

## NZ 中銀、利下げの「緊急性」は否定するも「必要性」は排除せず

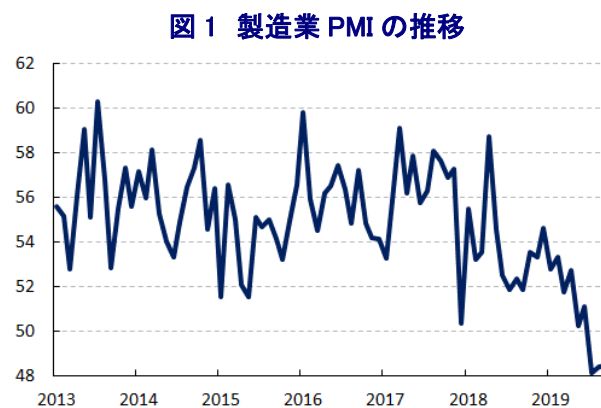
～追加利下げの可能性と利上げ時期の後ろ倒し、NZドル相場の重石になる材料は残る～

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)

- 足下の世界経済は減速懸念が強まる動きがみられる一方、国際金融市場は活況を呈する対照的な状況にある。中国の景気減速に伴う外需鈍化や内需を取り巻く環境悪化を理由に、ニュージーランド経済は減速感を強めるが、国際金融市場の活況に伴う資金回帰を受けて通貨 NZドルは底堅く推移する。ただし、インフレ率の下振れが意識され、金融市場では中銀が追加利下げに動く可能性が高いとの見方が強まっていた。
- 中銀は13日の定例会合で政策金利を2会合連続で過去最低の1.00%に据え置いた。海外及び国内経済に対する見方は概ね据え置かれる一方、必要に応じ追加利下げに動く姿勢を示すなど含みを持たせた。同時に発表された見通しでも、追加利下げの実施や利上げ時期の後ろ倒しなど低金利の長期化が示唆された。金融市場の環境変化を受けて NZドル相場は底堅いが、当面は上値の重い展開が続くと見込まれる。

足下の世界経済は、米中摩擦の激化や保護主義姿勢の広がりなどを受けて減速懸念が強まる兆しをみせる一方、国際金融市場では米FRB（連邦準備制度理事会）の「予防的利下げ」実施などを背景に『カネ余り』が続くと期待を受けて、世界的に株価は最高値に迫る勢いをみせるなど活況を呈しており、実体経済の動きと対照的な展開をみせている。ただし、中国の景気減速の動きは中国経済への依存度が高い国々にとって外需の重石となる動きが鮮明になっており、近年は中国を最大の輸出相手としているニュージーランドでもそうした動きが顕在化している。さらに、同国では近年の不動産投資ブームを警戒して当局が規制強化に動いた結果、一昨年初旬をピークに不動産市況は頭打ちの様相を強めており、それに伴うバランスシート調整圧力の高まりが家計消費など内需の足かせとなるなど、内・外需双方で景気に下押し圧力が掛かる展開をみせている。こうしたことから、年明け以降に中銀は5月及び8月と立て続けに利下げを実施し、8月には利下げ幅を50bpに拡大させて政策金利は1.00%と過去最低水準となるなど、景気下支えに向けて本腰を入れる姿勢を強めてきた。他方、政府は今年度予算を『再建予算』と命名してインフラ関連を中心に公共投資を拡充させるなど、財政出動を通じた景気下支えに取り組んでいるものの、足下では家計部門のみならず、世界経済の減速懸念を警戒して企業部門による設備投資意欲も低調な推移が続き、景気は力強さを欠く展開が続いている。こうした動きに呼応するように、足下では製造業を中心に企業マインドが悪化して景気減速を示唆する動きも



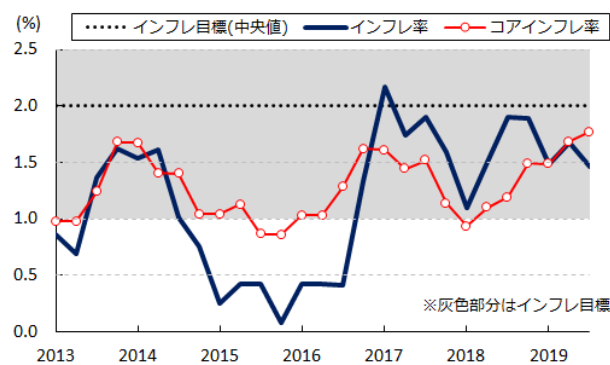
(出所) IHS Markit より第一生命経済研究所作成

みられるなど、当面の景気は一段の下振れが避けられない状況になっている。こうした状況にも拘らず、年明け以降は中銀による相次ぐ利下げも追い風に通貨NZドル相場下落基調を強めてきたものの、上述のように国際金融市場は活況を呈するなかで、一部のマネーがより高い収益を求めて新興国などに回帰しており、結果的に足下では底堅い展開となるなど实体经济と対照的な動きをみせている。なお、上述のように中銀は政策金利を過去最低とするなど金融緩和姿勢を強める背景には、通貨安を通じて輸出関連産業の競争力向上を図る狙いがあり、その後も追加利下げの可能性を含みを持たせる考えを示すなど、さらなるNZドル安を望む姿勢を示してきたことを勘案すれば、足下の状況は『望まざる』環境になっていると捉えられる。他方、7-9月のインフレ率は前年同期比+1.46%と前期（同+1.67%）から鈍化して中銀が定める中期的なインフレ目標の中央値（2%）から遠ざかるなど、景気減速懸念が物価を下押しする動きがみられる。

さらに、12日に中銀が公表した四半期ごとの『経済見通し調査（Survey of Expectations）』では、企業経営者による1年後及び2年後のインフレ見通しはともに3ヶ月前から下振れしており、なかでも中銀が政策運営の物価への浸透に充分とみる2年後のインフレ率見通しが+1.80%と目標を下回る水準に留まったため、金融市場では追加的な利下げ実施に迫られるとの見方が強まる動きもみられた。

こうしたなか、中銀は12日に開催した定例の金融政策委員会で政策金利を3会合連続で1.00%に据え置く決定を行った。会合後に公表された声明文では、「8月会合以降の経済状況は現時点においてすでに緩和的な金融政策スタンスの変更を正当化しない」との見方を示すなど、引き続き利下げの効果を見定める姿勢を示した格好である。なお、今年前半の同国経済について「力強さを欠く企業部門の設備投資や家計消費の弱さを受けて減速し」、先行きも「年末にかけては弱い展開が続く」との見方を示しつつ、「必要に応じて経済状況を注視しつつ対応策を準備する」と追加利下げに含みを持たせた。また、海外経済についても「貿易相手国も減速しており、世界貿易及び世界生産の鈍化や不確実性の高さは世界的な投資意欲の重石になっている」ものの、「同国の輸出商品市況は堅調で交易条件を押し上げており、年明け以降のNZドル安の進展は世界的な景気減速の影響を相殺している」との見方を示すなど、NZドル安を歓迎する姿勢をみせた。その上で、先行きについて「来年には低金利環境と賃金上昇、政府支出や公共投資の拡充の動きが景気押し上げに繋がると見込まれる」としつつ、年明け以降の利下げについて「政策金利の低下は借入金利の低下を通じて消費及び投資を下支えしている」と評価した上で「生産能力を巡るひっ迫感の高まりが設備投資の押し上げに繋がる」との見方を示した。先行きの政策運営については「低金利環境の長期化はインフレ目標の実現及び持続可能な高水準での雇用拡大の維持に必要」との認識を引き続き示すとともに、「必要であればさらなる金融緩和を行う」と改めて追加利下げに含みを持たせる姿勢を示した。また、同時に公表された先行きの見通しでは、来年3月末時点のOCR

図2 インフレ率及びインフレ目標の推移



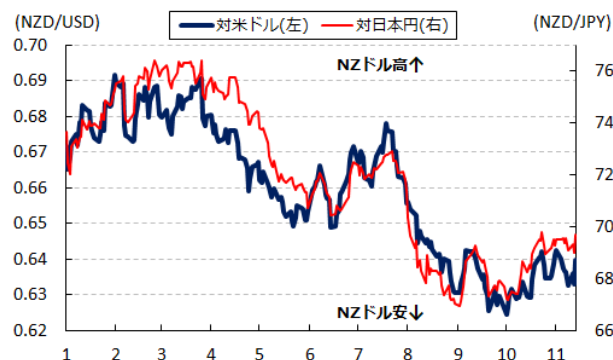
(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

(政策金利) の水準は 0.9% と来年 3 月までに追加利下げを行うとともに、その後利上げに転じる時期は 2021 年 7-9 月 (8 月時点では同年 4-6 月) から 1 四半期後ろ倒しされるなど、金融緩和のさらなる長期化が示唆された。上述のように国際金融市場を取り巻く環境を追い風に足下の NZ ドル相場は底堅い動きをみせているものの、当面は追加利下げが意識されるなかで上値の重い展開となることは避けられないであろう。なお、会合後に記者会見に臨んだ同行のオア (Orr) 総裁は、

追加利下げについて「現時点で緊急性を要するものではない」との認識を示すも「状況が変化すればわれわれは行動する」と述べるなどその可能性を否定しない一方、足下の経済状況について「上下双方への動きが互いに相殺しあっている」との見方を示すなど定常状態にある可能性を示唆した。その上で、「金融政策は効果を上げつつあり、われわれはその兆候が現れるのを注視している」との考えをみせた。他方、「非伝統的金融政策 (量的緩和政策) の必要性とは予防的措置である」との見方を示すなど、現時点では実現性は低いとみられるものの、足下では追加利下げ余地が限定的となるなかで今後はそうした見方が一段と強まることも考えられる。

以上

図 3 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。