2015.11　No.43

三井住友信託銀行

調査月報

SUMITOMO MITSUI
TRUST BANK

時論

TPPを巡る基本的論点……1

経済の動き

新興国景気減速の影響はどこまで拡がるか
～グローバル経済金融レビュー　2015年秋～……3

足元の設備投資停滞の背景と展望……8

中国減速の欧州経済への影響……13

時論

ＴＰＰを巡る基本的論点

5 年にも及ぶ交渉の末、TPP 交渉に参加していた 12 カ国はようやく大筋合意に達した。各国議会における承認、合意内容の細部の詰めなど、まだ紆余曲折はあるだろうが、ヒト・モノ・カネ・サービスの移動がより自由になる、世界の GDP の 4 割弱を占める巨大経済圏が実現する道筋ができた。

日本国内でも TPP 大筋合意を受けて、「TPP を成長戦略の梃子に」「日本企業の商機が拡大し、アジアの成長を取り込める」「消費者は食料品が安くなるので恩恵がある」といった皮算用の一方、農林水産業への支援措置の必要性も論じられている。ここでは個々の論点は脇に置き、国際貿易の基本的な考え方に沿いつつ、今後の議論で押さえておくべき点を検討してみたい。

第 1 は「比較優位の原則」の観点から。これは貿易取引の基本的な理論であり、各国が国内で相対的に生産性が高い分野に生産要素を集中させて、その製品を輸出し、相対的に低い分野は輸入で賄うことで「分業の利益」が引き出せれば、各国経済も世界経済も所得水準が高まるというものである。

このメリットを引き出すポイントは、すべての国内産業が海外企業との競争力において「絶対的」に優位に立つことを目指すことではなく、国内において「相対的」に優位なものを見極め、生産要素をシフトしていけるかどうか、ということである。

第2は「ヘクシャー・オーリンの定理」の観点から。これは、生産要素の賦存状態（土地・労働・資本がどの程度存在しているか）が各国の比較優位の姿を決めるというものである。より豊富に存在すれば生産コストも抑えられ、生産性も高まるため、土地が豊富であれば農業が、労働力が豊富にあれば労働集約的な製造業製品が比較優位になるというものある。

ただ現実には、既得権益の存在、ポピュリズム的な政策等によって、豊富に存在する生産要素を具体的に活かす分野や製品・サービスが育たない可能性がある。そうならないためには、「定理」に沿った比較優位が容易に見出だされ、磨きをかけられるように、市場メカニズムを阻害する規制を撤廃するなど、適切な政策措置が行われる必要がある。

第 3 は産業内貿易の観点から。今日では、「比較優位の原則」に沿った産業間貿易のみならず、産業内貿易（同じ産業内において輸出も輸入も行われること）が自動車、電気機械などで活発に行われており、世界貿易の拡大を牽引している。

産業内貿易は、その産業で収穫逓増あるいは規模の経済が働き、生産拡大が生産コストの低下をもたらす場合や、同じ産業の製品であってもブランドやデザインが差別化の源泉ひいては消費者の選好対象となり、（一国ですべてのブランドやデザインを生産することはできないため）各国間で取引が行われる場合に成立する。

産業内貿易を増やすためには、成長市場を確保し、その市場に向けた生産・販売を拡大し、収穫逓増あるいは規模の経済のメリットを一層、享受できるかどうか、その市場の消費者に訴求するブランド力を確立できるかどうか、それを実現できるイノベーティブな企業がどのくらい存在するかどうかがカギを握る。

第4は、直接投資の観点から。貿易取引ではなく、生産要素の国際間異動である直接投資が選択されるのは、直接投資の初期コストが輸出コストを下回り、輸出よりも有利である場合、国際間生産ネットワークを構築することにより生産効率が高まる場合、現地の消費者のニーズをきめ細かく把握して生産したほうが有利な場合である。後二者は、上記の産業内貿易の領域を広げることにも通じることである。

貿易取引と直接投資を比較できるような、また直接投資を選択した場合には、その効果を引き出せるような経営力と生産性を有するグローバル企業が、どのくらい存在するかどうかがポイントとなる。

以上のように考えると、TPP の果実も副作用も運命的かつ不可避的に与えられるものではなく、自分たち次第ということである。すなわち、不要な規制や既得権益を排除し、企業活動のフロンティアを広げ、生産要素（とりわけ労働力）がスムーズに移動できるように諸市場を改革し、グローバルかつイノベーティブな企業を数多く輩出させ、人口減少の下でも供給力の天井を高めていくという成長戦略や規制改革の実行が、自ずから TPP 対策につながっていくということでもある。

戦後の日本経済は貿易や投資の自由化の恩恵を享受し、輸出拡大が経済成長の一翼を担ったと言われるが、より本質的なことは「貿易・投資を自由化し、国際競争にもまれる中で、産業構造や輸出入構造を柔軟に変え、経営資源を円滑にシフトさせ、効率化に努め、企業レベルでも一国経済レベルでも生産性を向上させてきた」ということであり、貿易・投資自由化の恩恵が天から降ってきたのではなく、高い適応力を発揮して自ら獲得したものであった。

以下の一文は、貿易自由化の年と言われる 1960 年に決定された「貿易為替自由化計画大綱」からの抜粋である。今日でも通じる自由主義への積極的な姿勢には驚かされる。この先達の精神を継承しつつ、TPP は日本にとって国益かどうか、メリットとデメリットを比較考量するとどうか、といった不毛な議論が回避され（それでも議論されるだろうが）、TPP 対策に乗じた不要・無用な財政措置が排除されることを望みたい。

「・・・貿易および為替の制限を積極的に緩和し、経済的合理性に即して企業の自主的な創意と責任を一層重視することは、わが国経済に対して多くの好ましい効果を期待することができる。すなわち、自由化により、従来の管理統制に伴う非能率や不合理性は排除され、低廉な海外原材料等の自由な入手が一層容易となり、産業のコストは引き下げられ、企業は国際的水準における合理化努力を要請されるなど、自由化は経済資源の一層効率的な利用を可能ならしめ、経済の体質改善を促進するとともに、広く国民の生活内容の向上に寄与し、もってわが国経済全体の利益を増進するものである。」

（調査部長　金木 利公：Kaneki_Toshikimi@smtb.jp）

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

新興国景気減速の影響はどこまで拡がるか

～グローバル経済金融レビュー 2015 年秋～

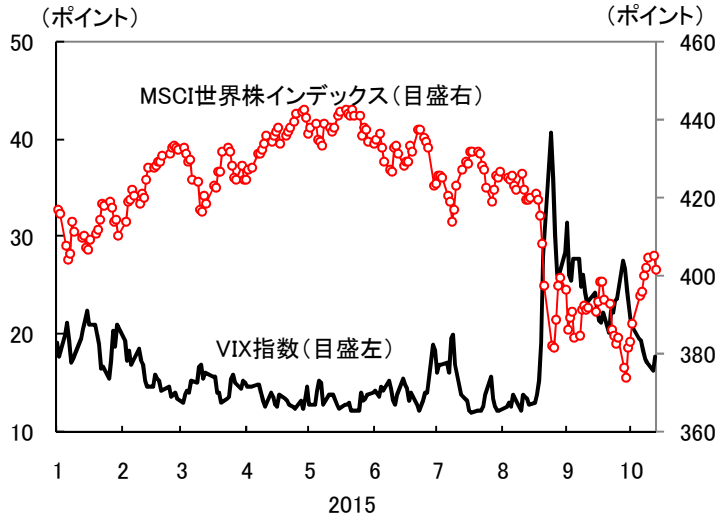
＜要旨＞

９月の米国雇用者数の伸びが鈍化したことで、「米国景気が堅調な回復を続けて世界経済を支える」というシナリオの不確実性が意識されるようになってきた。米国雇用増減の業種別内訳を見ると、製造業が減少に転じた上に、運輸や卸売など製造業との関係が深い非製造業部門でも雇用者数が頭打ちになっている。新興国の景気減速とともに世界貿易が減る中で、その影響が米国の製造業から非製造業に波及し始めた可能性を窺わせる。製造業が伸び悩む一方で非製造業が底堅い動きを保つ姿は、米国だけでなく他の先進国経済にも共通している。この先、非製造業がどの程度堅調な推移を維持できるかが、先進国のみならず世界経済全体の動きを見る上で重要なポイントとなろう。

１． ８月の「チャイナ・ショック」で高まった新興国・資源国を巡る不確実性

前回のグローバル経済金融レビュー（調査月報 2015 年８月号）のリリース以降の3カ月間における最大のイベントは、8月 11 日から13 日にかけて行われた、中国人民元切り下げであった。これによって、人民元切り下げによる輸出振興に頼らざるを得ないほど中国景気が深刻な状態にあるという懸念が強まり、その影響が懸念された新興国の通貨レートや資源価格が下落した。当時は米国で政策金利の引き上げが近いとされていたことも、新興国通貨の下落幅を拡大させる要因になったと見られる。更に、先進国・新興国を問わず株価が下落し、VIX 指数は8月上旬までの 10 台前半から急上昇して一時は 40 超と、欧州政府債務問題が拡大した 2011 年後半以来の水準に達した（図表1）。

図表１ VIX 指数と株価の動き



（資料）Bloomberg

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

9月半ばに開催された連邦公開市場委員会（FOMC）で、可能性が意識されていた利上げが見送られたこともあって、9月後半から新興国通貨は下げ止まり、10月に入ってからはVIX指数が20を下回った。足許の国際金融市場は徐々に落ち着きを取り戻しつつあり、中国をはじめとする新興国経済の先行きに関する不確実性は、まだ残っているが和らぎつつあるようにも見える。

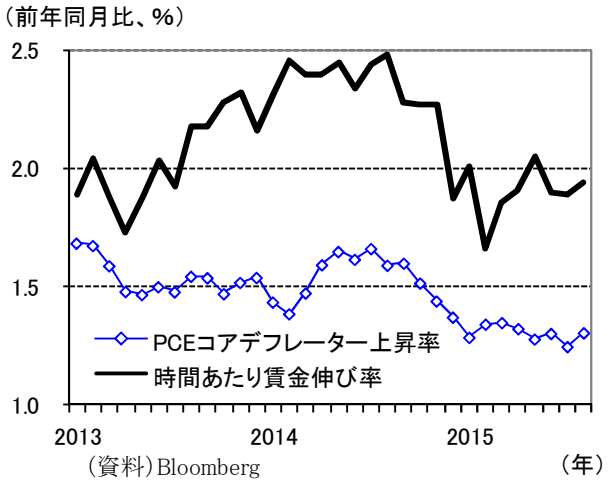
2. 先進国でも高まる不確実性 ～ 製造業部門からの影響波及が分岐点

その一方、米国での利上げを巡る不確実性が浮上してきた。こちらは利上げの時期に関するものから、利上げに踏み切れるほど米国景気の強さが保たれるのかどうか、そして米国が世界経済を支えるというシナリオが維持されるのかどうか、といったものに変化しつつある。

8月までの米国経済は、インフレ率や賃金伸び率は目立って上昇しなかったが、雇用者数は毎月20万人前後の増加ペースを維持するなど堅調な回復を続けていた。これを受けて9月の連邦公開市場委員会（FOMC）において連邦準備理事会（FRB）が利上げに踏み切るとの見方もあったが、実際には見送られた。その理由としてイエレン議長は、最近の海外経済情勢が米国のインフレ率を弱める要因となる可能性があることや、非自発的な理由でパートタイムの職に就いている人数の多さや賃金の伸び悩みなど、米国内にも循環面での弱さが残っていることを挙げ、中期的なインフレ率がFRBのターゲットである＋2%に向けて上昇して行くという合理的な確信を得るには、なお追加的な証拠を待つことが適切であるとの判断を示した（図表2）。

その後、イエレン議長をはじめとする何人かのFOMC参加者は「年内の利上げが適切」という発言をしたものの、12月までに海外経済情勢の改善が期待できるのか、そして国内に残る循環面の弱さが払拭できるのかといった点には疑問を抱く向きも多い。結果として、米国の堅調な景気回復が続くという前提の下でも、利上げの時期やその影響に関する不確実性が残ることとなった。

図表2 米国の時間当たり賃金とPCEデフレーター上昇率



（資料）Bloomberg

そして10月に入ってから、米国利上げに関する不確実性は「米国経済が、近い将来の利上げができるほどの強さを維持できるかどうか」というものに変化しつつある。すなわち、米国景気の堅調な回復という前提が弱まる兆しが出てきたということである。

きっかけになったのは、米国の9月の雇用統計であった。これまでは月平均で20万人以上の雇用者増加ペースを維持していたが、9月の増加数は14.2万人と鈍化し、8月も17.3万人増から13.6万人増まで下方修正され、2カ月連続で増加幅が10万人台前半に留まった。

雇用者数の動きを製・非製別にみると、製造業部門の雇用者数がここにきて2カ月連続の減少に転じ、相対的に堅調に推移している非製造業部門でも雇用者数増加幅が縮小している(図表3)。FRBが米国景気の循環面の弱さの一つに挙げた賃金伸び率が低いまま推移する中、雇用者数の増加ペースが鈍化し始めたことで、しばらく米国景気が利上げできるほどの強さを保てないのではないかとの見方が出てきている。

図表3　米国の業種別雇用者数前月差

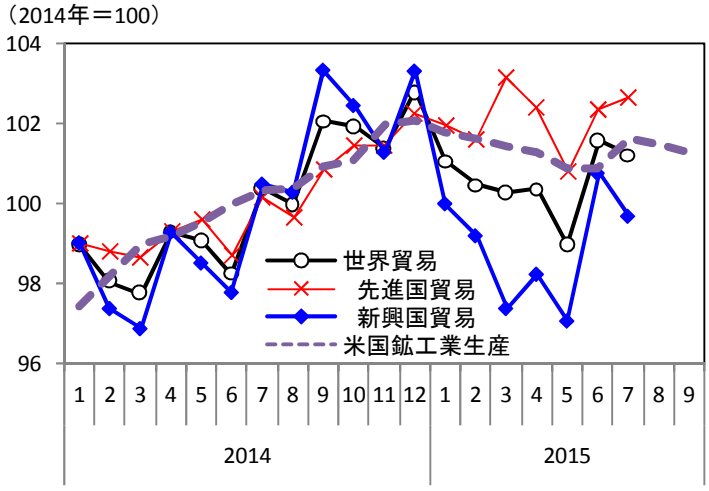
(前月差、万人)

	2015					
	4	5	6	7	8	9
非農雇用者計	18.7	26.0	24.5	22.3	13.6	14.2
民間計	18.9	25.2	21.8	19.5	10.0	11.8
鉱業	▲ 1.4	▲ 2.0	▲ 0.5	▲ 0.9	▲ 0.9	▲ 1.2
建設	3.0	1.2	0.1	0.5	0.5	0.8
製造業	0.0	0.6	0.1	1.1	▲ 1.8	▲ 0.9
非製造業	17.3	25.4	22.1	18.8	12.2	13.1
政府部門	▲ 0.2	0.8	2.7	2.8	3.6	2.4

(資料)米国労働省

製造業の雇用者数が減少に転じたのは、米国の生産活動が停滞気味であることを反映したものと見られ、そしてその背景には、グローバル規模で財貿易が伸び悩んでいるという構図がある。オランダ経済分析局のデータで世界貿易の動きを見ると、2014年末をピークとして、主に新興国貿易の動きが弱くなり、先進国も頭打ちになっている(図表4)。世界貿易のピークの時期が米国生産とほぼ同じであることから、景気が堅調に推移していた米国の製造業部門も世界貿易の動きと無縁ではいられず、年初来の世界貿易減少の影響が米国製造業の雇用者数に出始めた可能性が指摘できる。

図表4　世界貿易と米国生産の動き



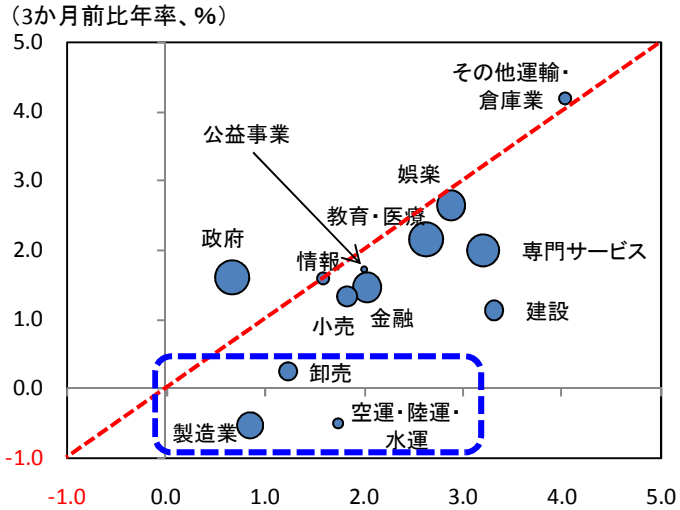
(資料)オランダ経済統計局、Bloomberg

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

この視点から、今後の米国雇用動向を見る上で重要なのは、年初来新興国中心に減少してきた世界貿易の動きと米国の生産である。双方とも6～7月に一旦持ち直しており、この先の中国景気が景気対策などで持ち直せば、再び上向いていくと見ることができる。ただ回復に時間を要した場合には、既に生じている製造業部門の雇用減少が、非製造業部門にどの程度波及しているのか、そしてこの先波及するのかが重要になる。

これを見るために、米国の9月雇用者数前年比伸び率と3か月前比伸び率を業種別にプロットしたのが図表5である。この図表では、45 度線から下方に乖離するほど、足許における雇用者数の伸び鈍化が著しいことを示す。大半の業種で足許3か月の伸び率が前年比伸び率を下回っており、製造業に限らず広範囲で雇用者数の伸び鈍化が生じているが、中でも空運・陸運・水運業の雇用者は 45 度線との乖離が大きく、製造業同様に足許3か月の伸び率がマイナスに転じている。また、卸売も足許の伸びがゼロに近づいている。

図表5　米国主要業種の雇用者数伸び率変化



（注）円の大きさは雇用者数を示す。
（資料）米国労働省

空運・陸運・水運と卸売は、サービス生産額のうち製造業部門に投入される割合が高いため、生産減少による影響を受けやすい構造になっており、実際に過去における雇用者数の動きは、製造業との相関が高い（次頁図表6）。足許の雇用者数伸び鈍化は生産伸び悩みの影響を受けたもので、製造業から非製造業に雇用者の伸び率鈍化が波及するルートの一つになっている可能性が指摘できる。今のところ比較的高いプラスの伸び率を保っている専門サービスも、過去の経験則から判断すると、この先製造業の影響を受けて雇用者の伸び鈍化が進む可能性があるということになる。こういった業種の雇用が、過去と同様製造業部門とともに弱まっていくのか、それとも製造業部門とは独立して堅調さを維持できるのかが、この先の米国景気と FRB の金融政策判断を左右するだろう。

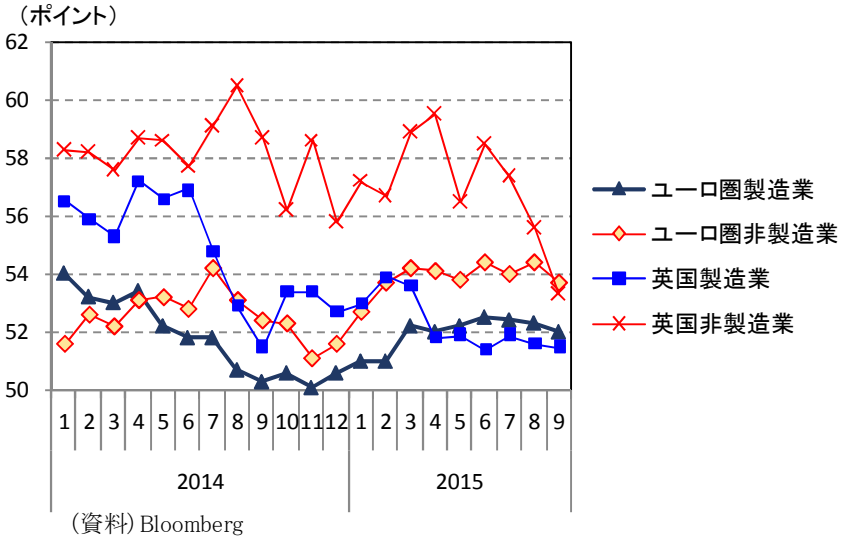
図表6　業種別の製造業との雇用者伸び率相関係数と生産額のうち製造業への投入割合

	生産額のうち製造業への投入割合(%)	製造業との雇用者伸び率相関係数
建設	1.3	0.873
卸売	19.1	0.884
小売	0.9	0.817
空運・陸運・水運	20.3	0.920
その他運輸・倉庫業	5.6	0.695
公益事業	14.4	0.027
情報	1.7	0.739
金融	1.6	0.842
専門サービス	13.2	0.937
教育・医療	0.0	0.014
娯楽	1.9	0.775
政府	0.2	−0.090

(注)製造業との相関係数は、過去10年間の雇用者数3か月前比伸び率で計算
(資料)米国労働省、米国経済分析局

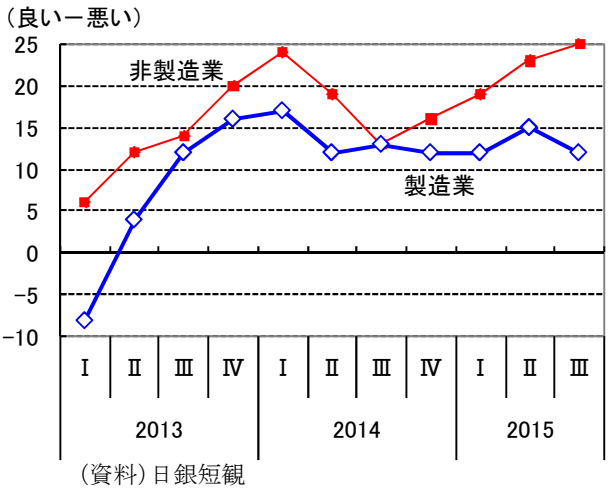
製造業部門の動きが鈍化あるいは伸び悩む一方で、非製造業部門が相対的に堅調さを保っているという構造は、PMI 指数に見る英国とユーロ圏、そして日銀短観に示されるように日本でも共通している(図表7, 8)。これらの経済圏でも、製造業の減速が非製造業にどの程度波及するかが景気のカギを握る。グローバル全体の視点から見ると、新興国の景気減速が世界貿易の減少を通じて先進国にどの程度波及するか、ということであり、この点が米国をはじめとする先進国の景気と金融政策、ひいては世界経済全体の動きを見通す上で重要なポイントになるだろう。

図表7　英国とユーロ圏の PMI 指数



(資料) Bloomberg

図表8　日銀短観　大企業業況判断DI



(資料)日銀短観

(経済調査チーム　花田　普：Hanada_Hiroshi2@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

足元の設備投資停滞の背景と展望

＜要旨＞

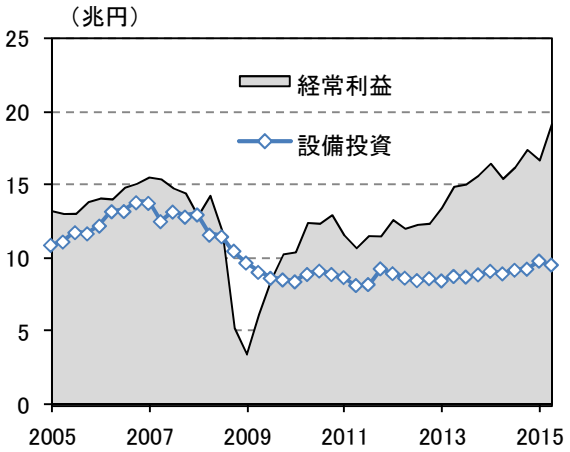
企業収益が過去最高水準に達するにもかかわらず、設備投資の動きは緩慢な状態が続いており、特に足元では停滞感が高まっている。最近の設備投資や生産の低迷は、中国経済の減速や国内経済の足踏みによって、企業が様子見をしていることが背景にあろう。ただし、この先は政府の景気支援策にも支えられた中国経済の持ち直しや、実質所得の改善によって消費に底打ち感がみられる国内経済の回復によって、設備投資は短期的には増加するとみられる。

もっとも、資本の蓄積が進むにつれて追加的な設備投資による生産性の上昇率が落ちていくことや、産業全体の中で資本装備率の低い第三次産業の比率が高まることが構造的に下押しすることで、長期的に設備投資が日本経済を牽引するほどに伸び続けるのは困難であろう。

1. 足元で再び停滞している設備投資

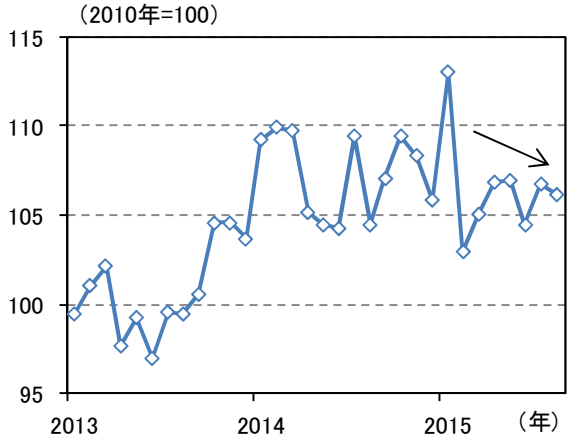
企業収益が過去最高水準に達する中、設備投資の動きは物足りない状況が続いている（図表1）。2013 年から 2014 年にかけては増勢基調がみられたが、今年度に入って設備投資は低調で、足元の資本財出荷の動きをみると7-9月期の設備投資も大きく増加することはないとみられる（図表2）。

図表1　法人企業の設備投資と営業利益



（資料）財務省「法人企業統計」

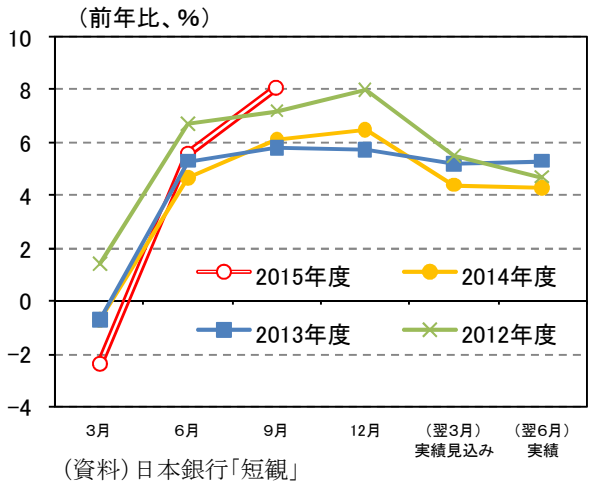
図表2　資本財出荷



（資料）経済産業省「鉱工業指数」

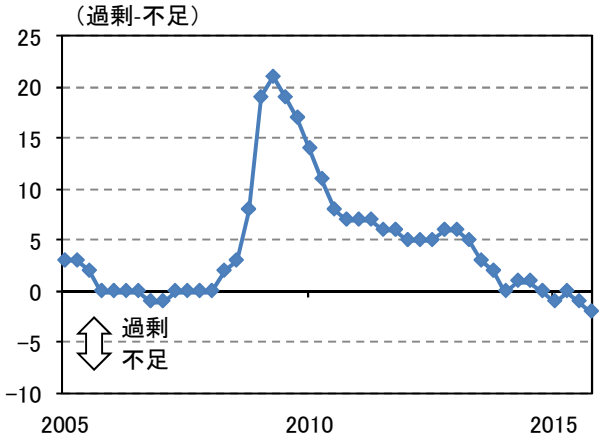
ただし、実際の設備投資の弱い動きに反して、企業の設備投資計画は6月から9月に例年より大きく上方修正されている（次頁図表3）。また、2015 年から設備不足感が生じ、足元で高まりつつあることからも、企業に設備投資に対する意欲はあることが窺える（次頁図表4）。本稿では、足元で企業の設備投資意欲が高まる中で、実際の設備投資が緩慢な背景を分析し、この先の見通しを考察する。

図表3 設備投資計画（除く土地、含むソフトウェア）



（資料）日本銀行「短観」

図表4 生産・営業用設備判断 DI

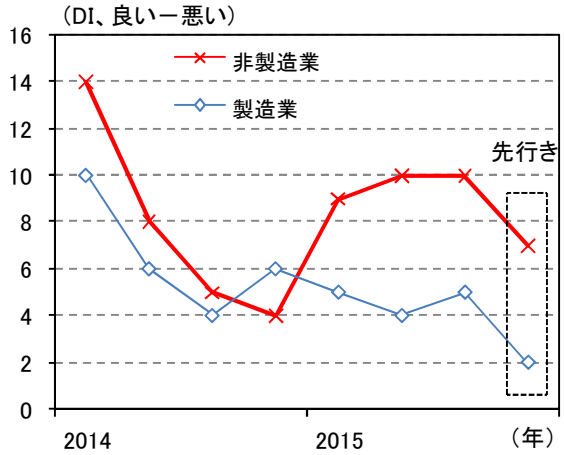


（資料）日本銀行「短観」

2. 設備投資の短期的下押し要因

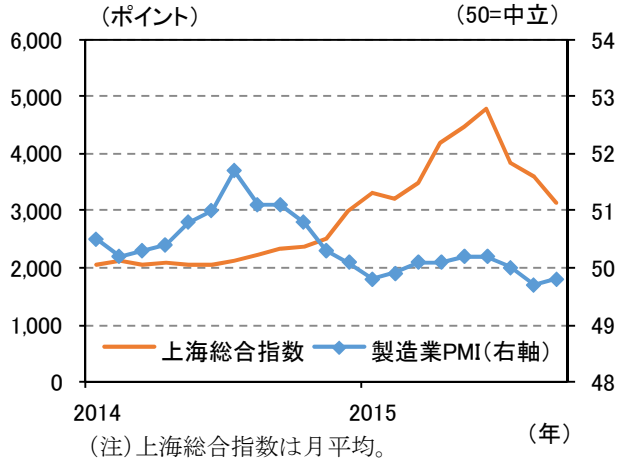
調査月報 2015 年1月号『円安の進展と設備投資の先行き』では、輸出数量が伸びない中で為替差益によって収益が改善しても企業は設備投資を増やしにくいが、円安の進展は企業が国内回帰を進める誘因となり、予想インフレ率が上昇すれば設備投資意欲は高まると予想した。その後、直近9月の日銀短観や6月の政策投資銀行の調査から判断すると企業の設備投資に対する意欲自体は高まりつつある（図表3、4）。計画が強いにもかかわらず足元で設備投資の動きが鈍った理由として、事業環境の先行きに対する警戒感が高まったことで企業が短期的に様子見をしている可能性があろう（図表5）。

図表5 法人企業業況判断 DI



（資料）日本銀行「短観」

図表6 上海総合指数と中国製造業 PMI



（注）上海総合指数は月平均。
（資料）Bloomebrg

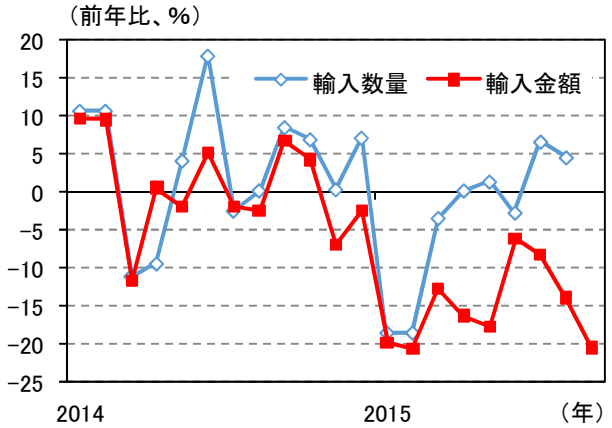
（1）中国の景気減速による警戒感の高まり

まず、中国で今年序盤に急騰していた株価が6月から急落し、中国の景気減速に対する警戒感が高まったことが、企業に設備投資を躊躇させていると考えられよう（図表6）。政府の株価対策もあり、最近では株価の動きは落ち着いているものの、今月 13 日に公表された貿易統計では、輸入額が前年比▲20.4%とヘッドラインから判断すると中国経済に対する不安感を高める結果となった（次頁図表7）。

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

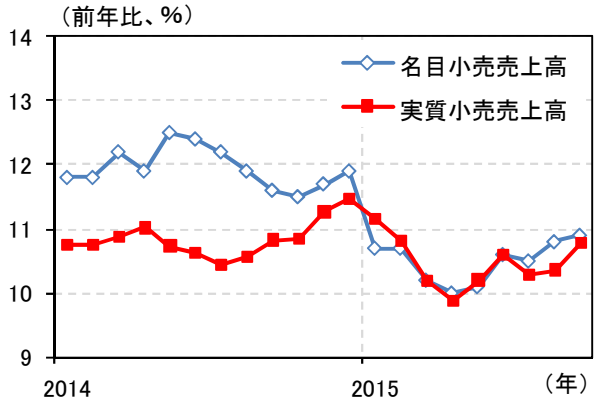
ただし、実際には中国の内需は既に短期的に底入れしているとみられる。まず、輸入数量は7月に前年比プラスに回復していることから、輸入額の減少幅拡大は中国の内需悪化ではなく価格低下が主因だと考えられる。実際に小売売上高の伸び率は今年4月が底に改善基調が続いている(図表8)。この先は政府の景気支援策にも支えられた中国経済の持ち直しによって、企業の警戒感も和らいでいくとみられる。

図表7　中国輸入金額と輸入数量



(注)輸入数量は8月までのデータ。
(資料)Bloomebrg

図表8　中国小売売上高



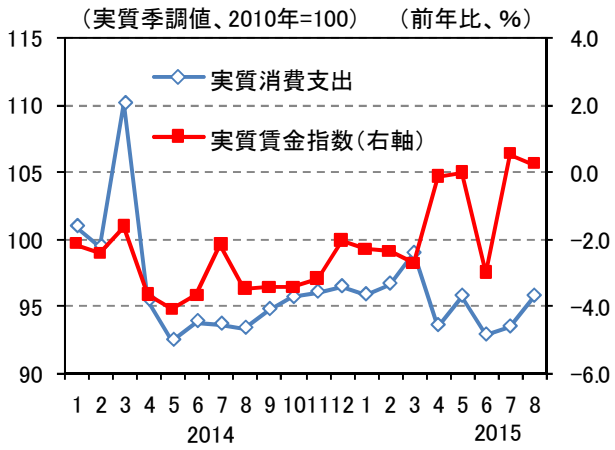
(注)実質小売売上高は小売物価指数を用いて実質化。
1月2月は両月の合計値を用いて計算。
(資料)CEIC

(2)回復が遅れる国内経済

日本では 2014 年4月の消費税引き上げ以降、駆け込み需要の反動減によって消費は減少し、さらに実質所得の下押しによって、2015 年に入ってからも消費は低迷し、景況感も改善が進まなかった(図表9、10)。

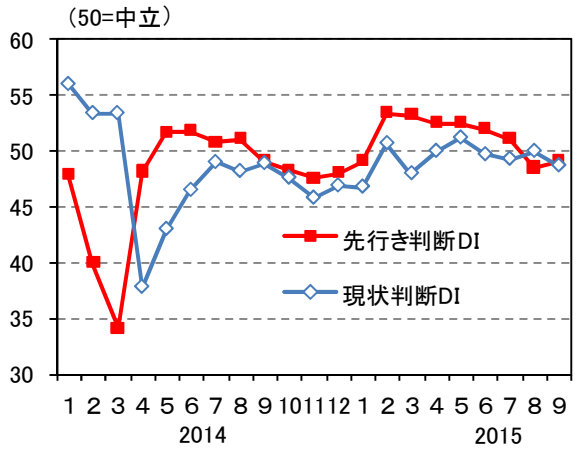
ただし、8月の実質消費支出は前月比＋2.3%と大きく改善し、低迷が続いていた個人消費には持ち直しの動きが出始めた。消費持ち直しの背景には、賃金や年金の増加による所得の増加や、物価の下落による家計購買力の改善があろう。所得の改善や物価の下落がこの先も長く続くとは限らないが、足元の内需環境は改善の兆しがみえており、この先企業の設備投資マインドにもプラスの影響が生じると考えられよう。

図表9　実質消費支出と実質賃金指数



(資料)総務省「家計調査」

図表 10 現状判断 DI と先行き判断 DI



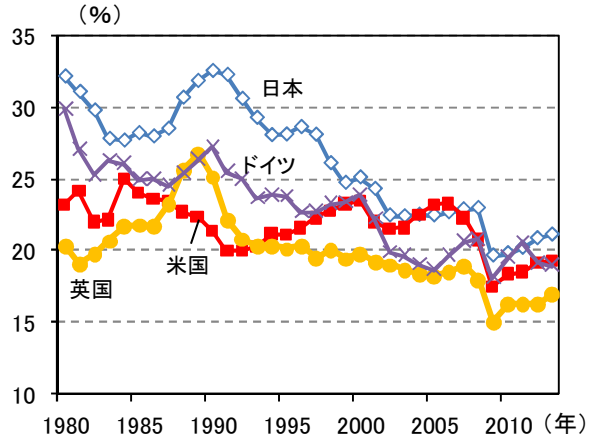
(資料)内閣府「景気ウォッチャー調査」

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

3. 設備投資の構造的下押し要因

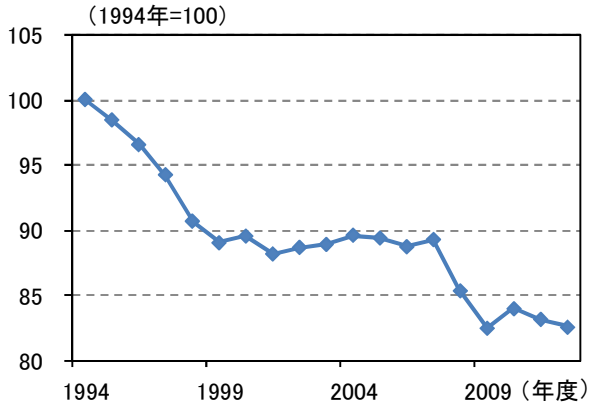
ここ数年と比べて高い企業の投資意欲と、中国経済・国内経済に持ち直しの兆しがみえることから、設備投資は短期的には増加に向かうと予想されるが、構造的な下押し圧力も存在する。まず、世界的に経済の成熟し資本の蓄積が進むと、追加的な資本投入による生産性の上昇率が落ちていくことで、投資比率も低下していく傾向がある(図表 11、12)。

図表 11　投資/GDP 比率



（資料）IMF「World Economic Outlook」

図表 12　日本の資本生産性

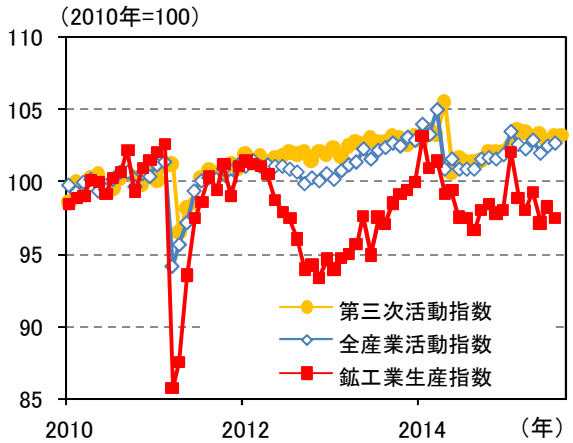


（注）資本生産性は実質GDP/民間資本ストック残高。
（資料）内閣府「国民経済計算」、「民間企業資本ストック」

また、経済の成熟度が高まると、産業構造が相対的に資本装備率が低いサービス産業中心に移ることも設備投資が伸び悩む要因になろう。8月の鉱工業生産指数が大きく減少したことから、日本経済に対する懸念が高まったが、全産業活動指数における鉱工業生産指数のウェートは約2割であり、第三次産業活動指数の動きの方が経済全体の動きに対する説明力は高い(図表 13)。

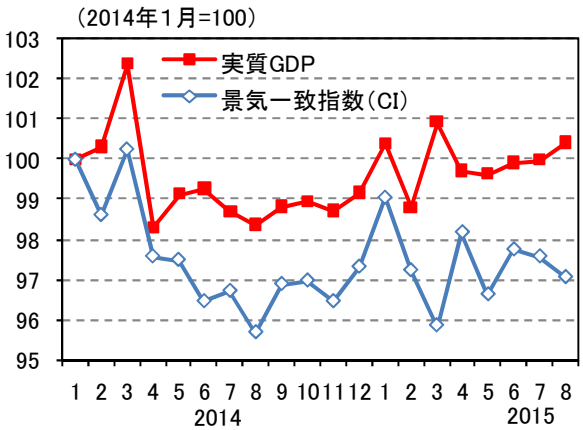
なお、国内の景気判断に用いられる景気一致指数においては、全産業に占める割合が低い鉱工業関連の指標が重視されるため、実質 GDP の動向でみるよりも景気判断が下振れる可能性があることに注意が必要である(図表 14)。

図表 13　全産業活動指数と産業別指数



（資料）経済産業省「鉱工業指数」

図表 14　実質 GDP(月次)と景気一致指数



（資料）経済産業省「景気動向指数」
日本経済研究センター「月次GDP」

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

4. まとめとこの先の展望

最近の設備投資や生産の低迷は、中国経済の減速や国内経済の足踏みによって、企業が様子見をしていることが背景にあると考えられる。ただしこの先は、金融・財政政策に支えられた中国経済の持ち直しや、実質所得の改善によって消費に底打ち感がみられる国内経済の回復によって、設備投資は短期的には増加するとみられる。

もっとも、資本の蓄積が進むにつれて追加的な設備投資による生産性の上昇率が落ちていくことや、資本装備率の低い第三次産業の比率が高まることが構造的に下押しすることで、長期的に設備投資が日本経済を牽引するほどに伸び続けるのは困難であろう。

なお、日本経済の構造変化のみならず中国経済の投資中心から消費中心への構造変化についても、調査月報 2015 年7月号『構造変化で苦戦が続く日本の対中輸出』で指摘したように、投資財に強みを持つ日本の対中輸出減少を通じて、設備投資を下押しする懸念があることに注意を要しよう。

（経済調査チーム　登地　孝行：Toji_Takayuki@smtb.jp）

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

中国減速の欧州経済への影響

＜要旨＞

新興国の景気減速と資源価格下落は、先進国にとって輸出鈍化による外需減少と、投入価格低下を通じた交易条件改善による内需下支えという正負両面の影響がある。

世界経済の牽引が期待される先進国のうち、ユーロ圏は新興国への輸出依存度が先進国の中でも高く、中国景気減速の影響が他の新興国へ、二次的・三次的に波及した際の外需へのマイナス効果は、今後確実にあらわれる。一方で、交易条件改善の家計所得・企業収益へのプラス効果は、既に顕在しており今後も期待出来るものの、前年比・前期比での景気下支え効果は逓減していくことが見込まれる。

外需減少によるデフレ圧力と、内需下支えのデフレ回避効果がどのタイミングで表れ、いずれが強いと見るかは、欧州中銀（ECB）の金融政策を左右する。ECB は、中国と新興国減速の影響が続くと判断すれば、早ければ 2015 年 12 月にも追加緩和を実施しよう。

1. 中国景気減速と資源価格下落

2015 年6月下旬からの中国株急落、8月上旬の突然の人民元切り下げを受けて、中国景気減速の影響は世界的な株価下落に留まらず、資源価格や新興国通貨の急落にも及び、新興国を中心とした世界経済の減速懸念に繋がっている。

中国をはじめとした新興国の景気減速とそこから生じる資源価格下落は、ユーロ圏経済に正負両面の効果を及ぼすと考えられる。まず、マイナス効果としては、中国と新興国景気の減速は、ユーロ圏からの輸出（外需）の減少を通じて、ユーロ圏経済の減速要因となる。次に、プラス効果としては、資源価格の下落は、投入価格低下を通じた交易条件の改善により企業収益の追い風となる上に、家計の実質的な購買力を増すことでユーロ圏の内需を下支えする。

物価の観点からこれらの影響を見ると、今後は外需減少のデフレ圧力と、内需下支えのデフレ回避効果のいずれの影響が強いかがポイントとなろう。

そこで本稿では、これらの正負両面の効果を整理した上で、欧州中銀（ECB）が量的緩和策拡充に踏み切るとすれば、それはどのような場合かを考察する。

2. 今後顕在化してくるマイナス効果

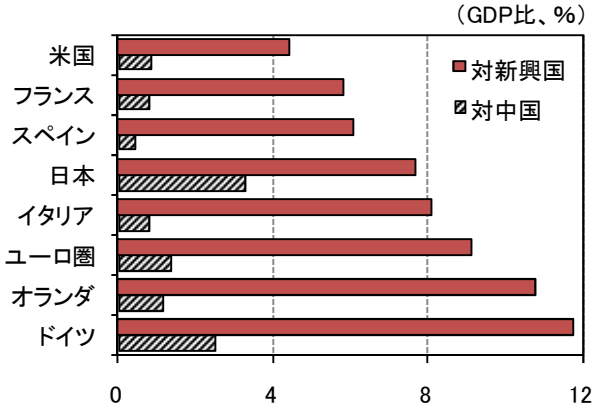
中国をはじめとする新興国景気減速によるユーロ圏からの輸出減少が、ユーロ圏経済に及ぼすマイナス効果の程度と期間は未だ不確実であり、顕在化するのはこれからである。

ユーロ圏は先進国の中でも新興国の景気減速の影響を受けやすい構造にある。2013 年の各国・地域の中国向け輸出依存度（財輸出額の GDP 比）は、ユーロ圏は 1.4%、ドイツは 2.5%で日本（3.3%）を下回るものの、新興国向けの輸出依存度では、ユーロ圏は 9.1%、中でもドイツは

11.7%で日本(7.7%)、米国(4.4%)を上回る。従って、中国の景気減速のユーロ圏への直接の影響だけではなく、中国の景気減速が他の新興国の景気減速に波及し、ユーロ圏から新興国向けの輸出全般の減少に至る二次的・三次的な波及経路も考えると、ユーロ圏は見かけの対中輸出依存度以上に中国景気減速を起点とする新興国全体の景気減速の影響を受けやすいとも言える。但し、副次的な波及経路による影響は、直接の影響よりも顕在化までに時間がかかり、また、因果関係の解明も容易でないことから不確実性の高まりに繋がりやすいと考えられる(図表1)。

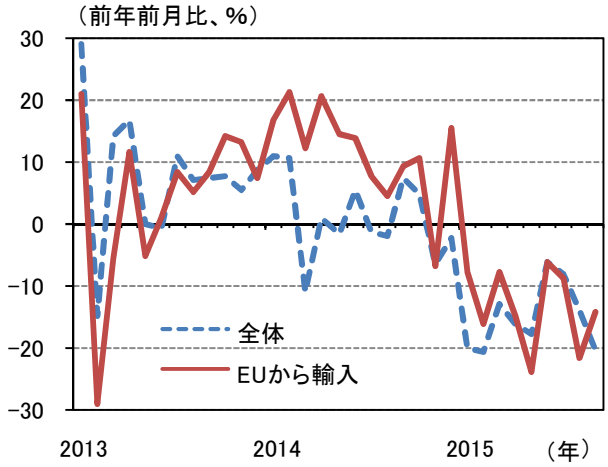
中国の2015年第3四半期実質GDP成長率は、製造業・投資の鈍化を主因として前年同期比+6.9%まで低下し、中国の輸入額は減少傾向にある。2015年9月の中国のEUからの米ドル建て輸入額は前年同月比▲14.3%となったが、輸入数量(EUからの輸出数量)の減少を伴う変化であると推定される。何故なら、中国のEUからの輸入額の7割弱は化学品・機械・輸送機器が占めるが、EU側の輸出物価を見ると、これら製品の輸出物価は上昇している。また、ユーロ安により米ドル建て金額は減少している筈であるが、対ドルユーロ為替の前年同月比変化率は15年9月に▲11.5%であり、為替要因だけで輸入額減少を全て説明するのは無理があると考えられるからである(図表2・3・4)。

図表1　対中・新興国輸出依存度



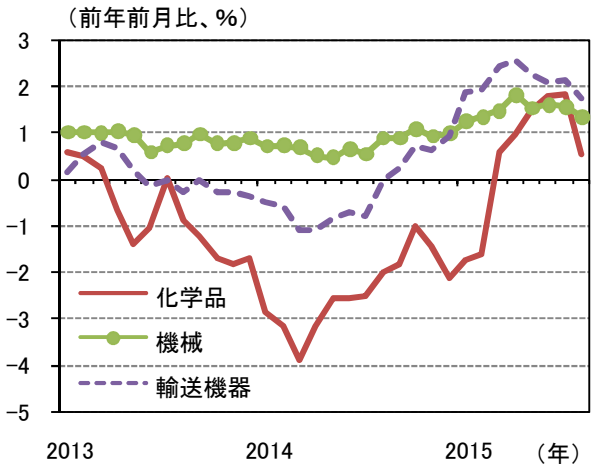
(注)中国・新興国からみた輸入額を使用。新興国はIMF DOTのEmerging and Developing Economies
(資料)IMF DOT、IMF WEO、2013年

図表2　中国の輸入額



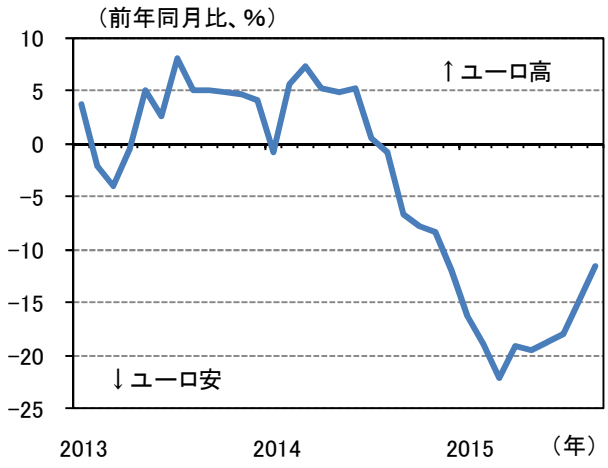
(資料)中国海関総署、CEIC

図表3　EUの輸出物価



(資料)Eurostat、CEIC

図表4　ユーロの為替レート



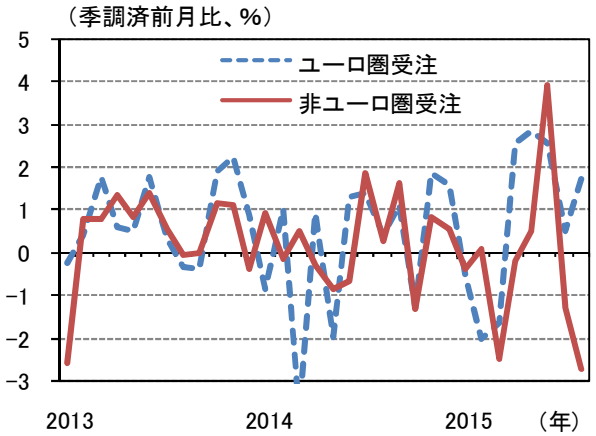
(資料)Bloomberg

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

ユーロ圏の生産・輸出の先行きの目安としてドイツの実質製造業受注とZEW景況感指数の動きを見ると、新興国景気減速の影響がこれから出てくることを示唆しているようにも見える。具体的には、実質製造業受注は非ユーロ圏からの受注が2015年7・8月の2か月連続で前月比マイナスとなり、また、15年10月のZEW景況感指数（期待指数）は+1.9と前月（+12.1）から10ポイント以上悪化し、市場参加者の半年先の景況感が冷え込んでいることを示している（図表5・6）。

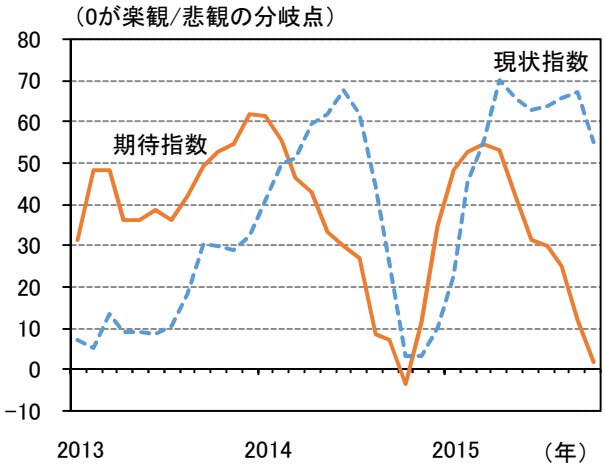
なお、景況感の悪化には、ドイツ大手自動車メーカーの排ガス不正発覚の影響もあろう。ユーロ圏GDPの3割を占めるドイツ経済は、外需（輸出）の先行き懸念に加えて、内需にも別の不確実性を抱え込んだと言える。

図表5　実質製造業受注（海外分）



（注）3ヶ月移動平均
（資料）独連邦統計局、CEIC

図表6　ZEW景況感指数



（資料）Bloomberg

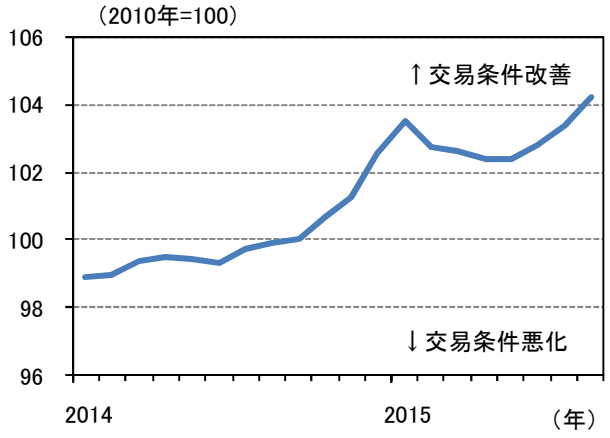
3. 既に顕在化しているプラス効果

ユーロ圏経済への新興国景気減速のマイナスの影響がこれから出てくると見込まれるのに対して、輸入財で測った輸出財の相対価格である交易条件が改善していることなど資源価格下落のプラス効果は既に顕在化していると考えられる（次頁図表7）。

ユーロ圏の実質GDP成長率は前期比+0.4%（年率換算+1.5%）前後の緩やかな回復が続いている。特に、GDPの6割弱を占める民間消費は継続的にプラス寄与を記録しており、小売売上高推移からすると、2015年第3四半期も民間消費は拡大を続けたものと見られる。設備投資等の総固定資本形成は、15年第2四半期はマイナス寄与となったが、15年第3四半期はプラス寄与に転じよう。これは、鉱工業生産の動きを見ると、設備投資と関係の深い資本財生産・全体ともに15年7～8月平均は15年第2四半期の水準をやや上回っていることからも予想される（次頁図表8・9・10）。

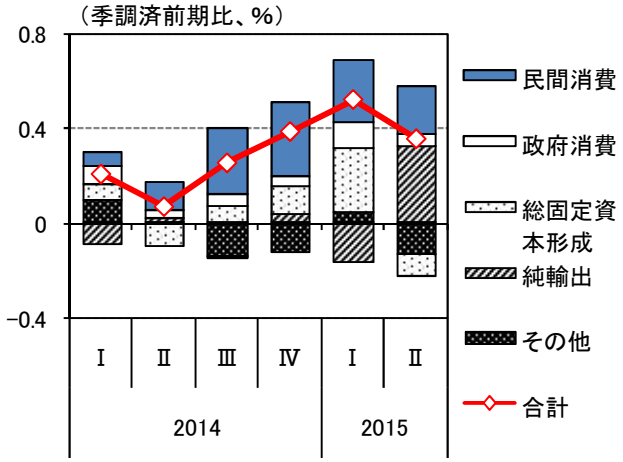
所得面からみても、家計所得（雇用者報酬）、企業収益（営業余剰+混合所得）とも拡大し、賃金の伸び率は15年に入り前年比+2%を維持しており堅調な民間消費に繋がっていると考えられる。

図表7 ユーロ圏の交易条件



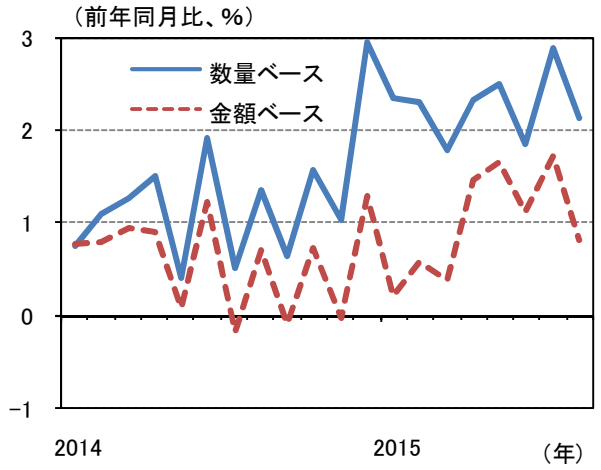
（注）輸出価格指数/輸入価格指数×100
（資料）Eurostat、CEIC

図表8 ユーロ圏成長率



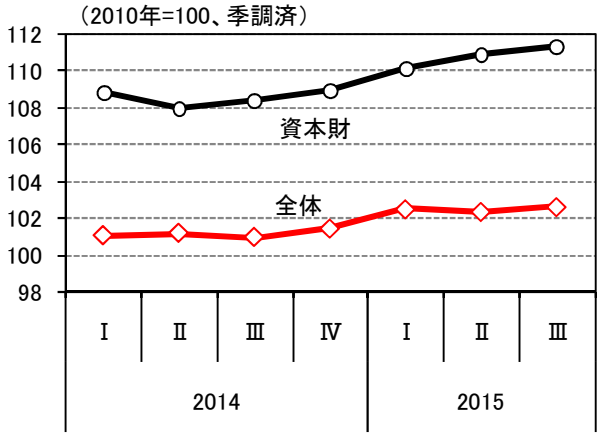
（資料）Eurostat、CEIC

図表9 小売売上高



（資料）Eurostat、CEIC

図表 10 鉱工業生産



（注）四半期平均、15年第3四半期は7・8月平均
（資料）Eurostat、CEIC

交易条件の改善によるユーロ圏内需の下支え効果は今後とも期待出来るが、資源価格が現在の水準から更に大幅下落することは考えにくいことから、前期比・前年比の変化率で見ると、その効果は逓減していく。景気回復を加速させるには、好調な企業収益が、総固定資本形成に継続的に回る必要があるが、15 年第4四半期以降も総固定資本形成がプラス寄与を続けるかどうかは予断を許さない。

4. マイナス効果が続くと見れば ECB は量的緩和策拡充へ

以上みてきたように、新興国景気減速、ユーロ圏からの輸出減少の影響がユーロ圏経済の減速要因として出てくるのはこれからであり、影響範囲が一時的な外需の落ち込みに留まるのか、それとも設備投資手控えや、さらには民間消費落ち込みにまで至るデフレ圧力となるのかは未だ不確実である。これに対して、交易条件の改善によるユーロ圏内需の下支え効果は今後も期待出来るものの、企業収益が総固定資本形成に継続的に回らなければ景気回復のさらなる加速要因にはなりにくい。

このような正負両面の影響がある中で、中国の景気減速に端を発し、ユーロ圏から新興国向けの輸出全般の減少に至る副次的な波及の影響確認には時間がかかることから、その影響をどう見積もるかがマイナス効果に対する行動を取る場合の判断のポイントとなると考えられる。

行動の選択肢には財政政策と金融政策がある。金融政策については、主要先進国といえども、資源価格等の自国の金融政策では直接制御出来ない要素が増えてきている。これには、リーマン危機を挟んだこの 10 年間で、世界の GDP に対する新興国のシェアが 2005 年の 24%から 2015 年は 40%にまで高まると見込まれていることも関係している。よって、世界最大の経常収支黒字を稼ぐユーロ圏にとっては、係る局面では財政出動による内需拡大策（財政政策）が国際収支不均衡を少しでも解消する観点からも望ましい政策であると考えられる。

しかし、2015 年初夏のギリシャ債務危機において、ギリシャをユーロ離脱の瀬戸際まで追い詰めたように、ユーロ圏の財政緊縮路線はそう簡単には揺るぎそうになく、金融政策に過度な負担がかかる状況が続くだろう。

ECB のドラギ総裁は、2015 年 10 月 22 の理事会後の会見で、ユーロ圏経済の下振れリスク要因として新興国の景気減速をあげ、今後の追加緩和を示唆した。ECB は、中国と新興国景気の減速が続くと判断すれば、早ければ 2015 年 12 月にも量的緩和策（資産購入プログラム）の期限を 16 年9月から延長するか、期限を定めないオープンエンド化するだろう。中国景気減速の副次的な影響波及の確認には時間がかかることを勘案すると、期限を定めることで生じる市場変動の高まりを回避するという意味では、オープンエンド化の方が望ましい。

（経済調査チーム　吉内　拓：Yoshiuchi_Taku@smtb.jp）

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。