



ニュージーランド経済事情：利下げ幅拡大で景気浮揚にシフト

～リセッション入りが確実視される中、大胆な利下げで景気浮揚に政策の中心をシフト～

発表日：2008年9月11日（木）

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）

- 11日、ニュージーランド準備銀行は金融政策委員会を開催し、政策金利であるオフィシャル・キャッシュ・レートを50bp引き下げて7.50%とする決定を行った。同国では、インフレの高進と金融当局による早い段階からの引き締めに伴う金利高が共存することで、家計及び企業双方のマインドが悪化しており、1-3月期は前期比マイナス成長に陥っている。7月の前回の同委員会では約5年ぶりの利下げが実施されたが、その後も状況の悪化が続くことで、さらなる緩和策に打って出たものとみられる。
- 世界的な原油及び穀物価格の上昇によるコストプッシュ型インフレの影響を受ける形で、同国のインフレは約18年ぶりの高い水準に達している。地理的な条件もあり、労働コストが高止まりする傾向から需要インフレ懸念がある。一方で、既に内需が弱含み基調を強めていることでコア物価は依然として低位に収められており、今回の緩和速度を速める要因になったものとみられる。
- 先行きのニュージーランド経済は、当面はインフレ圧力が残存し、かつ金利高が共存する状況が続くことで、マインドの悪化した企業及び家計部門の回復には時間を要するとみられる。とはいえ、新年度予算以降に実施される減税や今回の利下げにより景気の下支えが期待される。ただし、これまで好調に推移してきた住宅市場が弱くなっていることで、この本格的回復が景気浮揚に不可欠なことを鑑みれば、先行きにさらなる利下げを求める動きに拍車がかかるものと予想される。

《景気の急減速を示す指標が相次ぐ中、景気の底上げに向けて利下げ幅の拡大に動く》

- 11日、ニュージーランド準備銀行は金融政策委員会を開催し、政策金利であるオフィシャル・キャッシュ・レートを50bp引き下げ7.50%とする決定を行った（図1）。同国では、世界的な原油及び穀物価格の高止まりを発端とするインフレ圧力の高進に加えて、金融当局が他国に先駆けていち早く金融引き締めを進めてきたことによる金利高から景気減速基調が強まっており、既に1-3月期GDPはマイナス成長に陥っていた。こうしたことから、7月に開催された前回の同委員会では約5年ぶりに金融緩和姿勢に舵を切る選択がなされた。しかし、その後の内需を巡る指標がさらに悪化していることに配慮し、金融緩和速度を加速させる決定がなされたとみられる。なお、同委員会後の声明では「中長期的にはインフレ圧力は収束すると期待されることから、現状より緩和姿勢を採用することが経済にとって適切」との見解を示しており、先行きにさらなる利下げを行う可能性に含みを持たせている。
- 同国は農業・酪農関連といった輸出産業を抱える一方、工業分野の裾野は狭く、原油などの資源や工業品などを輸入に依存しており、世界的な原油及び穀物価格の高騰の影響によるコストプッシュ型インフレ圧力を受け易い。直近の4-6月期の消費者物価は対前年同期比+4.0%と前期（同+3.4%）から加速が続いており、対前期ベースでは+1.6%と約18年ぶりの高い水準で推移している（図2）。同国では依然として賃金が高い伸びで推移している影響から需要インフレ圧力が高まる懸念がある一方（図3）、既にマイナス成長に突入していることに現れているように内需は弱含んでいる影響から、食料品やエネルギーを除いたコア物価は対前年比+1.9%と前期（同+2.0%）から減速基調を強めており（図4）、金融当局の定める目標レンジ（1～3%）に収まっている。

- こうしたことから、金融当局はインフレについては原油や穀物価格が足元で調整局面を迎えていることで、先行きのインフレ圧力は収束する可能性が高まったと判断している。その一方で、インフレと金利高の共存による景気減速は既に顕著になっており、そこに今年初めに発生した洪水の影響で主要産業の鉱業や畜産業関連で輸出が足元で減少するなど、家計、企業の双方の活動に大きく下押しされる懸念が強まっていた。こうしたこともあり、景気の底上げ目的に一段と思いついた金融緩和に踏み切ったと考えられる。

図1 政策金利の推移

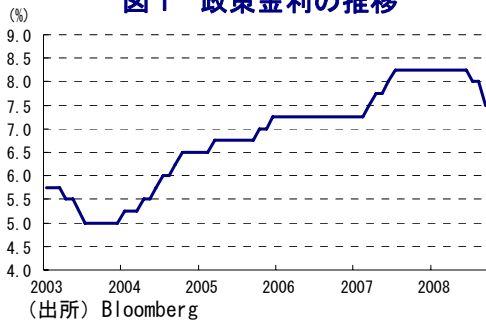


図2 消費者物価の推移(前年比)

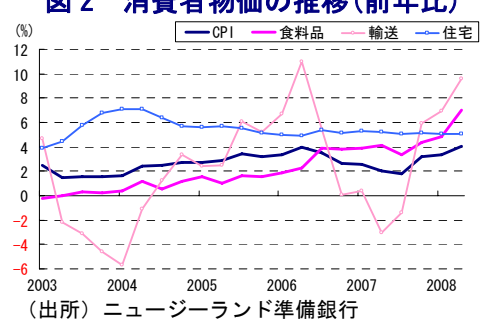


図3 労働コストと平均賃金の推移(前年比)

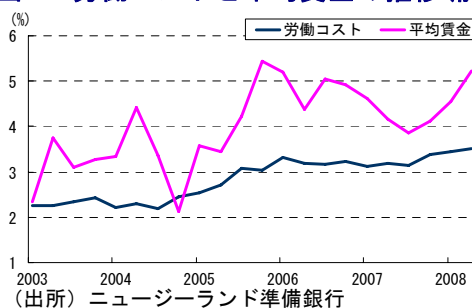
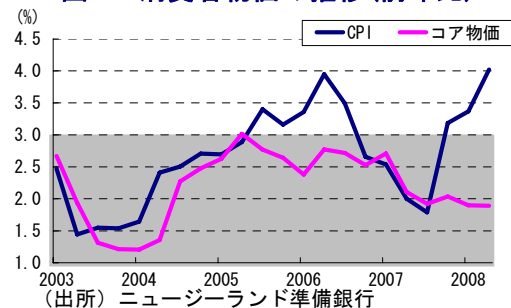


図4 消費者物価の推移(前年比)



《インフレと金利高の共存により内需が大きく減速、リセッション入りの可能性も高まっている》

- 足元の同国経済は、1-3 月期実質 GDP が対前年同期比+0.7%と前期（同+2.3%）から大幅に減速しているのに加えて、対前期比では▲2.3%（年率換算ベース）とマイナス成長に陥っている（図5）。インフレ圧力と金融当局による抑制的な姿勢が早い段階で採られたことで金利高が共存し、さらに過去数年に亘り堅調に推移してきた住宅市場の冷え込みが厳しくなっていることもあり（図6）、家計部門による耐久消費財消費が抑制されたことで小売売上は足元で前年比ベースでマイナス基調を強めるに至っている（図7）。こうしたことから、今月末には4-6 月期実質 GDP が公表される予定であるが、2 期連続でのマイナス成長となる所謂リセッションに陥る可能性が高まっている。
- 同国の主要産業は、畜産を中心とする農水加工業や鉱業が中心となっており、これらが輸出の中核を占めている。その一方で、隣国豪州との間では関税を免除とするなど経済的な統合を進めてきたほか、肥大化する公的部門の大胆なスリム化を進めることで経済の活性化を図ってきた。しかし、産業構造面では一次産品を中心とする輸出に大きく依存し、国際市況の影響を受け易い体質に変化はない。さらに、今年は年明け以降に発生した洪水の影響で、鉱業や酪農部門で生産が大きく鈍化するなど、輸出への影響も大きくなっている。足元では輸出に復調の兆しが見え始めているものの、ここ数年の景気拡大により内需が底堅く推移してきたことから、貿易収支は赤字基調が続く（図8）。その上、過去5年に亘って金融当局がインフレ懸念から引き締め姿勢を強めたことで内外金利差が拡大、そこに着目した海外からの投資資金が大幅に流入したことで、利子・配当支払による所得収支赤字が拡大するなど、経常収支の赤字幅も拡大傾向にある（図9）。
- 同国の輸出品目は、基本的に一次産品を中心とすることで国際市況に対して脆弱な状況にある。その上、直近7月末時点の外貨準備高は約45億NZドル（約33億米ドル）と新興国の中では比較的厚みが少なく（図

10)、足元では減少傾向が強まっている。そして、足元ではインフレ圧力に加えて金利高による景気減速に対する懸念が強まっていることも相俟って、内外金利差に着目した投資資金の逆流が進んでおり、通貨 NZドルの為替には減価圧力が強まっている(図 11)。為替減価は輸出競争力の相対的な強化に繋がっており、輸出の押し上げに寄与するものの、資源や工業品などを輸入に依存する同国にとっては輸入物価の押し上げを通じてインフレを押し上げることになり、さらなる減価圧力になる悪循環が懸念される。そして、金利引き下げが実施されることで内外金利差という数少ない同国通貨の妙味も薄れるため、先行きは米国経済の状況にも左右されるものの、減価圧力がさらに高まっていく可能性がある。

図 5 実質 GDP 成長率の推移(前年比)

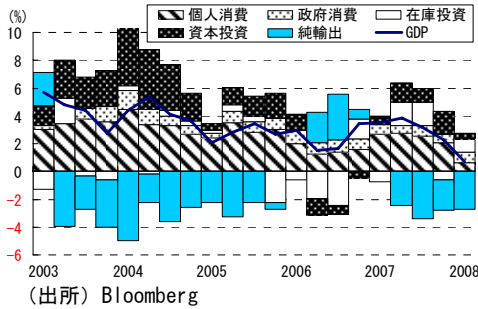


図 6 住宅関連指標の推移(前年比)

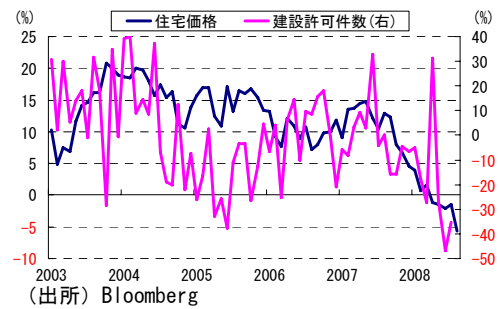


図 7 小売売上の推移(前年比)

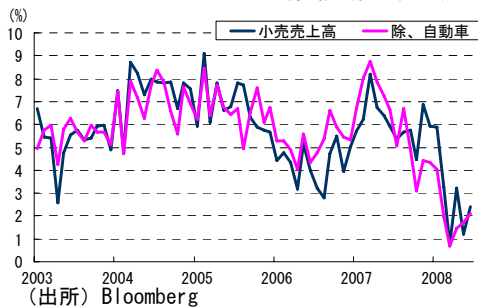


図 8 輸出入の推移(前年比)

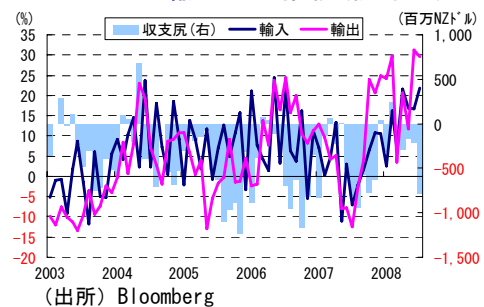


図 9 経常収支の推移

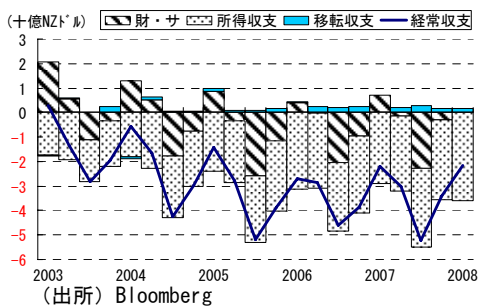


図 10 外貨準備高の推移

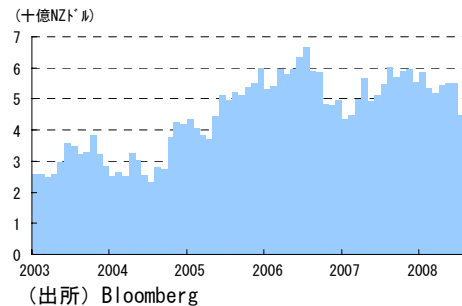
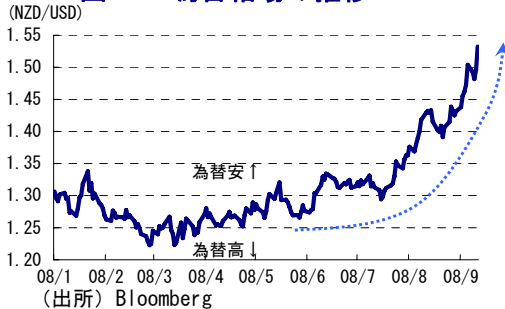


図 11 為替相場の推移



《先行きの NZ 経済は当面は減速基調から抜けられず、さらなる利下げを求める動きに拍車がかかる見通し》

- 足元の同国経済は、インフレと金利高の共存により個人及び企業部門のマインドが悪化（図 12, 13）、内需に大きな下押し圧力が掛かっており、その結果として景気全体にリセッションに対する懸念が強まるなど、大きく疲弊した状況に陥っている。こうした状況から、同国政府は 2008/09 年度予算では、向こう 4 ヶ年で総額 106 億 NZ ドル（約 82 億米ドル）相当と大規模な個人所得税の減税を行うほか、社会サービスやインフラ整備に向けた支出を増大させる方針を明確にするなど、財政出動による景気対策を前面に押し出した内容となっている。こうした施策に加えて、金利が 2 回連続で計 75bp 下げられたことにより一定の景気の押し上げには寄与するものとみられる。しかしながら、これまで同国の個人消費の盛り上がりを支えてきた住宅市場については、依然として先行きが不透明な状況が続き、資産デフレによる消費減速から本格的に脱却するには相当の時間を要するものと予想される。
- 先行きのインフレを考える場合、足元では原油や穀物価格に調整局面が訪れているものの、依然として高止まり状況が続いていることで当面はコストプッシュ型インフレ圧力は残存するものと考えられる。さらに、過去 5 ヶ年に及ぶ金融引き締めによって国内のマネーの伸びはようやく鈍化基調を強めてきたものの、利下げがマネーの伸びを加速させることになれば、需要インフレ圧力を増大させる懸念が高まって来よう。また、利下げによって、これまで外国人投資家が同国向けの投資に妙味を感じてきた内外金利差が縮小することに加えて、景気減速、リセッション入り懸念が高まる同国からは投資資金の逃避が進むものとみられ、結果として株式や通貨の減価が進むことも懸念される。通貨の減価は国内の多くの消費財を輸入に依存する同国にとっては輸入物価の押し上げに繋がり、その結果、インフレ全体の押し上げに寄与することでさらに売り圧力を強める悪循環に陥る可能性も高まって来よう。そうなれば、減税による購買力の押し上げがインフレにより相殺されることで所期の景気押し上げ効果が期待出来ない事態に陥ることが考えられる。
- 金融当局は先行きのインフレ見通しについて、今回の金融政策委員会後の声明において「7-9 月期に前年比 +5.0% 程度でピークを迎えた後に中期的には金融当局が設定する望ましいレベル（1~3%）に収束する」との見通しを示している。この見通しを前提に今回の利下げを実施したことで、当局は需要インフレに対する懸念が低下しているとの認識を示した形であろう。今後も大幅な緩和を行う可能性は低いとしても、インフレ抑制から景気下支えに金融政策の軸足を移していることを明示している。したがって、先行きの金利引き下げは最終的には相当な引き下げ幅を前提としつつ、漸進的な対応を続ける可能性が高まったと考えられる。市場では、そうした可能性を折り込んだ上で株式や債券に売り圧力が強まっているほか、残存期間別の国債イールドで、長期物により利下げを織り込む動きが強まっている（図 14）。
- 投資環境面では、同国経済は経常収支の赤字幅が拡大基調を強めていることに加えて、インフレも高止まりが続くなど、マクロ経済のファンダメンタルズの弱い状況が続いている。こうした中、米国サブプライムローン問題に端を発する世界的な金融不安が依然として払拭されていない中では、外国人投資家のリスク許容度は回復する見通しは低く、リスク資産である同国への投資が大幅に回復することは難しい。経済構造が脆弱な中、投資家にとって数少ない妙味であった内外金利差も利下げにより縮小したことで、投資資金の逆流は免れえず、主要株式指標の NZX50 指数は昨年来下げ幅を広げているものの、先行きも下押し圧力が継続すると予想される（図 15）。そして、通貨 NZ ドルについても減価基調が続くものとみられる。

図 12 消費者信頼感指数の推移

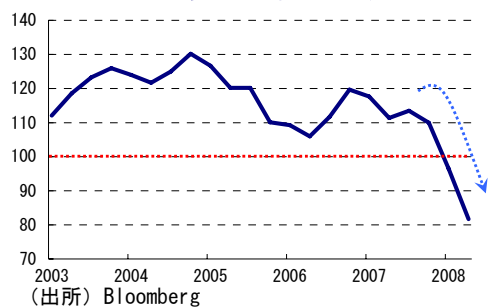


図 13 ビジネス PMI の推移

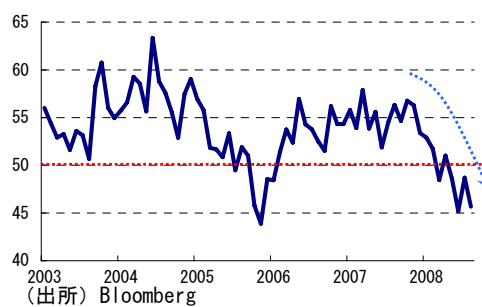


図 14 国債利回りの推移

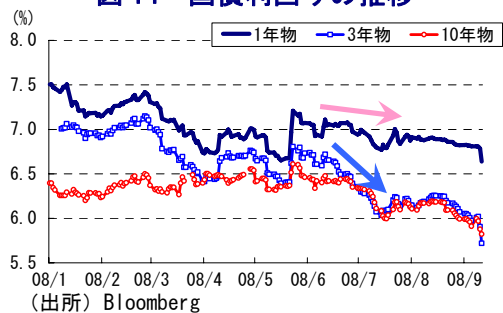
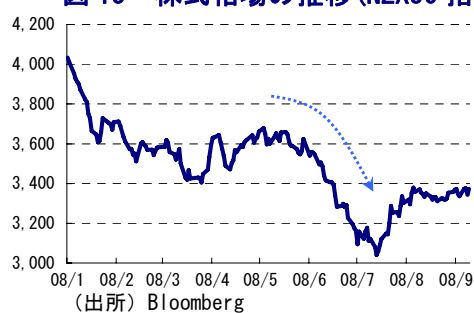


図 15 株式相場の推移 (NZX50 指数)



以 上