

NZ景気に急ブレーキ、準備銀の緩和姿勢は長期化が必至

～家計消費は依然堅調に推移するも、外部環境の不透明感が景気の重石に～

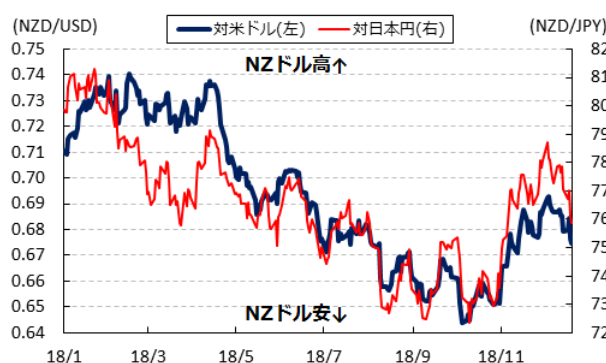
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 西濱 徹 (Tel: 03-5221-4522)

(要旨)

- 足下の世界経済は米中貿易摩擦などによる下押し懸念にも拘らず、依然堅調さを維持する。他方、中国経済の減速は中国を最大の輸出先とする NZ 景気の重石となることが懸念される。年明け以降の金融市場では NZ ドル安基調が続く、先月以降は一転して底入れしたが、中国の景気減速は相場の重石となっている。なお、年明け以降の堅調な景気にも拘らず、準備銀は先行きの不透明さを理由に緩和姿勢を維持してきたが、足下では企業及び家計のマインドに下押し圧力が掛かるなど、景気減速を示唆する動きが顕在化している。
- 年明け以降堅調な景気拡大が続いたが、7-9月の実質 GDP 成長率は前期比年率+1.31%と5年ぶりの低い伸びに鈍化した。堅調な雇用環境などを背景に家計消費は堅調な一方、外需に下押し圧力が掛かったほか、復興需要の一巡や設備投資の鈍化も景気の重石となった。アーダーン政権は今年度予算で歳出拡大を図っており、先行きの景気を下支えする可能性はある。ただし、目玉政策の住宅供給策の効果発現の後ずれを勘案すれば、当面の景気は外部環境の不透明感も重石となり、力強さを欠く展開が続く可能性は高い。
- 足下の景気減速は、準備銀による金融緩和を長期化させる見通しの前提に合致しており、低金利環境は長期化が予想される。米 FRB は先行きの利上げ回数の方修正に動き、先行きの米ドル高圧力は弱まると見込まれる一方、リスク志向が弱まる可能性も考えられ、NZドル相場は先行きも上値の重い展開が続こう。

足下の世界経済を巡っては、米中貿易摩擦の激化による世界的な貿易の頭打ちが世界経済の下押し圧力に繋がるとの懸念が高まっているが、米国経済の堅調さを追い風に全体として拡大が続くなど底堅く推移している。他方、米中貿易摩擦の激化を受けて足下の中国経済は減速感を強めており、中国を最大の輸出相手とするニュージーランド経済にとっては、これが景気の重石となる懸念が強まっている。また、年明け以降の国際金融市場では米 F R B (連邦準備制度理事会) による金融政策の正常化を背景に米ドル高圧力が強まり、通貨 NZ ドル相場は下落基調を強める展開が続いてきたものの、先月以降は今月初めに行われた米中首脳会談に対する期待に加え、米トランプ大統領が F R B の政策運営に注文を付けたことで米ドル高圧力が弱まる動きがみられた。結果、下落基調が続いた NZ ドル相場は一転して底入れする動きをみせたものの、中国の景気減速が一段と意識されるとともに頭打ち感を強めるなど一進一退の展開が続いている。他方、年明け以降の NZ 経済は中国

図 1 NZドル相場(対米ドル、日本円)の推移



(出所)Refinitiv より第一生命経済研究所作成

経済を巡る不透明感にも拘らず、世界経済の自律回復の動きに加え、NZドル安に伴う輸出競争力の向上なども追い風に外需が底堅く推移してきたほか、乳製品価格の上昇による交易条件の改善などを背景に雇用・所得環境の改善も続き、家計消費をはじめとする内需が押し上げられ、比較的堅調な景気が続いた。ただし、準備銀（中銀）は景気の堅調さを示唆する経済指標が相次いでいるにも拘らず、年明け以降も政策金利を過去最低水準で据え置いており、先行きの

の景気に対する不安材料などを理由に緩和政策の長期化を示唆する姿勢を続けるなど、慎重姿勢を維持している（詳細は 11 月 8 日付レポート「[NZ 準備銀、堅調な雇用指標にも動じず](#)」をご参照下さい）。事実、足下では中国景気に減速感が強まっていることなどを反映して輸出の伸びに頭打ち感が出ているほか、その動きに呼応するように製造業を中心に企業マインドも鈍化しているほか、家計マインドにも頭打ちの兆候が出るなど、景気に下押し圧力が掛かる動きがみられた。

こうしたことから、4-6 月の実質 GDP 成長率は前期比年率+3.95%と約 2 年ぶりとなる高い伸びとなるなど堅調な景気拡大を謳歌したものの、その後は減速傾向が強まるとみられたが、7-9 月は同+1.31%と一転して約 5 年ぶりとなる低い伸びに留まるなど大きく下押し圧力が掛かった。前年同期比ベースの成長率も+2.6%と前期（同+3.2%）から伸びが鈍化するなど、景気拡大の動きに頭打ち感が出ており、NZ 経済を取り巻く環境は急速に変化しつつある様子がうかがえる。分野別では、堅調な家計消費を反映して幅広くサービス業の生産は拡大が続いているほか、前期まで減産の動きが続いた鉱業部門の生産に底打ち感が出ている一方、前期に大きく拡大した農林漁業関連の生産に一服感が出たほか、製造業や建設業の生産に大きく下押し圧力が掛かったことが景気の足かせとなった。製造業のなかでは、食品加工関連や衣類関連、木製品関連などの軽工業のほか、機械関連など幅広い分野で減産圧力が掛かり、夏場以降の輸出に頭打ち感が出ていることが生産の重石になったとみられる。また、建設関連では住宅投資には堅調さがみられるものの、2016 年のカンタ

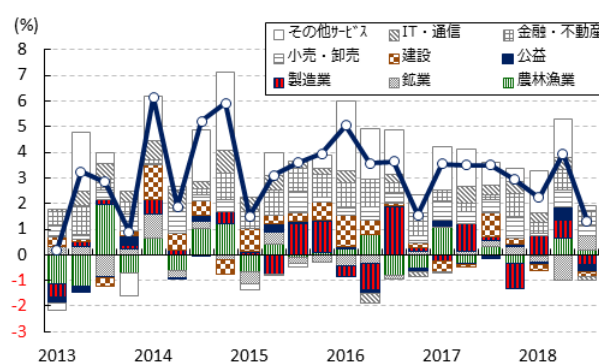
ベリー地震に伴う復興需要の一巡が建設需要の下押し圧力に繋がっている。他方、サービス産業は家計消費の堅調さを反映して小売・卸売関連の生産が堅調なほか、資金流入などを追い風に金融関連の生産にも底堅さがみられたものの、来訪者数の頭打ちなどに伴い観光関連産業に下押し圧力が掛かった。需要項目別でも、世界経済の頭打ち感が強まっていることを反映して輸出の拡大ペースが大きく鈍化するなど景気の足を引っ張る一方、堅調な雇用環境に加えて、足下のインフレ率は昨年以降の原油相場の底

図 2 製造業 PMI の推移



（出所）IHS Markit より第一生命経済研究所作成

図 3 実質 GDP 成長率(前期比年率)の推移



（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

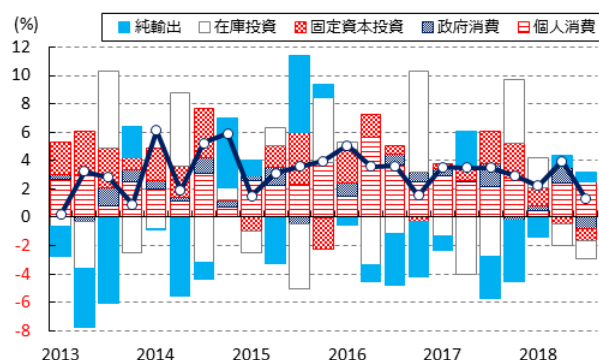
入れにも拘らず準備銀の定めるインフレ目標の中央値（２％）に留まり、家計消費は引き続き堅調に推移して足下の景気を下支えしている。ただし、上述の復興需要一巡に伴い建設需要に下押し圧力が掛かったほか、企業マインドの悪化を反映して企業部門による設備投資需要も鈍化しており、固定資本投資は弱含む展開が続いている。なお、アーダーン政権は７月からの

2018-19 年度予算を医療・保険分野や教育分野といった生活関連分野で歳出拡大を図る『再建予算』としたものの、政府消費は中央政府及び地方政府ともに減少傾向を強めるなど景気の足を引っ張っている。今後は予算執行の進捗などに伴う政府消費の拡大が景気を下支えすると期待される一方、政権の目玉政策である住宅供給策（Kiwibuild）については効果の発現が早く見積もっても年明け以降に後ずれする可能性が高いことを勘案すれば、当面の景気に対する下支え要因としては力強さに乏しい展開が続くであろう。

他方、足下の景気に下押し圧力が掛かっていることは、準備銀にとって現時点で「OCR（政策金利）を 2020 年まで現行水準で据え置くと予想する」としている見通しを大きく後押しすると見込まれ、結果的に長期に亘って低金利環境が続く可能性が高いと予想される。さらに、足下では原油相場に大幅な調整圧力が掛かり、底入れが進むインフレ率の下押し圧力となり得ることも、そうした姿勢を後押しすると考えられる。米 F R B は直近の F O M C（連邦公開市場委員会）において、来年の利上げ回数を『若干』下方修正する姿勢を示し、先行きの米ドル高圧力が弱まることが見込まれる一方、米国景気の頭打ちが意識される状況となれば金融市場のリスク志向が弱まることは避けられない。結果、当面の N Z ドル相場を巡っては引き続き上値の重い展開になりやすいと予想される。

以 上

図 4 実質 GDP 成長率(前期比年率)の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成