

# 「中国経済減速の EU 経済への影響」

(欧州委員会「2015 年秋季経済予測」より)

2016 年 1 月

日本貿易振興機構 (ジェトロ)

ブリュッセル事務所

海外調査部 欧州ロシア CIS 課

本稿は、欧州委員会の「2015 年秋季経済予測」 ([http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/eeip/pdf/ip011\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eeip/pdf/ip011_en.pdf)  
© European Union, 2015) の抜粋の翻訳です。翻訳はジェトロが作成したもので、必ずしも欧州連合の正式な見解を反映するものではありません。翻訳に含まれる情報について、欧州委員会はいかなる責任も負いません。

This text is a translation of an extract from the European Commission's European Economic Forecast Autumn 2015 ([http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/eeip/pdf/ip011\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eeip/pdf/ip011_en.pdf)). © European Union, 2015.  
The translation is produced by JETRO and the content of this translation may not reflect the official opinion of the European Union. The Commission is not responsible or liable whatsoever with regard to the translated information therein.

## 中国経済減速の EU 経済への影響

欧州委員会は 2015 年 11 月に発表した「2015 年秋季経済予測」<sup>1</sup>において、EU でも大きな関心を集めた中国経済の減速について独自分析を行い、域内経済への影響を試算した。本稿は、その分析を抜粋翻訳したものだ〔原典のグラフは、EU 統計局（Eurostat）のデータなどを利用して、再現するよう努めた〕。

欧州委員会は、中国と EU の間の貿易や金融を通じた EU 経済への影響に加えて、コモディティ価格や新興市場を経由した影響などのシミュレーションを行った。その結果、中国経済減速の貿易への影響により、EU が回復基調から外れることはないという結果が得られた。しかし、中国の成長見通しと新興市場への波及効果に関する懸念が、金融市場の不安定化につながる恐れがある。また、コモディティ価格と石油価格の下落により人民元が下落し、新興国通貨に下落圧力が加われば、ユーロの為替レートは押し上げられる。従って、中国と新興国の経済がさらに減速すれば、将来的に EU のインフレと成長の両方に下振れリスクをもたらし、現在のリスクレバレッジ解消の動きに加えて、さらなる試練となる可能性もある。

### 目次

1 中国経済のリバランス.....	1
2 直接的な貿易のチャネル.....	1
3 直接的な金融のチャネル.....	3
4 コモディティ価格のチャネル.....	4
5 他の新興市場を通じた間接的な影響.....	4
6 為替レートの調整.....	6
7 金融における波及効果や市場心理に起因するリスク.....	6
8 結論.....	7

---

<sup>1</sup> [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/eeip/pdf/ip011\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eeip/pdf/ip011_en.pdf)



## 1 中国経済のリバランス

中国の経済成長率は、2010年の10%超から2014年には7.3%に鈍化した。同国は極度な投資依存型の成長モデルからの移行を進めているため、さらなる減速が予想される。2015年7月の中国の株式市場の急落や、脆弱性を示した同年上半期の貿易データを受けて、中国経済のリバランスをスムーズに舵取りすることは、困難であるとの認識が高まる中、2015年後半には、経済減速と「ハードランディング」のリスクへの懸念が高まった。同国の中央銀行・中国人民銀行は2015年8月、市場実勢をより適切に反映させるため、対ドルの為替レートである基準値の算出方法を変更したが、これは、中国当局が内需の弱さへの懸念を、ますます強めていることの表れと多くの人々に解釈され、世界的な金融市場の混乱を引き起こした。本稿の目的は、中国経済減速の、EUへの様々な「波及チャンネル」を検証することにある。また、現在、中間シナリオで見込まれているよりも、速いペースで中国経済が減速した場合に、どのような連鎖反応が生じるかを考察する。

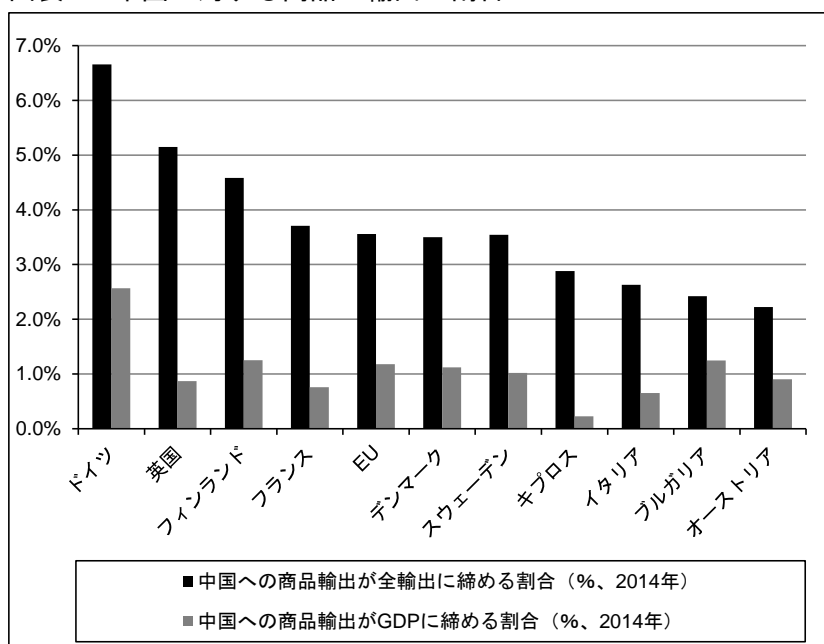
中国の成長減速の潜在的な波及効果は複雑で、様々な要素が絡み合っている。EUと中国の間の、貿易・金融面での直接的なリンケージ以外にも、中国へのエクスポージャー（リスクにさらされている度合い）が大きい国を通じて機能する、間接的なチャンネルが存在する。世界の資本移動が環境の変化に対応するにつれて、脆弱（ぜいじゃく）な新興市場やコモディティ（資源・原料）生産国は、輸出需要の低下とコモディティ価格の低下の両方にさらされる上、為替レートが下方修正される可能性もある。2008～2009年の金融危機からの回復ペースがなおも鈍い世界経済のもろさを考えると、先行きに対する市場心理が著しく悪化すれば、資産価格や世界的なリスクプレミアムの急激な調整を招く恐れもある。

## 2 直接的な貿易のチャンネル

中国はEUにとって最大の貿易相手国だが、輸出先としては2位で、EUの商品の輸出全体の約3.6%を占める。中国への貿易エクスポージャーは限定的だが、EUの同国への輸出は、過去5年間、全輸出の2倍のペースで伸びてきた。

図表1が示す通り、中国への輸出割合は現在、ドイツと英国、フィンランド、フランスが高い。全輸出に占める中国向け輸出が高い国ほど、中国への貿易エクスポージャーが高いと言える。ただし加盟国間で中国向け輸出の伸び率には大きな差があり、特に顕著な伸びを示したのが、ラトビアとリトアニア、ポルトガル、ブルガリア、英国だ。

図表 1：中国に対する商品の輸出の割合



(出所) ユーロスタット

中国の成長鈍化に伴う、EU 全体の貿易に対する直接的な影響を定量化するため、欧州委員会の経済・金融総局 (DG ECFIN) の世界マクロ経済モデル「QUEST III」を用いた。同モデルは、貿易セクターと非貿易セクターの両方を対象とし、世界各国を 5 つのブロック〔①中国、②ユーロ圏、③ユーロ圏以外の EU 加盟国、④新興市場の EU の貿易相手国 (ブラジル、ロシア、インド、韓国、トルコ、メキシコ、中東、北アフリカ)、⑤世界のその他の地域〕に分けている<sup>2</sup>。分析では、先進国の金融政策が、中国や新興市場諸国の輸入需要の鈍化と、それに伴う物価上昇圧力の低下に、利下げで対応することはないと仮定した。中国の GDP 成長率が、中間シナリオに対して 2016 年に 1 ポイント、2017 年にさらに 1 ポイント下回った場合のシミュレーションを行った結果、②ユーロ圏の生産は 2016 年に 0.2%、2017 年には 0.3%縮小し、③他の EU 加盟国はそれぞれ 0.1%、0.3%縮小することが分かった<sup>3・4</sup>。

EU 全体について得られた結果は、他の機関が実施した同様の分析とほぼ一致する<sup>5</sup>。これらの分析結果は、EU 経済の中国への貿易エクスポージャーが相対的に限られているため、中国減速の EU の経済成長への直接的な波及効果は、軽微であることを示唆している。このモデルは、貿易リンクと、実体経済に関わる限りにおいての国際金融フローを考慮している。モデル

<sup>2</sup> 「QUEST III」のモデルと、その政策分析への使用の詳細については、次のリンク先を参照のこと：  
[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/research/macroeconomic\\_models\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/research/macroeconomic_models_en.htm)

<sup>3</sup> 中国経済の減速は、国内価格の押し下げ圧力となり、貿易相手国に対する人民元の実質的下落を引き起こす投資、および消費需要の減退の組み合わせとしてモデル化される。

<sup>4</sup> このシナリオでは、④新興市場の生産は 2016 年に 0.2%、2017 年には 0.4%落ち込む。

<sup>5</sup> 例えば、2015年9月に発表されたOECDの中間経済見通し (Interim Economic Outlook) を参照のこと。  
<http://www.oecd.org/eco/outlook/Interim%20EO%20handout%20Sep%202015.pdf>

化により、銀行システムとコモディティ価格の影響、さらなる波及効果による金融リスクを抽出したものだ。なお、このシミュレーションは、消費主導型成長を目指す中国経済のリバランスと、それに伴う製造業と建設業の縮小が誘発する、輸入需要の構成や水準の変化は考慮していない。

### 3 直接的な金融のチャネル

金融危機以降、中国の債務の GDP 比が急速に高まっていることで、中国の信用リスクへのエクスポージャーに関する懸念が強まっている<sup>6</sup>。とはいえ、中国では、国境を越えた金融取引や投資、銀行活動がなおも規制されていることもあり、EU の中国との金融面での結び付きは、比較的限られている。従って、金融のチャネルを通じた、中国の成長減速の EU に対する直接的な影響は、軽微と思われる。EU の銀行の中国への直接的エクスポージャーは比較的小さい。しかも、EU の大手行の情報公開文書によると、中国へのエクスポージャーは、貸借対照表の規模に対するエクスポージャー残高の面でも、総収入に占める割合の面でも大きくない<sup>7</sup>。海外直接投資 (FDI) を通じたエクスポージャーも軽微であり、(EU の) 中国における FDI ストックは、EU の対域外 FDI 全体の 2% を占めるにすぎない。

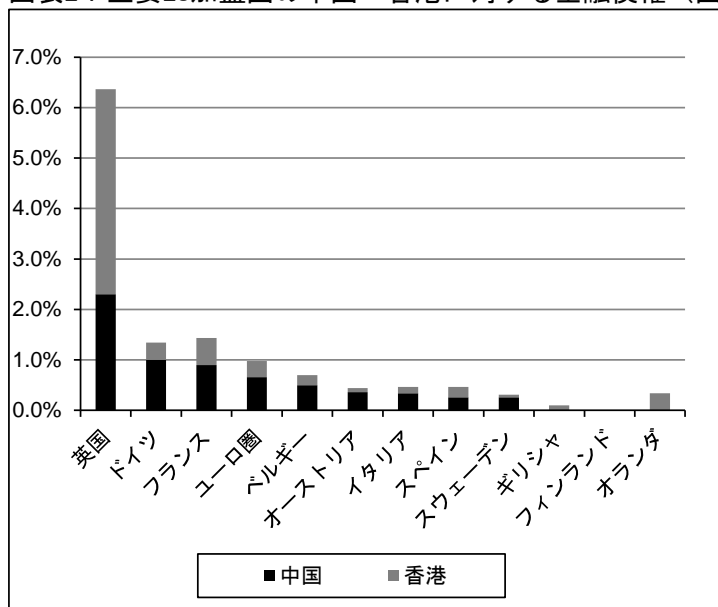
ただし、中国へのエクスポージャーは明らかに限定的であるにも関わらず、実際には EU の金融市場は 2015 年 7~8 月に、中国経済や同国の株式市場の急落に関するマイナス材料を受けて、乱高下した。

---

<sup>6</sup> 民間セクターの借入れは、GDP 比で 2007 年の 116% から、2014 年には 237% に拡大した。金融機関以外の企業の負債も、この間に GDP の 72% 相当から 125% 相当に急増している (マッキンゼー・グローバル・インスティテュートの MGI 国別債務データベース (MGI Country Debt Database) より)。

<sup>7</sup> 各行の財務報告書

図表2：主要EU加盟国の中国・香港に対する金融債権（国外の全金融債権に占める割合）



（出所）ユーロスタット

## 4 コモディティ価格のチャネル

中国は世界有数のコモディティ消費国で、特にエネルギーと金属の需要が大きい<sup>8</sup>。すでに、昨今の中国のコモディティ需要の減退は、コモディティ価格に深刻な影響を及ぼしており、中でも金属価格への影響が著しい（例えば、鉄鉱石価格は2011年のピーク時に比べ3分の1近くも落ち込んだ）。石油の価格動向については、世界の石油消費量に占める中国の割合が約11%にとどまるため、同国の役割は比較的小さい。コモディティ価格の下落は、企業の収益や家計収入を押し上げることから、EU経済への直接的な影響は、どちらかと言えばプラスである。コモディティ価格の下落はすでに、EUに大きなインフレ押し下げ圧力をもたらしているが、2016年に入るとその効果は薄れると予想される。中国のさらなる経済減速や、消費主導型成長への移行により、コモディティ価格（主に金属）の押し下げ圧力が一層高まる可能性はあるものの、多くの主なコモディティについては、下方修正がすでに行われた公算が大きい。

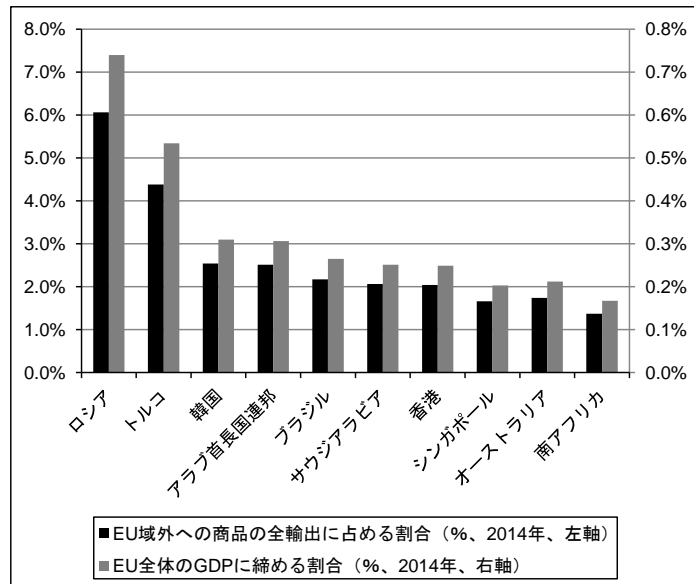
## 5 他の新興市場を通じた間接的な影響

中国の2015年の貿易で目立つのは、輸入の急激な落ち込みであり、特に新興市場やコモディティ生産国（ブラジルやオーストラリア、南アフリカ共和国、ペルー、チリ、ロシアなど）からの輸入が急減している。とはいえ、これらの新興市場への輸出需要の減少による、EUへの間接的な影響は、貿易エクスポージャーが限定的であることを考えると、かなり小さいと予想さ

<sup>8</sup>中国の金属・エネルギー需要は、2000～2014年に3倍に増えた。今や、同国の金属消費量は全世界の半分弱、石炭消費量は半分を占める。

れる。図表 3 に、EU28 カ国の主要な商品の輸出市場である新興国<sup>9</sup>を示す。これらの国は、トルコを除いて中国との貿易リンクが強い。

図表 3 : EU28 カ国の主要な商品の輸出市場 (一部)



(出所) ユーロスタット

ここに示した 10 カ国・地域のうち、EU からの輸出では特にロシアとトルコ、韓国、アラブ首長国連邦の経済減速の影響が大きいと考えられる。これらの市場を合わせると、2014 年時点で、EU 域外への商品の全輸出の 15%、EU の GDP の 2% 近くを占めるためだ。中でもバルト三国と中欧諸国では、ロシアとの貿易リンクが強いことから EU 域外への輸出に占めるこれら新興国・地域のシェア (50% 超) が最も大きい。

ただし、新興国市場で広がる現在の経済減速は、中国のみが原因ではない。国内経済の脆弱性に加え、未解決の構造的問題、融資条件の厳格化、政情不安など、他にも多くの要因が働いている。新興市場の成長見通しに関する懸念により、すでに 2015 年に、為替レートや信用市場、ボラティリティ (変動性) 水準の大幅な調整が発生した。米国の金融政策の正常化が差し迫る中で、一部の新興国は資本の流出や、企業の貸借対照表上の米ドル建て債務のエクスポージャーが高まるリスクにもさらされている。中国の成長減速が、こうした国内の圧力を助長し、企業の債務不履行の増加を誘発する恐れもあり、そうなれば、レバレッジ解消圧力や金融市場のボラティリティが高まることになる。

<sup>9</sup>ここに示した国・地域の輸出全体に中国が占める割合は、ロシア (8%)、トルコ (1.8%)、韓国 (25%)、アラブ首長国連邦 (7.7%)、ブラジル (20%)、サウジアラビア (14%)、香港 (54%)、シンガポール (13%)、オーストラリア (34%)、南アフリカ (10%) だ。オーストラリアとシンガポール、韓国は新興国ではないが、中国との貿易リンクが強い。



EUの銀行は、中国の取引先よりも、はるかに多くの他の開発途上国に対する金融債権を保有している。ユーロ圏の銀行の国外債権のうち、これらの国が占める割合は10%近く、そのうち、アジアの開発途上国の割合は1.8%に相当する<sup>10</sup>。従って、他の開発途上国が、中国の国内の問題により多大な影響を被った場合、EUの銀行への波及効果が生じ得る。

## 6 為替レートの調整

ほとんどの新興国通貨とは対照的に、人民元の実質為替レートは（2014年8月から）この12カ月、米ドルと連動して上昇した。中国人民銀行は2015年8月上旬、市場実勢をより適切に反映させるため、対ドルの為替レートである基準値の算出方法を変更した。これを受け、人民元は8月11日から9月末にかけて、対ユーロで約5%下落した。人民元がさらにどれだけ下落するかは、米ドルに対する人民元の中心レートの防衛に向けた、中国人民銀行の意思に左右されるため、その評価は容易ではない。中国人民銀行は為替相場を安定させるため、基準値の算出方法の変更以来、市場に積極的に介入している。

人民元は他のアジア通貨のみならず、場合によってはそれ以外の国（例えば、中南米、オーストラリアのようなコモディティ生産国、湾岸諸国のような産油国）に対し、重要なシグナリングの役割を果たしている。従って、予想を下回る中国の経済成長の余波で、新興国の通貨がさらなる圧力を受けた場合、ユーロの為替レートへの影響が増幅される恐れがある。

欧州委員会は、ユーロ圏全体に対する為替レートの影響について、ユーロが名目実効ベースで10%上昇した場合、初年度はインフレ率と成長率が0.5ポイント下がると試算している<sup>11</sup>。影響はユーロ導入国によって差がある。例えば、フランスとドイツは名目実効為替レートにおける人民元の影響が極めて大きい、バルト三国やアイルランド、スロバキア、オランダは反対に極めて小さい。

## 7 金融における波及効果や市場心理に起因するリスク

1カ国のみを個別に取り上げれば、中国の成長鈍化の直接的な影響は限定的だが、この影響が多くの小国で同時発生すれば、地域、または世界レベルで予想外の大規模な調整局面を迎える可能性もある。例えば、アジアの多くの小国は、中国の信用サイクルの停滞の強い影響を受けており、間接的なチャンネルを通じて、EUの金融システムに悪影響を及ぼす恐れもある。より一般的に言えば、中国の成長見通しに関する懸念は、新興市場の成長見通しに関する、市場に

---

<sup>10</sup> 国際決済銀行（BIS）国際与信統計（BIS International Consolidated Banking Statistics）；最終リスクベース（ultimate risk basis）

<sup>11</sup> ユーロの名目実効為替レート（NEER42）における中国のウエイトは約15%である。

よる大規模な再評価と密接につながっている可能性がある。現在の世界は経済成長が鈍く、低金利が続き、貸借対照表は脆弱で、先進国の株式市場のバリュエーションは低迷している。そのため、金融市場は、適切な「アンカーポイント」（中期的に達成できると予想される目標）を設定するのに苦労するであろう。

従って、中国経済の予想を上回る減速は、投資家のリスク回避の動きに伴い、世界の資産市場の急激な調整を招く恐れもある。また、世界経済の成長見通しの悪化も、市場心理に直接的な影響を及ぼし、投資回復を妨げる可能性がある。

## 8 結論

中国経済の予想を上回る減速に伴う、貿易への直接的・間接的な影響により、EU が回復基調から外れることはない。ただし、その影響は、貿易リンクの規模や構造によって加盟国間で大きく異なる。中国の金融市場は比較的閉鎖的であるため、直接的な金融リンクは限られている。しかしながら、中国の成長見通しと新興市場への波及効果に関する懸念が、金融市場のさらなる不安定化と、EU 経済への波及反応を伴う、過度のリスク回避を引き起こす恐れもある。コモディティ価格と石油価格の下落は、EU の経済回復を支えているが、人民元が下落し、より多くの新興国通貨への追加的な下落圧力が生じれば、ユーロの為替レートは押し上げられるだろう。従って、中国と新興国の経済がさらに減速すれば、将来的に EU のインフレと成長の両方に下振れリスクをもたらし、現在のリスクレバレッジ解消の動きに加えて、さらなる試練となる可能性もある。

レポートをご覧いただいた後、アンケート（所要時間：約1分）にご協力ください。  
<https://www.jetro.go.jp/form5/pub/ora2/20150130>

「中国経済減速のEU経済への影響」  
（欧州委員会「2015年秋季経済予測」より）