



ニュージーランド経済事情：景気の堅調さ持続も先行きに不透明感 ～金融当局には、内需鈍化が始まる中で、インフレ抑制との難しい舵取りが待ち構える～

発表日：2008年4月7日（月）

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 副主任エコノミスト 西濱 徹 (03-5221-4522)

(要旨)

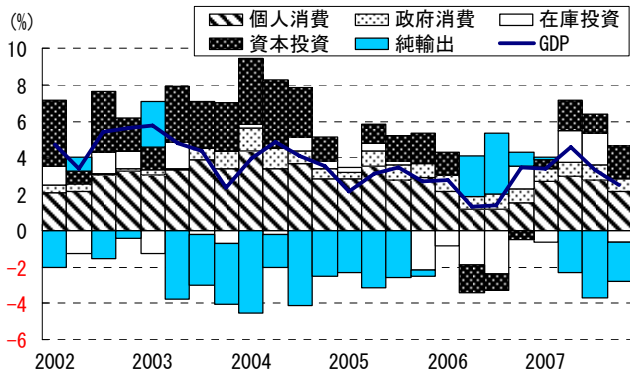
- 10-12月期の実質GDPは対前年同期比+2.5%と前期（同+3.6%）から大きく減速。資本投資に加速が見られた一方、個人消費は鈍化基調を強め、足元の景気の減速感が強まった印象がある。一方の供給面では、油田の操業開始に伴う鉱業部門の伸びもあり、堅調な伸びを示した。
- インフレ率は、ここ数年の堅調な経済による雇用環境改善に伴い賃金も上昇したため、個人消費の下支えによりインフレ圧力が上昇、金融当局は金利引き上げで対応してきた。しかし、こうした動きは旺盛だった住宅需要に急減速をもたらし、景気失速に対する懸念が高まっている。
- 同国は輸出品の太宗が国際市況の影響を受け易い農林産品である一方、旺盛な内需が続いたことから貿易収支は赤字傾向が続いた上、外国人投資家による投資への利払い等から所得収支は大幅なマイナスが続き、経常収支は赤字傾向にある。経常赤字は海外からの投資でファイナンスされてきたものの、足元の世界的な金融不安は資金流入を鈍らせており、先行きの通貨ニュージーランド・ドルの対米ドル為替相場は趨勢として減価方向で推移するものと見込まれる。
- 先行きの同国経済には減速懸念が強まる中、2008/09年度予算では所得税減税のほか、財政出動による下支えの可能性が残されている。一方で、家計及び企業部門における消費及び投資に向けたマインドは足元で悪化の一途を辿っており、財政による下支え効果は大きく減じられる可能性が高い。インフレ懸念が完全には払拭されない中、景気減速懸念への配慮から、当面の金融政策は現状維持を旨としつつも緊縮色が当面は続いていくものと見込まれる。

《10-12月期の実質GDPは堅調であったものの、内需に減速の兆候が見え始める》

- 28日に公表された、10-12月期の実質GDPは対前年同期比+2.5%と前期（同+3.6%）から大きく減速、足元の景気の減速感が一層強まった格好となっている（図1）。要素別では、商業用建設需要の高まりによる建設部門の生産加速に加え、昨年7月のチュイ油田群の操業開始により資本投資（同+7.1%）に大きな加速が見られた一方、個人消費は2006年に大幅に減速した。消費は2007年上半期には大幅な伸びを示したものの、2007年中盤以降は鈍化基調を強め、10-12月期には同+3.6%となる等、国際的な市況品価格の上昇に伴う国内インフレ圧力に抗する形で金利引き上げを行ってきたことの影響が見え始めていると言える。
- 10-12月期の消費者物価は、前年同期比+3.2%と前期（同+1.8%）から大幅に加速した（図3）。要因としては、国際的な原油及び食料品価格の上昇の影響から、国内の食料品及び輸送関連の価格押し上げ圧力が強まっていることが挙げられる。さらに、ここ数年の好景気の影響から、国内の雇用環境が改善したことにより、賃金の上昇により個人消費が下支えされてきたこともインフレ圧力を強める要因となったものと考えられる（図4）。
- 足元で強まるインフレ圧力に対して、金融当局は政策金利である公定歩合の引き上げにより対応しており、現在は8.25%と10年来の高水準で推移している。こうした動きに連動する形で国内基準貸付金利は、足元で13.47%と高水準に達している（図5）。金融当局による高金利政策により、1-3月期の消費者信頼感指数は大幅に後退した上（図6）、企業部門では製造業PMIが足元で低下傾向を示しており

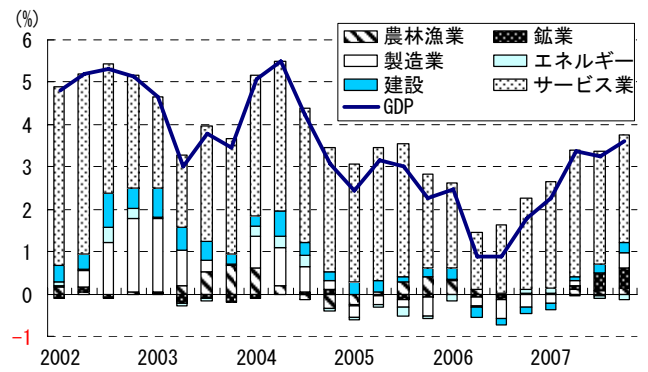
(図7)、家計部門及び企業部門双方のマインドに悪影響を及ぼしていることが推測出来る。さらに、10-12月期のGDPを押し上げた建設部門でも、住宅関連では足元で着工件数及び売上ともに前年割れの状況が続いており(図8)、先行きのニュージーランド経済の減速の兆候が見え始めている。

図1 実質 GDP の推移(前年比)



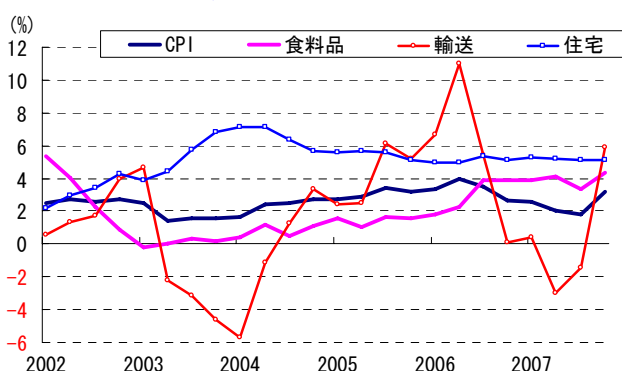
(出所) ニュージーランド国家統計局

図2 実質 GDP の推移(前年比)



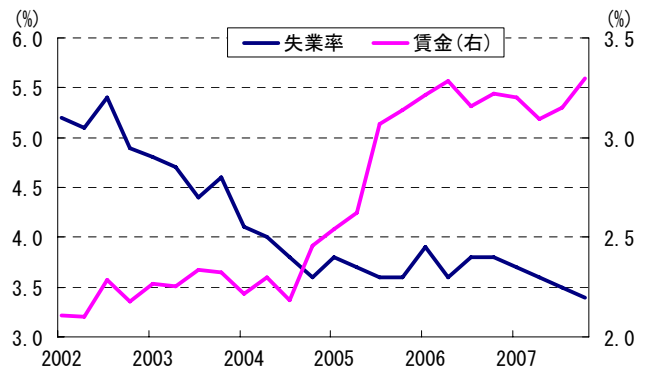
(出所) ニュージーランド国家統計局

図3 消費者物価の推移(前年比)



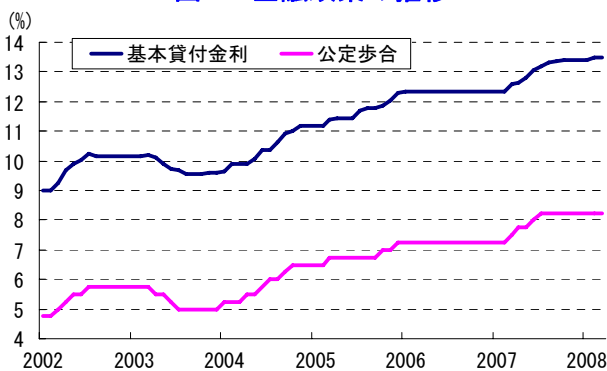
(出所) REUTERS

図4 失業率と賃金(前年比)の推移



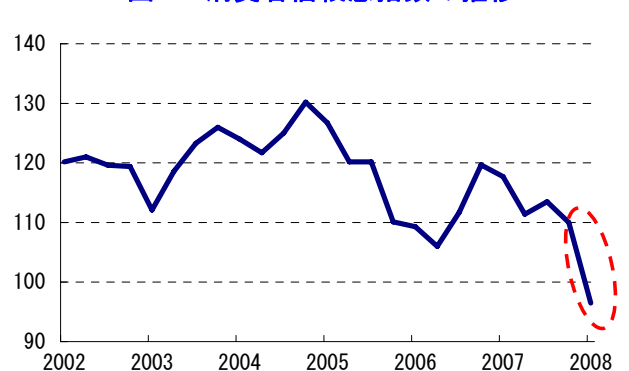
(出所) REUTERS

図5 金融政策の推移



(出所) REUTERS

図6 消費者信頼感指数の推移



(出所) REUTERS

図7 製造業 PMI の推移

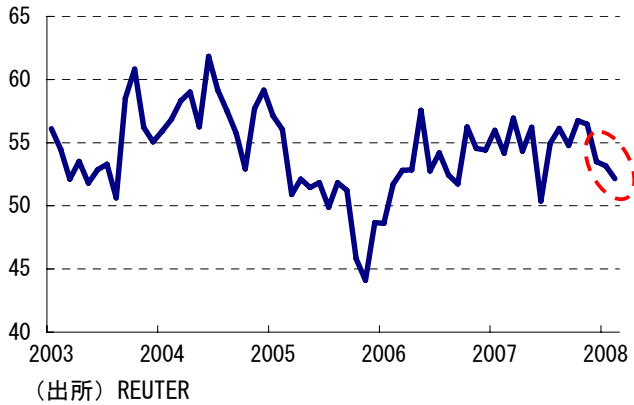
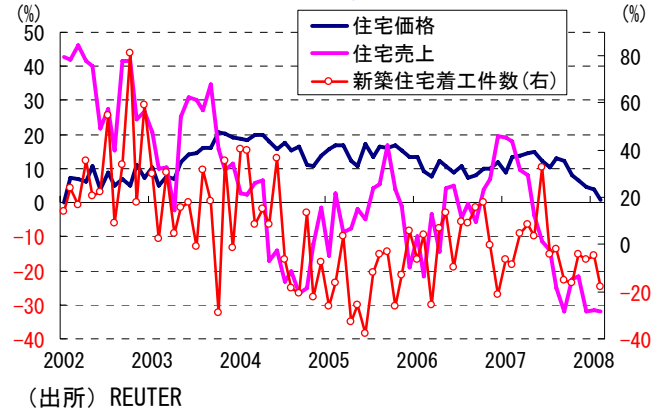


図8 住宅関連指標の推移(前年比)



- 国際収支では、豪州と地理的に近いものの、鉱物資源の埋蔵量等では圧倒的な差があり、主要輸出品は農林関連での加工品が中心となっている。その一方、豪州との緊密な経済連携を築き、両国間での関税免除等により活発化させる取り組みを進めてきたものの、輸出は国際市況に大きく左右される状況が続いている（図9）。ここ数年、底堅い内需が同国の低位ながらも堅調な成長を支えた一方、貿易収支は赤字基調が続いてきたが、2月は輸出の大幅な伸びに伴い黒字化している。さらに、ここ数年は、同国の高金利に目をつけた海外からの証券投資の流入が増大したことに伴い、所得収支赤字が拡大傾向を強めており、経常収支赤字を常態化させる要因となっている（図10）。一方で、直接投資や証券投資による対内投資の拡大により、対内外投資はここ数年プラスで推移しており（図11）、経常収支の赤字を概ねファイナンスしたことで、外貨準備は60億ドル程度と、他の新興国に比べると規模は小さいものの、短期的なショックに耐えうる規模にある（図12）。
- しかし、同国の輸出産業の脆弱性及び他の新興国と比較して厚みのない外貨準備高を背景に、同国通貨であるニュージーランド・ドルは対米ドル為替相場での減価圧力が強い（図13）。こうした通貨動向は、同国の輸出競争力に影響を及ぼしており、足元の輸出を下支えする要因となっていると考えられる。今後の為替相場の動向を考えるに当たっては、国際的な金融不安の高まりから証券投資資金が新興国間での選別を始めている中、内外金利差という魅力はあるものの、大幅な経常収支赤字を抱える同国に向くとは考えにくく、当面は減価傾向が継続するものと見込まれる。

図9 輸出入の推移

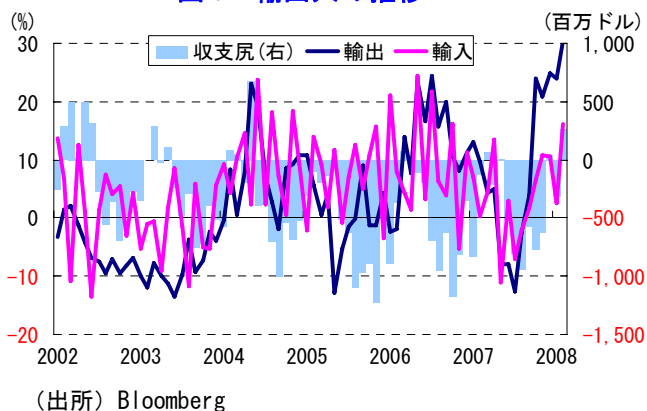


図10 経常収支の推移

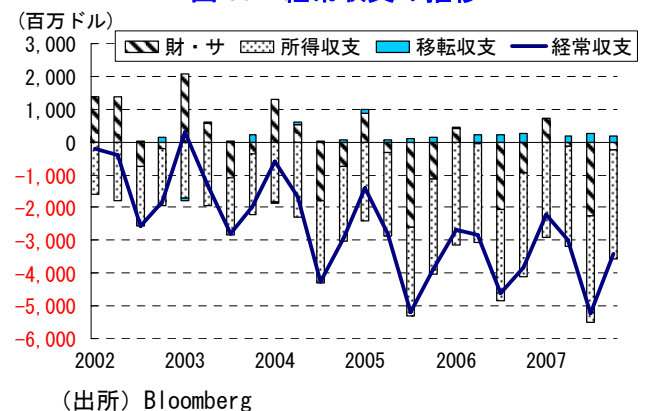


図 11 対内外投資の推移

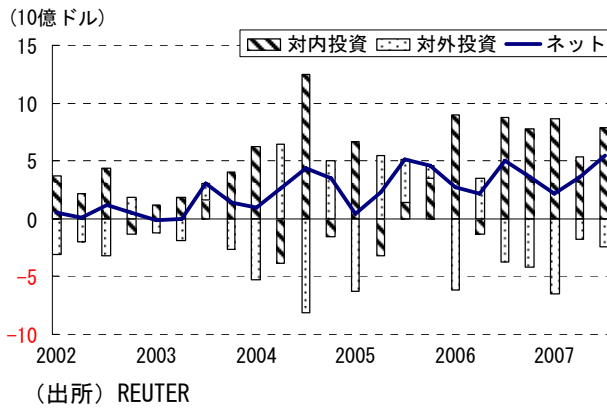


図 12 外貨準備高の推移

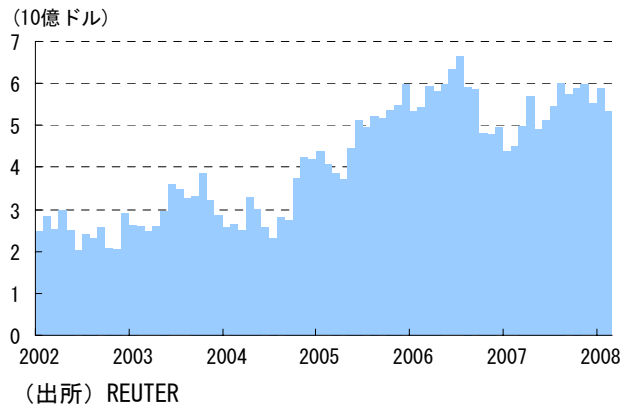


図 13 為替相場の推移



《先行きのニュージーランド経済には、景気下支え要因はあるものの、下押し材料の方が山積》

- 同国の足元の経済は内需、特に個人消費の鈍化に伴う景気の下押し懸念が高まっていると言える。同国政府は、1980年代よりニューパブリックマネジメントに基づく包括的な財政改革により、財政収支の均衡を目指す財政規律強化の取り組みが進められている。そうした中、2005年に同国政府は、2005/06年度以降の景気減速懸念を予測、景気底上げの観点から公共サービスを優先させた後、景気が上向くと見込まれる2008/09年度に所得税減税を行う旨を決定している¹。こうしたことから、2008/09年度には所得税減税に伴う個人消費の下支えが見込まれるものの、その後に導入された炭素税により、所得税減税による減収の半分が税収規模となっており、減税分の底上げ効果を挙げることは難しい。
- 一方で、同国政府の財政収支は黒字基調が続いているほか、IMFの直近の試算では2006/07年度末時の公的債務残高は対GDP比で37.9%まで低下しており、さらなる景気減速に至った場合に、財政出動による下支えを行う余力は十分にあるものと考えられる。
- また、OECD統計によると、同国は家計の可処分所得に占める貯蓄率の割合は2005年時点で▲3.7%と主要国中でも極めて低い。金融当局が国内インフレ圧力の高まりへの懸念から昨年1年間に計4度の金利引き上げを行ったことは、家計の利払負担を増大させたことになる。そうしたこともあり、国内の雇用環境が改善し、所得の伸び率も緩やかながら拡大している中でも、足元の小売売上高は、特に自動車を除いた必需品で鈍化傾向を示している(図14)。

¹ ニュージーランドの予算制度は、1994年に制定された財政責任法に基づき、対象年度の予算案に加えて、向こう3年度の予算政策書(財政目標)を決定する所謂「複数年度予算」を採用している。2005/06年度予算では、2005/06年度の景気減速が決定的な中、野党は当初、2005/06年度の所得税減税を要求したものの、与党は景気減速に伴う財源欠損による公共サービスの悪影響を懸念。景気の一服の収束が見込まれる2008/09年度に所得税減税による景気浮揚を図るとして採択された。

- さらに、昨年夏以降の世界的な金融市場の混乱の中、同国株式市場の主要指標である NZX50 指数は昨年来、大幅に値を下げている（図 15）。足元では回復基調を見せる様子はあるものの、依然として昨年記録した最高値からは 20%程度下げた水準で推移している上、外国人投資家のリスク許容度が著しく低下している状況下で、大幅な経常赤字を抱える同国に証券投資が大量に流入する見通しは低く、当面は軟調な地合いが続くものと見込まれる。また、資産価格では、国内の住宅市場の急減速により住宅価格の伸びが足元で大きく鈍化しており、個人消費における資産効果が剥落する懸念も生じ始めている。さらに、依然として国内における消費の太宗を輸入に依存する原油についても、ここ数年の国際的な価格上昇により国内インフレ圧力が増大する等、消費者マインドへの悪材料に事欠かない。
- これらを勘案すれば、当面の同国の個人消費は、所得税減税による底上げはあるものの、その効果の半分は既に新たな負担により下押しされており、さらに、足元の国内外の経済・金融環境により、国内消費者のマインドに悪い影響を及ぼしており、大幅な改善を見込むことは極めて難しいと考えられる。

図 14 小売売上高の推移(前年比)

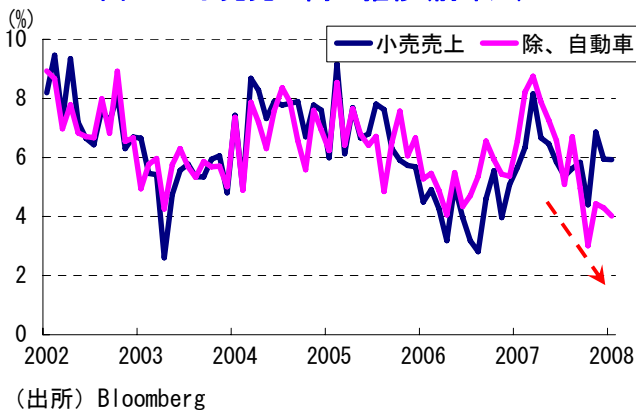
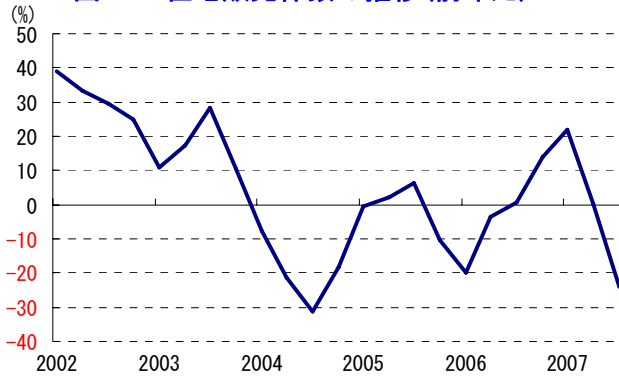


図 15 株式指数(NZX50)の推移



- これまで活況を呈していた住宅投資も、金融当局による金利引き上げの影響から、足元の住宅販売件数の伸び率は前年比マイナスとなっているほか（図 16）、住宅価格も下落し、新築住宅着工件数の伸びも大きく鈍化している。こうした住宅市場の悪化について、金融当局は直近（3 月）の金融政策レポートの中で、前回（1 月）時点よりも幾分か景気の悪化懸念が増大しているとし、その要因の一つとして「予想以上に急速な住宅市場の減速」を挙げており、懸念が高まっている。
- 足元の住宅着工件数、販売件数が大きく鈍化していることは、先行きの住宅投資の伸びに大きく影響を与えるものと見込まれる。こうしたことを勘案すれば、当面は住宅投資の伸びが大きく鈍化傾向に至るものと考えられ、その結果内需が下押しされる懸念が高まっていると言える。

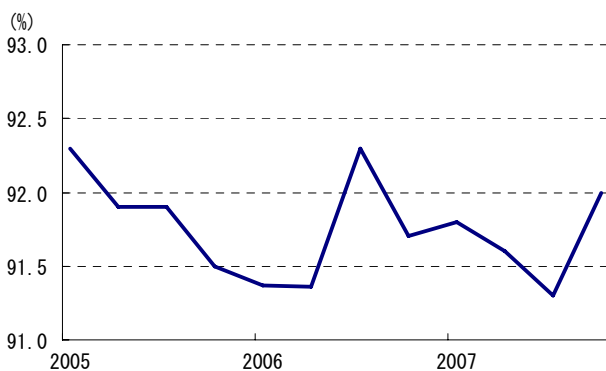
図 16 住宅販売件数の推移(前年比)



(出所) Bloomberg

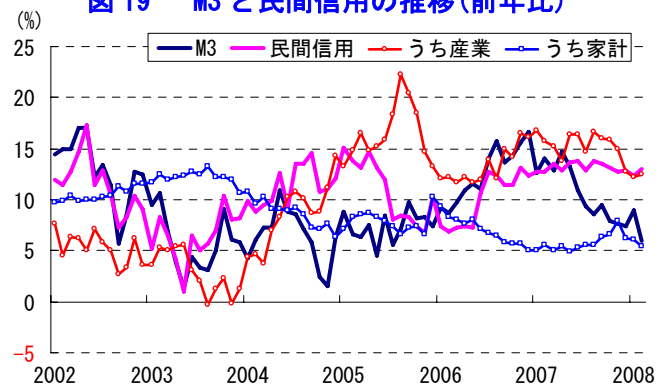
- 10-12 月期の実質 GDP に対する寄与では、資本投資の伸びが成長を下支えする格好となったが、その大きな要因となったのは、昨年 7 月に操業開始したチュイ油田に関連した鉱業部門における設備投資意欲の拡大であろうと考えられる。一方で、同国の設備稼働率は 9 割超の高水準で推移しており（図 18）、企業部門では依然として資本設備に対する過小感が依然として残っているものと考えられる。このことは、足元で金融当局がインフレ圧力への懸念から、マネーサプライの伸びを抑えている一方で民間信用、特に産業部門における信用の伸びが依然として高いことに現れていると言える（図 19）。
- 先行きの設備投資については、依然として設備稼働率が高止まりしている状況を鑑みれば、設備投資そのものは増大傾向が続くものと見込まれる一方、世界的な金融環境の悪化や、同国内資金市場の逼迫感、さらには、製造業 PMI の減速傾向等による企業見通しの悪化もあり、その伸びは鈍化傾向を強めることとなろう。結果として、先行きの設備投資が大幅に増大する見込みは低いものと思われる。

図 18 設備稼働率の推移



(出所) REUTERS

図 19 M3 と民間信用の推移(前年比)



(出所) REUTERS

- 同国の主要産業は農林業であり、特に畜産業については輸出品の大宗を占める状況にあり、カロリーベースでの食料自給率は 100%を大きく超えるレベルにあるとされる。一方で、昨今の国際的な市況高騰の対象となっている穀物に限ると、農林水産省データでは 2003 年時点で 71%となっており、全量を自給している訳ではない。このことから、足元における食料品価格の上昇の影響を少なからず受ける懸念があること、さらに、国内での原油開発が進む一方で、依然として輸入への依存度が高いことを鑑みれば、先行きのインフレ圧力懸念が強まる可能性は高いと言えよう。
- ただし、中銀総裁は直近の講演の中で、10-12 月期の実質 GDP の伸びは「力強い」ものの、住宅市場の急激な減速が国内景気を減速させつつあり、所得税減税や財政出動を用いても緩やかな減速を免れな

いとの見通しを示し、現行の金利水準を「適切」として当面は金利を据え置くとの姿勢を見せた。さらに、足元のインフレ率は、金融当局が適正水準とする $3\pm 1\%$ の水準に収まっていることもあり、当面の利上げ観測は大きく後退したと言えよう。

- 隣国である豪州と比較した場合、大幅な経常赤字を抱える上に、資源及び穀物の面での差を鑑みれば、同じ高金利に伴う内外金利差という条件下でも、同国の投資先としての魅力は大きく見劣りする。かつ、足元の世界的な金融不安の中で外国人投資家のリスク許容度が大幅に低下している状況を鑑みれば、同国に投資資金が回帰する力は弱く、通貨ニュージーランド・ドルの対米ドル為替相場は趨勢として減価傾向が続くものと見込まれる。その場合、輸出促進が見込まれる一方で、輸入物価を押し上げることから、先行きの金融政策も緊縮姿勢を継続していくものと考えられる。その結果、当面は 3% を下回るレベルでの成長率で推移するものと見込まれる。

以 上