

# market:update

金融経済の見通し

2024年3月25日

## 中国はヨーロッパの産業を破壊するののか？

### 異常な産業サイクル

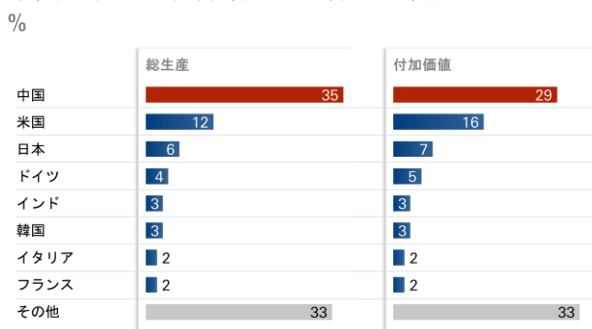
OECD全体の鉱工業生産は2022年に約2.3%増加しましたが、2023年には0.75%の減少に転じました。当時、多くのアナリストは、企業が2022年にあまりにも多くの予備製品を発注し、そして2023年のサプライチェーンが驚くほど急速に正常化したことにより、在庫水準が高止まりし生産動向の弱さにつながったと考えていました。しかし、それでも2024年には、在庫のスリム化により再び好転すると予想していました。

こうした期待は、特にヨーロッパで裏切られつつあります。3月のユーロ圏の産業購買担当者景気指数は依然として基準点である50ポイントを大幅に下回っており、ドイツでは41.6ポイントという不況と言えるレベルにさえ達しています。そこで生じるのは、なぜ産業が回復してこないのかという疑問です。

エネルギー危機を背景に、エネルギー多消費型生産を欧州地域から移転させるには確かに大きな負担が生じますが、米国政府による潤沢な補助金は欧州企業にとって生産移転を誘引するポイントになっています。加えて、ヨーロッパの拠点は、過度の官僚主義、規制の不確実性の高さ、貧弱な州インフラ、未発達な教育セクターに悩まされています。

しかし、中国が欧州産業を弱体化の重要な要因となっている可能性も否めません。中国はすでに世界全体の工業生産の35%を占める巨大産業国となっています。

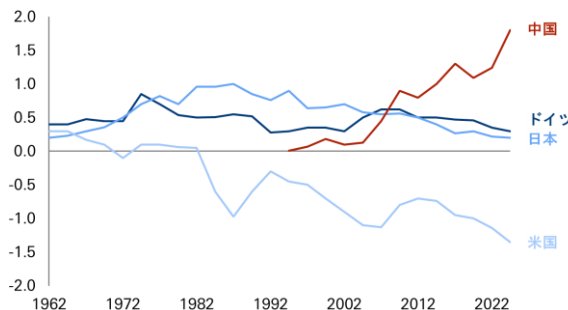
### 中国：すでに世界最大の工業生産国



出所: Baldwin, R, R Freeman, A Theodorakopoulos (2023), 「Hidden Exposure: Measuring Us Supply Chain Reliance」、NBER Working Paper w31820, Metzler

この規模を考慮すると、中国の経済政策はヨーロッパや世界各国の視点からは大きな問題を引き起こすものと判断され、保護主義スパイラルを引き起こす可能性さえあります。その背景には、中国がすでに経済史上、どの国も達成したことの無い巨額の工業製品貿易黒字を達成していることが挙げられます。1980年代に日本の工業製品の貿易黒字が世界のGDPの約1.0%に達したときには、それに対抗する米国との間で貿易摩擦が起きています。

### 中国：工業製品の巨額の貿易黒字 世界のGDPに占める割合%



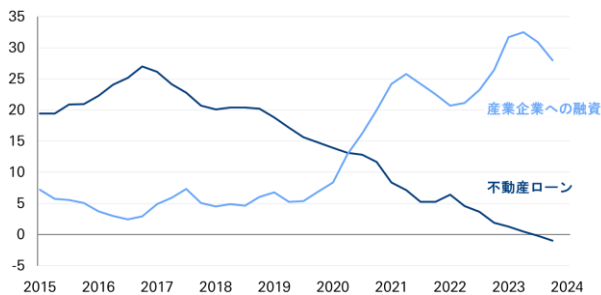
出所: Brad W. Setser, Michael Weilandt, Volkmar Baur によるブログ投稿 (2024年3月10日, Follow the Money), Metzler

中国の巨額の貿易黒字は、すでに世界の工業製品需要の大部分が中国に集中しており、中国以外の諸国の生産者が取り残されていることを意味しています。同時に、銀行融資のデータが示すよう

# market:update

に、中国は現在、新たな産業能力に巨額の投資を行っています。不動産市場の危機と内需の低迷により、中国は輸出を通じた成長を考えていると思われる。

## 中国：輸出の伸びが不動産市場の低迷を補う 前年比 %



出所: Refinitiv Datastream, Metzler; 2023年12月31日現在

しかし、中国の輸出はすでに高水準にあるため、これは中国の輸出企業が中国国内で他の諸国の産業企業に取って代わる場合にのみ実現できることとなります。一番わかりやすい例は中国の太陽光発電会社で、中国政府の補助金のおかげでヨーロッパやアメリカの太陽光発電会社に重大な問題を引き起こしています。

例えば、現在、中国の自動車産業ではかなり大規模な生産能力が新たに創造されています。ドイツの中小企業エコシステムを再現しようという計画もあります。中国政府は国家支援を通じて地元の隠れたチャンピオンの台頭を促進したいと考えています。中国メディアのチャイナ・テーブルは、多額の補助金を受けて中国製品が世界市場に登場し、ドイツの工業企業を世界市場から追い出す日もそう遠くないはずだ、と論じています。しかし、影響を受けるのはドイツの産業企業だけではありません。例えばブラジルでは現在、中国製品の不当廉売（ダンピング）の可能性を調査しています。

こうした流れにより、欧州の民間企業と、中国の国営企業（あるいは中国政府の補助を受けた企業）との間の不公平な競争が生じる可能性が高まっています。欧州やその他の国は、国内産業を保護するために保護主義的な措置を強化する必要があると思われる。

欧州には補助金競争をする余裕はおそらくないと思われる。米国大統領選挙で勝利する可能性

があるドナルド・トランプ氏が、仮に新たな懲罰的関税を導入し、アメリカ向けの輸出がヨーロッパに流出すれば、1930年代のような世界的な保護主義のスパイラルに陥る恐れさえあります。こうした危惧から、中国は国内生産の相手が主に国内の買い手となるように内需を確実に強化すべきであろうと考えます。

欧州の経済指標が世界の他の地域の指標に追いついておらず、むしろ欧州経済の停滞を示唆していることは、こうした背景を考えると驚きではありません（Ifo 景況感指数：水曜）。企業の借入需要が低く、ECBの高い主要金利も信用サイクルに影響を及ぼしている（ユーロ圏マネーサプライ：木曜）状況は、投資環境を悪化させる要因となっています。

## 好調な米国経済

米国経済は、政府による大規模な投資、人工知能の経済統合の成功、移民の受け入れなどにより、堅調な経済成長を遂げています。米国では、移民の長期的な傾向が年間約150万人であるのに対し、2023年には約250万人となっており大幅に増加しています。米国では移民は一般的にすぐに労働市場に統合されます。

したがって、新築住宅販売件数（月曜）、消費者信頼感指数（火曜日）、個人支出（金曜日）といった良好な経済指標が予想されます。

同時に、インフレ率は高すぎる水準で安定しているように見えます。不動産価格（火曜日）はここ数ヶ月上昇しており、コアPCEインフレ率（金曜日）は未だ強い数字となるでしょう。こうした背景から、米連邦準備制度理事会（FRB）が6月に主要金利の引き下げを希望するのは、なかなか理解しづらい状況になってきています。

## 日本：憂慮すべき円の動向

通貨市場にはほとんど法則がありませんが、その数少ない法則の一つが相対購買力平価です。これは、数年間の単位で、インフレ率と通貨パフォーマンスは対応し合う（他国より物価が上昇した国の通貨はその同じ率だけ減価する）というもの

# market:update

です。例えば、2000年1月以降、米ドルはスイスフランに対して約46%下落しましたが、同じ期間、スイスのインフレ率は米国より約37%低い数字でした。

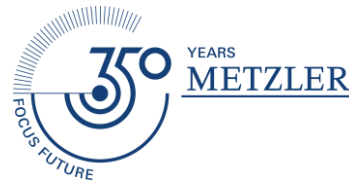
しかし、日本ではこの法則通りではないことが観察されています。2015年以降、米国の消費者物価は日本より早期に21%上昇したにもかかわらず、日本円は米ドルに対して約21%下落しました。すなわち日本円の為替レートは、インフレとの相対的な関係性から切り離された動きをしてきました。しかし、金融市場は、常に過去の動きよりも期待を織り込む性格があることを忘れてはなりません。円安は、外国為替市場が将来の日本のインフレの大幅な加速を織り込んでいることを意味すると解釈することもできるのです。

日本銀行はインフレ加速（金曜）を許してはならないでしょうから、おそらく今年あと1、2回主要金利を引き上げる必要があるでしょう。これについては前回の日銀会合（月曜）の議事録で詳しく述べられています。

潜在的なインフレ圧力は、労働市場、鉱工業生産、小売売上高（いずれも金曜）といった堅調な経済によってもたらされる可能性が高いと考えます。



メツラー・アセット・マネジメント GmbH  
チーフ・エコノミスト  
エドガー・ヴァルク



- 1) 本資料は、投資一任契約を踏まえた上で、メツラーグループが提供する情報をメツラー・アセット・マネジメント株式会社が翻訳・作成したものです。
- 2) 本資料は、特定の年金基金及び機関投資家向けに作成したものです。
- 3) 本資料は、当社が金融市場に関する情報提供のために作成した資料であり法令に基づく開示資料ではありません。
- 4) 実際の投資には、有価証券の価格変動、流動性、信用、カントリー、為替変動等の諸リスクが発生し、損失が生じる場合があります。投資元本を割り込むこともあります。
- 5) 手数料・費用等の投資家の負担は、個別の投資一任契約により異なりますので、その合計額や上限額をあらかじめ表示することはできません。
- 6) 契約の際には事前に契約締結前交付書面等を必ずお読みください。
- 7) 本資料に掲載された内容、意見、予測は今後予告なしに変更される場合があります。当社はその変更等に起因する損害について一切責任を負いません。
- 9) 本資料は信頼できると判断される情報に基づき作成していますが、当社はこれら情報の正確性や信頼性、完全性を保証するものではありません。
- 10) 本資料で紹介している運用実績等は、過去の実績によるものであり、将来の運用成果の獲得を示唆あるいは保証するものではありません。
- 11) 本資料の全部又は一部を、当社の事前承諾なしに複写、複製若しくは配布することを禁じます。
- 12) 本資料に引用した各インデックス（指数）の商標、著作権、知的財産権その他一切の権利は、各算出元に帰属します。また、各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利および発表を停止する権利を有しています。

メツラー・アセット・マネジメント株式会社  
〒100-0011  
東京都千代田区内幸町2-2-2 富国生命ビル23階  
Tel : 03-3502-6610 (代表) Fax : 03-3502-6616  
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第467号  
加入協会 一般社団法人 日本投資顧問業協会

W24-012