

# Weekly エコノミスト・ レター

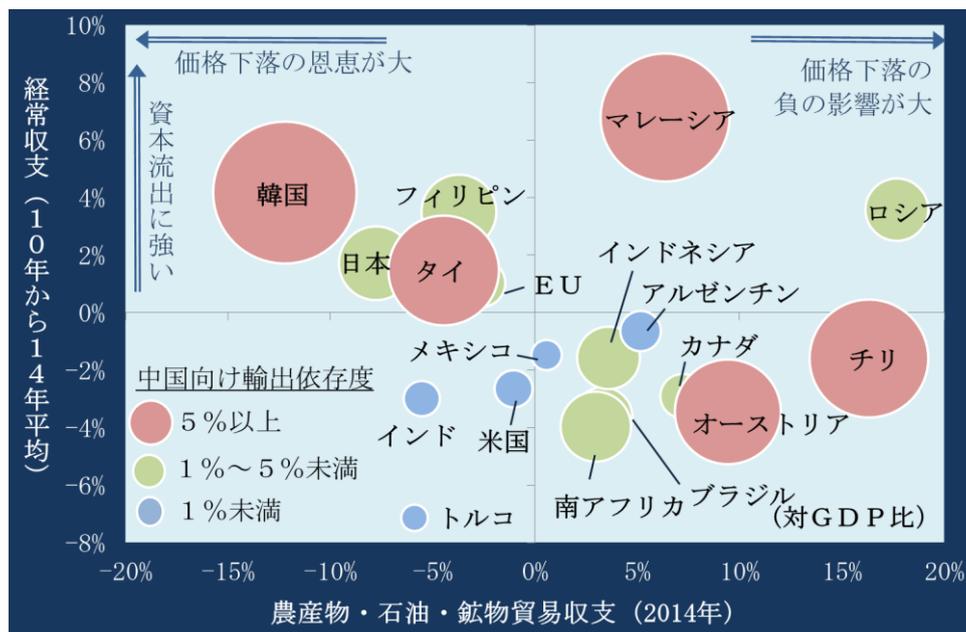
## 米利上げ、中国減速リスクとユーロ圏経済

経済研究部 上席研究員 伊藤 さゆり  
(03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

1. 世界経済は米国の利上げと中国経済の減速の不安に覆われている。
2. 世界経済における中国のプレゼンスは拡大し、米国の地位は相対的に低下しているが、国際通貨としてのドルの地位は依然として圧倒的だ。米国の利上げをきっかけに、新興国の債務問題が広がる懸念されている。
3. 中国の成長鈍化の影響は、中国向けの輸出依存度で変わる。オーストラリア、韓国などが影響を受けやすい。中国の需要への期待もあり値上がりしていた資源輸出への依存度が高く、経常収支が赤字で資本流入に依存するブラジルなども米利上げと中国の減速の同時進行という環境変化に影響を受けやすい。
4. ユーロ圏では、世界経済変動の大きな影響は見られない。ECBが金融緩和を強化していること、資源等の価格下落が恩恵となること、中国とその減速の影響を受けやすい国への依存度が低いことが理由だろう。
5. とはいえ、ユーロ圏の経済は磐石という訳ではない。GDPギャップの解消と潜在成長率の回復につながる投資は伸び悩んでいる。ECBは、いずれかのタイミングで金融緩和の強化に動くだろうが、構造改革、成長指向の財政政策の強化も必要だ。

資源・中国輸出依存・借金依存の国への逆風は強い

～経常収支、農産物・石油・鉱物貿易収支、中国向け輸出の対名目GDP比～



(資料) 世界貿易機関 (WTO)、国際通貨基金 (IMF)、Global Trade Atlas

## （ 米利上げ、中国減速リスクに身構える世界経済 ）

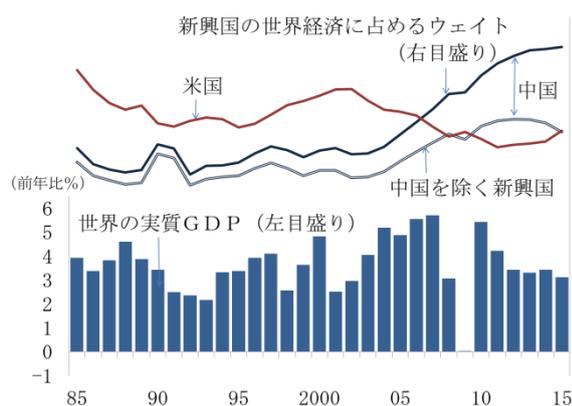
世界経済は、米連邦準備制度理事会（F R B）の利上げと中国経済の減速の不安に覆われている。しかし、本来は、米国の利上げも中国経済の減速も、世界経済にとって必ずしも悪い材料ではないはずだ。

リーマン・ショック後の2008年12月からおよそ7年にわたり続いたF R Bのゼロ金利政策の終焉は、世界最大の米国経済が、非常時モードの金融政策を続けることが正当化できないレベルまで回復したことを示す点では好材料だ。

中国は「新常态」という旗印を掲げ、安定成長への移行を目指している。中国は、ドル換算の名目GDPで14年には世界の13.4%を占めるまで存在感を高めている。輸出依存から消費主導の成長への転換は必然であり、製造業中心の資源大量消費型の産業構造からの転換は世界経済にとって好ましい変化だ。

しかし、先行きについて不安が勝るのは、中国の成長鈍化と米利上げが同時進行すれば、新興国に実需と資金繰りの両面からの圧力が強まるおそれがあるからだろう。2000年代初頭まで世界経済に占める新興国のウェイトはドル建てで見ると2割前後で推移してきたが、現在では4割に届こうとしている（図表1）。その中心は中国であり、世界金融危機後の局面では、米欧の成長が鈍ったことで、中国のプレゼンス向上と米国の相対的な地位低下が進んだ。14年時点で、世界の名目GDPに占めるウェイトは米国が22.5%、欧州も28カ国で構成する人口5億人の単一市場・欧州連合（E U）全体では24.0%で中国を大きく上回る。それでも、近年、年々の名目GDPの増加額は、中国が恒常的に米欧を上回るようになってきている。多くの新興国にとって中国は、米国以上に重要な貿易相手国となっており、米国経済の回復では、中国の減速によるマイナスの影響を吸収できない可能性がある。原油・国際商品価格の値下がり（図表2）は、中国の需要鈍化による供給過剰の懸念を反映している

図表1 世界の実質GDPと新興国、中国のウェイト



（注）ドル換算ベース。2015年はI M Fの見通し

（資料）国際通貨基金（I M F）「世界経済見通しデータベース（2015年10月）」

図表2 国際商品価格と原油価格の推移



（資料）ロイター

## （ 米国の金融緩和局面で拡大した新興国のレバレッジ ）

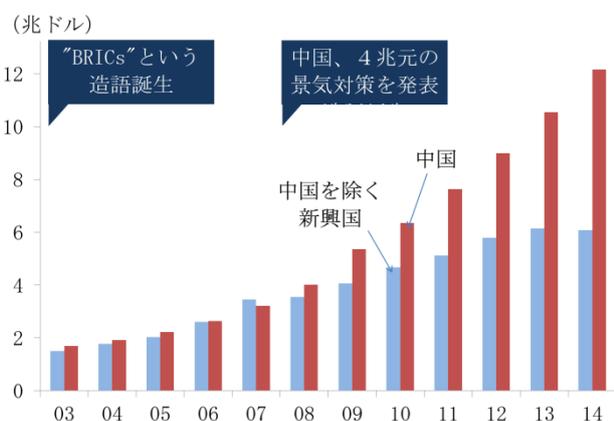
名目GDPで見た米国の地位は低下したとは言え、国際通貨としてのドルの地位は圧倒的で<sup>（注1）</sup>、F R Bの異例の金融緩和は新興国に広く影響を及ぼした。新興国の企業債務は2004年の4兆ドル

から14年には18兆ドル超まで増えている(図表3)。国際通貨基金(IMF)は、9月に公表した「世界金融安定性報告」で、FRBの緩和策は、①対ドルでの通貨高圧力を緩和するための低金利政策の採用、②より高い利回りを求めた米国から新興国への資本の流入、③変動金利のドル建て債務の利払い負担の軽減などのルートを通じて新興国に波及、企業のレバレッジが拡大したと指摘している。

基軸通貨国である米国の利上げは、これまでも新興国に流入していた資金の流出のきっかけとなり、通貨危機や財政危機の引き金となってきた(図表5)。IMFは、新興国企業のレバレッジの拡大は、景気循環に感応度が高いセクターでより大きく、外貨建て債務が占める割合も高いと指摘。その上で、FRBの利上げをきっかけに、新興国企業の債務不履行が広がり、銀行の不良債権が増加、貸し渋りによって景気が悪化する悪循環に陥るリスクに警鐘を鳴らす。

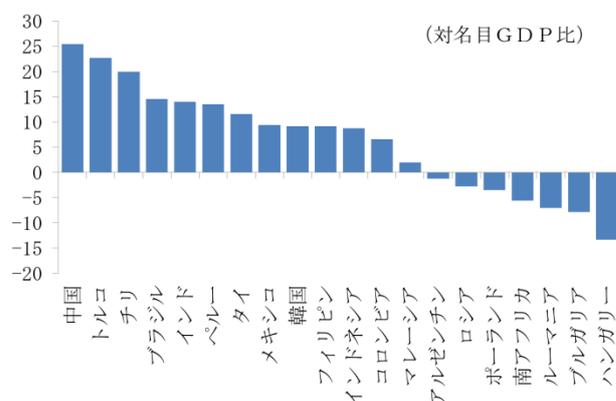
(注1) 英エコノミスト誌が15年10月3日号の特集”Dominant and dangerous”で相対的な経済力が低下した米国のドルが国際通貨として支配的地位を占めていることによる不安定性について論じている。

図表3 新興国の企業債務



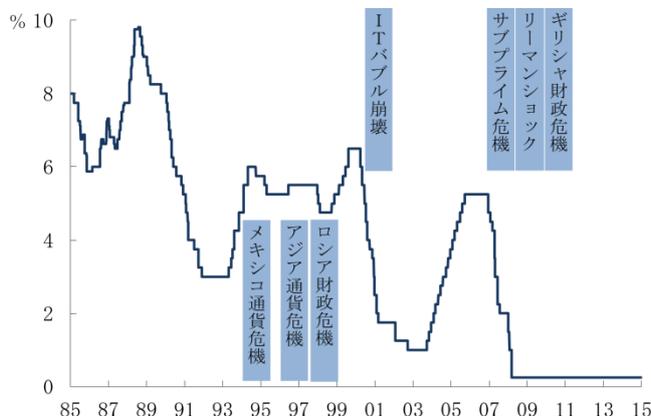
(資料) 国際通貨基金(IMF)「金融安定報告」(2015年10月)

図表3 新興国の企業債務の増減額 (2007~14年)



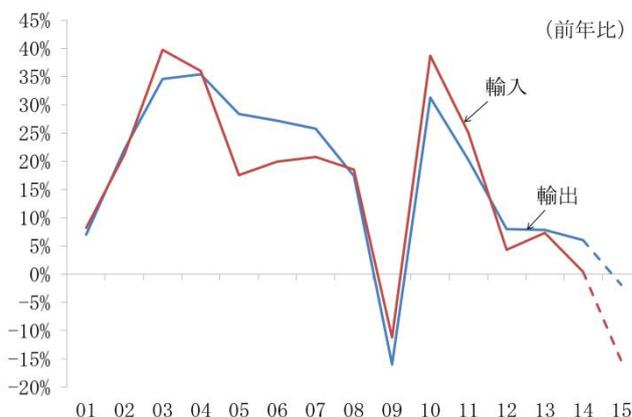
(資料) 同左

図表5 米国の政策金利



(資料) 米連邦準備制度理事会(FRB)

図表6 中国の輸出入増減率(ドル・ベース)



(資料) 中国税関総署

(中国減速の対外的な影響はGDP統計で捉えられる以上に大きい)

新興国は、米国の利上げによる資金調達環境の悪化と同時に、中国の景気減速による輸出環境の悪化にも見舞われている(図表6)。

中国の景気減速は、実質GDPで見る限りは緩やかだ。14年年間の前年比7.3%に対して、15年1～3月期、4～6月期が、前年同期比7%で、今月19日公表の7～9月期のGDPも「急失速」という内容にはならない見通しだ。

他方、中国の輸入の減速は、GDP統計の鈍化幅よりも遥かに大きい。今月13日に公表された中国の9月の貿易統計によれば、1～9月期の累計で、輸入（ドル・ベース）は前年同期比15.3%減と、落ち込み幅は輸出の同1.9%減を上回った。通年の輸入の減少率は、リーマン・ショックを機に世界同時不況に陥った2009年を上回る可能性もある（図表5）。

輸入金額減少の要因の1つは、原油・資源価格の下落にあるが、素材、機械、部品などの工業製品の輸入数量も減少しており、輸出の不振と国内の生産活動の鈍化も響いている。

15年1～9月期の中国の輸入金額の減少率は、相手国・地域別には、南アフリカ、オーストラリア、ロシア、ブラジルなどの資源国が軒並み20%～30%台と大きい（図表6）、非資源国からの輸入もほぼ例外なく減っている。

先進国・地域では、EUが前年同期比13.6%と減少率が大きく、日本は同12.4%、米国は同7.5%で比較的小さい。アジア域内からの輸入も、韓国が同9.7%減、台湾が同6.3%減、東南アジア諸国連合（ASEAN）が同9.7%減である。ASEANでは、資源等のウェイトが高いインドネシアが同23.0%と減少率が他国よりも大きい。ベトナムだけが、同20.6%増と、中国の主要輸入相手国で例外的に増えている。

#### （中国依存度、資源依存度、借金依存度の高い国に強まる下押し圧力）

中国の成長鈍化の影響は、中国向けの輸出が当該国・地域の経済に占める重みによって変わる。

1ページ下の図表は、バブルの大きさで、2014年時点での中国向けの輸出が各国・地域の名目GDPに占める大きさを示した。中国が輸出の3割強を占めるオーストラリアや、全体の4分の1を占める韓国、マレーシア、チリのほか、タイ、マレーシアも、輸出に占める中国のシェアは1割程度ながら、輸出依存度自体が高いために、中国の景気減速の影響を相対的に受けやすい。中国は、日本にとって米国と並ぶ最大の輸出相手国であり、EUにとっても米国に次ぐ第2位、米国にとってはカナダ、メキシコに次ぐ第3位の輸出相手国だ。しかし、経済規模との対比で見れば、中国への依存度は抑えられている。

1ページ下の図表は、バブルの位置にも意味がある。縦軸は2010～14年の平均の経常収支、横軸には2014年の農産物・石油・鉱物貿易収支を対名目GDP比で示した。足もとの世界経済の不安は、中国経済の減速がFRBの利上げと同時に進行することにある。縦軸の経常収支は、FRBが異例の金融緩和を継続していた期間の対外的な不均衡の指標である。経常収支がマイナス、つまり赤字が大きければ（図表上は基軸から下方に乖離幅が大きいほど）、国外からの資本流入に依存した成長が続いていたことになる。FRBの利上げによって生じ得る米国への資本の回帰やドル高、金利の上昇などの影響を受けやすい。

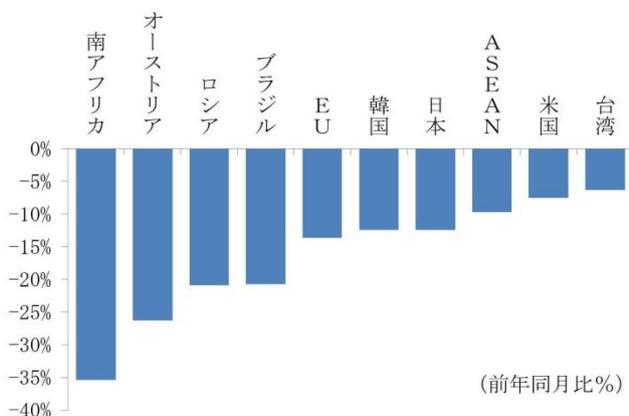
横軸に示した農産物・石油・鉱物貿易収支は、資源等の価格変動の影響の方向性とその程度の指標である。ロシア、チリ、ブラジルなど収支が黒字の国は、資源等の純輸出国であり、価格下落で負の影響を受ける。タイ、フィリピン、インド、トルコなど、収支が赤字の純輸入国は、逆に価格等の下落が恩恵となる。

（図表7）は、13年5月にFRBのバーナンキ議長（当時）が量的緩和の縮小（テーパリング）の方針を表明し、異例の金融緩和の出口を探り始めてからの主な新興国通貨の対ドル相場の動きを指数化して示したものだ。13年5月のいわゆるバーナンキ・ショック時は、経常赤字、高インフレ、

政治リスクを理由に、ブラジル、インド、インドネシア、トルコ、南アフリカが「脆弱な（フラジャイル）5通貨」として資本流出による減価圧力にさらされた。これに対して、足もとでは、中国、資源、資本流入への依存度などの弱さがあり、かつ、政治リスクが懸念される国の減価幅が大きい。マレーシア・リンギットの減価が目立ち、他方、「フラジャイル5」のインド・ルピーは比較的落ち着いている。経常収支は依然として赤字だが、資源価格の下落からは恩恵を受け、中国依存度が高くはないことが理由と思われる。トルコもインドと立ち位置は同じだが、経常赤字がより大きく、政治情勢の不透明感が増していることで減価幅が大きい。

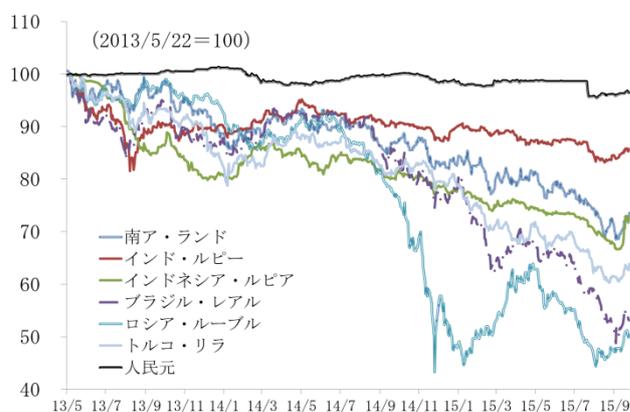
新興国通貨は、ここ2週間余り反転しているが、米国で10月2日公表の9月の雇用統計以降、FRBの利上げ時期が遅れるとの観測が強まっているからだ。利上げ時期に関する期待が変われば、再び減価圧力が強まるおそれがある。対ドル相場の大幅な下落は、ドル建て債務の返済負担の増大をもたらすものであり、IMFが懸念する悪循環の現実味が増す。

図表7 中国の相手地域別輸入増減率  
(15年1～9月期、ドル・ベース)



(資料) 中国税関総署

図表8 主要新興国通貨の  
対ドル相場指数



(資料) ロイター

もう1つの不安の源泉である中国経済は、失速は回避すると見られるが、輸入数量の力強い反転は期待できない。資本規制が残る中国は、グローバルな金融環境変化の影響を、直接的に受ける度合いが小さく、金融・財政政策の両面で政策対応の余力を残す。しかし、「新常态」を目指す方針を明確にしているため、リーマン・ショック時の4兆元の景気対策のような大規模な景気対策で成長を押し上げに動くようなこともないだろう。

世界経済の安定にはFRBの対応や中国の政策当局の舵取りも重要だ。同時に、米国の異例の金融緩和の恩恵を受けてきた国々は金融環境の変化に、中国市場、資源依存を高めていた場合は、中国の「新常态」や需要構造の変化に適合すべく、改革などに取り組む必要がある。

**（米利上げ、中国経済減速リスクと欧州—これまでのところ大きな影響は見られず）**

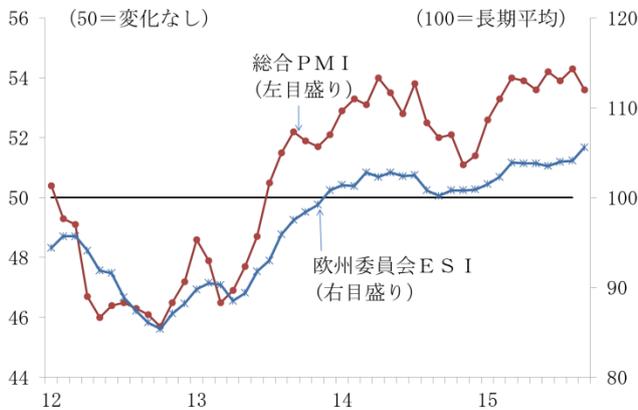
ユーロ圏の経済は、これまでのところ、中国経済の減速と米国の利上げへの懸念からくる世界経済の変調から大きな影響を受けていない。実質GDPと連動性が高い総合PMI（購買担当者指数）は、一進一退ながら50を大きく超える水準を保っており、欧州委員会景況感指数も長期平均の100を上回る水準で改善している（図表9）。7～9月期の実質GDPの公表は11月13日だが、前期比0.4%となった4～6月期並みの緩やかな拡大が続いたと思われる。IMFも、10月6日公表の「世界経済見通し」で世界経済の見通しを引き下げたが、ユーロ圏は15年1.5%、16年1.6%と、

15年の見通しは据え置き、16年も7月時点から0.1%ポイントの引き下げ幅に留めた。

外部環境の悪化にも関わらず、ユーロ圏で緩やかな景気拡大が続いている要因の1つは、米英が利上げを視野に入れつつあるのに対して、欧州中央銀行（ECB）は、日銀とともに国債等の資産買入れによる量的緩和を拡大していることがある（図表9）。

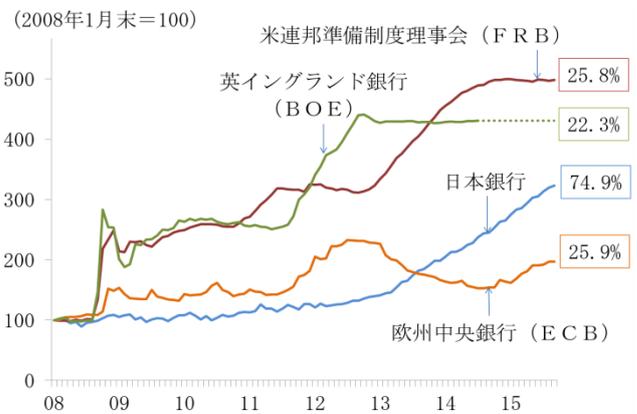
原油など資源価格の下落も、マクロ的に見れば、輸入に依存するユーロ圏にとってプラスとなる。加えて、欧州が、ユーロ圏を中心に、結びつきの度合いは様々にせよ、巨大な単一市場を形成していることも、影響を受け難い理由だろう。中国市場への依存度は、米国に比べれば高い。しかし、輸出相手地域に占める米国と欧州域内のウェイトが高く、中国減速の影響を受けやすいその他アジアや資源国のウェイトが低い。中国の影響を受けやすいアジア諸国向け輸出のウェイトが高い日本とは対比的だ。

図表9 ユーロ圏総合購買担当者指数（PMI）と欧州委員会景況感指数（ESI）



(資料)Markit、欧州委員会

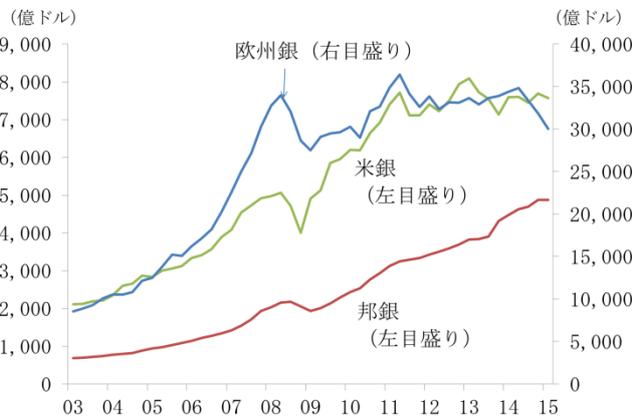
図表10 主要中央銀行の資産残高



(注) 四角で囲んだ数字は各国・地域の対名目GDP比  
BOEは統計公表方式が変更されたため、現時点で最新の14年9月末データを延長して図示した

(資料) 各国中央銀行

図表11 欧州銀、邦銀、米銀の新興国向け与信残高



(資料) 国際決済銀行 (BIS)

図表12 ユーロ相場



(資料) ロイター

新興国の債務問題に関わるリスクも、全体で見れば大きな影響を及ぼすことはないと考えられる。欧州の銀行は、世界金融危機以降、域内の過剰債務問題への対応が必要となり、新興国への与信も

抑制せざるを得なかった（図表 11）。さらに、欧州の銀行の場合、新興国向けの与信残高でもおよそ 3 割が、相対的に中国経済減速の影響を受け難く、資源価格下落の恩恵を受ける中東欧などの欧州域内が占める。中東欧では、2000 年代後半に多くの新興国で見られたレバレッジの拡大は生じなかった（図表 3）。

**（ 経済情勢は良好とは言えず。金融緩和の継続も構造改革も成長指向の財政政策も必要 ）**

ユーロ圏では、これまでのところ世界経済変調による大きな影響は見られていないし、金融政策の方向や経済圏・通貨圏の違いを考えると、これから先も相対的には影響を受け難いだろう。

しかし、ユーロ圏の経済は磐石という訳ではない。世界金融危機で拡大した GDP ギャップは、現時点でも 2.5%程度あると推計され、潜在成長率も 1%を割り込んだままだ。GDP ギャップの解消と潜在成長率の回復につながる投資は、世界金融危機前のピークを 15%下回る水準で底這ったままだ。

外部環境の不透明化で下振れリスクが増大している。その 1 つがユーロ相場の動きだ。ユーロ安は、ECB の量的緩和の効果の 1 つであったが、FRB の利上げ先送り観測が勢いを増すに連れて、ユーロ高方向に振れはじめている（図表 11）。ECB が 10 月 9 日に公開した 9 月 3 日の政策理事会の議事要旨を見ると、中国経済の減速、資源価格の下落とともに、ユーロ高圧力の強まりを、懸念材料の 1 つとして協議していたことがわかった。

ECB は、いずれかのタイミングで、今年 3 月に開始した国債等を月 600 億ユーロ買い入れる資産買入れ策を 16 年 9 月以降も継続することを明言する期限延長による金融緩和の強化に動くだろう。GDP ギャップの解消にはまだ時間を要すると見られるし、投資の回復も確認できない。9 月のインフレ率は CPI 総合が前年同月比 0.1%のマイナスに転じ、エネルギーと食品を除くコア CPI も同 0.9%であり、「2%以下でその近辺」という中期物価目標の達成が見通せる状況とは言えないからだ。

ユーロ圏が自律的で持続的な成長軌道に乗るためには、金融緩和だけではなく、構造改革、成長指向の財政政策の強化も必要だ。

---

（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。