

## ニュージーランド、予想外の景気底打ちも内容には不透明感が残る

～早期の追加利下げ観測は後退の一方、住宅需要の弱さは先行きの利下げ観測としてくすぶる～

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くすぶる一方、国際金融市場は米中合意への期待も追い風に活況を呈するなか、幅広く企業マインドに底打ち感が出ている。ニュージーランドでも、こうした世界的な流れに加えて中銀による大胆な金融緩和も追い風に製造業 PMI は底打ちしている。ただし、底打ちの動きは10月以降に顕著になっていることから、事前においては7-9月の景気は依然減速傾向が続いているものと予想された。
- しかし、7-9月の実質 GDP 成長率は前期比年率+2.87%に加速し、中期的な基調も加速感を強めるなど予想外に底打ちしている。外需の鈍化や企業の設備投資意欲の弱さは重石となる一方、交易条件の改善や物価安定、金利低下を追い風に家計消費が拡大した。資金流入を背景にサービス業の生産も拡大した。他方、在庫投資が大幅な押し上げ要因となるなど、先行きの反動に繋がる動きがある点には注意が必要である。
- 政府は今月初めに発表した「経済・財政報告」において、今年の成長率見通しを引き下げる一方、インフラ投資拡充による景気下支えを図る方針を示した。この動きは一定程度景気を下支えすると見込まれ、景気底打ち期待も重なり、中銀の早期利下げ観測を後退させる一方、住宅需要の弱さは重石になろう。足下の NZ ドル相場は早期の利下げ観測後退で底堅い展開が続くが、しばらくは同様の展開が続くものと見込まれる。

このところの世界経済を巡っては、昨年来の米中摩擦の激化に加え、世界的に保護主義的な姿勢が広がりを見せていることを受けて、世界貿易は萎縮の度合いを強めるなど実体経済の足かせになる動きが顕在化している。その一方、年明け以降の米FRB（連邦準備制度理事会）による『ハト派』姿勢への転換や「予防的利下げ」の実施を追い風に、国際金融市場では『カネ余り』を背景に世界的に株価は最高値を更新するなど、実体経済と対照的な動きをみせている。なお、世界貿易が萎縮の度合いを強めることは近年のグローバル化を背景に生産拠点の分散化を進めてきた製造業の企業マインドを下押しする一方、国際金融市場の活況はサービス業の企業マインドを下支えするなか、足下では米中が「第一段階の合意」に至ったことを好感して双方の企業マインドを押し上げる動きもみられる。ニュージーランドにおいては、最大の輸出相手である中国の景気減速やそれに伴うアジア新興国などで景気に下押し圧力が掛かったことを受けて、製造業の企業マインドの重石となる展開が続いてきたものの、足下では世界的に企業マインドの底打ちが進む動きがみられることと歩を併せる形で

図1 製造業 PMI の推移

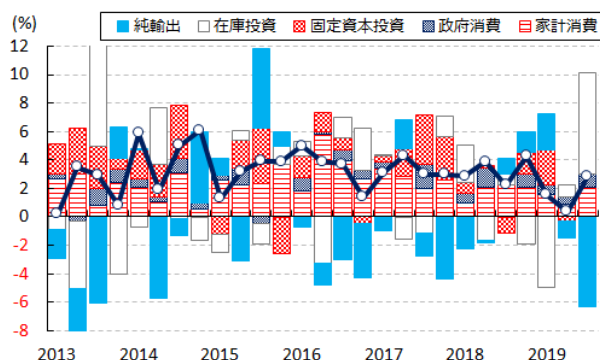


(出所) IHS Markit より第一生命経済研究所作成

底打ちするなど、減速傾向を強めてきた流れに変化の兆しがみられる。他方、同国ではここ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不動産市況が頭打ちした結果、そのことがアジア太平洋域内でも相対的に高水準にある家計債務の重石となり、家計消費など内需の足かせとなる悪循環もみられた。よって、準備銀行（中銀）は今年5月に約1年半ぶりの利下げに踏み切り、その後も断続的な利下げを実施した結果、足下の政策金利は1.00%と過去最低水準となるなど急速な金融緩和を進めており、こうした動きも企業マインドの底打ちを促す一助になっているとみられる。ただし、企業マインドの動きをみると明確な改善がみられるのは10月以降であり、7-9月の景気については依然として厳しい状況が続いているものと予想された。

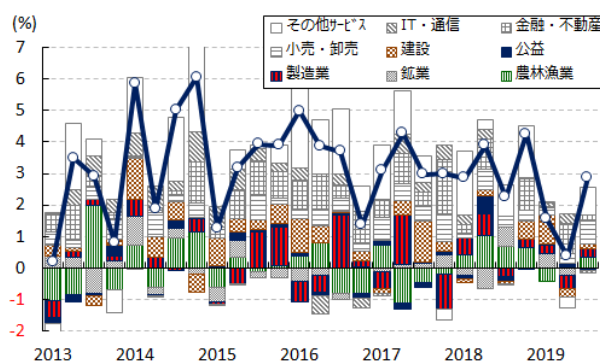
しかし、7-9月の実質GDP成長率は前期比年率+2.87%と前期（同+0.37%）に大きく落ち込んだ反動も重なり3四半期ぶりとなる高い伸びとなっているほか、中期的な基調を示す前年比ベースでも+2.3%と前期（同+2.1%）から伸びが加速するなど、予想外に早い段階で同国経済が底打ちを果たしつつあることが示された。通貨NZドル安に伴う輸出競争力向上にも拘らず輸出は2四半期連続のマイナスで推移するなど、世界経済の減速が重石となる展開が続いたほか、輸出の低迷や企業マインドの悪化の動きを反映して設備投資にも下押し圧力が掛かり、公共投資拡大の動きの一巡も相俟って固定資本投資は勢いを欠く展開が続いている。その一方、主力の輸出財である乳製品や肉類などの国際価格が底入れしたことを反映して、交易条件指数は前年比ベースで5四半期ぶりにプラスに転じるなど国民所得が押し上げられたほか、インフレ率の低位安定による実質購買力の押し上げに加え、中銀の大幅利下げも相俟って家計消費が活発化したほか、一部の大都市で不動産投資の動きが底打ちしたことも景気の押し上げに繋がった。ただし、家計消費や政府消費の底打ちの動きを反映して輸入が拡大したことで、純輸出の成長率寄与度のマイナス幅は大きく拡大する一方、在庫投資による成長率寄与度は大幅プラスとなるなど、在庫復元の動きが景気の下支え要因となっていることは、先行きはこの調整の動きが足かせとなる可能性に注意が必要である。また、分野別では家計消費の堅調さを背景に小売・卸売関連で生産拡大の動きが顕著になったほか、国際金融市場の活況を追い風とする資金流入を背景にサービス業全般で生産が押し上げられる動きがみられた。さらに、調整局面が続いた製造業の生産もNZドル安に伴う価格競争力の向上も追い風に木製品や機械製品関連で底打ちの動きがみられるほか、底堅い乳製品及び肉類、果物などの輸出を背景に農林漁業関連の

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

図3 実質 GDP 成長率(前期比年率)の推移



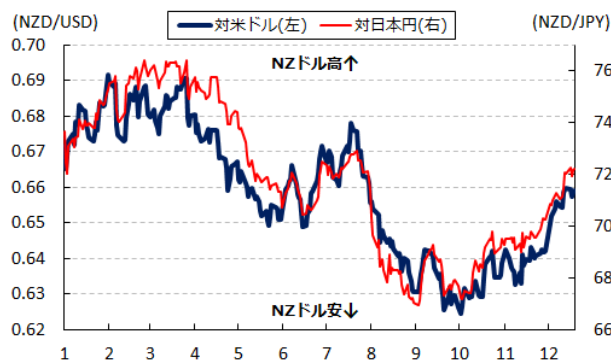
(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

生産も堅調な推移をみせている。その一方、国際商品市況の頭打ちの動きを受けて鉱業部門の生産はマイナスで推移しているほか、不動産投資の底打ちの一方で設備投資意欲の弱さが建設部門の生産の重石になる動きもみられる。また、経済活動全般の動向に沿った動きをみせる傾向がある、電力やガス、水といった公益関連の生産はマイナスに転じており、実質GDP成長率そのものは底打ちを示唆する動きをみせているものの、上述のように在庫投資が押し上げ要因となっているように、基調としての景気は底打ち前の状況にあると捉えることが出来よう。

なお、上述したように足下で企業マインドには底打ちの動きがみられるほか、世界的にも幅広く企業マインドが底打ちしていることを勘案すれば、在庫調整に伴う下押し圧力に対する懸念はあるものの、景気が急に腰折れする事態は想定しにくい。さらに、政府は今月上旬に発表した半期の「経済・財政報告書」において今年の経済成長率見通しを引き下げる（+3.2%→+2.3%）とともに、世界経済の減速懸念に対応すべくインフラ投資を大幅に拡充して来年度以降の財政黒字幅を縮小させる方針を明らかにした。具体的なインフラ投資の対象としては、交通インフラのほか、学校をはじめとする教育インフラ、病院などの保健インフラなどが含まれており、アーダーン政権が進める住宅建設計画（KiwiBuild）も相俟って一定程度の景気の押し上げに繋がる可能性は見込まれる。同報告書に関しては、米格付機関のスタンダード・アンド・プアーズ・グローバル・レーティング（以下「S&P社」）が同国の財政状況について、歳出拡大と弱い経済環境が財政収支の圧迫要因になっているものの、現状の格付と純債務の範囲内で吸収可能との見方を示すなど、足下で「AA（ポジティブ）」としている格付に影響しない考えを示している。金融緩和の効果も追い風に足下の不動産市況は底入れの動きをみせる一方、販売については依然として前年割れの展開が続くなど幅広い需要の回復は道半ばの状況にあることを勘案すれば、先行きも政策的な後押しの観点から中銀が追加利下げに動く余地は小さくないと判断出来る。

足下の通貨NZドル相場を巡っては、国際金融市場の活況に加えて景気の底打ち期待が高まっていることも追い風に底堅く推移しており、中銀が直近11月の定例会合において追加利下げの必要性は排除しない考えをみせる一方、緊急性を否定するなど早期の利下げ観測が後退していることも重なり底入れの動きを強めてきた（詳細は11月13日付レポート「[NZ中銀、利下げの「緊急性」は否定するも「必要性」は排除せず](#)」をご参照下さい）。足下の景気は底打ちを示唆する内容であったことに加え、その他の経済指標にも底堅さがうかがわれるなど、早期の利下げ観測が後退する環境にあることから、先行きもしばらくは底堅い展開が続く可能性が高いと見込まれる。

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

以上

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。見通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。