

# 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逡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る。

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

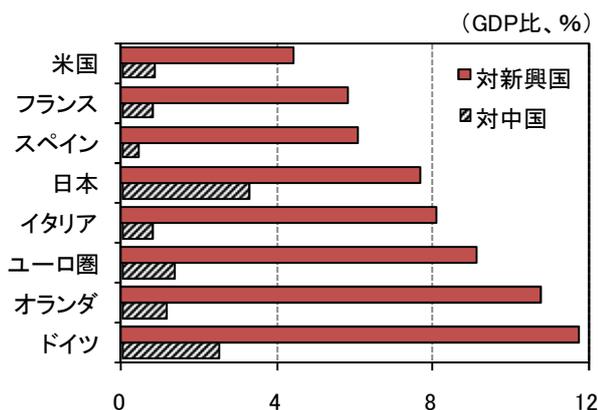
中国をはじめとする新興国景気減速によるユーロ圏からの輸出減少が、ユーロ圏経済に及ぼすマイナス効果の程度と期間は未だ不確実であり、顕在化するのはいずれである。

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がやすいと考えられる(図表1)。

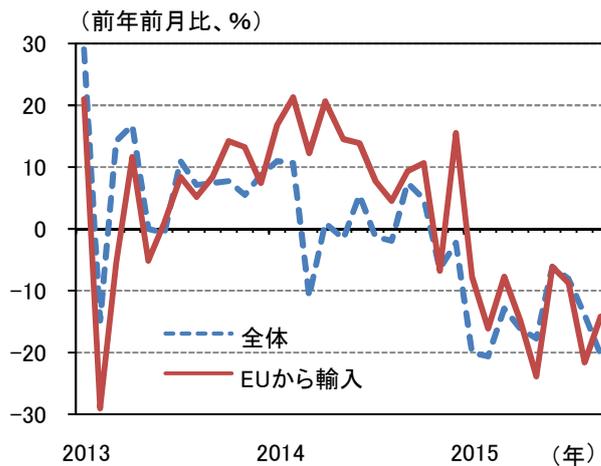
中国の2015年第3四半期実質GDP成長率は、製造業・投資の鈍化を主因として前年同期比+6.9%まで低下し、中国の輸入額は減少傾向にある。2015年9月の中国のEUからの米ドル建て輸入額は前年同月比▲14.3%となったが、輸入数量(EUからの輸出数量)の減少を伴う変化であると推定される。何故なら、中国のEUからの輸入額の7割弱は化学品・機械・輸送機器が占めるが、EU側の輸出物価を見ると、これら製品の輸出物価は上昇している。また、ユーロ安により米ドル建て金額は減少している筈であるが、対ドルユーロ為替の前年同月比変化率は15年9月に▲11.5%であり、為替要因だけで輸入額減少を全て説明するのは無理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



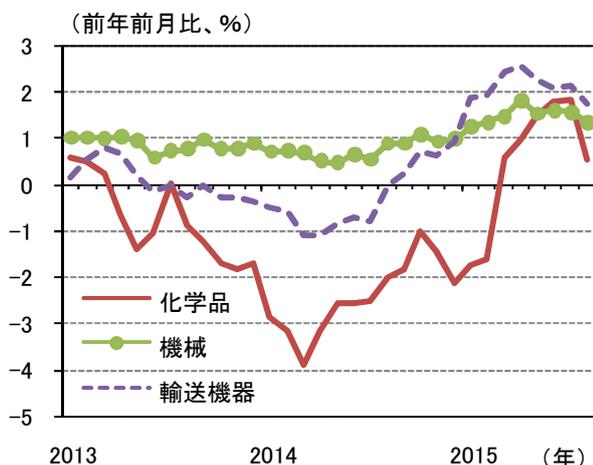
(注) 中国・新興国からみた輸入額を使用。新興国はIMF DOTのEmerging and Developing Economies  
(資料) IMF DOT, IMF WEO, 2013年

図表2 中国の輸入額



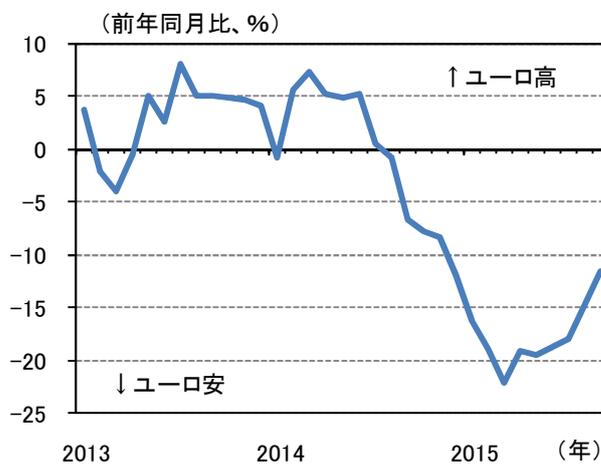
(資料) 中国海関総署、CEIC

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

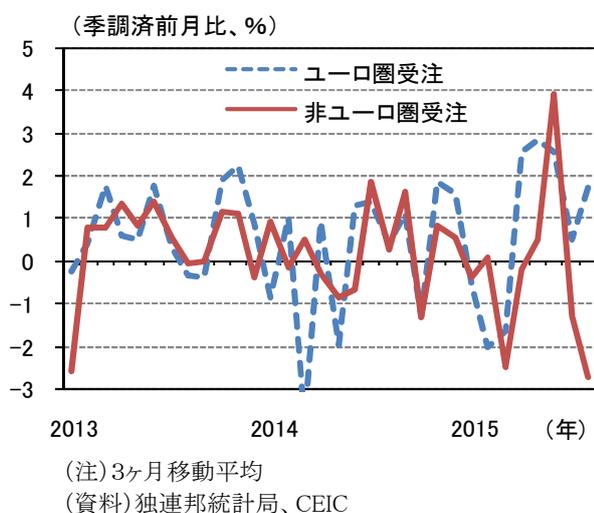


(資料) Bloomberg

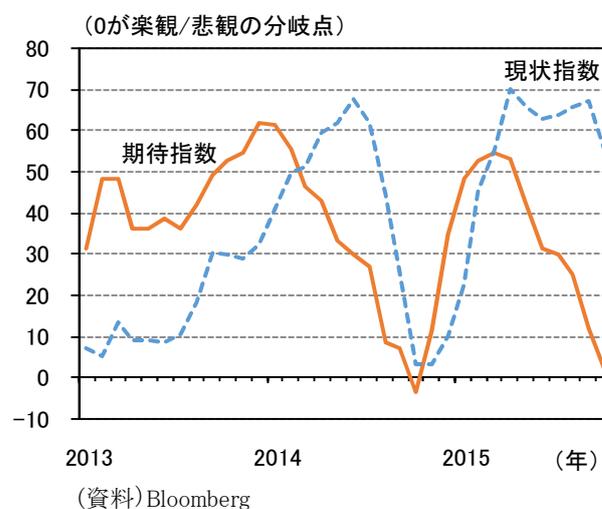
ユーロ圏の生産・輸出の先行きの目安としてドイツの実質製造業受注と ZEW 景況感指数の動きを見ると、新興国景気減速の影響がこれから出てくることを示唆しているようにも見える。具体的には、実質製造業受注は非ユーロ圏からの受注が 2015 年7・8月の2か月連続で前月比マイナスとなり、また、15 年 10 月の ZEW 景況感指数(期待指数)は+1.9 と前月(+12.1)から 10 ポイント以上悪化し、市場参加者の半年先の景況感が冷え込んでいることを示している(図表5・6)。

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)



図表6 ZEW 景況感指数



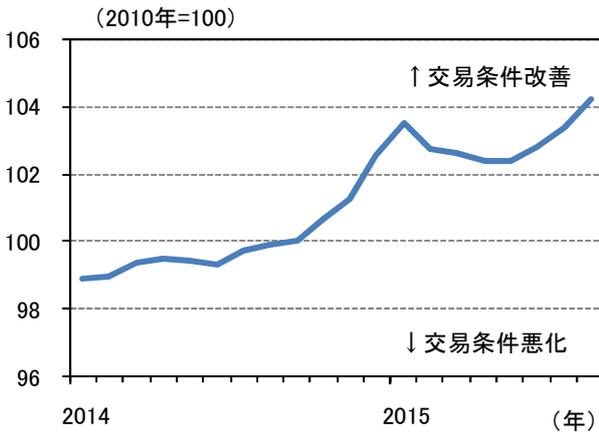
### 3. 既に顕在化しているプラス効果

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)。

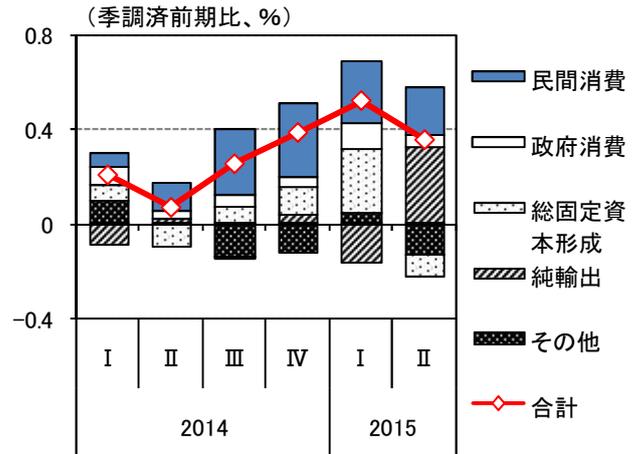
所得面からみても、家計所得(雇用者報酬)、企業収益(営業余剰+混合所得)とも拡大し、賃金の伸び率は 15 年に入り前年比+2%を維持しており堅調な民間消費に繋がっていると考えられる。

図表7 ユーロ圏の交易条件



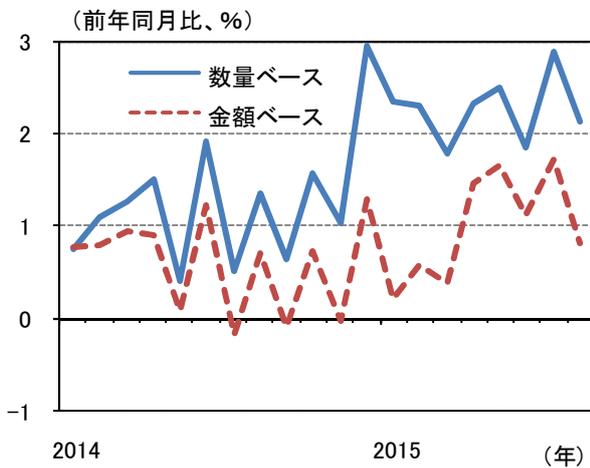
(注) 輸出価格指数/輸入価格指数×100  
(資料) Eurostat、CEIC

図表8 ユーロ圏成長率



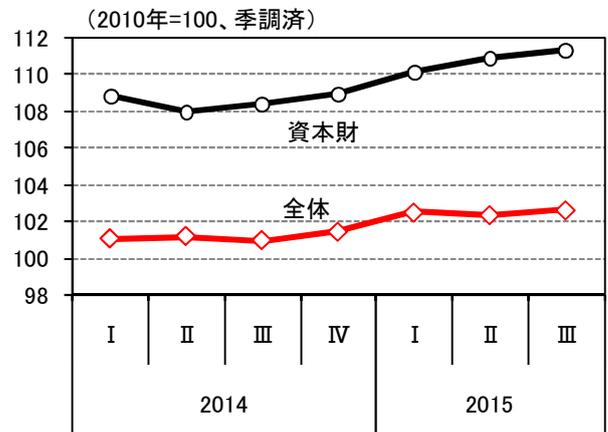
(資料) Eurostat、CEIC

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、その効果は逡減していく。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、ギリシャをユーロ圏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。