

RBA の政策ルールは追加刺激策が行われる可能性があることを示す

分析-RBA の政策ルールは追加刺激策が行われる可能性があることを示す

- RBA はキャッシュレートを自身が下限としている 0.25%まで引き下げたことで、伝統的金融政策を行う余地が無くなり、世界金融危機時よりも大規模な非伝統的金融政策を開始した。RBA のマクロ経済モデルにおける政策ルールを用いると、ここ数年間インフレ率が 2-3%の目標レンジを下振れし、失業率が NAIRU を超えたことで、金融政策は実際にはかなり引き締めだったことが分かった。
- この政策ルールからすると、政府の財政刺激策を考慮してある RBA の直近の経済予想は現在マイナス金利であることを意味する。弊行では既に導入された非伝統的政策はキャッシュレートを-1%と小幅なマイナスにするのと同じ効果があると考えている。
- 見通しはかなり不透明であるが、この政策ルールは今後も追加刺激策を行うことで効果が出ることを示している。政府には RBA よりも追加刺激策を行う余地がある。短期的には、政府が JobKeeper 制度と JobSeeker 制度の一時的な給付を 9月末に終えることになっているが、その時に労働市場のサポートが急に無くなるのを避ける必要があるだろう。政府は 7月 23日に発表する経済・財政アップデートでこれに関する決定内容を発表する。財務省は対象を絞った形式にして賃金補助金を続けることを既に示唆している。

今週-RBA・雇用統計、NZ の ANZ 企業調査、中国 PMI、米雇用統計・FRB

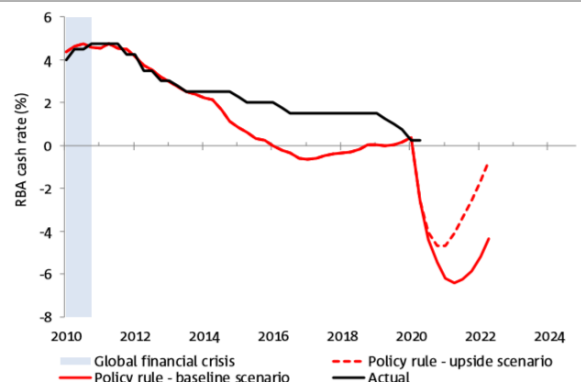
- オーストラリア**：RBA のデベル副総裁が 30日に RBA の政策決定とバランスシートに関する講演を行う。順調に 3年債利回り目標を達成し、市場の流動性を回復できているという話があるだろう。RBA の QE (量的緩和) に関する技術的な話もあるかもしれない。30日に発表される ABS (豪統計局) の雇用統計では、移動制限が緩和され労働市場が 6月半ばに向けてどのくらい改善しているかが分かるだろう。7月 1日に発表される建設許可件数は 5月に急速に減少しているはずである。2日の貿易統計では貿易黒字は 20億ドル減少して 66億ドルになったと予想している。**ニュージーランド**：30日に発表される 6月 ANZ 企業調査の最終・完全版が速報から改善していなければ、ニュージーランドの回復は難しいだろう。今週は住宅市場、融資、国際貿易の数字の発表もある。新しく発表される雇用指標の 5月の数字も発表される。
- 中国**：30日に公式 PMI が発表され、1日と 3日に財新 PMI が発表される。市場は製造業 PMI とサービス業 PMI 両方が前回から殆ど変わらないと予想している。**米国**：感染が再び拡大しており、経済データに影響していることが予想される。2日には雇用統計と製造業 ISM 指数の発表がある。雇用統計では非農業部門就業者数は今回も改善して 300万人増加と予想しているが、失業率は 12.3%と高いままとなるだろう。1日の FOMC 議事録では 2週間前に発表された経済予想が繰り返されるはずである。パウエル議長は 1日に下院金融委員会で証言を行う。

先週の主要市場の動き

	Last	% chg week		Last	bp/% chg week
AUD	0.6886	-0.3	RBA cash	0.13	0
AUD/CNY	4.87	-0.1	3y swap	0.24	0
AUD/JPY	73.7	-0.2	ASX 200	5,815	-2.2
AUD/EUR	0.612	-0.3	Iron ore	94	-2.1
AUD/NZD	1.070	0.3	Brent oil	40.2	-6.6

Source: Bloomberg

今週のチャート：RBA の政策ルール



RBAの政策ルールは追加刺激策が行われる可能性があることを示す

- RBAはキャッシュレートを自身が下限としている0.25%まで引き下げたことで、伝統的金融政策を行う余地が無くなり、世界金融危機時よりも大規模な非伝統的金融政策を開始した。RBAのマクロ経済モデルにおける政策ルールを用いると、ここ数年間インフレ率が2-3%の目標レンジを下振れし、失業率がNAIRUを超えたことで、金融政策は実際にはかなり引き締められたことが分かった。
- この政策ルールからすると、政府の財政刺激策を考慮してあるRBAの直近の経済予想は現在マイナス金利であることを意味する。弊行では既に導入された非伝統的政策はキャッシュレートを-1%と小幅なマイナスにするのと同じ効果があると考えている。
- 見通しはかなり不透明であるが、この政策ルールは今後も追加刺激策を行うことで効果が出ることを示している。政府にはRBAよりも追加刺激策を行う余地がある。短期的には、政府がJobKeeper制度とJobSeeker制度の一時的な給付を9月末に終えることになっているが、その時に労働市場のサポートが急に無くなるのを避ける必要があるだろう。政府は7月23日に発表する経済・財政アップデートでこれに関する決定内容を発表する。財務省は対象を絞った形式にして貸金補助金を続けることを既に示唆している。

RBAには伝統的政策を行う余地が無くなり、非伝統的政策が始まった

オーストラリアでは大恐慌や戦時以外では最大となる経済ショックとなり、RBAは3月に急に積極的な金融緩和を行い、政府は戦時を除くと最大となる財政刺激策を行っている。

RBAは伝統的金融政策ではキャッシュレートの下限を0.25%としていたが、今回の政策対応によってその限界に達し、世界金融危機時よりも大規模な非伝統的金融政策が始まった。

今回、以下の非伝統的政策が行われている。

- **フォワードガイダンス**：(1)「完全雇用達成に向けて進捗があり、[理事会が]インフレ率が継続的に2-3%の目標レンジに留まると予想できるようになるまで」キャッシュレートを0.25%以上にはしない。(2)3年債券利回り目標を「完全雇用とインフレ目標に向けて進捗があるまで維持する。[達成されれば]まず利回り目標を廃止してから、キャッシュレートを引き上げるのが適切だろう」。¹
- **3年国債利回り目標を0.25%とした制限付きの利回りカーブコントロール**：RBAは利回り目標を達成し、債券市場の機能を正常に保つのに必要な債券買い入れを行っている。

- **銀行に低コストの資金を提供**：これは新たに設定された長期資金調達ファシリティ経由で行われている。(1)銀行に0.25%の固定金利で3年の担保付資金を提供することで貸出金利を下げる。他の融資認可機関に対しては企業向け融資残高の3%までを2020年9月まで提供する。(2)企業融資を増やす貸し手に2021年3月まで追加で低コストの資金を提供する。中小企業向け融資にはインセンティブがある。
- **各銀行のRBAにおける残高に対して技術的な調整**：キャッシュレートのレンジを+/-25bpから+25bp/-15bpに縮小した。キャッシュレートが0.25%の時には各銀行の為替決済残高(ES残高)には0.1%の金利が付くことになる(銀行は引き続き翌日物の資金を借り入れる時にはキャッシュレート+25bpを支払う)。ES残高は(1)流動性供給オペの増加、(2)債券買い入れ、(3)長期貸出ファシリティの影響でかなり大きくなったが、この対応で銀行のコスト上昇圧力は一部和らぐ(残高増加によっても実際のキャッシュレートは目標である0.25%より低くなる)。

RBAの政策ルールを用いてRBAの経済予想からキャッシュレートを予想

現在の景気刺激策が十分かどうかを見るために、弊行ではRBAのマクロ経済モデルと直近の基本シナリオ予想と上振れシナリオ予想に組み込まれている政策ルールから導きだされるキャッシュレートを計算してみた。ロウ総裁が最近「経済は[RBAの]基本シナリオと上振れシナリオの間にある」と述べている為、上振れシナリオも考慮した。ロウ総裁は「上振れシナリオでも深刻な景気後退を想定している」と述べている²。

RBAが用いている政策ルールはテイラールールで修正されている。政策は以下の事象に対してゆっくりと対応する。

- (1) 目標に対するインフレ率、(2) 失業ギャップで測った余剰能力、(3) 国内の余剰能力が減るスピード

以下の式が成り立つ。

- $$\text{キャッシュレート}_t = 0.7 * \text{キャッシュレート}_{t-1} + 0.3 * [\text{中立実質キャッシュレート} + \text{年間インフレ率}_t + (\text{年間インフレ率}_t - 2.5\%) - 2 * (\text{失業率}_t - \text{NAIRU})] - (\text{失業率}_t - \text{失業率}_{t-2})$$

この式ではキャッシュレートは以下の要素で決まる。

- 前四半期のキャッシュレート：金利のスムージングを捉える。
- 中立実質キャッシュレート：時間と共に変化する。
- インフレ率：トリム平均CPIを用いる。
- インフレ率から2-3%の目標レンジの中央値を引いたもの
- 失業ギャップ：失業率から別途試算されたNAIRUを引いたもの

¹ Reserve Bank of Australia, *Minutes of the Monetary Policy Meeting of the Reserve Bank Board*, 2 June 2020.

² Commonwealth of Australia Senate Select Committee on COVID-19, *Australian government's response to the COVID-19 pandemic*, Proof Committee Hansard, 28 May 2020

- 国内の余剰能力が減るスピード：過去6カ月の失業率の変化を用いる³。

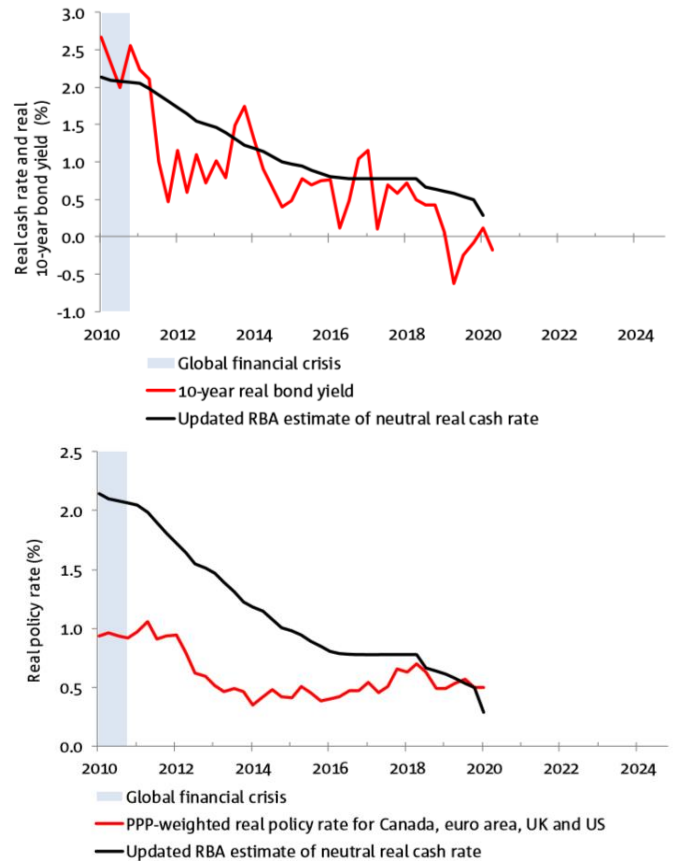
RBAは過去25年の経験から、政策ルールへのウエイトを予想するのではなく、決めている。前半期には政策を徐々に調整することに対するプレミアムを反映してキャッシュレートへのウエイトは大きかった。

RBAは以下のことを理由に通常の需給ギャップではなく失業ギャップを国内の余剰能力のプロキシとしている。

(1) 失業ギャップは需給ギャップよりもRBAの完全雇用という目標にコンセプトが近い。(2) 需給ギャップの変化の大半は失業ギャップを反映している。(3) 失業ギャップは需給ギャップよりも「正確だと思われる」。

RBAは2017年には中立キャッシュレートは0.8%近辺へ低下したと試算していたが、それ以降公表していない。その後、住宅ローンの変動金利とキャッシュレートのスプレッドが拡大した。このスプレッドに関してデベル副総裁は「中立金利へ約1対1の影響がある」と述べている⁴。10年債実質利回りが2018年末の0.8%から-0.1%に低下したことから、この2つのデータの関係が崩れたことで中立金利が低下したことが分かる。オーストラリアの中立金利はニューヨーク連銀による先進国の中立金利が低いという試算にも大体沿っている。

図1. 他の指標も中立キャッシュレートが低下したことを示す



Note: The updated neutral cash rate adjusts for the increase in the spread of the variable mortgage rate over the cash rate from 2017 to now.

Source: Australian Bureau of Statistics, Bloomberg, Federal Reserve Bank of New York, International Monetary Fund, Reserve Bank of Australia, National Australia Bank

RBAはNAIRUを完全雇用のプロキシとして用いている。NAIRUは現在4.5%近辺にある。ロウ総裁は「過去の深刻な景気後退の経験から労働市場には後遺症効果がある」ことが分かっており⁵、NAIRUは「5%近辺に上昇」した可能性が高いと考えている。今回の弊行の分析では実質中立キャッシュレートは0.3%に低下し、NAIRUは5%近くに上昇したと想定している。

RBAの経済予想は今後大幅なマイナス金利になるのと同じ状態になることを意味している

政策ルールと実際のキャッシュレートを比べると、過去4-5年間金融政策はかなり引き締めとなっており、現在キャッシュレートは大きく低下してゼロ近辺になっていることを示している。このルールはインフレ率が目標レンジである2-3%より低く、失業率はNAIRUと想定している水準よりも恒常的に高いこととかなり引き締めになっていたことを意味している。

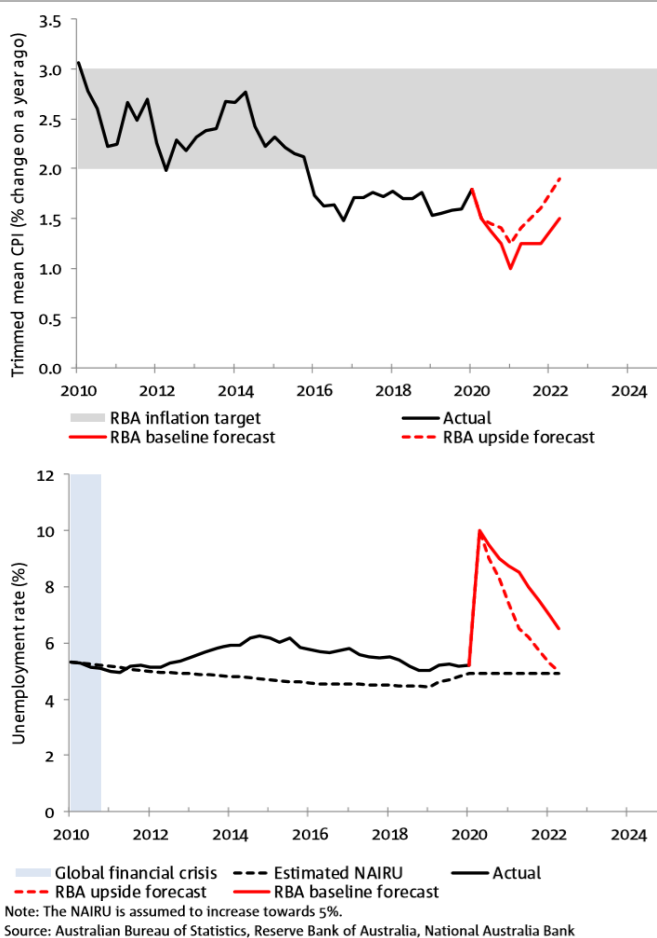
RBAの基本シナリオと上振れシナリオの予想を比べると、両方において短期的に失業率は10%近辺でピークになっている。失業率は基本シナリオでは2022年半ばに約6.5%、上振れシナリオでは約5%になっている。インフレ率は両方のシナリオで2-3%の目標レンジより低いが、上振れシナリオでは2022年に2%に近づく。

³ Alexander Ballantyne, Tom Cusbert, Richard Evans, Rochelle Guttmann, Jonathan Hambur, Adam Hamilton, Elizabeth Kendall, Rachael McCrirk, Gabriela Nodari and Daniel Rees, *MARTIN has its place: A macroeconomic model of the Australian economy*, Reserve Bank of Australia Discussion Paper RDP 2019-07, August 2019

⁴ Reserve Bank of Australia Deputy Governor DeBelle, *Global influences on domestic monetary policy*, Adelaide, 21 July 2017.

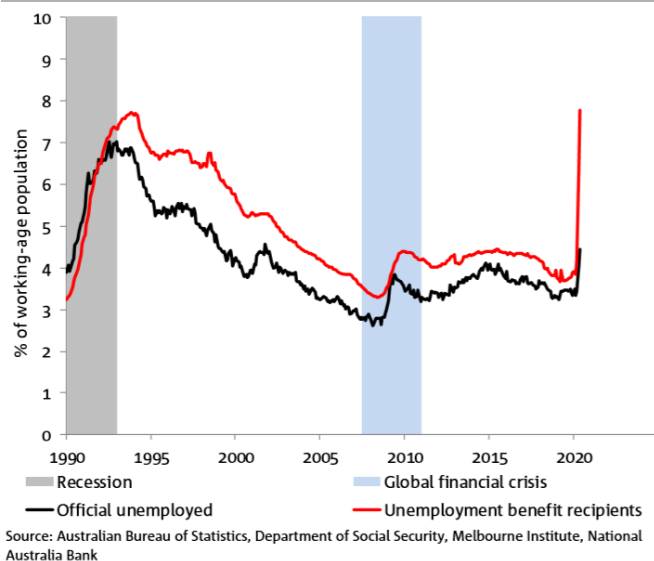
⁵ Commonwealth of Australia Senate Select Committee on COVID-19, *Australian government's response to the COVID-19 pandemic*, Proof Committee Hansard, 28 May 2020

図 2. RBA はインフレは目標以下、失業率の改善は遅いと予想



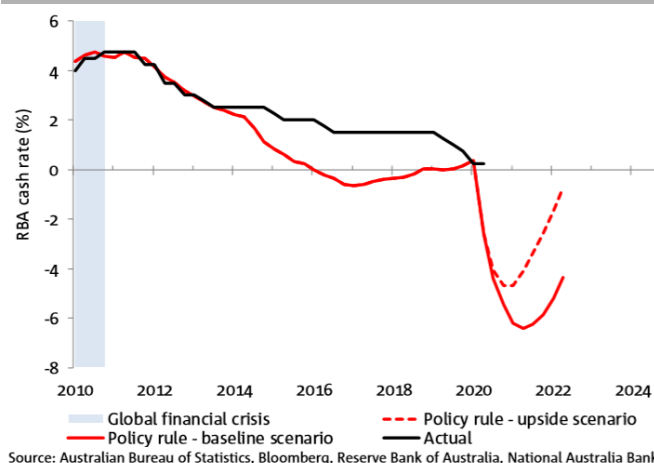
最近失業が過去最大となったことで労働力から人が抜けた為、公式の失業率は当面 RBA が予想している 10%には届かないだろう。しかし、求職を諦めた人の大半が結局失業給付を受給している。受給者数は現在労働年齢人口の 8%と過去最高にあり、失業率が 10%という予想から RBA は余剰能力を適正に評価していることが分かる。JobKeeper 制度の賃金助成金と JobSeeker 制度での追加失業手当の給付があることによって公式の失業率は実際よりも低くなっていることが労働時間合計でも確認できる。

図 3. 失業率は 10%以下でも給付金額からすると余剰は大きい



こういった予想を入力値として見ると、政策ルールは RBA の予想期間末である 2022 年半ばまでキャッシュレートはマイナスであることを示している。RBA の基本シナリオではキャッシュレートは-6%、上振れシナリオでは-5%で底となっており、両方 2021 年に起こっている。2022 年上期にはマイナス幅は縮小する。

図 4. RBA の経済予想は大幅なマイナス金利になることを示唆



RBA のバランスシート拡大が成長に与える影響はキャッシュレートがややマイナスの時と同じ

RBA の経済予想は、政策ルールからしてキャッシュレートが大幅なマイナスになることを意味しているが、ここでは RBA が今まで行った非伝統的政策によって追加の効果があることは考慮されていない。

海外の研究では非伝統的政策では中央銀行のバランスシートが対 GDP 比で 1%拡大すれば成長率は約 0.2%ポイント上昇するとされている。オーストラリアもこれに当てはまるという前提にすると、RBA のバランスシートは去年末から 5%ポイント近く拡大しており、成長率は約 1%ポイント上昇することになる。RBA の MARTIN モデルは成長率を 1%ポイント上げるには 125bp の利下げが必要だと示唆している。

キャッシュレートを現在 0.25%であり、これは最近の非伝統的政策によって RBA がキャッシュレートを-1%に下げたのと同じ効果があることを意味する。

表 1. 中央銀行のバランスシートが対実質 GDP 比で 1%拡大した時に予想される影響

		%
Estimates:		
Chung et al (2011)	US	0.2
Chen et al (2012)	US	0.1
Federal Reserve (2013)	US	0.1
Burriel & Galesi (2016)	Euro area	0.2
Haldane (2016)	Euro area	0.2
	Japan	0.2
	UK	0.2
	US	0.6
Weale & Wieladek (2016)	UK	0.3
	US	0.6
Hess et al (2017)	UK	0.2
	US	0.2
Gagnon & Sack (2018)	US	0.1
Summary statistics:		
- average		0.2
- minimum		0.1
- maximum		0.6

Note: Some estimates were scaled to equate to a 1% of GDP increase in the balance sheet. Estimates are rounded to one decimal place. Gagnon & Sack equated the change in the balance sheet to the policy rate, which we converted to a GDP effect using the average estimated effect of conventional policy from the FRB model and Ramey (2014).

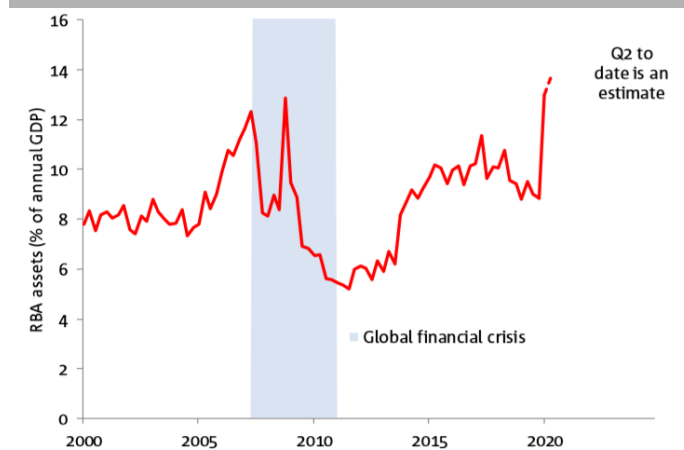
Source: Chen Curdia and Ferrero (2012), Chung, Hess, Laforte, Reifschneider and Williams. (2011), Gagnon and Sack (2018) in conjunction with Brayton, Laubach and Reifschneider (2014) and Ramey (2014), Federal Reserve (2013), Haldane (2016); Hess, Hofmann and Weber (2017), Weale and Wieladek (2016), National Australia Bank

追加財政刺激策の形式か、ロウ総裁が提唱しているような労働市場をサポートする政策が9月末に急に終了するのを避ける対応になるだろう。政府は7月23日の経済財政アップデートで決定内容を発表するが、財務省は既に JobKeeper 助成金を対象を絞って継続する可能性があると述べている。政府が JobSeeker 制度で失業給付の基本額を少なくとも効果がある程度に増やすかどうかは分からない。刺激策が急に終了しないような移行的な措置するのが望ましい。

金融政策に関しては、ロウ総裁はマイナス金利が選択肢となるかという質問に対して銀行セクターにマイナスの影響があることを主な理由として何度も否定している。その代わりに、まず財政政策が重要だと引き続き主張している。連邦政府のバランスシートはまだ健全であることから当然の主張と言える。

財政刺激策が9月末に急に終了すれば、経済回復を妨げる可能性がある。まだウイルス感染には治療法も無く、経済がパンデミック前の水準に戻るにはかなり時間がかかることが予想される為、尚更経済回復が遅る可能性がある。

図 5. これまでのバランスシートの拡大はキャッシュレートを-1%にするのと同じ効果



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

見通しはかなり不透明だが今回の分析から追加の刺激策が必要となるかもしれないことが分かる

政府は当初9月まで都市封鎖が続くと考えていたが、予想よりも早くウイルス封じ込めができたことで移動制限をそれよりも早く緩和することになり、経済は予想していたよりも早く回復している。

今回の分析は RBA の経済予想は政府の過去最大の財政刺激策を考慮しているが、まだ追加の政策が必要であることを示している。

CALENDAR OF ECONOMIC RELEASES

Country	Economic Indicator	Period	Forecast	Consensus	Actual	Previous	GMT	AEST
Monday 29 June 2020								
EC	Consumer Confidence	Jun F		--		-14.7	8.00	19.00
UK	BOE's Bailey speaks at climate financial risk forum			--		--	8.30	19.30
GE	CPI YoY	Jun P		0.5		0.6	11.00	22.00
Tuesday 30 June 2020								
JN	Jobless Rate	May		2.8		2.6	22.30	9.30
JN	Industrial Production YoY	May P		-23.1		-15	22.50	9.50
CH	Manufacturing PMI	Jun		50.4		50.6	0.00	11.00
CH	Non-manufacturing PMI	Jun		53.5		53.6	0.00	11.00
NZ	ANZ Business Confidence	Jun F		--		-33	0.00	11.00
AU	Payrolls	13-Jun		--		--	0.30	11.30
AU	Private Sector Credit MoM	May	0	0		0	0.30	11.30
AU	RBA's Debelle speaks on the Reserve Bank's policy actions and balance sheet			--		--	1.30	12.30
UK	GDP YoY	1Q F		-1.6		-1.6	5.00	16.00
EC	CPI Core YoY	Jun P		0.8		0.9	8.00	19.00
EC	CPI Estimate YoY	Jun		-0.1		0.1	8.00	19.00
CA	GDP MoM / YoY	Apr		-10.5 / -16		-7.2/ -5.8	11.30	22.30
US	Conf. Board Consumer Confidence	Jun		90		86.6	13.00	0.00
UK	BOE's Cunliffe speaks on central banking and COVID-19			--		--	13.00	0.00
US	Fed's Williams speaks on central banking and COVID-19			--		--	14.00	1.00
US	Fed's Powell and Mnuchin testify before house financial panel			--		--	15.30	2.30
Wednesday 01 July 2020								
NZ	QV House Prices YoY	Jun		--		7.7	16.00	3.00
AU	AiG Perf of Mfg Index	Jun		--		41.6	21.30	8.30
NZ	Building Permits MoM	May		--		-6.5	21.45	8.45
JN	Tankan Large Mfg Index	2Q		-31		-8	22.50	9.50
AU	CoreLogic House Px MoM	Jun		--		-0.5	23.00	10.00
AU	Building Approvals MoM	May	-17	-6		-1.8	0.30	11.30
CH	Caixin China PMI Mfg	Jun		50.6		50.7	0.45	11.45
AU	Commodity Index SDR YoY	Jun		--		-7.4	5.30	16.30
GE	Unemployment Claims Rate SA	Jun		6.4		6.3	6.55	17.55
EC	Markit Eurozone Manufacturing PMI	Jun F		46.9		46.9	7.00	18.00
US	ADP Employment Change	Jun		3000		-2760	11.15	22.15
US	ISM Manufacturing	Jun		49		43.1	13.00	0.00
US	Construction Spending MoM	May		1		-2.9	13.00	0.00
US	FOMC Meeting Minutes	Jun 10		--		--	17.00	4.00
Thursday 02 July 2020								
NZ	Emploment indicators	31 May		--		--	23.00	10.00
AU	Trade Balance	May	6000	9000		8800	0.30	11.30
EC	Unemployment Rate	May		7.6		7.3	8.00	19.00
US	Trade Balance	May		-52		-49.4	11.30	22.30
US	Unemployment Rate	Jun		12.5		13.3	11.30	22.30
US	Change in Nonfarm Payrolls	Jun		3000		2509	11.30	22.30
US	Average Hourly Earnings YoY	Jun		5.5		6.7	11.30	22.30
US	Durable Goods Orders	May P		10.5		15.8	13.00	0.00
US	Factory Orders	May		8		-13	13.00	0.00
Friday 03 July 2020								
AU	AiG Perf of Construction Index	Jun		--		24.9	21.30	8.30
AU	Retail Sales MoM	May	16	16		-17.7	0.30	11.30
CH	Caixin China PMI Services	Jun		53.7		55	0.45	11.45
GE	Markit Germany Services PMI	Jun F		45.9		45.8	6.55	17.55
Upcoming Central Bank Interest Rate Announcements								
Australia, RBA		Jul 7	0.25	0.25		0.25		
Japan, BoJ		Jul 15	-0.10	-0.10		-0.10		
Europe, ECB		Jul 16	-0.50	-0.50		-0.50		
US, Federal Reserve		Jul 29	0/0.25	0/0.25		0/0.25		
UK, BOE		Aug 6	0.10	0.10		0.10		
New Zealand, RBNZ		Aug 12	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	2022	2019				2020				2021				2022			
					Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Australia Forecasts																				
Household Consumption	1.4	-7.8	2.8	3.2	0.4	0.3	0.1	0.5	-1.1	-11.4	1.5	3.2	1.5	1.0	0.6	0.8	0.6	1.0	0.7	0.8
Underlying Business Investment	-1.7	-22.3	-11.6	7.9	0.8	-0.2	-1.7	-1.5	-1.0	-21.2	-7.2	-6.1	-1.8	4.3	2.7	1.7	1.4	2.0	1.3	2.0
Residential Construction	-6.9	-14.4	-4.4	12.8	-1.7	-3.5	-0.7	-4.1	-1.7	-7.6	-5.4	-3.4	-0.5	1.6	2.9	3.6	3.6	3.2	2.5	1.8
Underlying Public Spending	4.9	4.7	3.8	3.1	1.1	1.7	1.8	0.4	1.5	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
Net Exports (a)	0.9	2.9	-1.1	-0.9	0.2	0.6	0.1	-0.1	0.5	3.6	-0.5	-0.7	-0.3	-0.3	-0.2	-0.3	-0.2	-0.3	-0.2	-0.2
Inventories (a)	-0.2	-0.8	1.3	0.0	0.0	-0.4	0.1	0.2	-0.2	-2.4	1.6	1.3	0.1	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.1	-0.1	0.0
Domestic Demand (q/q %)	-	-	-	-	0.3	0.4	0.4	0.2	-0.5	-8.7	0.2	1.4	1.0	1.2	0.9	1.0	0.9	1.1	0.9	0.9
Dom Demand (y/y %)	1.3	-6.2	1.4	4.0	1.2	1.3	1.2	1.3	0.5	-8.6	-8.8	-7.7	-6.3	3.8	4.6	4.2	4.1	4.0	3.9	3.9
Real GDP (q/q %)	-	-	-	-	0.5	0.6	0.6	0.5	-0.3	-8.6	2.1	3.1	0.7	0.9	0.6	0.7	0.6	0.9	0.6	0.7
Real GDP (y/y %)	1.8	-4.3	2.9	2.8	1.7	1.6	1.8	2.2	1.4	-7.9	-6.5	-4.1	-3.1	7.0	5.4	2.9	2.8	2.7	2.8	2.8
CPI headline (q/q %)	-	-	-	-	0.0	0.6	0.5	0.7	0.3	-2.0	1.6	0.7	0.4	0.2	0.3	0.3	0.1	0.2	0.5	0.8
CPI headline (y/y %)	1.6	0.7	1.6	1.2	1.3	1.6	1.7	1.8	2.2	-0.4	0.6	0.5	0.6	2.9	1.6	1.3	1.0	0.9	1.1	1.6
CPI underlying (q/q %)	-	-	-	-	0.2	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.4	0.6
CPI underlying (y/y %)	1.4	1.8	1.4	0.8	1.4	1.4	1.5	1.4	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8	1.6	1.2	0.9	0.5	0.5	0.7	1.2
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	0.5	0.5	0.5	0.5
Private wages (y/y %)	2.3	1.8	1.2	2.0	2.4	2.3	2.2	2.2	2.1	1.9	1.6	1.3	1.1	1.0	1.3	1.5	1.8	2.0	2.0	2.0
Unemployment Rate (%)	5.1	7.3	7.5	6.4	5.1	5.1	5.2	5.2	5.2	6.8	8.6	8.4	8.3	7.7	7.2	6.9	6.7	6.5	6.3	6.2
Terms of trade	5.1	-2.9	-1.0	0.9	3.3	1.4	0.2	-5.2	2.9	-2.9	0.3	-0.5	-1.3	0.6	1.3	0.6	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Current Account (% GDP)	0.6	3.7	2.8	1.9	-0.6	1.0	1.4	0.3	1.7	5.2	4.5	3.6	3.0	2.8	2.7	2.6	2.3	2.0	1.8	1.5

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

Exchange Rate Forecasts

	29-Jun	Sep-20	Dec-20	Mar-21	Jun-21	Sep-21
Majors						
AUD/USD	0.689	0.70	0.72	0.74	0.74	0.75
NZD/USD	0.64	0.64	0.66	0.67	0.68	0.69
USD/JPY	107.1	109	109	109	109	108
EUR/USD	1.13	1.13	1.15	1.17	1.18	1.19
GBP/USD	1.24	1.27	1.30	1.32	1.33	1.35
USD/CNY	7.08	7.10	7.05	6.95	6.85	6.80
USD/CAD	1.37	1.41	1.39	1.37	1.35	1.30
USD/CHF	0.95	0.97	0.96	0.96	0.95	0.95

	29-Jun	Sep-20	Dec-20	Mar-21	Jun-21	Sep-21
Australian Cross Rates						
AUD/NZD	1.07	1.09	1.09	1.10	1.09	1.09
AUD/JPY	73.7	76	78	81	81	81
AUD/EUR	0.61	0.62	0.63	0.63	0.63	0.63
AUD/GBP	0.56	0.55	0.55	0.56	0.56	0.56
AUD/CNY	4.87	4.97	5.08	5.14	5.07	5.10
AUD/CAD	0.94	0.99	1.00	1.01	1.00	0.98
AUD/CHF	0.65	0.68	0.69	0.71	0.70	0.71

Interest Rate Forecasts

	29-Jun	Sep-20	Dec-20	Mar-21	Jun-21	Sep-21
Australian Rates						
RBA cash rate	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
3 month bill rate	0.10	0.20	0.25	0.30	0.30	0.35
3 Year Swap Rate	0.24	0.25	0.30	0.30	0.30	0.30
10 Year Swap Rate	0.86	0.90	1.05	1.18	1.28	1.38
Offshore Policy Rates						
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
10-year Bond Yields						
Australia	0.88	0.95	1.05	1.15	1.25	1.35
United States	0.65	0.70	0.80	0.90	1.00	1.10
New Zealand	0.91	0.88	1.03	1.28	1.38	1.63

Sources: NAB Global Markets Research; Bloomberg; ABS

Global GDP

	2019	2020	2021
Australia	1.8	-4.3	2.9
United States	2.3	-6.8	5.3
Eurozone	1.2	-7.5	5.7
United Kingdom	1.4	-8.4	6.4
Japan	0.7	-6.3	3.2
China	6.1	1.0	9.8
India	5.3	-1.5	8.0
New Zealand	2.3	-8.3	4.2
World	3.0	-3.7	6.2

Commodity prices (\$US)

	29-Jun	Sep-20	Dec-20	Mar-21	Jun-21	Sep-21
Brent oil	40.2	45	49	53	55	55
Gold	1772	1725	1725	1750	1775	1800
Iron ore	na	93	87	85	90	80
Hard coking coal*	111	115	120	125	140	135
Thermal coal	57	55	59	59	61	62
Copper	5953	5750	6000	6250	6500	6750
Aus LNG**	10	7	7	7	8	8

* FOB quarterly contract prices (thermal coal is JFY contract)

** Implied Australian LNG export prices

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.