

2022年1月13日

各位

会社名 株式会社新生銀行
代表者名 代表取締役社長 工藤 英之
(コード番号 : 8303 東証第一部)

「7-9 月期 GDP はロックダウンで減少も、強い物価・雇用を背景に利上げ継続へ」
ニュージーランド経済レポート(第3号)の発行について

ポイント

- ニュージーランドの2021年7-9月期の実質GDPは、ロックダウンによる行動制限により前期比-3.7%と、3・四半期ぶりに減少。
- ワクチンの2回接種完了率が9割を上回り、政府が感染症対策で最も厳しい行動制限を緩和したことを受けて、10-12月期以降は回復軌道に復帰する見込み。
- 11月会合で示されたRBNZの見通しでは、政策金利見通しが上方修正され、2022年度末には2%に到達する予想。一方、金融引き締め下でも、2022年度にかけて、4%台の経済成長が続くとみている。
- RBNZの目標を上回って推移する物価と雇用は、今後も利上げが続く中で、2023年度にかけて目標値へ収束すると見込まれている。今後の物価動向に影響を及ぼし得る、供給制約・賃金・住宅価格の動向には引き続き注意が必要であろう。

以上



7-9 月期 GDP はロックダウンで減少も、強い物価・雇用を背景に利上げ継続へ

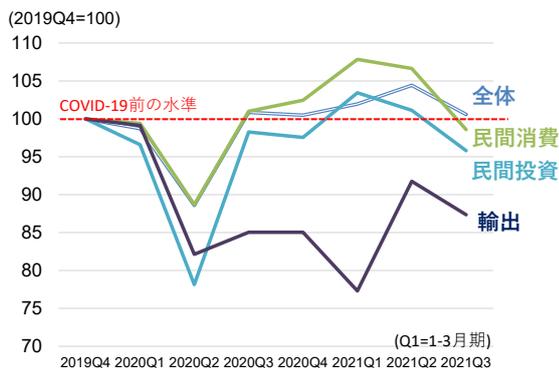
7-9 月期の GDP は再ロックダウン実施で-3.7% 2021年12月16日に公表された、ニュージーランドの2021年7-9月期の実質 GDP は、前期比-3.7%と、3・四半期ぶりに減少した。同期は、デルタ株の拡大で、政府が再度のロックダウンを実施したため、事前の市場予想も同-4.1%と大幅な減少が見込まれていた。減少幅は大きいですが、予想の範囲内の落ち込みと言えよう。

需要項目別の内訳をみると(図表 1)、民間消費(前期比-7.6%)が大きく減少したほか、民間投資(同一5.3%)や輸出(同-4.8%)も減少した。いずれも COVID-19 前(2019年10-12月期)の水準を下回る。GDP 全体としては、COVID-19 前を上回ったが、消費の減少が背景にあるとみられる在庫投資の増加が GDP の押し上げに寄与(寄与度+2.7%)した側面が大きい。主要な需要項目が軒並み大幅減となっており、ロックダウンによる強い経済下押しを示す結果であった。

ワクチン接種の進展を受けて、最も厳しい行動制限の内容を緩和 ニュージーランド政府は、COVID-19 拡大当初より導入していた「アラートシステム」によって、感染状況に応じたアラートレベルを地域別に設定し、感染抑制に成功してきた。2021年8月17日に、全土に最も厳しい行動制限であるロックダウン(アラート4)を発令したが、感染力が強いデルタ株を完全に抑え込むことは難しく、10月以降は再び感染者数が増加に転じた(図表 2)。

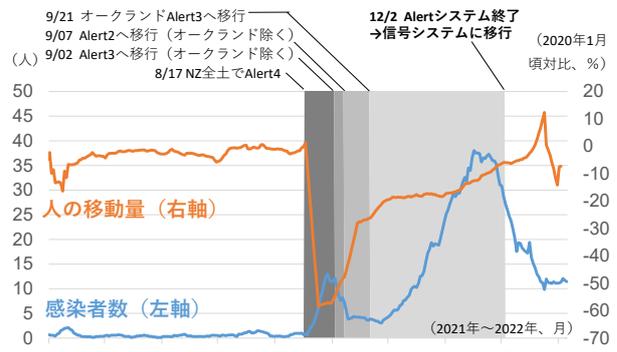
一方、2021年前半の時点では、ニュージーランドのワクチン接種は、先進国の中でも遅れていたが、その後急ピッチで進展し、2021年12月には、2回接種完了者が対象人口対比で9割を超えた。ワクチン接種の進展もあり、政府は12月2日をもって従来のアラートシステムを終了し、新たに「信号システム」へ移行した。信号システムでは、地域の感染状況に応じて色分け(赤・オレンジ・緑の3段階、赤が最も警戒度が高い)がなされるといふ点はアラートシステムと類似している。ただし、ロックダウンは想定されておらず、最も深刻な赤色の状況でも、ワクチン接種証明書の提示により、人々の行動制限が緩和される点が大変な変更点となる。本稿執筆時点(1月7日)では、北島の一部が赤色、他の多くの地区はオレンジ色となっている。こうした政府のウィズコロナへの方針転換が進んだこともあり、感染を抑制しつつも、人流は年末休暇前にロックダウン前の水準に回復した(図表 2)。

図表 1 予想の範囲内だが、7-9 月期の GDP は大幅減: NZ の GDP 結果



(注) 全体は、ヘッドラインとしての注目度が高い生産側 GDP。
(出所) Stats NZ より新生銀行 金融調査室作成

図表 2 信号システム移行後、人流は COVID-19 前の水準まで回復: 感染者数と人の移動量の推移



(注 1) 感染者数は1月5日まで。人口100万人当たり。1週間移動平均値。
(注 2) 人の移動量は1月2日まで。小売・娯楽関連、食料品店・薬局、主要駅の3エリア平均値。1週間移動平均値。
(出所) Our World in Data, Google, NZ 政府より、新生銀行 金融調査室作成

10-12 月期以降は感染者数増加でも消費は回復 消費動向の参考として、クレジット・デビットカード等の電子カード取引額(季節調整値)を確認すると、ロックダウンが開始された2021年8月に前月比2割程度減少したが、ロックダウンが解除され感染者数が増加した10月、11月はそれぞれ同1割程度増加した。11月の取引額

は、ロックダウン前の水準をほぼ回復している。ニュージーランドにおいては、雇用環境の強い改善に伴う賃金上昇や、住宅価格上昇による資産効果等を背景に、家計の消費意欲が強い状況が続いているとみられる。2021年10-12月期以降のニュージーランド経済は、成長軌道に復帰することが見込まれよう。

金融政策:2 会合連続の利上げ実施 2021年11月24日に開催された、ニュージーランド準備銀行(RBNZ)の金融政策委員会(MPC)においては、10月に続いて政策金利(OCR:Official Cash Rate)が0.25ポイント引き上げられ、0.75%となった。四半期ごとに公表されるMPS(Monetary Policy Statement)で示された、先行きのOCR見通しについても、8月の見通しから上方修正され、2022年中に2%に到達する見通しとなっている(図表3)。また、最終的な利上げ水準(=景気を刺激も下押しもしない中立金利)は、8月時点の2.1%から今回は2.6%に引き上げられている。これは、昨年12月の米FOMCで示された政策金利の長期見通しのメジアン(中央値)2.5%よりも若干ではあるが上回る水準となっている。

経済・物価・雇用の見通し 図表4は、経済・物価・雇用・政策金利の現状、および2021年11月(直近)と2021年8月のRBNZによるMPSの見通しをまとめたものである。金融引き締めにより、過熱感がみられる雇用・物価はRBNZのターゲットに収斂していく一方、強いペースでの経済成長は維持される見通しとなっている。

物価:2022年度中にターゲットレンジへ収斂を見込む ニュージーランドの2021年7-9月期の消費者物価指数は前年比+4.9%に達した。続く10-12月期、1-3月期は+5.7%に達するとRBNZはみている。今後については、一時的とみられる物価上昇要因(原油高、輸送コスト上昇、サプライチェーンの遅延)の剥落、今後予定される一連の利上げによって、2022年度の物価見通しは+2.9%とRBNZのターゲットレンジ(2%±1%)に収斂、2023年度は+2.1%と、ターゲットの中間値近傍まで低下するとRBNZではみている。もっとも、一時的とみられる供給制約要因が、世界的なオミクロン株の拡大等によって長期化する可能性があるほか、ひっ迫する労働市場を背景に賃金上昇の勢いが強まれば、持続的なインフレ圧力が高まっていく可能性もある。他の主要先進国と同様、インフレの不確実性に対してどのように対処していくかは、同国においても重要なテーマとなろう。

雇用:失業率は過去最低水準に低下 ニュージーランドの7-9月期の失業率は3.4%に低下した。水準は過去最低に近い。内需の回復を背景とした強い労働需要がある一方、COVID-19対策による移民減少もあり、労働供給が追いつかず、労働市場はひっ迫している。今後は、金融引き締めによって、2023年度にかけて、RBNZが考えるインフレ非加速的失業率の下限である4%近くまで緩やかに上昇していくとRBNZはみている。

GDP:4%台の成長が続く見通し 前ページで示した通り、7-9月期のGDPは大幅減となったが、依然としてCOVID-19前の水準を上回っている。RBNZの見通しは、再度のロックダウンを受けて、2021年度の見通しを8月から下方修正したが、2022年度は上方修正しており、強い成長見通しを維持している。

図表3 2会合連続利上げ、今後も利上げ継続見通し:OCR(政策金利)の推移と先行き予想



(注) 予想はRBNZによる。
(出所)RBNZ、Bloombergより新生銀行 金融調査室作成

図表4 GDPは高成長維持、物価・雇用は中銀のターゲットに収斂見通し:NZ経済のサマリー表

	NZ経済のCOVID-19前後比較		ニュージーランド中銀による見通し			
	COVID-19前	現状	見通し(年度)	2021	2022	2023
GDP (10億NZD)	65.2	65.6	11月MPS	4.5 ↓	4.2 ↑	1.3
物価 (前年比、%)	1.9	4.9	8月MPS	5.9	2.4	1.3
失業率 (%)	4.0	3.4	11月MPS	5.7 ↑	2.9	2.1
OCR (%)	1.00	0.75	8月MPS	3.7	2.2	2.1
			11月MPS	3.3 ↓	3.6	3.9
			8月MPS	3.9	3.9	4.1
			11月MPS	0.94 ↑	2.30 ↑	2.60 ↑
			8月MPS	0.86	1.77	2.05

(注1) COVID-19前は、2019年10-12月期。現状は、GDP・物価・失業率は2021年7-9月期、OCRは2021年12月時点。
(注2) GDP見通しは成長率(%)。OCR見通しは年度末(1-3月期)の値。
(出所)RBNZ、Stats NZより新生銀行 金融調査室作成

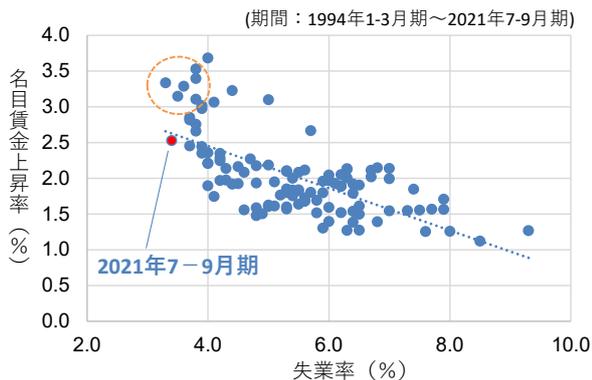
賃金:一段と上昇ペースが高まる可能性 なお、労働市場の急激な改善を受けて、雇用者の賃金も上昇傾向にある。2021年7-9月期の名目賃金上昇率は前年比+2.5%となり、2009年4-6月期以来で最も高い伸びと

なった。過去の失業率と名目賃金上昇率の関係を見ると(図表 5)、足元の失業率の水準からは、名目賃金上昇率が 3% 台へ、更に高まっていく可能性がある。RBNZ の見通しにおいても、2022~2024 年にかけて、3% 台の上昇が続く見通しとなっている。もっとも、こうした見通しは金融引き締め等によって、労働市場のひっ迫緩和が進むことが前提であり、労働需給の動向次第では、賃金上昇ペースが一段と強まるリスクがある。

住宅価格: 上昇抑制は引き続き金融システム安定上の課題 金融政策の直接の目標ではないものの、住宅価格の適正化は、金融システムの安定上、依然として大きな課題として残っている。RBNZ が半年ごとに公表している 2021 年 11 月の「金融安定性報告」(Financial Stability Report) では、引き続き住宅価格の安定化が大きなテーマとして掲げられた。足元の住宅価格は、2021 年 11 月まで、概ね前年を 2 割超上回る、非常に強いペースでの上昇が続いている。11 月のニュージーランド全体の住宅価格(中央値)は、初めて 90 万 NZD(円換算価格、約 7,000 万円)を超えた。OECD によると、ニュージーランドにおける住宅価格対家賃比率(Price-to-Rent Ratio)は、長期平均対比で約 2.3 倍に達し、集計した 35 か国の中で最も高い。政府や RBNZ は、2021 年初以降、矢継ぎ早に住宅価格を抑制する政策を打ち出してきたが、現状、十分に効果が発現していないとみられる。

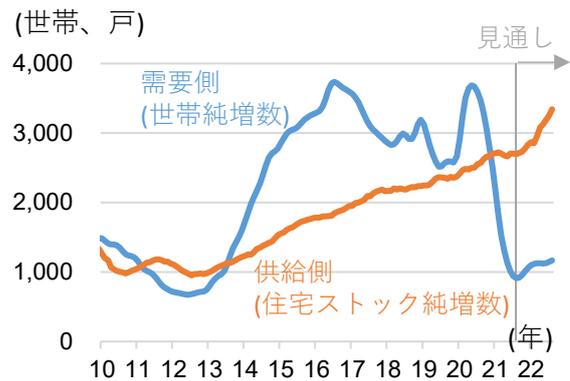
先行きについては、住宅価格上昇は鈍化し、持続可能な価格上昇率に戻るとというのがメインシナリオではある。今後の利上げに伴う住宅ローン金利の上昇に加えて、高水準の住宅建設に伴う住宅ストックの増加と、人口流入の鈍化に伴う世帯数の増勢鈍化によって、住宅需給緩和が見込まれるためである(図表 6)。ただし、政府と中銀による規制強化を以ってしても、住宅価格の上昇を十分に抑制できていない現状からは、今後の住宅価格が適正水準に戻るかは依然不透明であり、関連指標を引き続き注視していく必要がある。

図表 5 失業率の水準からは一段の賃金上昇が見込まれる: NZ のフィリップスカーブ



(注) 名目賃金は民間セクターの含む所定外、失業率は季節調整値。
(出所) Stats NZ, Bloomberg より新生銀行 金融調査室作成

図表 6 住宅需給は緩和見通し: 世帯純増数と住宅ストック純増数の推移と見通し



(注) 数字は 12 か月移動平均。推計・予測は RBNZ による。
(出所) RBNZ より新生銀行 金融調査室作成

総括: 金融引き締め局面でも好調維持がメインシナリオ これまで見てきたように、ニュージーランドの経済は、ロックダウンによる落ち込みがあったものの、政府のウィズコロナへの方針転換もあり、2021 年 10-12 月期以降は回復軌道に復帰する見通しである。また、中期的には、過熱感がみられる物価・雇用への対応としての金融引き締めが続くとみられるが、そうした中でも強いペースでの経済成長が続く見通しである。

インフレ抑制と景気安定のトレードオフ とはいえ、中央銀行にとっては、インフレ抑制と景気安定のトレードオフに直面する中で、政策運営は難しい舵取りになるとみられる。リスクとしては、予定される利上げペースで、物価・雇用をターゲットへ収斂させていくことが難しい場合が考えられよう。今後の物価動向に影響を及ぼし得る、供給制約・賃金・住宅価格の動向には引き続き注意が必要であろう。

オミクロン株の動向にも留意が必要 新たな変異株(オミクロン株)の感染が世界的に拡大している。こうした状況を受け、ニュージーランド政府は、2022 年 1 月に予定していた海外との往来の段階的な制限緩和を、2 月末まで延長した。内需が相当に回復し、強いロックダウンによる下振れの可能性が低下した同国経済において、次の焦点となるのは、外需の回復、特に主要産業である海外からの観光需要の回復であるが、変異株の拡大等によって、その回復が遅れるリスクがある。

(伊藤篤・森翔太郎)

- この資料の無断での複写、転写、転載、改竄、頒布または配布は、形式の如何を問わず、厳しく禁止されています。
- この資料は、情報の提供を唯一の目的としたもので、特定の金融商品取引又は金融サービスの申込み、勧誘又は推奨を目的としたものではありません。
- この資料に述べられている見通しは、執筆者の見解に基づくものであり、弊行の売買・ポジションを代表した公式見解ではありません。
- この資料は公に入手可能な情報・データに基づくものですが、弊行がその正確性・完全性を保証するものではなく、その内容を随時変更することがあります。
- この資料に述べられている見通しは実際の市場動向とは異なる可能性があり、今後の推移を弊行ならびに執筆者が約束するものではありません。
- 金融商品取引を検討される場合には、別途当該金融商品の資料を良くお読みいただき、充分にご理解されたうえで、ご自身の判断と責任においてお取引をなさるようお願いいたします。
- 金融商品によっては所定の手数料等をご負担いただく場合があります。また金融商品によっては証拠金や担保をご提供いただく場合があります。なお、具体的な金融商品が定まっていないため、現時点では手数料・証拠金・担保等の額または計算方法およびその比率をお示しすることはできません。
- 金融商品によっては、金利水準、為替相場、株式相場等の金融商品市場における相場その他の指標にかかる変動により、お客様に損失が生じることがあり、またこの損失がお客様からご提供いただいた証拠金・担保(もしあれば)の額を上回るおそれがあります。
- 商号等／株式会社新生銀行 登録金融機関 関東財務局長(登金)第10号。
加入協会／日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会