

## ニュージーランド景気に意外な底堅さ、中銀は「忍耐強く」なるか

～時期の後ろ倒しはあれど利下げ観測はくすぶり、NZドル相場の重石となる展開は続く～

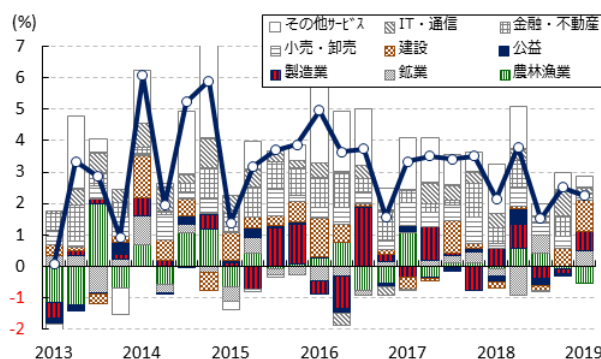
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部  
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

### (要旨)

- 足下の世界経済は頭打ちの様相をみせる一方、国際金融市場は米FRBの「ハト派」転換などを受け比較的堅調な動きが続く。足下のニュージーランドでは中国景気の減速、不動産市況の調整が景気の重石となったが、1-3月の実質GDP成長率は前期比年率+2.25%と鈍化するも、中期的な基調は底堅さを維持した。規制緩和に伴う不動産投資の活発化、NZドル安に伴う輸出増などが下支えする一方、家計消費や企業の設備投資は力強さを欠く。足下の景気は外部環境の変化などが予想外の形で下支え要因となっていると捉えられる。
- ただし、先行きは不透明要因が山積する。家計部門は過剰債務を抱えるなか、底入れした不動産投資に早くも頭打ちの兆候が出ており、中銀は利下げ実施に踏み切った。中銀は金融システムリスクを注視する姿勢をみせる一方、企業・家計ともにマインドの頭打ちを示唆する動きもみられ、追加利下げに動く可能性はくすぶろう。金融市場では中銀の利下げ観測がNZドル相場の重石となる一方、米FEDの利下げ観測が下支え要因となる一進一退の展開が続くが、年末にかけて中銀の利下げ観測がくすぶることで上値の重い展開が続こう。

足下の世界経済を巡っては、昨年来の米中摩擦の激化や世界的に保護主義姿勢が広がりを見せるなか、世界貿易が鈍化する傾向が強まっている上、中国景気の減速やEU（欧州連合）など先進国景気の不透明感なども重なり頭打ちの様相をみせている。一方、国際金融市場では年明け以降の米FRB（連邦準備制度理事会）による『ハト派』姿勢への転換を受けて比較的堅調な展開が続いており、世界経済の不透明感にも拘らず対照的な様子が見られる。ニュージーランドでは近年中国経済への依存度を高めてきたことを受けて、足下の中国の景気減速が足かせとなる動きが鮮明となっている上、過去数年の不動産投資ブームの反動や当局による規制強化などを反映して住宅市況が頭打ちし、家計消費など内需の重石となるなど、景気を取り巻く状況は厳しさを増している。こうしたなか、上述のように米FRBが『ハト派』姿勢に転じたことに伴い、金融政策の正常化に抛る資金流出圧力が強まる懸念が後退する一方、昨年末にかけての国際原油市況の調整でインフレ圧力が後退したこともあり、準備銀行（中銀）は先月、約2年半ぶりの利下げ実施に踏み切った（詳細は5月8日付レポート「[NZ準備銀行、隣国豪州に先んじて利下げに踏み切る](#)」をご参照下さい）。さらに、同行は先行きにおける追加的な利下げ実施に含みを持たせる姿勢を示すなど、足下の景気に対する認識の弱さをみせる動

図1 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

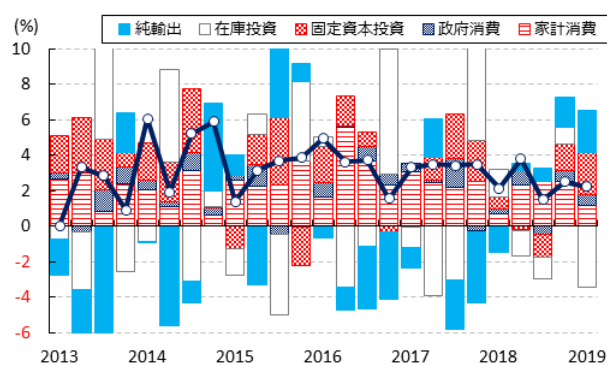
きもみられた。昨年末にかけて同国景気は頭打ちの様相を強める展開が続いたなか、1-3月の実質GDP成長率は前期比年率+2.25%と前期（同+2.51%）からわずかに拡大ペースは鈍化したものの、中期的な基調を示す前年同期比ベースでは+2.5%と前期（同+2.3%）から伸びが加速するなど底堅さもみられる。なお、当期の景気をけん引したのは住宅を中心に建設関連の伸びが大きく押し上げられたことに加え、通貨NZドル安に伴う輸出競争力の向上を反映して製造業の生産が押し上げられたほか、年明け以降の国際商品市況の底入れは鉱業関連の生産拡大に繋がり、景気が下支えされた。他方、天候不順などの影響で農林漁業関連の生産が減少傾向を強めたことに加え、家計消費をはじめとする内需の弱

さを受けて幅広くサービス業で生産に下押し圧力が掛かるなど、GDPの3分の2を占めるサービス業で弱含む動きが鮮明になっている。こうした傾向は需要側の動きでも明らかであり、世界経済の減速懸念などに伴い年明け以降は多くの国で輸出が減速傾向を強める動きがみられたものの、同国では輸出が加速感を強めるなど対照的であり、製造業や鉱業関連での生産拡大に繋がったと考えられる。他方、建設業における生産拡大の動きと歩を併せる形で固定資産投資の拡大ペースも加速する動きがみられるが、その内訳をみると企業部門による設備投資の動きは引き続き力強さを

欠く一方、住宅関連や商業用不動産などで拡大ペースが加速するなど対照的な動きをみせている。また、アーダーン政権が『再建予算』と命名した今年度予算での公共支出の拡大に伴い、政府消費などが押し上げられたことも足下の景気を下支えする一助となっている。よって、足下の景気は外部環境の変化などが下支え要因になっていると捉えることも出来よう。

他方、先行きの同国経済については不透明要因が山積しているのが実情である。同国の家計債務の水準は昨年末時点でGDP比94.0%（BISベース）と先進国やアジア太平洋地域などの平均と比較しても高水準な上、その大宗を住宅ローンが占めるなど住宅ローンに対する依存度が高い。よって、中銀は昨年11月に調整模様が続いてきた不動産市況の立て直しを通じて家計消費の下支えを図るべく、住宅市場の過熱感の後退を受けて金融システムリスクに対する警戒感が和らいだことを理由に、住宅ローン規制（LVR（資産価値に占める住宅ローン比率）規制）の緩和を決定した。ただし、中銀は昨年11月に他方、銀行セクターによる住宅ローンの過度な貸付を抑制すべく、自己資本要件を約2倍に引き上げるなど微妙なバランスを採る政策対応をみせてきた。なお、一連の対応は年明け以降における不動産需要を喚起することに繋がったとみられるものの、そうした動きには早くも頭打ちの兆候がみられるなど一時的な『カンフル剤』に過ぎなかったとみられ、中銀は一段の喚起を目指すべく先月の利下げ実施に踏み切ったと考えられる。その一方、同行が先月末に発表した半期に一度の「金融安定報告」では、足下の同国金融市場について「金融システムは幅広い経済リスクに対して堅牢さを有する一方、過去半年に亘って金融システムを巡るリスクは高止まりしており、システムの健全性及び効率性向上の取り組みが引き続き必要である」との認識が示された。特に、家計部門に関連して「金融システムの脆弱性に

図2 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

対するリスクは高まっており、引き続き動向を注視する必要がある」との見方を示す一方、住宅ローン規制について「現時点におけるLVR規制の設定は適切な水準にあり、さらなる緩和の可否は信用の伸びや不動産市況の上昇が引き続き抑制されることに加え、銀行セクターが慎重な融資基準を維持することに依存する」とし、早期に追加的な緩和措置に動く可能性が低い考えを示している。上述のように足下の景気は一時的な要因が影響した側面はあるものの、比較的底堅い動きをみせたこともあり、中銀が早期に追加利下げに動く可能性は低下しているものと捉えることが出来る。ただし、足下の雇用・所得環境は頭打ちの様相を強めるなど、不動産市況の低迷とともに家計消費の足かせとなる動きがみられる

ことに加え、年明け直後にかけて底堅い展開をみせてきた製造業の景況感も頭打ちして好不況の別れ目となる水準に近付くなど、急速に悪化する動きもみられる。こうした動きに歩調を併せるように、足下では消費者信頼感の動きにも頭打ち感が出るなど、家計消費をはじめとする内需を取り巻く状況は悪化しており、今後は企業マインドの悪化を受けて一段と悪化の度合いを強めることも予想される。なお、同国にとって最大の輸出相手である中国については、先行きは3月の全人代（全国人民代表大会）において示された内需喚起策の効果発現による景気底打ちが期待されるものの、米中摩擦が同国経済に与える影響はくすぶる上、その動きはASEAN（東南アジア諸国連合）などアジア新興国に波及することは避けられず、結果的に同国の輸出の重石となる状況は続くであろう。アーダーン政権による政策的な景気下支えの効果も大規模なものは期待しにくく、しばらく景気は底堅いものの力強さを欠く展開が続くことが考えられる。足下の金融市場においては、

先月の中銀による利下げ実施及び追加利下げ観測を受けて通貨NZドル相場は上値の重い展開が続く一方、米FRBの『ハト派』転換及び利下げ観測が下支え要因となる形で一進一退の展開をみせている。短期的に中銀が利下げに動く可能性は後退したとみられるものの、年末にかけて利下げ観測がくすぶることが予想されるなか、引き続きNZドル相場は上値の重い展開が続くと見込まれる。

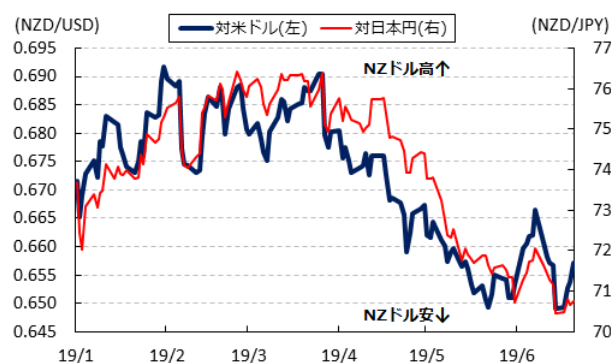
以上

図3 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4 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

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。