



NZ準備銀は「通貨安競争」を狙ったか!?

～一義的には「デysinフレ回避」だが、NZドル安を期待している節も～

発表日：2016年3月10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)

- ニュージーランド経済を巡っては、乳製品価格の低迷が景気の足かせとなる一方、旺盛な移民や観光客の流入が下支え要因になっている。昨年後半以降の相次ぐ利下げは住宅投資を後押ししたが、交易条件の悪化は国民所得を下押しするなど一進一退の展開が続く。年明け直後の国際金融市場の混乱でNZドル安圧力が強まったが、その後は景気の不透明感がくすぶるなかでもNZドル相場は底堅さをみせる。商品市況の低迷によるデysinフレ圧力が残るなか、準備銀はさらなる利下げのタイミングを探っていた。
- こうしたなか、10日の定例会合で準備銀は予想外の利下げを実施して政策金利は過去最低となった。利下げの理由について、同行は国内外の景気見通しに対する不確実性の高まりを指摘したほか、もう一段の金融緩和によりデysinフレ圧力の払拭を目指す考えをみせた。ただし、年明け以降のNZドル高は乳製品価格の低迷と整合的でない趣旨の説明もみられるなど「通貨安競争」を示唆する動きもある。追加利下げにも含みを持たせるなど、先行きは隣国豪州の金融政策にも影響を与える可能性が出てこよう。

《「デysinフレ懸念」の払拭を利下げの理由に挙げるも、実態的には「通貨安誘導」を狙った可能性は否定出来ず》

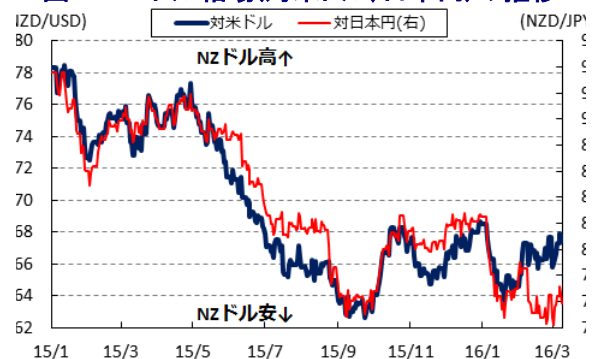
- 足下のニュージーランド経済を巡っては、主要産業である乳製品関連の国際価格の低迷が景気の足かせとなる展開が続いている一方、旺盛な移民流入に伴う住宅需要の拡大や、観光客数の増加によるサービス輸出の押し上げが景気を下支えする構図が続いている。昨年後半以降に準備銀（中銀）が利下げサイクルに入ったことで、住宅に対する建設需要が喚起されたことは景気を押し上げているほか、原油をはじめとする国際商品市況の低迷長期化によるインフレ圧力の後退は家計部門を中心に実質購買力の押し上げに繋がると期待される一方、乳製品価格の低迷による交易条件の悪化は国民所得自体の下押し要因になってきた。昨年後半にかけて乳製品価格は一端上昇圧力を強める動きがみられたものの、中国景気に対する不透明感などをきっかけとする世界経済の減速懸念をきっかけに調整模様に移ることとなった。昨年末の利下げにより政策金利（OCR）は過去最低水準に並ぶ2.50%となったものの、年明け以降の国際金融市場の混乱に伴い海外資金の流出圧力が強まる動きがみられた一方、その後は一転して資金流入圧力の高まりを受けてNZドル高基調が強まる動きがみられた。しかしながら、足下においても依然として乳製品価格の動向は低迷を脱する兆しもみられず、同国経済にとって足かせとなる

図1 乳製品国際指標(GDT 指数)の推移



(出所) Bloomberg より第一生命経済研究所作成

図2 NZドル相場(対米ドル、日本円)の推移



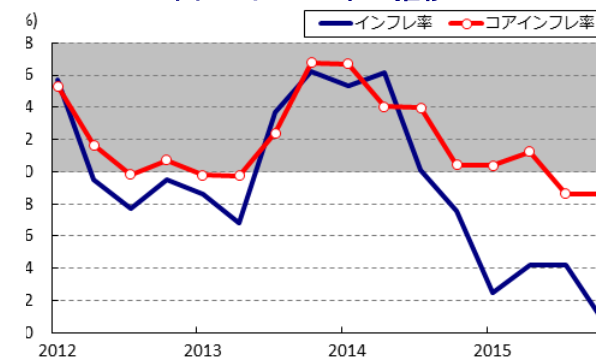
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

状況は変わっていないにも拘らず、海外資金の流入に伴いNZドル高圧力が強まることは輸出競争力の低下を通じて外需を一段と下押しすることが懸念されてきた。また、隣国の豪州と同様に不動産市況が上昇基調を強めていることに加えて雇用環境も改善の動きがみられることから、準備銀は追加利下げを示唆する姿勢をみせるものの、市場においてそのハードルは高まっているとの見方が出ていたこともNZドル相場の底堅さに繋がっていた可能性がある。他方、世界経済に対する不透明感が一段と強まるなか、足下では国際商品市況の低迷長期化も相俟ってディスインフレ圧力が強まっていることも重なり、準備銀はもう一段の金融緩和に向けたタイミングを探っていた可能性が考えられる。

- こうしたなか、準備銀は10日に開催した定例の金融政策決定会合において予想外の形でOCRを25bp引き下げ、過去最低水準となる2.25%とする決定を行った。今回の会合に際しては『金融政策報告』も併せて発表されており、そのなかで同行は世界経済について「世界的な超金融緩和状態にあるにも拘らず国際金融市場のボラティリティが高まっており、前回報告時点（昨年12月）と比較して、中国をはじめとする新興国の一段の景気減速や欧州景気の鈍化を理由に先行きに対する見通しは悪化している」との認識を示している。その上で、同国経済については「乳製品部門は価格低迷などを受けて厳しい環境に直面しているものの、旺盛な移民流入に伴う建設需要の拡大や観光客の来訪、さらに、緩和的な金融政策の継続が景気を下支えしている」との見方を示している。また、昨年後半以降の利下げサイクルを経て上昇基調を強めてきた最大都市オークランドを中心とする不動産市況については「頭打ちしつつある」としつつも、「依然として相場自体は高止まりしている」との認識を示した上で、「価格抑制のためにはさらなる住宅供給が必要」とするなど、利下げを通じて住宅供給を後押しする必要があるとの考えを示している。先行きの世界経済の動向については「中国経済を巡る下振れリスクや国際金融市場の混乱に伴うマネーの動揺などによる下押し圧力に対する警戒が必要」との見方を示し、同国経済についても「乳製品価格の動向やインフレ期待の低下、さらには移民流入とそれに伴う住宅需要の拡大」といったリスク要因を挙げている。ただし、動向

が最も注意を払っているのはインフレ動向とみられ、足下においては原油をはじめとする国際商品市況の低迷長期化なども理由にゼロ近傍に低下する状況となるなか、「長期的なインフレ見通しは依然として同行の定めるインフレ目標の中央値（2%）近傍で推移しているが、これが低下する事態となれば、先行きのインフレ率を自己実現的に低下させるリスクがある」との見方を示している。こうした考え方は、昨年来の利下げ実施の理由として、ディスインフレの回避を挙げていたこととも整合的であると判断出来る。その一方で、足下の為替動向については「実効ベースで昨年12月時点の想定に比べて4%上昇しており、乳製品をはじめとする輸出物価が一段と低迷している状況を勘案すれば、通貨安が望ましい」との考えを示しており、今回の利下げ実施はNZドル安誘導を図ったものと暗に仄めかす姿勢もみせている。さらに、先行きの金融政策の方向性については「もう一段の利下げが必要になるかもしれない」と追加利下げに含みを持たせている。なお、会合後の記者会見において、同行のウィラー総裁は先行きの金融政策について「追加利下げを実施するかは経済情勢次第であり、複数回の利下げも排除しないものの、おそらく実施しない」との考えをみせた。一義的にはディスインフレ回避のための利下げと言えようが、実態としては『通貨安競争』の口火を切った可能性もあり、豪州

図3 インフレ率の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

をはじめとする周辺国の金融政策に影響を与える可能性も考えられよう。

以 上