

(1) 国際金融不安により国内短期金利が大幅に上昇

アメリカでサブプライムローン問題が表面化して以来、世界的に金融市場が混乱している。オーストラリアもその例外でなく、国内金融市場で短期金利(銀行手形3カ月物)が急上昇した(図表6)。しかし、後述の政策対応および9月18日にFRBが利下げに踏み切ったことにより、次第に落ち着きを取り戻した。そして、去る11月7日、RBAは、イン

図表6 短期金利の推移



(資料) RBAウェブサイト掲載資料より日本総合研究所作成

フレ抑制重視のスタンスを明確にすべく、政策金利 (Official Cash Rate) を6.50%から6.75%へ引き上げ、過去11年で最も高い水準とした (注1)。オーストラリアではこれまでのところ、アメリカ発のサブプライムローン問題は流動性の枯渇、銀行取り付け、銀行決算への深刻な影響などを引き起こしていない。

(2) 功を奏した中央銀行による短期金融市場の混乱收拾策

短期金融市場が3カ月弱で落ち着きを取り戻した背景として、RBAの金融調節が流動性の供給量とその手法の双方において、銀行の資金繰りの安定化に貢献したことが指摘出来る。

RBAは8月中旬に、市場金利が当時の誘導目標をおよそ50bp上回る7%台に乗せる事態に直面した。このため、公開市場操作により近年の平残のおよそ7.3倍に相当する約55億豪ドルの潤沢な資金を供給した。

しかしながら、インターバンク市場で期間の長い資金の調達意欲が旺盛であったため、RBAはレポ (売り戻し条件付証券買取取引) に二つの工夫を施した。一つは、指定預金受入金融機関 (ADIs) が発行する期間の長い銀行手形 (Bank Bills) と譲渡性預金証書 (CDs) を積極的に受け入れ、レポの期日到来までの平均期間をおよそ20日から50日超へ長期化させたことである。もう一つは、RBAが9月6日に、自らがレポの担保として受け入れる証

券 (Eligible Assets) の範囲を広げたことである。この措置により、高い格付けが付与された資産担保コマーシャル・ペーパー (ABCP) および住宅ローン担保証券 (RMBS) が含まれることになった。RBAは、それら証券を一時自らの国内ポートフォリオのおよそ5%にあたる30億豪ドル相当保有するなど (注2)、積極的に受け入れた。

(3) 内外のサブプライムローン問題の直接的影響を免れた国内銀行

オーストラリアにおいても、アメリカのサブプライムローン問題が、金融機関や一般企業の経営に深刻な影響をおよぼす例がみられた。例えば、ヘッジファンドであるベシス・キャピタル・ファンド・マネジメントとアブソリュート・キャピタル・グループは清算手続きに入った。また、住宅金融会社のRAMSホーム・ローンズ・グループがアメリカのコマーシャル・ペーパー (CP) 市場の流動性低下により短期債務の借り換えが出来なくなり、4大銀行の一角であるウエストバック銀行が買収に乗り出した。さらに、アメリカに多くのショッピングセンターを展開するセントロ・プロパティーズ・グループが、豪州や欧米のファンドからの資金供給が細り長期債の借り換えが出来なくなったため、返済期限を延長した。こうした事例があるものの、他の多くの先進国と異なり、銀行部門はサブプライムローン問題の直接的な影響を免れてきた。

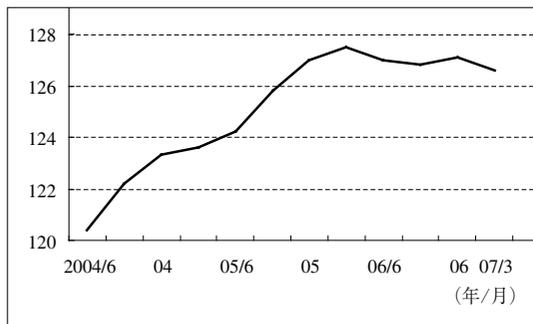
第1に、国内銀行がアメリカのサブプライムローン関連商品をほとんど保有していない。銀行部門全体の資産の約70%を占める4大銀行（National Australia Bank、ANZ Bank、West Pack Bank、Commonwealth Bank）が2007年11月初頭までに発表した同年7-9月期を含む決算において、この点が改めて確認された。オーストラリアでは、好調な経済を背景に資金需要が極めて旺盛であり、預貸比率（貸出残高／預金）は2007年3月末時点で126.6%と100%を大きく上回っている（図表7）。銀行部門にとっての課題は、余裕資金の運用ではなく貸し出し原資の確保である。

第2に、オーストラリアでは、不動産投資が活発で資産担保証券市場が拡大しているものの、アメリカとは状況が大きく異なる。アメリカでは、特別目的会社（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、かつSIVの組成・運営に銀行が深く関与していることが、問題を深刻にした。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のは7%にすぎない。ABCPの裏づけとなる資産のうち、RMBSの割合は17%で、アメリカのサブプライムローンに相当するNon-conforming Residential Mortgagesに限ると計2.1%である（図表8）。4大銀行は、ABCPの発行体に対して、信用のバックアップラインを240億豪ドル供与しているものの、これはリスク資産の2.2%にすぎない。仮に同金額がすべて4大銀行のバランスシートに計上されることになっても、自己資本比率の低下は0.2%程度にとどまる（注3）。

オーストラリアの銀行部門が、サブプライムローンを多く含む債務担保証券（CDO）

図表7 預貸比率（貸出金/預金）の推移（%）



（資料）APRA「Quarterly Bank Performance」March 2007より
日本総合研究所作成

図表8 ABCP発行の原資産（発行残高、2007年6月）

	億豪ドル	シェア(%)
住宅用不動産モーゲージ	329	45.4
プライム	321	44.3
サブプライム	8	1.1
住宅ローン担保証券（RMBS）	123	17.0
プライム	116	16.0
サブプライム	7	1.0
自動車ローン・リース	48	6.6
インフラ・ボンド	39	5.4
その他	186	25.7
合計	725	100.0

（資料）RBA「Financial Stability Review」September 2007.

の大量保有により、多額の損害を受ける事態も考えにくい。CDOの発行残高は2007年9月末時点で150億豪ドルであり、非政府部門の債券発行残高の2.2%である。しかもその裏づけとなる資産の84%が社債や企業向け貸し出しで構成されており（注4）、RMBSの割合は限られる。格付けについては、CDOのうち投資適格未満と格付けが付与されていないものをあわせても10%程度である。

(4) 課題が残ったオフショア市場での資金調達

オーストラリアでは2007年8月以降、サブプライムローン問題が銀行の資産サイドにおよぼす悪影響に限られる一方で、その調達サイドに課題があることが明らかになった。国際金融市場の動揺により、銀行部門のオフショア市場での資金調達が一時的にタイトになった。オフショア市場での豪ドル金利（豪ドルLibor 3カ月物は9月のピーク時に7月末より約60bp高い7.2%に達した）が国内市場を上回って急騰するなか、銀行部門は国内市場での調達にシフトした。こうした現象が生じた背景には、銀行部門が資金調達の26.9%（2007年7月時点）をオフショア市場に依存していることがある（注5）。これは、国内預金の42.1%に次いで大きく、国内資本市場の22.2%を上回る。

（注1）図表6で、2007年11月7日の利上げ以降も短期金利が上昇したのは、2008年2月開催の理事会でRBAが利上げに踏み切ることを市場が織り込みはじめたためである。

（注2）RBA(2007b)p. 59.

（注3）RBA(2007a)p. 15.

（注4）RBA(2007c)p. 5.

（注5）*Ibid.*, p. 62.

3. 対外債務の特徴

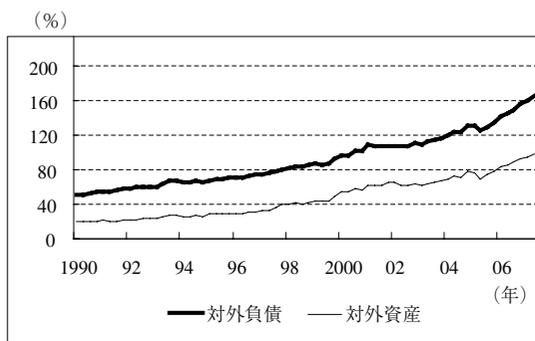
(1) 拡大する対外資産負債残高

オーストラリアでは、経常収支赤字が慢性化しており、海外からの安定的な資金流入が豪ドル相場の安定や銀行部門の円滑な資金調達に欠かせない。

2007年6月末時点で、対外資産が9,613億豪ドルであったのに対し対外負債は▲1兆6,038億豪ドルとなり、対外純債務残高は▲6,424億豪ドルに達した。対名目GDP比での推移を2000年末から2007年6月末についてみると、対外資産は56.2%から99.0%へ、対外負債は101.9%から165.2%へ積みあがり、対外純債務残高は45.7%から66.2%に拡大した（図表9）。

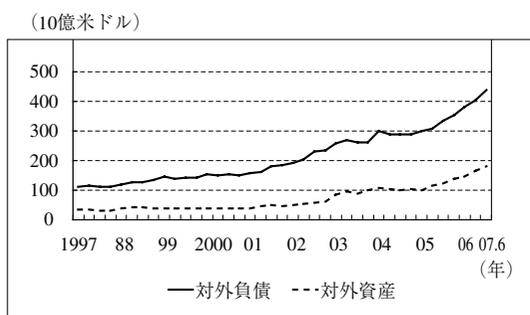
国際決済銀行（BIS）の資料を用いて（図表10）（注6）、オーストラリアの銀行部門の対外ポジション（External Positions）を確認すると、対外純負債が急拡大していることがわかる。2007年6月末時点で対外資産が1,795億米ドル、対外負債が▲4,387億米ドル

図表9 オーストラリアの対外資産負債残高
(対名目GDP比率)



(資料) RBAウェブサイト掲載資料より日本総合研究所作成

図表10 豪州銀行の対外ポジション (External Positions)



(資料) BISウェブサイト掲載資料より日本総合研究所作成

となっており、▲2,592億米ドル（名目GDP比29.0%）もの対外純負債を抱えている。

(2) 資産価格と為替レートの変動の影響を受けにくい対外資産負債構成

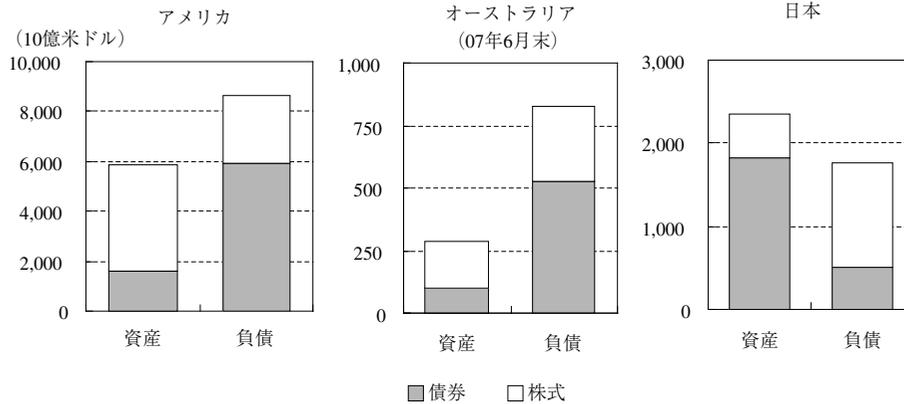
RBAは2006年に、その機関誌のなかで、資産価格や為替相場（豪ドル安）の変動が、対外純債務の拡大に必ずしも直結しないことを

指摘した（注7）。その論拠の一つは、対外資産と対外負債の双方で最大のシェアを占めるポートフォリオ投資（株式および債券）の構成が、対外純債務残高が増えにくいものになっていることである。オーストラリアの株式と債券の対外・対内投資構成をみると、対外資産では高いリターンが期待出来る株式の割合が多く、対外負債では安定したリターンが期待出来る債券の割合が高い（図表11）。これは世界最大の対外純債務国であるアメリカと類似している。

RBAは、こうしたポートフォリオ投資の構成により、オーストラリアは海外の資産市場の価格上昇のメリットを享受してきたと指摘している。90年から2005年までの間、国内外の資産価格の変動は、対外資産を年平均で対GDP比1.8%、対外負債を同1.5%増加させる効果をもち、差し引きで純対外負債を同▲0.3%減少させた（図表12）。

加えて、RBAは、為替レートの変動（豪ドル安）が対外債務の支払い負担の増加に直結しにくくなっていると述べている。90年から2005年までの間、為替レートの変動により対外資産が年平均で対GDP比0.5%増加する一方で、対外負債は同0.6%増加し、対外負債のネットの増加は同0.1%にとどまった。97年から2001年までの豪ドル下落局面に限ると、対外資産が年平均で対GDP比2.75%増加した一方で、対外負債は同2.25%の増加にとどまり、差し引き純債務残高は同▲0.5%減

図表11 日米豪のポートフォリオ投資の対外資産負債残高（2006年末）



(資料) IMF「International Financial Statistics」より日本総合研究所作成

図表12 オーストラリアの対外投資ポジションの変動要因（1990年から2005年までの年平均、対名目GDP比）

	対外資産 (グロス)	対外負債 (グロス)	ネット対外負債 (%)
資本の流出入	3.2	7.4	4.2
資産価格の変動	1.8	1.5	▲0.3
為替レートの変動	0.5	0.6	0.1
合計	5.7	9.6	3.9
参考：経常収支赤字			4.4

(資料) RBA「Bulletin」April 2006, p. 3.

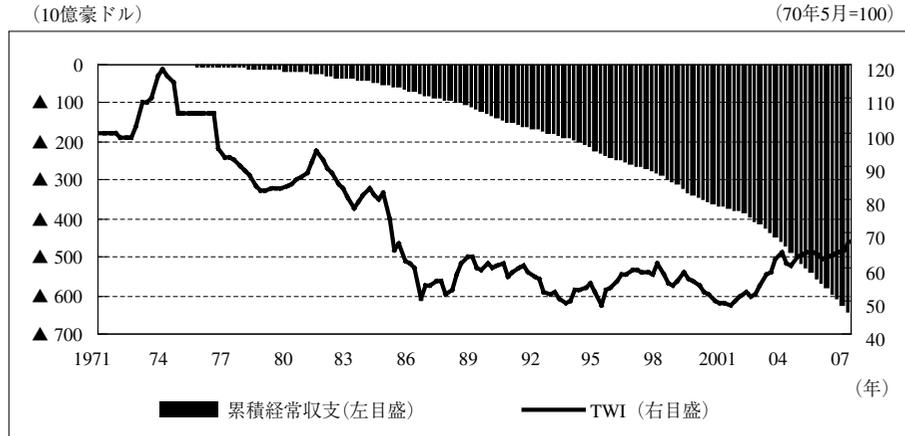
少した。為替変動の影響が低下した背景として、豪ドル建ての対外債務の割合が高まっていること、ならびに国内企業が外貨建て負債、そして外貨建て資産の為替リスクのヘッジを積極化させていることが指摘されている。オーストラリア統計局（ABS: Australian

Bureau of Statistics）の調査によると、債務性資産と債務性負債の80%、対外株式投資の20%がヘッジされているという。

(3) 増え続ける対外純債務残高

オーストラリアが推進した金融の自由化・国際化は、対内投資の円滑化、対外証券投資の活発化、豪ドルの国際化、為替リスクのヘッジ手段の普及などを通じて、資産価格や為替レートの変動が対外純債務の増大に必ずしも直結しない状況を生み出した。累積経常収支とRBAが発表する貿易加重為替指数（TWI: Trade Weighted Index、主要貿易相手国との貿易額のウェイトを加味して算出した為替レート。1970年5月=100）の推移を見ると（図表13）、74年から87年までは経常収支赤字が豪ドル相場下落に直結し、TWIは118.6か

図表13 累積経常収支と貿易加重為替指数 (TWI)

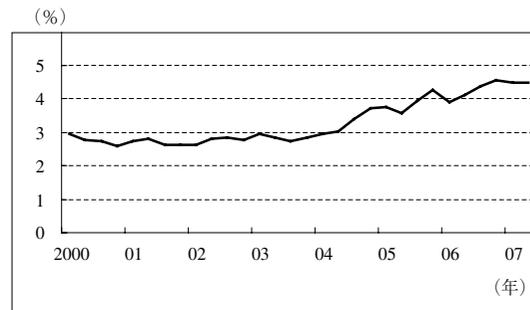


(資料) RBAウェブサイト掲載資料より日本総合研究所作成

ら52.0へ断続的に下落した。その後、金融の自由化と国際化により海外からの資金流入が活発化すると、経常収支赤字が円滑にファイナンスされるようになり、TWIは2003年にいたるまでほぼ50から60のボックス圏での展開が続いた。それ以降、TWIはボックス圏の上限を超えて上昇し、2007年には67台に達した。

しかしながら、経常収支赤字が対名目GDP比で拡大し、対外純債務が増加し続けていることを注視すべきである。とりわけ、所得収支の赤字拡大が目立っており、経常収支赤字の最大の要因となっている。所得収支赤字の対名目GDP比は上昇傾向にあり、2006年度には4.9%となった(図表14)。近年対内ポートフォリオが急増し利子・配当支払いが増えていくことが、その背景にある。国際通貨基金(IMF)の統計によると(注8)、2007年6月

図表14 所得収支赤字の推移(対名目GDP比率)



(資料) RBAウェブサイト掲載資料より日本総合研究所作成

末時点で対外株式投資残高は1,905億米ドル、対内株式投資残高は2,994億米ドル、また対外債券投資残高は986億米ドル、対内債券投資残高は5,276億米ドルである。株式・債券とも対外純負債が急増しており、所得収支の悪化要因となっている。

外国人によるオーストラリアの株式と債券の保有割合は高く、国内市場への影響度が高まっている可能性がある。株式発行残高である1兆8,593億豪ドル(2006年6月末)のうち、外国人が5,021億ドル、27.0%を保有している(注9)。また、非居住者は、連邦政府証券の56.4%にあたる328億豪ドルを保有している。連邦政府証券の発行高は、財政再建により97年2月の1,148億豪ドルから2007年8月に605億豪ドルに減少しているが、非居住者は高金利債である連邦政府証券を2000年末の227億ドルから買い増した。さらに、オフショア市場での債券発行も増えており、国内とオフショア市場を合わせた債券発行高(政府+民間部門)である1兆3,548億豪ドルのうち、30.5%にあたる4,137億豪ドルがオフショア市場での発行である。資産担保証券(ABS)は海外投資家に積極的に販売されており、2007年6月時点で2,761億豪ドルの残高のうち海外発行分が35.8%と三分の一を超えている。

(注6) <http://www.bis.org/statistics/consstats.htm>

(注7) RBA(2006).

(注8) International Monetary Fund(2007)「International Financial Statistics」November.

(注9) Australian Bureau of Statistics(2006).

おわりに

オーストラリアが1980年代より金融の自由化と国際化に取り組んできた背景には、経常収支赤字の円滑なファイナンスのために海外

資金を取り込む必要性があった。90年代に入ると、対外資産運用に本腰を入れはじめ、投資国としての顔を併せもつようになった。また、銀行システムは健全性を維持しており、サブプライムローン問題の直接的な影響を免れてきた。

しかしながら、サブプライムローン問題は、国際金融市場の動揺が国内金融市場やオフショア市場での豪ドルの円滑な調達を妨げる要因となることを示した。対外純債務残高は対名目GDP比で拡大し続けており、経常収支赤字が高金利、一次産品価格の上昇などを材料とする資金流入でファイナンスされているという不安定性を抱えていることを忘れてはならない。

主要参考文献

1. 石田高生(2005)『オーストラリアの金融・経済の発展』日本経済評論社
2. 菊込俊二(2007)「好調が続くオーストラリア経済～成長は資源ブームの恩恵か、構造改革の果実か」『みずほアジア・オセアニアインサイト』10月15日
3. 日本貿易振興機構(2007)『ジェトロ貿易投資白書2007年版』日本貿易振興機構
4. 森健(2007a)「オーストラリア経済：資源と中国ブーム」『世界経済評論』3月号、20-28頁
5. ———(2007b)「経済・貿易」(竹田いさみ、森健、永野隆行編著『オーストラリア入門(第2版)』東京大学出版会所収) 239-245頁
6. Australian Bureau of Statistics(2006). *Balance of Payments and International Investment Position – Feature Article: Foreign Ownership of Equity*, September.
7. Battellino, R.(2006). "Regional Capital Flows," in *Bulletin* (Reserve Bank of Australia) July, pp. 1-8.
8. Black, Susan and Alan Rai(2007). "Recent Developments in Collateralised Debt Obligations in Australia," in *Bulletin* (Reserve Bank of Australia) November, pp. 1-11.
9. International Monetary Fund(2007). *Australia: Staff Report for the 2007 Article IV Consultation*, IMF, Washington, D.C.

-
10. Lowe, Philip (2007). "Financial Globalisation in the Asian Region," in *Bulletin* (Reserve Bank of Australia)October, pp. 22-31.
 11. Reserve Bank of Australia(Market Analysis Section)(2006). "Financial Globalisation in the Asian Region," in *Bulletin* (Reserve Bank of Australia)April, pp. 1-8.
 12. ———. (2007a). *Financial Stability Review*, September.
 13. ———. (2007b). *Statement on Monetary Policy*; 12 November.
 14. ———. (2007c). *Bulletin*, November.