



## NZ、外需不調で軟調な景気続くも先行きに光明も

～乳製品価格の行方は景気、金融政策の方向性を左右～

発表日：2015年9月17日(木)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

### (要旨)

- 国際金融市場は中国と米国を材料に混乱が続いている。ここ数年のNZ経済は中国経済の高成長や復興需要などを追い風に堅調な景気拡大を続けてきたが、年明け以降はこうした流れが一変した。4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.8%と前期(同+0.7%)から加速したが、力強さに乏しい。金融市場の動揺に伴う資金流出も景気の足かせになっているとみられ、NZ経済は厳しい展開に見舞われている。
- 10日に準備銀は3会合連続の利下げ実施を決定し、一段の景気刺激に動いている。NZドル安志向を強めるなど追加利下げに含みを持たせたが、足下では乳製品価格に底入れの動きが出るなど改善の動きもみられる。昨年は金融政策の方向性の差を理由にNZドルは豪ドルに対して強含み、年明け以降はその反動も重なって調整したが、足下では安定している。他方、米ドルに対しては利上げ観測に伴いしばらくは上値の重い展開が続くと見込まれ、それに伴って日本円に対しても上値の重い展開が続くものと予想される。

### 《足下のNZ景気は外需の弱さが足を引っ張るも、底入れを示唆する動きも確認されるなど先行きの不透明感は後退》

- このところの国際金融市場においては、中国経済を巡る不透明感や米国による利上げ実施観測などを理由に世界的なマネーの動きに変化が起こるとの見方を反映して、結果的に市場が動揺しやすい環境が続いている。特に、ここ数年は中国経済の高成長に伴う需要拡大などを受けて乳製品をはじめとする主要輸出財で価格上昇圧力が強まったことは、ニュージーランド経済にとって追い風になってきた。さらに、2011年に発生したカンタベリー地震後の復興需要や堅調な推移が続く移民の流入は、建設需要や個人消費の拡大を伴って景気の押し上げに繋がり、内・外需の堅調な拡大によって昨年通年の経済成長率は前年比+3.2%と7年ぶりに3%を上回るなど景気拡大を実現してきた。しかしながら、年明け以降は中国景気を巡る変動が顕著になるとともに、乳製品をはじめとする輸出財価格の調整圧力が強まり交易条件が悪化したことで、外需面では数量と価格の両面からの「ダブルパンチ」を受けていることに加え、上述の復興需要も一巡しつつあるなか、景気の変調が鮮明になっている。さらに、昨年上半以降に準備銀(中銀)は金融引き締めを踏み切ったものの、年明け以降は国際金融市場の動揺によって海外資金の流出圧力が強まったことで、一転して利下げに転じる姿勢をみせた。しかしながら、資金流出圧力の高まりにより長期金利は上昇しているほか、国内信用の伸びも鈍化するなど景気の重石となる状況に陥っている。こうした事態を受けて、準備銀はその後利下げを繰り返し実施するなど景気の下入れを図る姿勢を鮮明にしているものの、足下の景気については芳しくない状況が続いている。4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.8%と大幅に減速した前期(同+0.7%)からは加速したものの、2四半期連続で2%を下回る伸びに留まるなど一時の勢いは大きく後退している。分野別では、昨年夏の干ばつ以降生産の低迷が続いてきた農業部門や、昨年後半以降の国際商品市況の調整

図1 実質 GDP 成長率の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

が生産の重石となってきた鉱業部門などでは、久々に生産が拡大に転じて景気をけん引する姿がみられる一方、製造業では幅広い分野で生産調整圧力が強まったほか、金融や観光、卸売などをはじめとするサービス業の生産に下押し圧力が掛かり景気の足かせとなった。他方、昨年後半以降の原油を初めとする国際商品市況の調整によりインフレ圧力が後退した結果、個人消費には堅調さがうかがえるほか、準備銀による度重なる利下げは企業部門を中心に設備投資需要に底入れを促す動きに繋がっているものの、主力の食肉や乳製品を初めとする食料品の輸出低迷は景気を下押ししている。こうした事態を受けて、今年前半の経済成長率は前年同期比+2.4%と昨年通年（同+3.2%）から急速に減速感を強めており、国際金融市場における同国に対する見方にも悪影響を与えていると考えられる。

- こうしたなか、先週 10 日に準備銀は定例の金融政策委員会を開催し、政策金利を 3 会合連続で引き下げて 2.75%とする決定を行っている。委員会後に発表された声明文によれば、国内外の景気に対する見方は全体的に下方修正されるなど、全体的にみて景気に対する見方は弱気に振れているように見受けられた。その一方で

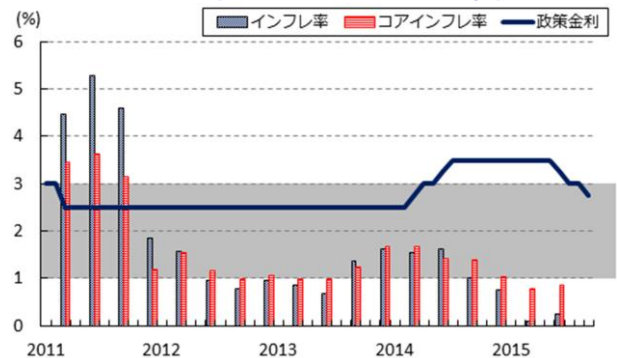
「旺盛な観光客や移民の流入、最大都市オークランド周辺での旺盛な建設需要、低金利やNZドル安は景気の追い風になる」との見方を示しており、必ずしも景気の下押し圧力が一段と強まるとは限らないとの見方も示されている。さらに、オークランド周辺ではバブルが懸念される不動産市況についても「依然急上昇が続いている」

とし、「不動産市場の不均衡はしばらく続く」との認識を示しつつも、一段の利下げに踏み切ったことは、現時点では景気をより重視する姿勢を内外に示す意図があったと考えられる。その上で、昨年半ば以降下落基調を強めている通貨NZドル相場については「輸出産業や輸入代替産業の追い風になる」との認識を示すとともに「輸出財の価格下落が続けば一段の調整が適切」として、状況によっては一

段のNZドル安も容認する考えをみせている。その要因としては、NZドル安による輸出競争力の向上を目指す側面があることに加え、足下のインフレ率がゼロ近傍に留まり、コアインフレ率もインフレ目標の下限を下回るなどディスインフレ懸念が台頭するなか、デフレに陥る事態を避けたいとの考えも強く影響しているものと見込まれる。現状における金利水準は依然として昨年の利上げ局面前につけた過去最低水準（2.50%）に比べて高いことから、状況に応じて追加利下げの可能性に含みを持たせていると考えられる一方、足下ではわずかながら先行きに対して明るい材料も出つつある。主力の輸出財である乳製品の国際指標であるGDT指数は、

今月中旬に行われた直近の入札価格を反映して大きく上昇しており、これによって交易条件の悪化に歯止めが掛かるとともに、先行きの景気にとってもプラスになるとの見方が出ている。同国の輸出を巡っては、昨年は中国が最大の輸出相手国となるなど中国の景気動向に左右されやすくなっている上、中国に次ぐ輸出相手国である豪州自体が中国の動向に左右されやすいことから、先行きにおいても中国の行方に注目が集まりやすい状況にある。他方、足下の中国ではいわゆる「新常态（ニューノーマル）」に向けた構

図2 政策金利とインフレ率の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

図3 乳製品国際指標(GDT指数)の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

造転換を図る姿勢を反映して景気の減速感が強まっているものの、これは従来からの経済成長のけん引役であった投資主導から消費主導に移行させる取り組みに伴うものであることを勘案すれば、中国向けの輸出財の多くを鉱物資源に依存する豪州に比べると、食料品の割合が高い同国はその影響を受けにくいと考えられる。結果、昨年にかけてNZと豪州を巡っては金融政策の方向性の違い（NZは利上げ、豪州は利下げ）を反映してNZドルが豪ドルに対して強含んだ反動もあり、今年に入って以降NZドルは豪ドルに対して急激に下落する展開が続いてきたものの、足下ではそうした動きに一服感が出つつある。NZ準備銀については先行きについても追加利下げに踏み切ることに含みを持たせているものの、基本的にはNZも豪州もともに向こう1年程度は現行の金融緩和姿勢を続けざるを得ない事態にあることを勘案すれば、両者の関係が足下の水準から大崩れしていく可能性は低下していると考えられる。他方、米ドルとの関係については米国FRB（連邦準備制度理事会）による利上げ実施観測が強まるなかで、NZドルは上値の重い展開が続くものと見込まれ、それに伴って日本円に対しても上値の重い状況が続く可能性は高いと予想される。

以上

図4 NZドル相場(対豪ドル)の推移

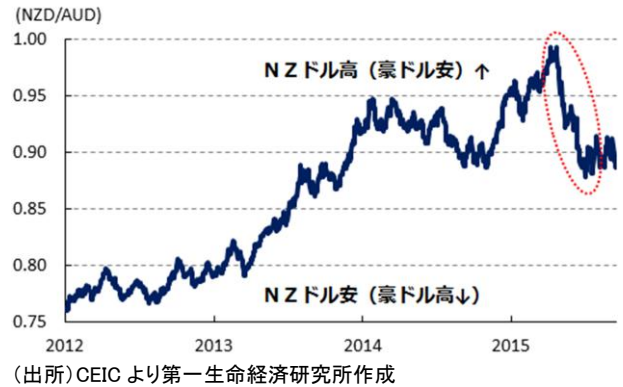


図5 NZドル相場(対米ドル、日本円)の推移

