

## 予想よりも財政政策コストが減り、回復を後押しする為の追加刺激策が可能に

### 分析-予想よりも財政政策コストが減り、回復を後押しする為の追加刺激策が可能に

- オーストラリアではウィルス封じ込めが予想よりも上手く進んだことと、国税庁の集計に誤りがあったことで、政府は JobKeeper 助成金のコストを 600 億ドル (GDP の 3%) 多めに見積もっていた。よって弊行では財政赤字予想を引き下げて、2019-20 年度は 700 億ドル (GDP の 3.5%)、2020-21 年度は 2,100 億ドルに変更した (GDP の 11% であり、戦時以外では最大)。
- ウィルスの影響で経済が減速する中、貸金助成金と追加失業給付で最悪期の打撃を和らげることが重要であるが、労働市場が回復するには時間がかかるだろう。ホスピタリティ・娯楽セクターでは雇用減少が大きい、他の業種でも過去のリセッションの経験に基づいて人員削減が行われている。RBA の基本シナリオでは雇用がウィルス発生前の水準に戻るのには 2022 年以降になるとされている。
- 弊行では JobKeeper 助成金のコストが少なくなったことで、政府は貸金助成金と失業給付を元々の制度終了時期である 9 月以降も対象を縮小して継続できると考えている。とりあえず経済回復は始まっているが、成人の 10 人に 1 人が失業給付を受給しており、ロウ総裁とケネディー財務次官は家計と企業の信頼感を回復し、支出や人員の採用するようになる必要があると述べている。経済が回復すれば更に財政政策を行う余地があることを示唆している。

### 今週- 首相とロウ総裁の講演、建設・設備投資調査、貿易、RBNZ 金融安定性報告

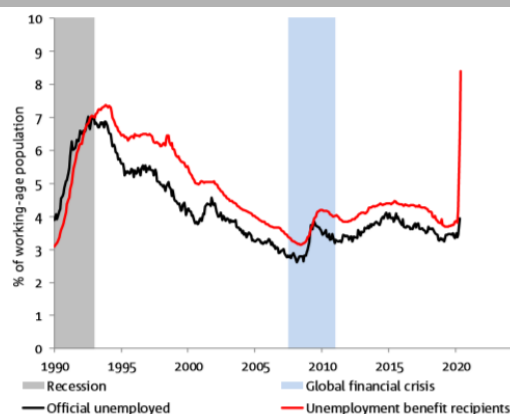
- オーストラリア**：首相は 26 日に講演を行う。オーストラリアと中国の関係に関する話があると思われる。ロウ総裁は 28 日にウィルスの影響に関して上院で証言を行う。建設工事完工高は住宅関連活動が鈍化したことで第 1 四半期に 1.5% 減少しているだろう。機器投資が 4% 減少して企業の設備投資は 3% 減少と予想している。企業の投資計画は過去のリセッション時と同程度に下方修正されると予想している。ABS 企業・家計調査の発表もある。融資は 3 月に大幅に増加したが、4 月には増加ペースは低下するはずである。**ニュージーランド**：ANZ 企業調査が 28 日、消費者信頼感が 29 日に発表される。RBNZ は 27 日に金融安定性報告を公表し、記者会見を行う。ウィルスの影響で金融安定性リスクに関する懸念が高まったという内容になるだろう。
- 中国**：5 月 28 日まで全国人民代表大会が行われる。景気刺激策、香港との関係、米中貿易が議論されるはずである。**米国**：25 日は休日である。5 月の消費者信頼感、FRB ベージュブックの発表がある。29 日に発表される 4 月の個人消費は 12% 減少と予想している。**ユーロ圏**：25 日の 5 月 IFO 調査は史上最低水準から改善しているはずである。**英国**：25 日は休日である。

### 先週の主要市場の動き

	Last	% chg week		Last	bp/% chg week
AUD	0.6524	0.0	RBA cash	0.13	0
AUD/CNY	4.66	0.7	3y swap	0.27	6
AUD/JPY	70.3	0.3	ASX 200	5,616	2.8
AUD/EUR	0.600	0.3	Iron ore	95	1.0
AUD/NZD	1.072	-0.8	Brent oil	35.2	1.1

Source: Bloomberg

### 今週のチャート：労働市場は大打撃を受ける



## 予想よりも財政政策コストが減り、回復を後押しする為の追加刺激策が可能に

- オーストラリアではウィルス封じ込めが予想よりも上手く進んだこと、国税庁の集計に誤りがあったことで、政府は JobKeeper 助成金のコストを 600 億ドル (GDP の 3%) 多めに見積もっていた。よって弊行では財政赤字予想を引き下げて、2019-20 年度は 700 億ドル (GDP の 3.5%)、2020-21 年度は 2,100 億ドルに変更した (GDP の 11%であり、戦時以外では最大)。
- ウィルスの影響で経済が減速する中、賃金助成金と追加失業給付で最悪期の打撃を和らげることが重要であるが、労働市場が回復するには時間がかかるだろう。ホスピタリティ・娯楽セクターでは雇用減少が大きい、他の業種でも過去のリセッションの経験に基づいて人員削減が行われている。RBA の基本シナリオでは雇用がウィルス発生前の水準に戻るのには 2022 年以降になるとされている。
- 弊行では JobKeeper 助成金のコストが少なくなったことで、政府は賃金助成金と失業給付を元々の制度終了時期である 9 月以降も対象を縮小して継続できると考えている。とりえず経済回復は始まっているが、成人の 10 人に 1 人が失業給付を受給しており、ロウ総裁とケネディー財務次官は家計と企業の信頼感を回復し、支出や人員の採用するようになる必要があると述べている。経済が回復すれば更に財政政策を行う余地があることを示唆している。

### 政府は賃金助成金のコストをかなり多めに見積もっていた

22 日に財務省は JobKeeper 賃金助成金の費用を 600 億ドル (年間 GDP の 3%) も多めに見積もっていたことを発表した<sup>1</sup>。

- 当初財務省はこの制度で約 650 万人 (若しくは雇用合計の 52%) の会社従業員が助成金を受け、その費用は 2019-20 年度と 2020-21 年度合計で 1,300 億ドル (GDP の 6.5%) になると予想していた<sup>1</sup>。
- 新しい計算では、財務省は 350 万人の従業員が受給し (雇用合計の 28%)、費用は 2 年で合計 700 億ドル (GDP の 3.5%) になるとしている。

制度の対象となるのはウィルスの影響で売上が 30%以上減少した企業の従業員であり、その人数を改定したことで費用が大幅に減少することになった。政府は当初封鎖が 6 カ月続くと想定して最終的に 650 万人がこの制度で助成金を受給すると考えていたが、国税局の情報に誤りがあった。幸運にもオーストラリアは予想よりも順調にウィルス封じ込めに成功し、政府は 7 月までに制限の殆どを解除する予定にしている。

国税局は先週、支払データからすると現在制度に登録しているのは会社従業員 290 万人 (雇用全体の 23%) だったことを発表した。申請書に誤りがあった企業があり、当初は 640 万人と報告していた。申請人数を 1 人と記入するところ、2 週間当たりの支給金額である 1,500 ドルと記入する例があった。これだけで対象の従業員が 80 万人多めに計算されていた。

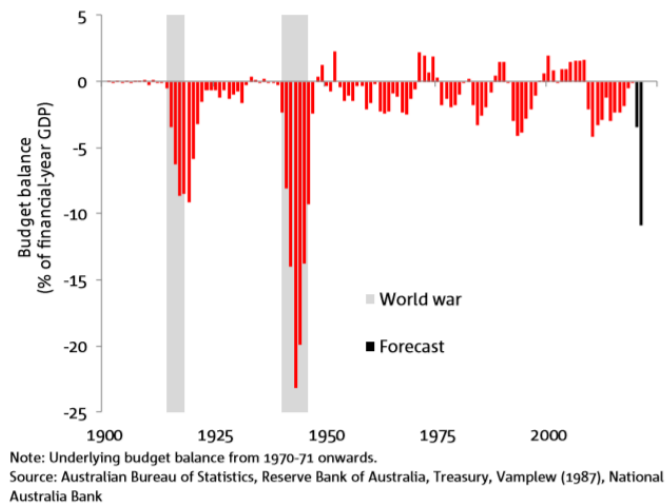
### 助成金負担の大幅な下方修正で財政赤字のピークが大きく低下

連邦政府の予算案発表が 5 月から 10 月に延期され、6 月 3 日の第 1 四半期 GDP 発表後にフライデンベルグ財務相は経済財政見通しを発表する。一方、JobKeeper 制度の費用が 600 億ドル減ったことで、弊行では 2019-20 年度、2020-21 年度財政赤字予想を引き下げた。

- 前回、基礎現金赤字は 2019-20 年度に約 850 億ドル (GDP の約 4.5%)、2020-21 年度には 2,500 億ドル (GDP の約 13%) と予想していた。
- JobKeeper 助成金コストの改定を入れると、赤字予想は 2019-20 年度には約 700 億ドル (GDP の 3.5%)、2020-21 年度には約 2,100 億ドルに減る (これは GDP の 11%であり、まだ戦時を除いて史上最大の赤字である)。

刺激策の殆どが短期間で終わることになっており、弊行では予想出していない期間だが、2021-22 年度には財政が大幅に改善することになる。財務省の計画では 2020-21 年度に刺激策の負担がピークとなり、その後 2021-22 年度にはほぼゼロになる。

図 1. 2020-21 年度の改定後財政赤字予想は GDP の 11%



JobKeeper 制度のコスト負担が予想よりも小さくなったことで、政府は財政政策を追加するかもしれない、赤字は最終的にはこの改定後予想より大きくなるかもしれない。特に、JobKeeper 助成金と拡大された失業給付である JobSeeker 助成金は 9 月に終了する予定であり、労働市場に突然その影響が出る可能性がある。

<sup>1</sup> Department of the Treasury and the Australian Taxation Office, *JobKeeper update*, Joint media release, 22 May 2020.

弊行ではこの二つの制度と、その他の生活保護給付の引き上げが第2四半期に経済が最悪の状況に陥るのを防ぐのに重要だと考えている。第2四半期には雇用減少と賃金引き下げで家計所得は打撃を受けるはずである。

表 1：第2四半期に家計所得が受ける打撃を助成金が補完

Change in Q2 household income	(\$b)
<b>(1) Income (includes JobKeeper subsidy)</b>	
- wages bill	-14.3
- self-employed income	-2.2
<b>(2) Welfare payments</b>	
Stimulus payment	5.3
Unemployment benefits	7.0
- Boost for existing recipients	1.9
- New recipients in April	0.4
- New recipients in May and June	4.8
<b>Net income change</b>	<b>-4.2</b>

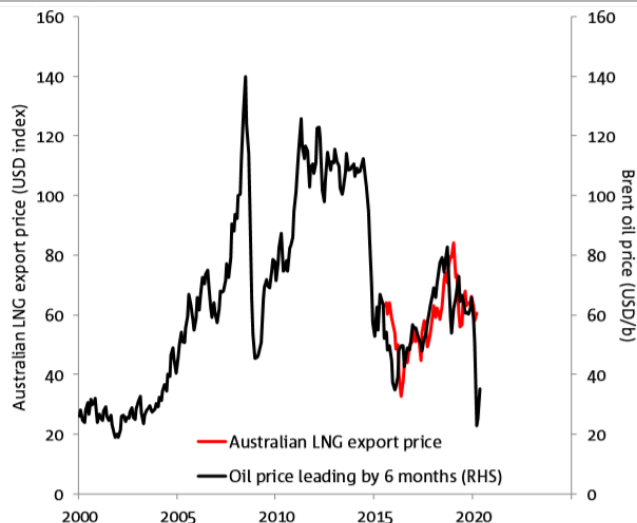
Note: See the appendix for underlying assumptions.

Source: Australian Bureau of Statistics, Reserve Bank of Australia, Treasury, Vamplew (1987), National Australia Bank

費用が600億ドル減少したことで、経済回復をサポートし続ける為に、この給付金の対象を狭めながら終了時期を先に延ばすことが可能になる。政府はこれを検討しているようであり、観光業には追加で補助を行う可能性があるとして述べている。また、可能性は高くはないが、政府は現在制度の対象となっていない非正規雇用者や外国人労働者の補助も検討するかもしれない。

もう一つ財政にリスクとなっているのは、LNG（液化天然ガス）の輸出価格が大きく低下していることである。LNGはオーストラリア第三位の輸出コモディティである。LNG価格は時間差をもってブレント原油価格に連動している。サウジアラビアとロシアの間の価格戦争で原油価格は下落し、世界の原油需要も減少している。原油価格は安値から回復したが、政府が前回の予算案の前提としていたバレル当たり64米ドルより40%低い。

図 2：原油価格の下落は LNG 輸出価格の低下を意味する



Note: The oil price for May 2020 is the latest daily observation.

Source: Australian Bureau of Statistics, Bloomberg, National Australia Bank

**財務省は失業率は10%になるという予想を維持しており、RBAは労働時間合計数は今まで考えていたほど減少しないと考えている**

JobKeeper制度のコスト改定に関係なく、ソーシャルディスタンスが労働参加率に影響している為、失業率には統計上不透明なことも多いが、財務省は10%でピークになると引き続き予想している。

4月に失業した人の大半が労働力から抜けていると計算されており、失業率の上昇が抑えられていることが、失業率予想のリスクである。先週発表された労働統計の詳細を見ると、4月に労働力から抜けた人の大半が積極的に求職しておらず、すぐに働き始めることもできない、若しくはすぐに働くことに前向きでない為、求人広告を単に見ているだけのようで、失業者として計算されていないことが確認された。

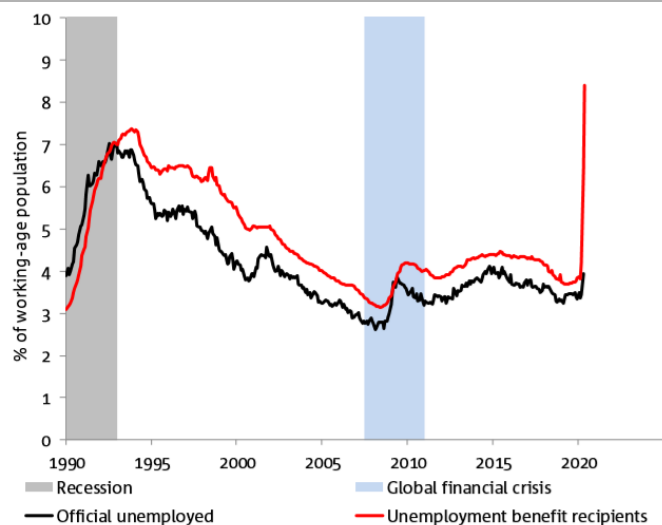
通常政府は失業給付を受ける場合は求職していなければならないとしているが、この条件の適用は6月1日まで延期された。政府がこの適用除外が延期されない場合、これらの人々は求職を再開する、若しくは就職した場合に労働力は大幅に回復することになる。

これが理由でRBAは労働時間数合計の方がウィルスが労働市場に与えた影響を見る指標として適切だと考えている。労働時間は失業と雇用は維持していても労働時間が削減された場合の両方を捉えている（例えば、労働者の5.6%の労働時間が現在ゼロであり、殆どが一時帰休となっている）。ロウ総裁は最近労働時間数合計は更に減少するはずだが、多くの企業がJobKeeper制度を利用しており、RBAが予想している20%減少よりも小幅な減少になるかもしれないと述べている<sup>3</sup>。

<sup>2</sup> Minister for Employment, Skills, Small and Family Business, *Transcript of doorstop interview*, Parliament House, 14 May 2020

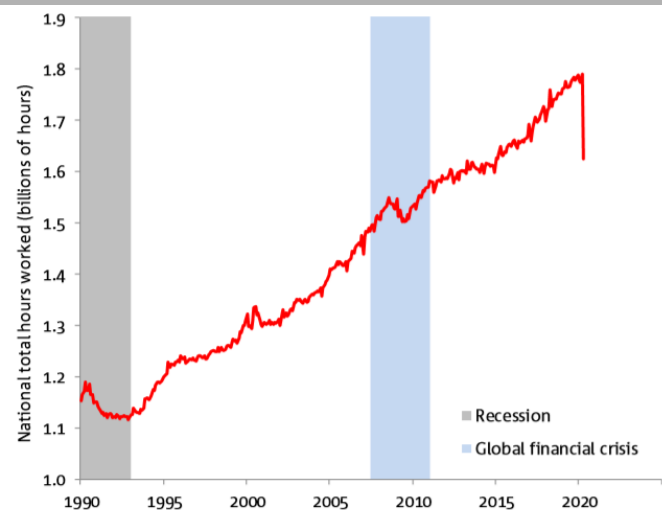
<sup>3</sup> Reserve Bank Governor Lowe, *Remarks to FINSIA forum*, 22 May 2020

図 3：失業給付受給者が成人人口に占める比率は過去最高



Note: The number of JobSeeker recipients in early May 2020 is from the Minister for Employment, Skills, Small and Family Business. The number of Youth Allowance recipients was assumed to grow at the same rate as JobSeeker recipients in May. The working-age population was assumed to grow at the same rate in May as in April.  
Source: Australian Bureau of Statistics, Department of Social Security, Minister for Employment, Skills, Small and Family Business, National Australia Bank

図 4：大幅な失業と労働時間の減少で労働時間数合計は減少

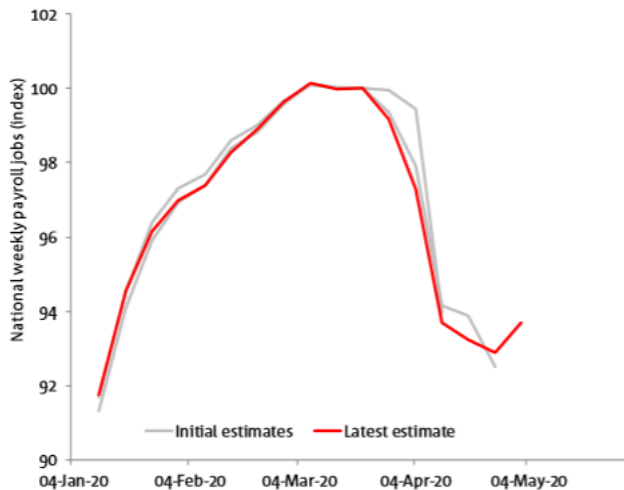
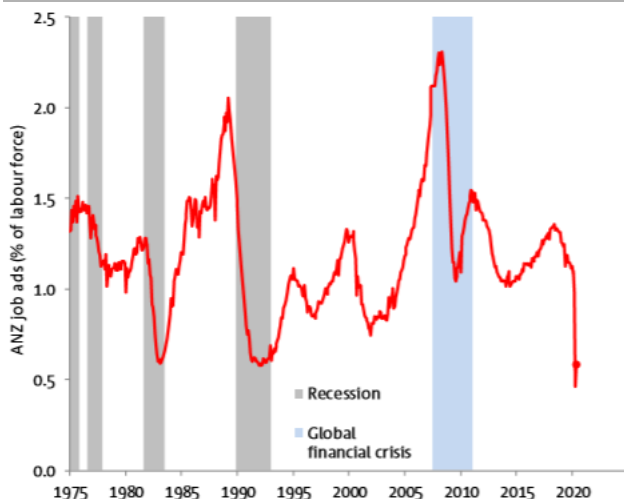


Source: Australian Bureau of Statistics, Melbourne Institute, National Australia Bank

**とりあえず経済回復は始まったが、今後の回復の過程は健康と収入に関する信頼感によって決まる**

公衆衛生対策は徐々に緩和されており、とりあえず経済回復は始まっている。信頼感もやや回復し、弊行の個人消費のバランスシートの指標はここ数週間で低い水準からではあるが回復した。求人広告数も5月には数十年来の低水準になったが、そこから今のところ回復しており、週次の雇用統計も安定してきている。人の移動の指標も上昇した。

図 5：求人広告数は数十年来の低水準から回復、雇用も安定へ



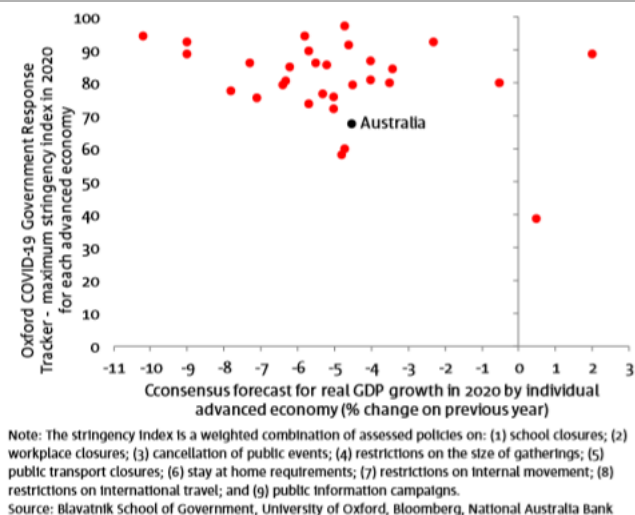
Note: The labour force was assumed unchanged in May 2020. ANZ job ads are assumed to grow by 27% in May, in line with the rebound in SEEK ads to date.  
Source: Australian Bureau of Statistics, Melbourne Institute, SEEK, National Australia Bank

先週、ロウ総裁は「健康面の信頼感を回復するのが強い（経済）回復の大前提である」と述べた。また、ワクチンや治療法が開発されるかどうかは分からないとした。公衆衛生対策を緩和して経済回復を進めても、封じ込め対策が厳しくなかった国でも深刻な景気後退になっていることからすると、家計や企業が支出に前向きでないのには根本的な要因があると指摘した<sup>4</sup>。

<sup>4</sup> Reserve Bank Governor Lowe, Q&A session, 22 May 2020



図 6：公衆衛生対策と予想されているウィルスによる GDP の悪化の程度には殆ど相関はない



「各種 [公衆衛生] 対策が緩和されるペースが不透明要素である」が、「人々の将来の健康と収入両方に関する信頼感も不透明要素である」。RBA の理事会メンバーでもあるケネディー財務次官が過去にインフルエンザの感染に関する景気モデル化を行っているが、政策当局が家計と企業の信頼感を改善し、支出と採用が増えるように努めることが重要だという同様の結論に達している<sup>5</sup>。

**RBA は労働市場の回復は遅いペースになると予想**

現時点で、RBA は労働市場の回復は遅いペースになると予想している。例えば、RBA の基本シナリオでは雇用がウィルス発生前の水準を超えるのは 2022 年半ば以降だとされている。労働市場は通常経済活動の回復に遅れて回復することから、調整がこのように長期間になるのは当然ともいえる。弊行で過去のリセッションを分析した結果でも、失業率がリセッション前の水準に戻るのに掛かる時間の中央値は 7 年だった<sup>6</sup>。

対照的に、財務省は公衆衛生対策を緩和することで、失業した人も就職するようになり、7月までに雇用は 90 万人増加するとそれよりも楽観的な予想をしている<sup>7</sup>。RBA が第 2 四半期に雇用が大幅に減少すると予想していることからすると、財務省の予想は雇用は 7 月までにウィルス発生前の水準に回復することを意味する。

弊行でも労働市場の回復は遅いと考えており、RBA の予想に近い。ホスピタリティ・娯楽セクターの雇用の減少が一番大きくなりそうだが、それ以外の業種でも人員削減が進んでおり、減少ペースは 1990 年代初めのリセッションの時に近い。

図 7：RBA は雇用がウィルス前の水準に戻るのには 2022 年半ば以降と予想

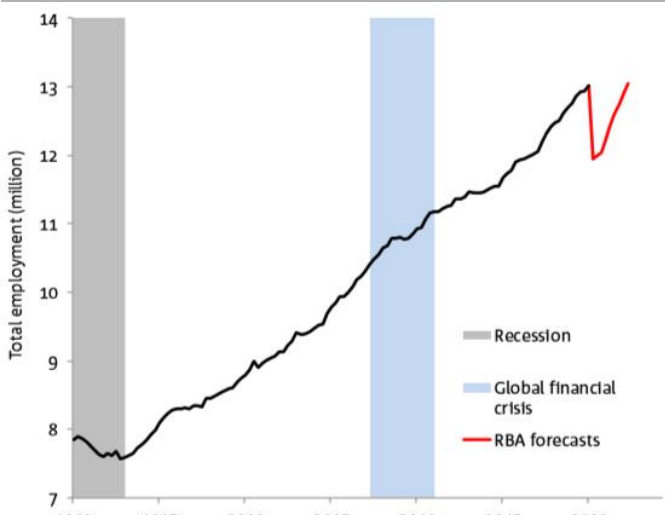
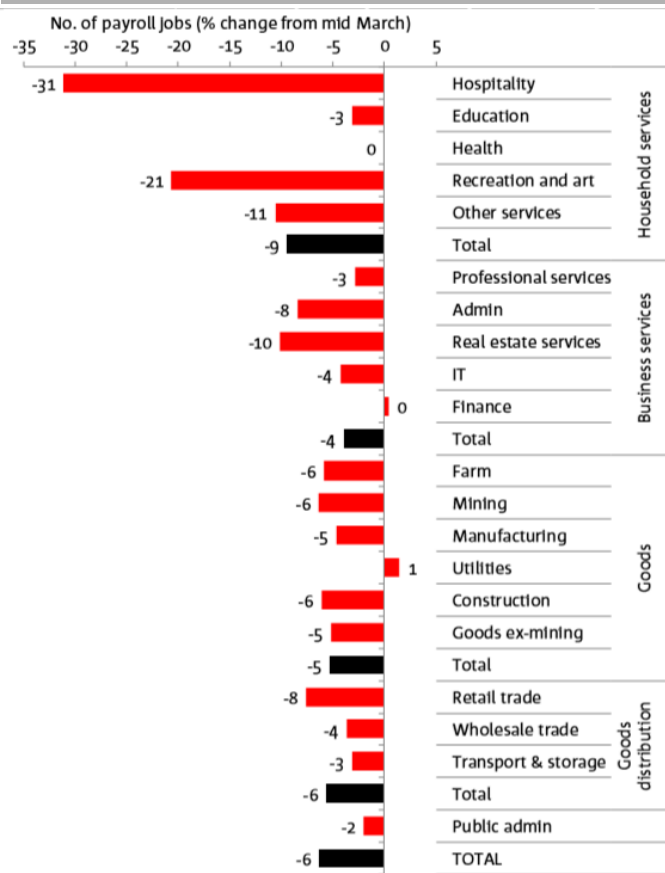


図 8：雇用はホスピタリティ・娯楽で一番大きく減少、しかし他の業種でも人員を削減



Note: Percentage change from 14 March to 2 May 2020. There is no adjustment for seasonality. The percentage changes for the industry subgroups were estimated using industry weights from the labour force survey.  
Source: Australian Bureau of Statistics, National Australia Bank

<sup>5</sup> Kieran Davies, *The economics of a pandemic – lessons from the Kennedy paper*, Australian Markets Weekly, 23 March 2020

<sup>6</sup> Kieran Davies, *Lessons from past recessions and depressions*, Australian Markets Weekly, 14 April 2020

<sup>7</sup> Treasurer Frydenberg, *Ministerial statement on the economy*, Parliament House, Canberra, 12 May 2020.

### **確実な経済回復には追加財政刺激策が必要**

労働市場に与えるショックは過去に例がないほど大きく、回復に関しては不透明なことが多い。政府の財政刺激策は景気減速の最悪期を和らげる為に設計されているが、経済回復を維持する為には追加の刺激策を行う必要があると弊行では考えている。これは RBA が完全雇用に近づき、インフレ率が目標である 2-3%に向かうようになるまで低金利を維持すると述べていることに匹敵する。財政赤字は戦時を除いて史上最高になることが予想され、政府は景気刺激策の延長に前向きでないかもしれないが、公的債務はまだ制御可能な水準であり、債券利回りは史上最低に近い。

Kieran Davies, Kaixin Owyong

## 付録：2020年第2四半期に政府の助成金が家計所得に与える影響を試算

表1にあるように、政府の大規模な助成金が、史上最大の雇用減少と横ばいから減少となっている賃金を補完して、弊行では家計所得は第2四半期に約40億ドル減少すると予想している。ここでは雇用統計のデータを用いており、雇用と労働時間の減少によってどれだけ所得が減少するかを計算した。この数字はJobKeeper助成金で抑えられて、失業給付と政府の助成金による収入で一部補完された結果である。

- 雇用統計は賃金支払額が143億ドル減少することを示唆している。** タイムリーに発表される週次の雇用統計では3月半ばから5月初めまでにJobKeeper助成金の支払いがあったにも関わらず、賃金支払額は5.4%も減少した（助成金は企業が労働者に支払うことから賃金支払額に含まれている）。賃金支払額が第2四半期末まで殆ど変化しないとすると、第2四半期の賃金支払額の平均は第1四半期の平均より2.1%少ない。賃金支払額は通常第1四半期には休暇シーズンの影響があるが、第2四半期には回復するという季節性で調整すれば6%減少となる。2019年第4四半期と同じペースで増加すると仮定すれば、第1四半期の賃金支払額は2,380億ドルになり、第2四半期に6%減少すれば143億ドル減少となる。
- 小規模事業の利益が賃金支払額と同じペースで減少するとすれば、22億ドル減少することになる。** 雇用統計には個人事業主は含まれておらず、小規模事業の利益は含まれない。このセクターの所得が第1四半期に2019年第4四半期と同じペースで増加するとすると、小規模企業の利益は第1四半期には372億ドルということになる。6%の減少すると22億ドル減少することになる。
- 失業給付受給者1人当たり750ドルの給付で家計に合計53億ドル支払うことになる。** 政府は助成金を二回に分けて提供しており、最初の支払いは3月31日からで、次は7月13日からである。この支払は受給者の通常の失業給付に更に上乗せして支払われる。21日にケネディ財務次官は最初の支払いは53億ドルであり、710万人に支払われたと報告している。
- 失業給付は家計に対して追加で70億ドルの支払いとなる。** 2週間に一度の失業給付は4月27日から一時的に1,100ドルに引き上げられた。政府は2週間につきコロナウィルス補助の550ドルを通常の失業給付に上乗せした。これはウィルス発生前に申請した80万人は第2四半期の2カ月間、2週間当たり550ドル余分に受け取ることの意味し、その額は合計で19億ドルとなる。そして、政府は4月には2週間で最大550ドル受給している失業給付受給者が30万人増加したと報告している。5月初めまでに失業給付受給者は100万人増加することになり、その時までに最大給付額は2週間当たり1,100ドルになっている。これは追加で51億ドルの支出となり、既に給付を受けている人数に対して19億ドル給付が増えることと併せて、家計には合計で70億ドルが支払われることを意味する。

## CALENDAR OF ECONOMIC RELEASES

Country	Economic Indicator	Period	Forecast	Consensus	Actual	Previous	GMT	AEDT
<b>Monday 25 May 2020</b>								
US, UK	- public holiday	1Q F		-2.3		-2.3	5.00	16.00
GE	IFO Current Assessment	May		82		79.5	7.00	18.00
GE	IFO Business Climate	May		78.3		74.3	7.00	18.00
CA	BoC's Poloz speaks						18.00	5.00
<b>Tuesday 26 May 2020</b>								
NZ	Trade Balance NZD	Apr		--		672	21.45	8.45
AU	PM Morrison speaks			--		--	1.30	12.30
JN	All Industry Activity Index MoM	Mar		-3.9		-0.6	3.30	14.30
EC	ECB's Lane speaks						11.45	22.45
US	Conf. Board Consumer Confidence	May		87		86.9	13.00	0.00
US	New Home Sales	Apr		490		627	13.00	0.00
<b>Wednesday 27 May 2020</b>								
CA	BoC's Poloz and Wilkins testify						20.00	7.00
NZ	RBNZ Financial Stability report						20.00	7.00
NZ	RBNZ's Orr speaks on financial stability						21.00	9.00
AU	Construction Work Done	1Q	-1.5	-1.5		-3	0.30	11.30
GE	Retail Sales MoM	Apr		-10		-5.6	27 May to 2 June	
GE	Retail Sales NSA YoY	Apr		-12		-2.8	27 May to 2 June	
EC	ECB's Largarde speaks						6.30	17.30
US	Fed's Bullard speaks on economy during the pandemic						15.30	2.30
<b>Thursday 28 May 2020</b>								
NZ	ANZ Business Confidence	May F		--		-45.6	0.00	11.00
AU	Private Capital Expenditure	1Q	-3	-2.6		-2.8	0.30	11.30
AU	CapEx expectation for 2020-21	2nd	75			100	0.30	11.30
AU	ABS business survey	mid May					0.30	11.30
AU	Preliminary merchandise trade	Apr		--		--	0.30	11.30
EC	Consumer Confidence	May F		--		-18.8	8.00	19.00
GE	CPI YoY	May P		0.7		0.9	11.00	22.00
US	Durable Goods Orders	Apr P		-18		-14.7	11.30	22.30
US	Core PCE QoQ	1Q S		--		1.8	11.30	22.30
US	GDP Annualized QoQ	1Q S		-4.8		-4.8	11.30	22.30
CA	Current Account Balance	1Q		--		-8.76	11.30	22.30
US	Fed's Williams speaks						14.00	1.00
<b>Friday 29 May 2020</b>								
NZ	ANZ Consumer Confidence Index	May		--		84.8	21.00	8.00
JN	Jobless Rate	Apr		2.7		2.5	22.30	9.30
JN	Tokyo CPI YoY	May		0.1		0.2	22.30	9.30
JN	Industrial Production MoM / YoY	Apr P		-4.7 / -10		-3.7 / -5.2	22.50	9.50
AU	ABS household survey	mid May					0.30	11.30
AU	Private Sector Credit MoM	Apr	0.4	0.6		1.1	0.30	11.30
EC	M3 Money Supply YoY	Apr		--		7.5	7.00	18.00
EC	CPI Core YoY	May P		--		0.9	8.00	19.00
EC	CPI Estimate YoY	May		0.4		0.4	8.00	19.00
US	PCE Core Deflator MoM / YoY	Apr		-0.3 / 1.1		-0.1 / 1.7	11.30	22.30
US	Wholesale Inventories MoM	Apr P		--		-0.8	11.30	22.30
CA	GDP YoY	Mar		--		2.1	11.30	22.30
US	U. of Mich. Sentiment	May F		73.7		73.7	13.00	0.00
<b>Upcoming Central Bank Interest Rate Announcements</b>								
Australia, RBA		Jun 2	0.25	0.25		0.25		
Europe, ECB		Jun 4	-0.50	-0.50		-0.50		
US, Federal Reserve		Jun 10	0/0.25	0/0.25		0/0.25		
Japan, BoJ		May 22	-0.10	-0.10		-0.10		
UK, BOE		Jun 18	0.10	0.10		0.10		
New Zealand, RBNZ		Jun 24	0.25	0.25		0.25		

GMT: Greenwich Mean Time; AEST: Australian Eastern Standard Time



# NAB予想

Economic Forecasts																
	Annual % change				Quarterly % change											
					2019				2020				2021			
	2019	2020	2021	2022	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
<b>Australia Forecasts</b>																
Household Consumption	1.4	-5.3	2.2	-	0.4	0.3	0.1	0.4	0.5	-9.1	0.1	2.7	1.2	0.7	1.1	1.2
Underlying Business Investment	-2.0	-22.4	-8.1	-	0.6	-0.4	-1.8	-1.5	-4.7	-21.1	-1.5	-2.4	0.7	-0.3	0.1	0.3
Residential Construction	-7.1	-14.3	-4.3	-	-2.0	-3.5	-1.2	-3.4	-2.0	-7.5	-5.3	-3.4	-0.5	1.6	2.9	3.6
Underlying Public Spending	4.9	4.0	3.8	-	1.1	1.7	2.0	0.1	0.8	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8
Net Exports (a)	1.1	2.5	-1.3	-	0.4	0.5	0.0	0.1	0.5	3.2	-0.4	-0.8	-0.3	-0.2	-0.3	-0.4
Inventories (a)	-0.2	-0.8	1.0	-	-0.1	-0.3	0.2	0.2	-0.3	-2.2	1.6	1.2	0.0	-0.1	0.1	0.0
Domestic Demand (q/q %)	-	-	-	-	0.3	0.4	0.4	0.1	0.0	-7.2	-0.1	1.4	1.1	0.8	1.1	1.2
Dom Demand (y/y %)	1.2	-4.7	1.6	-	1.2	1.2	1.2	1.3	1.0	-6.7	-7.1	-5.9	-4.9	3.2	4.4	4.2
Real GDP (q/q %)	-	-	-	-	0.5	0.6	0.6	0.5	-0.2	-8.4	1.0	4.1	2.0	0.4	0.8	0.8
Real GDP (y/y %)	1.8	-4.3	4.2	-	1.7	1.6	1.8	2.2	1.5	-7.6	-7.2	-3.9	-1.9	7.7	7.5	4.0
CPI headline (q/q %)	-	-	-	-	0.0	0.6	0.5	0.7	0.3	-2.0	0.6	0.7	0.2	0.2	0.1	0.3
CPI headline (y/y %)	1.6	0.4	1.6	-	1.3	1.6	1.7	1.8	2.1	-0.5	-0.5	0.5	0.5	2.7	2.3	0.9
CPI underlying (q/q %)	-	-	-	-	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4	0.3	0.2	0.2	0.0	0.1
CPI underlying (y/y %)	1.4	1.5	0.9	-	1.5	1.4	1.4	1.4	1.6	1.5	1.6	1.5	1.3	1.1	0.6	0.4
Private wages (q/q %)	-	-	-	-	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.5	0.5
Private wages (y/y %)	2.3	1.7	1.2	-	2.4	2.3	2.2	2.2	2.1	1.9	1.6	1.3	1.1	1.0	1.3	1.5
Unemployment Rate (%)	5.1	10.1	8.6	-	5.1	5.1	5.2	5.1	5.2	11.7	11.8	11.7	10.7	8.7	7.6	7.2
Terms of trade	5.2	-11.9	-2.0	-	3.3	1.5	0.2	-5.3	-2.5	-5.8	-3.4	-1.2	0.8	2.0	-0.1	-0.1
Current Account (% GDP)	0.5	0.9	-0.3	-	-0.4	0.9	1.3	0.2	0.1	2.4	1.2	0.0	-0.2	0.0	-0.4	-0.8

Source: NAB Group Economics; (a) Contributions to GDP growth

Exchange Rate Forecasts						
	25-May	Jun-20	Sep-20	Dec-20	Mar-21	Jun-21
<b>Majors</b>						
AUD/USD	0.652	0.62	0.64	0.68	0.69	0.70
NZD/USD	0.61	0.59	0.60	0.62	0.64	0.65
USD/JPY	107.7	109	109	109	109	109
EUR/USD	1.09	1.08	1.10	1.12	1.13	1.14
GBP/USD	1.22	1.23	1.27	1.30	1.32	1.33
USD/CNY	7.14	7.00	6.90	6.85	6.80	6.80
USD/CAD	1.40	1.43	1.41	1.39	1.37	1.35
USD/CHF	0.97	0.98	0.97	0.96	0.96	0.95

Australian Cross Rates						
AUD/NZD	1.07	1.05	1.07	1.09	1.08	1.07
AUD/JPY	70.2	68	70	74	75	76
AUD/EUR	0.60	0.57	0.58	0.60	0.61	0.61
AUD/GBP	0.54	0.50	0.50	0.52	0.52	0.52
AUD/CNY	4.66	4.34	4.42	4.62	4.69	4.73
AUD/CAD	0.91	0.89	0.90	0.94	0.95	0.94
AUD/CHF	0.63	0.61	0.62	0.65	0.66	0.66

Interest Rate Forecasts						
	25-May	Jun-20	Sep-20	Dec-20	Mar-21	Jun-21
<b>Australian Rates</b>						
RBA cash rate	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
3 month bill rate	0.10	0.15	0.20	0.25	0.30	0.30
3 Year Swap Rate	0.27	0.24	0.25	0.30	0.30	0.30
10 Year Swap Rate	0.86	0.85	0.90	1.05	1.18	1.28
<b>Offshore Policy Rates</b>						
US Fed funds	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
ECB deposit rate	-0.50	-0.60	-0.60	-0.60	-0.60	-0.60
BoE repo rate	0.10	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
BoJ excess reserves rate	-0.10	-0.20	-0.20	-0.20	-0.20	-0.20
RBNZ OCR	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
<b>10-year Bond Yields</b>						
Australia	0.86	0.90	0.95	1.05	1.15	1.25
United States	0.66	0.60	0.70	0.80	0.90	1.00
New Zealand	0.64	0.88	0.88	1.03	1.28	1.38

Sources: NAB Global Markets Research; Bloomberg; ABS

Global GDP			
	2019	2020	2021
Australia	1.8	-4.3	4.2
United States	2.3	-6.6	6.7
Eurozone	1.2	-6.5	6.0
United Kingdom	1.4	-6.1	6.2
Japan	0.8	-5.0	3.9
China	6.1	1.0	9.8
India	5.3	2.0	7.6
New Zealand	2.2	-6.5	1.9
World	3.0	-2.6	6.3

## CONTACT DETAILS

### Market Economics

Kieran Davies  
+61 2 9237 1406  
kieran.davies@nab.com.au

Tapas Strickland  
Director, Economics  
+61 2 9237 1986  
tapas.strickland@nab.com.au

Kaixin Owyong  
Economist, Markets  
+61 2 9237 1980  
kaixin.owyong@nab.com.au

### Markets Research

Ivan Colhoun  
Global Head of Research  
+61 2 9237 1836  
ivan.colhoun@nab.com.au

### Group Economics

Alan Oster  
Chief Economist  
+61 3 8634 2927  
alan.oster@nab.com.au

### ご注意点：

本資料はナショナルオーストラリア銀行（NAB）（ABN 12 004 044 937、AFSL 230686）が作成したものです。本書は、情報提供のために作成されたものであり、新たな資料によりその全体について修正、更新、または差替されることがあります。本書に含まれる情報は、信頼できると信ずべき情報源から入手されるものですが、その正確性または完全性について何らの表明をするものではありません。本情報の正確性または当社の見解の有効性へ依拠される場合は、自己の責任においてそれを行うこととなります。

本書は、金融商品（有価証券を含みますが、これに限られません）の取得の申込みまたはその引受けもしくは買付の申込みの勧誘を構成するものではなく、また金融商品の取引条件の最終的な提示を意図したものではありません。本書に記載されるいかなる表示もナショナル・オーストラリア・バンク・リミテッド（NAB）および、またはその関係会社が本書に基づいて取引を行うことはありません。

NABまたはその関係会社は、本書から発生した誤解について一切の責任を負いません。また、NAB及びその関係会社は、本書に基づいて投資家のなされる決定から発生した財務上その他の結果に関して、いかなる受託者責任または賠償責任も負いません。投資家は、リスクを自ら評価し、且つこの点について必要は範囲で自己の法律上、財務上、税務上、会計上またはその他専門分野の自己の助言者から助言を受ける必要があります。

### Important Notice

This document has been prepared by National Australia Bank Limited ABN 12 004 044 937 AFSL 230686 ("NAB"). Any advice contained in this document has been prepared without taking into account your objectives, financial situation or needs. Before acting on any advice in this document, NAB recommends that you consider whether the advice is appropriate for your circumstances. NAB recommends that you obtain and consider the relevant Product Disclosure Statement or other disclosure document, before making any decision about a product including whether to acquire or to continue to hold it.

Please click [here](#) to view our disclaimer and terms of use.