

国際収支から見たニュージーランド経済

—特徴と潜在的なリスク、政策へのインプリケーション—

棚 瀬 順 哉

はじめに

本稿では、ニュージーランドの国際収支統計を概観することにより、ニュージーランド経済の特徴と潜在的なリスク、それらの政策的インプリケーションについて検討する。国際収支統計の分析はいかなる国においても有益と考えられるが、その重要性はとりわけ、ニュージーランドのように対外セクターへのエクスポージャーが大きい小国開放経済¹⁾においてより高いと言えよう。

もともと、実際には、同国の国際収支に関連する日本語の研究は極めて少ない。こうした現状に鑑み、基本的な情報を提供したうえで今後の研究の方向性を示すことが、本稿の目的である。

居住者と非居住者の間で行われるさまざまな取引を計上する国際収支統計は、単に経常収支の黒字・赤字や金融取引に絡む資金の流出入といったフローの動向を示すにとどまらず、その国の経済構造や、政策的な不均衡などをも反映する。

たとえば、日本の経常収支は一貫して黒字だが、その内訳は近年大きく変化しており、その背景には日本経済の構造変化があると考えられる。具体的には、以前は日本の経常黒字の大半は貿易黒字だったが、近年はその殆どが対外投資から得られる配当・利子収入等を計上する第一次所得収支の黒字となっている。また、日本のサービス収支は

一貫して赤字だが、近年では訪日外客数の急増を受けて旅行収支が黒字に転化したことや、知的財産権の受取増加等を背景に赤字が縮小し、黒字転化も視野に入っている。金融収支に目を転じると、日本の金融収支は一貫して資金流出超となっているが、中でも近年目立つのは対外直接投資の増加である。こうした変化は、日本が以前の「貿易立国」から、「投資立国」あるいは「観光立国」に姿を変えつつあることを示しているとも考えられる。

一般的な注目度が高い貿易収支に着目して、輸出が伸び悩み、貿易黒字が縮小していることをとらえて日本の製造業の国際競争力低下を危惧する向きもあるが、国際収支統計を細かく見ると、こうした見方が必ずしも妥当ではないことがわかる。生産拠点の海外シフトと「地産地消」化が進むと、日本からの輸出が減少する一方で、本邦企業の海外拠点が稼得した利益を計上する第一次所得収支・直接投資収益が増加するためである。日本の製造業の競争力を測る上では、貿易収支だけでなく、貿易収支と第一次所得収支・直接投資収益の両方を見るべきと言えよう。

マクロの観点からは、財・サービスの貿易収支である純輸出²⁾はその国の貯蓄と投資の差（「I-S バランス」）に等しくなる³⁾。純輸出（貿易収支）は、I-S バランスが貯蓄超であれば黒字、投資超であ

1) 2018年のニュージーランドの純輸出（財・サービス収支）は財貿易の赤字をサービス貿易の黒字が相殺してほぼフラットだが、財・サービス貿易のグロスの数字（輸出入の合計）は名目GDPの56%に達している。

2) 日本の国際収支統計では、財の貿易収支が「貿易収支」として「サービス収支」と別の項目となっているため、単に「貿易収支」と言った場合には財の貿易収支を指す事が多いが、純輸出と等しいのは財・サービスの貿易収支である。

3) Y (GDP) = C (消費) + I (投資) + G (政府支出) + NX (純輸出)。ここで、 $S = Y - C - G$ であることから、二つの式を整理して $S - I = NX$ が導き出せる。多くの初学者向けの国際経済学、国際金融論の教科書では、 $S - I = NX \equiv CA$ (経常収支) とされることが多いが、経常収支は NX に第一次・第二次所得収支を加えたものであるため、厳密には両者は同じものではない。

れば赤字になる。このことは、貿易収支は単に輸出入のフローを示しているだけでなく、国内の経済構造や政策についても重要な情報を与え得ることを示している。

たとえば、消費性向が高い国で過度に景気刺激的な金融・財政政策がとられた場合、国内消費の過熱が輸入増に繋がり、貿易赤字を拡大させる可能性がある。こうした貿易赤字の拡大は持続不可能であり、いずれかの時点で国内外経済に対してネガティブな影響を及ぼす可能性が高い。したがって、赤字を削減する必要があると考えられるが、その際の適切な政策対応は関税引き上げや規制によって輸入を減らすことではなく（こうした政策の帰結は世界経済の縮小均衡であろう）、より適切な国内政策によってI-Sバランスの改善を図ることであろう。後述するように、IMFはこうした観点から各国の経常収支の不均衡を評価して、必要に応じて政策提言を行っている。

またI-Sバランスは、人口動態にも影響を受けると考えられる。たとえば、若年層は将来に向けて所得の一部を貯蓄し、高齢者はリタイア後に貯蓄を取り崩して消費を行うのが典型的なパターンと考えられる。実際にこうした行動がとられるのであれば、高齢化の進展は貯蓄の減少を通じてI-Sバランスを悪化させ、経常収支を悪化させると考えられる。

以上のような観点からニュージーランドの国際収支統計を眺めた時、どのようなことが言えるのであろうか。次節以降で検討する。

1. ニュージーランドの国際収支の概観

1-1. 経常収支

歴史的に、ニュージーランドの経常収支は一貫して赤字である。1990年代以降の動きを振り返ってみると、経常赤字対名目GDP比はアジア通貨危機の直前に6%近くまで拡大したが、ITバブル崩壊を受けた景気後退を背景に赤字は大きく縮小した。その後、経常赤字は再び拡大基調に転じ、金額ベースで過去最大の赤字を記録した2008年には、経常赤字対名目GDP比は8%近くに達した。経常赤字は2008～09年の世界金融危機の後急激

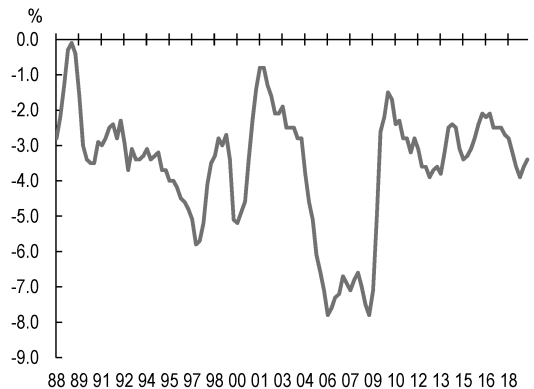


図1：経常収支対名目GDP比

出所：RBNZ

に縮小し、その後は比較的抑制された水準（対名目GDP比2%～4%）で安定的に推移している（図1）。

貿易収支

ニュージーランドの貿易収支は赤字と黒字を行ったり来たりしており、一貫したトレンドは無い。2011年に既往ピーク（黒字）を記録した後貿易収支は悪化基調を辿り、2015年に赤字に転じ、近年では赤字が拡大している（図2）。

品目別に見ると、2018年の輸出シェア1位は「酪農製品」（25.5%）で、以下「肉類」（13.0%）、「木材・同製品」（9.1%）となっている。他方、同年の輸入シェア1位は「輸送用機器・部品」（14.3%）であり、以下「一般機械」（13.8%）、「鉱物性燃料」（12.2%）、「電気・電子機器」（8.1%）と続いている。ソフトコモディティを輸出して、鉱物性燃料と工業製品を輸入する貿易構造が鮮明である。

貿易相手国のシェア（2018年）は、輸出入とも第4位まで同じ顔ぶれであり、1位は中国（輸出24.2%、輸入19.8%）、2位オーストラリア（15.8%、11.5%）、3位米国（9.6%、10.1%）、4位日本（6.1%、6.9%）である⁴⁾。

サービス収支

ニュージーランドのサービス収支は一貫して黒字である（図2）。サービス収支黒字はほぼ旅行収

4) 出所：JETRO (2019)

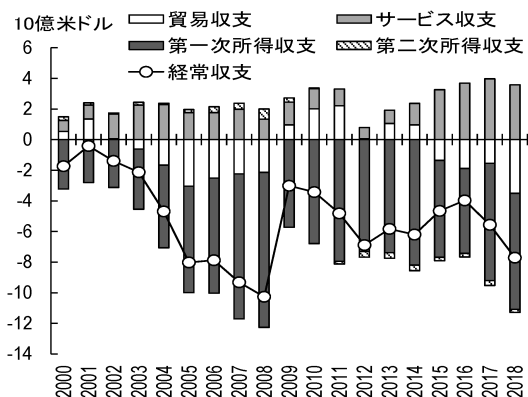


図 2：経常収支の内訳

出所：IMF

支のみによるものであり、旅行収支は常にサービス収支全体を上回る黒字を記録している。近年、旅行収支の輸出が急激に増加しており、直近では酪農製品と同程度の規模に達している。つまり、ニュージーランドにおいてツーリズムは、酪農と並ぶ二大産業になっていると言える。

第一次所得収支

ニュージーランドの第一次所得収支は一貫して赤字であり、経常赤字に対する貢献は最大である(図2)。第一次所得収支赤字の内訳をみると、直接投資収益の赤字が最も大きい。一般論として、ニュージーランドは対内直接投資の受け入れに対して積極的であり、海外企業のニュージーランド拠点が配当等の形で利益を本国に還流していることが、大規模な第一次所得収支の赤字に繋がっていると考えられる。ニュージーランドへの投資国は、オーストラリア、英国、米国の三か国で5割以上のシェアを占める⁵⁾。他方、ニュージーランドの対外投資ではオーストラリアと米国が二大投資先であり、この二か国合計のシェアは5割を超えている。

1-2. 金融収支

ニュージーランドの国際収支は一貫して、経常赤字を証券・直接投資に絡む資金流入によってファイナンスする姿となっている(図3)。

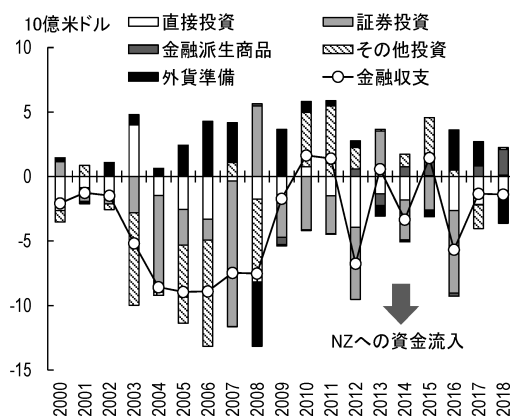


図 3：金融収支の内訳

出所：IMF

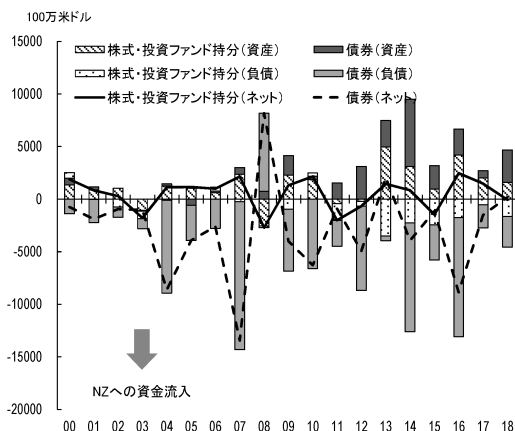


図 4：「金融収支・証券投資」の内訳

出所：IMF のデータより筆者作成

赤字のファイナンスは、長期的・安定的なフローである対内直接投資によるものが最もリスクが小さいと考えられるが、2000年以降の平均で見ると、ニュージーランドの経常赤字の内、直接投資によってファイナンスされているのは27%に過ぎず、証券投資に絡む資金流入が経常赤字のファイナンスにおいて中心的な役割を担っている(46%をファイナンス)。

また、「金融収支・証券投資」の内訳を見ると、対内債券投資に絡む資金流入が大宗を占めていることがわかる。後述するように、ニュージーランドでは政府部門よりも民間部門(家計・非金融

5) 出所：JETRO (2019) 対内直接投資と対内証券投資を合わせた額。

企業)の方が債務の規模が大きいことから、海外投資家によるニュージーランド債券投資の主な受け皿になっているのは国債ではなく、民間部門によって発行された債券である。ニュージーランドの国際収支統計では、証券投資・債券投資について、「中央銀行」、「預金取扱機関」、「一般政府」、「その他セクター」のデータが利用可能であるが、海外投資家によるニュージーランド債券の累計買い越し額(2000～2018年)は、「預金取扱機関」が最も大きい。この背景には、ニュージーランドの銀行が家計・企業向けローンを海外での債券発行によってファイナンスしている図式があると考えられる。

2. その他の関連データ

前節で概観したように、国際収支統計からは実にさまざまな情報を読み取ることが出来るが、国際収支統計と直接的、間接的に関連しているその他のデータも併せて観察することで、より多角的な分析が可能になると考えられる。

2-1. 財政収支・公的債務残高

理論上、財政収支の変化は経常収支に直接影響を及ぼす⁶⁾。前出の $S-I=NX$ の S は Y (GDP) - C (消費) - G (政府支出) と表せるが、これは民間貯蓄 ($Y-C-T$) と政府貯蓄 ($T-G$) に分解できる (T は税収)。ここで、政府貯蓄 ($T-G$) は財政収支に他ならないため、そのほかの条件が一定であれば、財政収支の改善(悪化)は経常収支の改善(悪化)に繋がる。また、ある期間における公的債務残高の変化は同期間の財政収支に等しいため、公的債務残高の減少(増加)は経常収支の改善(悪化)に繋がる。

ニュージーランドの財政収支は、1990年代から一貫して黒字であり、2008～09年の世界金融危機とそれを受けた世界的な景気減速を受けて一時的に比較的大規模な赤字を記録したが、その後は黒字基調に戻っている。また、ニュージーランドの政府債務残高対GDP比は先進国中で最も低い部類に入る(2019年1-3月期時点で27.9%：図

5)。ニュージーランドの政府債務残高対GDP比は、日本や米国、危機を経験した一部ユーロ圏諸国(ギリシャ、イタリアなど)のみならず、財政タカ派のイメージが強いドイツよりも低いのである。

ニュージーランドの経常収支が赤字であることは国全体としてみたI-Sバランスが投資超であることを意味するが、上述したように同国政府の財政状況は健全であり、財政収支は黒字基調を維持している。このことは、ニュージーランドにおいては政府部門の資金余剰を相殺して余りあるほど、民間部門の資金不足が大きいことを示唆している。図6はこうした観点から各部門の債務残高対名目GDPを見たものであるが、政府債務残高対名目GDP比が低水準で安定的に推移している一方で、民間非金融企業債務残高と家計債務残高の対名目GDP比はいずれも高水準となっている。民間非金融企業債務残高対名目GDP比は世界金融危機の前にピークを付け、その後は緩やかに低下基調を辿っているが、その一方で家計債務残高対名目GDP比は近年上昇傾向にあり、足元では企業債務を上回ってきている。他国との比較では、ニュージーランドの家計債務残高対名目GDP比は2018年時点で94%と、先進国の平均(82%)を上回っていた(図5)。

2-2. 人口動態

前述したように、人口動態の変化は長期的にI-Sバランスを変化させ、経常収支のトレンドに変化を及ぼし得る。こうした観点からニュージーランドの人口ピラミッドを見ると、ゼロ歳から60-64歳までの人口の差があまりなく、今後も人口増加が続くことが示唆されている(図7)。このことは、ニュージーランドにおいては当面、急速な高齢化の進展がI-Sバランスを大きく悪化させる(=経常収支の悪化要因)リスクを懸念する必要が無いことを示唆している。もっとも、2017年8月の就労ビザの要件厳格化により移民の増加率が減速、人口の伸びも鈍化しており、今後の動向を注視する必要がある。

6) 他方、金融政策が経常収支に及ぼす影響は、投資・消費に及ぼす影響や為替レートを通じて輸出入に及ぼす影響等を通じた間接的なものであると考えられる。

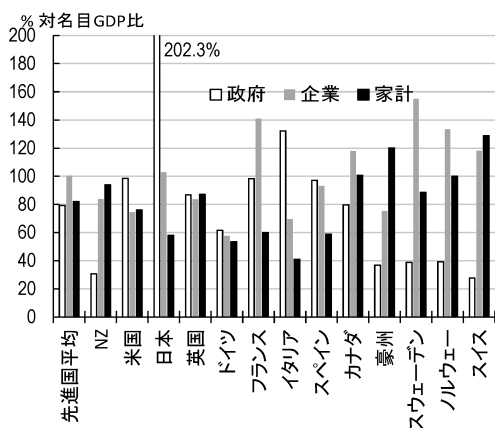


図5：各部門の債務残高対名目GDP比（国別）

出所：BIS

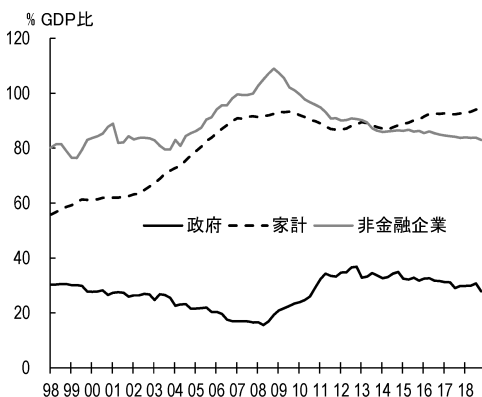


図6：各部門の債務残高対名目GDP比（ニュージーランド）

出所：BIS

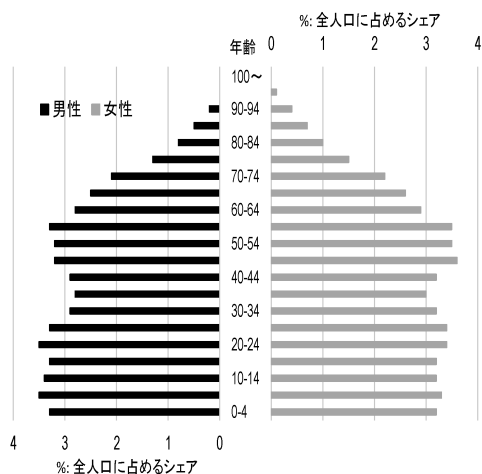


図7：ニュージーランドの人口ピラミッド（2018年）

出所：PopulationPyramid.net

3. 国際収支から見たニュージーランド経済の特徴と潜在的なリスク

ニュージーランドの国際収支に関する前節までの議論の中で特に重要なポイントを列挙すると、以下のようになる。

- ニュージーランドの経常収支はほぼ一貫して赤字であるが、近年、対名目GDP比で見た赤字の規模は、比較的抑制された水準で安定的に推移している。
- 経常赤字の大宗は第一次所得収支の赤字である。近年、財の貿易赤字が拡大しているが、サービス収支の黒字拡大がこれを相殺している。
- 財貿易では、ソフトコモディティを輸出する一方で鉱物性燃料や工業製品を輸入する図式が鮮明。最大の輸出品目は「酪農製品」であり、以下「肉類」、「木材・同製品」が続く。
- 主要な貿易相手国は中国、オーストラリア、米国、日本である。
- サービス収支黒字の主因は旅行収支の黒字であり、旅行収支は常に、サービス収支全体を上回る黒字額を記録している。
- 第一次所得収支の赤字は、直接投資収益の赤字が主因。この背景には、ニュージーランドが対内直接投資を積極的に受け入れていることがあると考えられる。
- 経常赤字のファイナンスは証券投資関連の資金流入（2000～2018年の平均で46%）が主体で、直接投資関連の資金流入は27%にとどまる。「金融収支・証券投資」の内訳を見ると、債券投資関連の資金流入が大宗であり、累計資金流入額が最大なのは「預金取扱機関」が発行する債券である。これは、ニュージーランドの国内銀行が、国内企業・家計向けローンを海外における債券発行によってファイナンスしている図式を示している。
- ニュージーランドの政府財政は健全だが、民間部門の資金不足が経常赤字に繋がっている。民間非金融企業の債務残高対名目GDP比は世界金融危機前のピークから緩やかに減少しているが、近年、家計債務残高対名目GDP比は増加基調にあり、企業債務を上回っている。ニュー

ジーランドの家計債務残高対名目 GDP 比は先進国の平均を上回っている。

- ニュージーランドの人口ピラミッドの形状は今後も人口増加が続くことを示しており、人口動態の変化に伴う I-S バランスの大幅な変化は当面予想されない。

以上から、ニュージーランド経済の特徴とリスクに関して、以下のようなことが言えよう。

- A) ニュージーランド経済にとって最も重要なドライバーは、ソフトコモディティ、とりわけ酪農製品とツーリズムである。
- B) 経常赤字の主因は第一次所得収支・直接投資収益の赤字であり、後述するようにこれを過度に懸念する必要はない。
- C) もっとも、経常赤字のファイナンスのかなりの部分を証券投資絡みの資金流入に依存している点は潜在的なリスク要因と言える。
- D) 民間部門、とりわけ近年増加基調にある家計の大規模な債務も、潜在的なリスク要因と考えられる。

A) に関して、酪農製品の輸出先は中国をはじめとするアジア諸国のシェアが大きく、且つ増加傾向にある。

また、ニュージーランドへの海外からの旅客数の国別内訳を見ると、オーストラリアが半数弱を占め最大、以下、英国、米国、中国、日本、ドイツ、韓国となっている。もっとも、アジア諸国からの直行便の開通等もあり、アジアからの旅客数は増加傾向にあり、今後もそのトレンドは続く可能性が高いとみられる。以上から、中国をはじめとするアジア諸国の経済状況は、酪農製品の輸出とツーリズムという経済成長の二大ドライバーを通じてニュージーランド経済に大きな影響を及ぼすと考えられる。

B) に関して、経常収支の不均衡は、それが主にどの項目で発生しているかにより、リスク評価や政策へのインプリケーションが大きく異なり得る。たとえば、過度に緩和的な金融・財政政策により内需が過熱、輸入が増加した結果生じた大規模な貿易赤字が経常赤字の主因である場合、金融・

財政政策の正常化によって内需を抑制することで輸入を減らし、貿易赤字、そして経常赤字を削減することが出来ると考えられる。こうした政策対応は持続的な経済成長に資すると考えられるため、望ましいと言えるだろう。

他方、経常収支の不均衡が主として所得収支の黒字・赤字によって生じているケースではどうだろうか。所得収支の黒字・赤字は過去に行われた投資の結果発生する配当や利子の授受を反映するものであり、これを無理やり削減するような政策は、多くの場合望ましくないと考えられる。

ニュージーランドのケースでは、第一次所得収支・直接投資収益に計上される、海外企業のニュージーランド拠点から本国への配当が赤字の主因であるが、この赤字を減らすためには規制や税制によってニュージーランドへの直接投資のインセンティブを減らして、拠点の国外退去を促すような政策が必要となる。こうした政策がニュージーランド経済にとって好ましくないことは自明であろう。

C) に関して、前述のようにニュージーランドの経常赤字のファイナンスにおいては対内証券投資に絡む資金流入が重要な役割を果たしているが、2008年（世界金融危機）や2013年（テーパー・タントラム）など、投資家のリスク回避姿勢が強まった際には、対内証券投資は大きく巻き戻された（資金流出：図3）。これは、投資家がリスク回避姿勢を強めると経常赤字のファイナンスに困難が生じるリスクが高まるという、ニュージーランド経済が抱える構造的な脆弱性を示唆していると考えられる。

最後に D) について、大規模な家計債務はニュージーランド経済の潜在的なリスクと言えるが、この大宗は住宅ローンである。2013～17年に段階的に導入された住宅ローンのLTV規制の効果が顕現化してきていることもあり、住宅バブルへの懸念はひと頃に比べて弱まっているが、引き続き動向を注視する必要がある。

4. ニュージーランドの対外セクター：IMFの評価

本稿の目的は、ニュージーランドの国際収支統

計から同国経済の特徴と潜在的风险、およびそれらの政策的インプリケーションを示すことであったが、こうした分野においてはIMF（国際通貨基金）が主導的な役割を果たしている。IMF協定第1条で、「国際収支上の困難に陥っている加盟国への（適切なセーフガードを伴う）財源提供」を行うことがIMFの役割の一つとして定められていることから、IMFは国際収支に起因するリスクを未然に防ぐべく、サーベイを行う必要がある。

こうした目的からIMFはさまざまな形で各国のサーベイを行っているが、その主軸となるのは「4条協議」と呼ばれるプロセスである。IMFのエコノミストは通常年に1度、加盟国の関係当局と経済政策、構造改革等について協議し、理事会に報告を提出、理事会はこれに基づいて加盟国に提言を行う。

IMFは経済のさまざまなイシューについてサーベイを行っているが、経常収支の不均衡は重点分野の一つである。IMFは2013年に導入された「The External Balance Assessment (EBA)」に基づいて適切な経常収支と実質実効為替レートの水準を試算、この結果を「4条協議」報告書等に掲載している。

ニュージーランドの2019年の「4条協議」報告書（IMF（2019））によると、2019年の同国の経常赤字対GDP比（循環要因調整後で-3.6%）はファンダメンタルズおよび適切な政策に照らして1.6～3.2%ポイントほど過大⁷⁾であり、NZDの実質実効レートは9%程度過大評価となっている。ただし、現在のニュージーランドのポリシーミックス（財政再建と緩和的な金融政策）の方向性は正しく、経常赤字の過剰と通貨の過大評価を削減することに貢献するとの見方が示された。

5. 今後の研究課題

冒頭で述べたように、本稿の目的は、ニュージーランドの国際収支に着目した研究が少ない中、基本的な情報を提供し、今後の研究の方向性を示す

ことであり、詳細な分析には踏み込まなかった。したがって、本稿で提示したさまざまなトピックに関して、今後より詳細な分析を行う必要があるだろう。

ニュージーランドの経常収支は一貫して赤字であるが、主因は第一次所得収支の赤字であり、不適切な政策によってI-Sバランスの不均衡が拡大するといった事態が生じているわけではないため、赤字自体をニュージーランド経済にとって大きなリスクと見做す必要はなさそうだが（上述したように、IMFは経常赤字の規模をやや過大としながらも、財政・金融政策のポリシーミックスは適切と評価している）。

他方、やや懸念されるのは、経常赤字のファイナンスの大部分を証券投資関連の資金流入に頼っている点であり、これは世界の投資家がリスク回避姿勢を強め、ニュージーランドの債券市場からの大規模な資金流出が発生した際に、経常赤字のファイナンスが困難になるリスクを示唆している。

また、ニュージーランドの債券市場への資金流入のうち、最も規模が大きいのは国内金融機関が国外で発行した債券への資金流入であるが、これは相対的に規模が大きい家計部門の債務（主に住宅ローン）と密接に関連している。金融機関のバランスシートの観点からは、住宅ローン（資産）を海外での債券発行（負債）によってファイナンスしている図式であり、資産・負債の両面におけるリスク管理が重要となる。たとえば、適切なリスク評価がなされないまま住宅ローンが拡大して住宅バブルを招来し、それを海外での債券発行でファイナンスするような事態となれば、その巻き戻しはニュージーランド経済に深刻な打撃を与えよう。当局もこうしたリスクは十分に認識しているようであり、前述したように住宅ローンのLTV規制の効果等もあって足元ではリスクは抑制されている模様だが、楽観は禁物であり、この問題に関する分析は今後の大きな課題と言えよう。

7) オブストフェルド（2017）によると、EBAによる経常収支の評価は以下の4つのステップからなる。(1) 対象国の人口構造や所得水準、財政政策などの経済政策を踏まえて「平均経常収支」を算出。(2) 「望ましい政策」を考慮して「平均経常収支」から「EBA基準」を算出。(3) 対象国固有の要因を考慮して、「EBA基準」から「スタッフ基準」を算出、(4) これと実際の経常収支（循環要因調整後）を比較する。

参考文献

- オプストフェルド、モーリス（2017）「世界の不均衡の評価：基本的な仕組み」 International Monetary Fund
- JETRO（2019）『世界貿易投資報告 2019 年度版』JETRO
- 竹谷亮佑、大塚健太郎、木下雅由（2017）「NZにおける酪農、牛乳製品の需給動向：国際需給の改善を受け、増産に転換」独立行政法人農畜産業振興機構、『畜産の情報 2017 年 12 月号』
- 柵瀬順哉・編著（2019）『国際収支の基礎・理論・諸問題：政策へのインプリケーションおよび為替レートとの関係』財経詳報社
- IMF（2019）“New Zealand 2019 Article IV Consultation-Press Release and Staff Report”, International Monetary Fund