

market:update

Capital Markets Outlook, Week 32

2026年8月6日

チャイナ・ショック 2.0 は欧州のポピュリズムを助長するか

中国が2001年に世界貿易機関（WTO）に加盟すると、米国は極めて安価な中国製工業製品の猛威に、突如として直面することになりました。これは米国が経験した最初の「チャイナ・ショック」と言える現象でしたが、これにより多くの米国製造業企業は迅速に適応できず、工場は閉鎖され、雇用喪失が急速に進みました。実際に、米国では労働集約型の製造工場に経済的な繁栄を依存していたラストベルトを中心に、長年に亘って同地域を支えてきた経済基盤が急速に弱体化したことは周知の通りです。

経済的に見ると、これは新しい産業が古い産業に緩やかに取って代わるような通常の構造転換を遥かに超える規模で適応を迫られた事例であり、その影響力は極めて大規模でかつ特定の地域に過度に集中し、あまりにも急速なものであった為、現在に至る政治的な不安定化をもたらした震源になったと見られています。米国における数多くの研究事例が示すように、中国からの輸入品による競争によって特に深刻な打撃を受けた選挙区では、ポピュリズムや保護主義的な立場を主張する候補者への支持が著しく増加しました。

政治に目を向けると、人々は、グローバル貿易がもたらす抽象的な国家全体の経済的利益に基づいて投票するわけではなく、自らの雇用や、自分達の地域社会の将来性に基づいて投票すると考えられる点に留意が必要です。たとえ、国家全体としては、より安価な輸入品によって恩恵を受けることができたとしても、それがもたらす損失が特定の地域に集中する一方で、その恩恵が殆ど目に見えない形で、何百万人もの消費者に薄く広く分散してしまえば、その国の政治は不安定化する可能性があると考えられます。

チャイナ・ショック 2.0 が欧州を直撃か

今日、欧州はこのような衝撃の第二派、恐らくは一層危険な変異型に直面している可能性があると考えられます。中国は、主に繊維製品や玩具、或いは単純な電子機器を輸出する段階を脱していると見られ、中国企業が現在、標的にしているのは、まさに欧州の産業の中核を形成する産業、すなわち自動車製造、機械工学、化学産業、電気工学、そして益々拡大しつつあるグリーンテクノロジー（環境技術）の分野等だと思われます。

ここで、欧州にとって、より生産性の高い企業との競争は、原則として経済発展の重要な原動力となり得るのですが、問題になるのは、中国企業が革新的であることや効率的であるということではなく、競争がもはや企業と企業の間ではなく、欧州の企業と中国という国家の間で行われるようになった時ではないかと考えています。

中国の生産者は、多額の補助金、低金利融資、国家主導の信用割り当て（資産配分）、安価なエネルギー価格等による恩恵を受けており、さらに、中国の国際競争力を高めていると見られるのは現行の為替レートによる恩恵であろうと思われます。実際に、中国企業は、たとえ事業損失を出したとしても、必ずしも即時に市場から退場を迫られるというわけではなく、中国企業は計画に基づいて生産を継続し、さらに生産能力を拡大することも可能になっていると考えられます。このような国家主導の競争環境の恩恵に浴している企業は、もし普通の民間企業ならば、早々に撤退を余儀なくされるであろう水準で製品価格を設定し輸出し続けることが可能になっています。このような現状は、決して通常の競争ではないと思われ、まさに中国の過剰生産能力を他国の市場へ輸出していることに他ならないと考えています。

ドイツでは、このチャイナ・ショックによる影響が、すでに顕在化していると見られ、同国の製造業では毎月約1万5千人の雇用が失われているとの報告があります。目下、ドイツで、地域の製造業における雇用の喪失が、ポピュリズム政党への支持拡大に、直接結びついていることを示す確固たる研究結果はまだ示されていませんが、過去の米国での経験や、ドイツ国内の地域別投票傾向、そして最新の世論調査の動向からは、そのような因果関係が十分にあり得ることが示唆されています。

現在の状況は、『失業者が発生する度に自動的にポピュリズム政党への指示に直結する』という単純な方程式が成り立つような話ではありませんが、留意すべきは、政治、経済、社会を掌るシステム全体がコントロールを失ってしまった可能性がある点であり、自分の地域から企業が撤退し、有能な若者が流出し、自治体の税収が減少しているにもかかわらず、政治の中道派は説得力のある解決策を提示していないと捉えられると、国民の経済的な不安が、制度への不信に変わっていく可能性があることには留意が必要です。

market:update

Capital Markets Outlook, Week 32

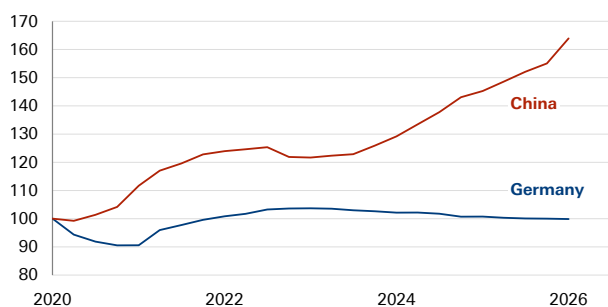
2026年8月6日

中国の輸出モデルは新たな局面を迎えつつある

中国の実質輸出額は2020年第1四半期から2026年第1四半期にかけて60%以上増加しており、名目ベースで見ると、中国の輸出額は2020年の約2.6兆米ドルから、2025年には約3.8兆米ドルへと増加しています。かような中国の輸出規模の急ピッチの拡大は目を見張るものがありますが、これとは対照的に、ドイツの輸出は、同期間で概ね横這いであった為、近年その差が拡大傾向にあることが明白になっています。

ドイツの輸出不振は、経済面だけでなく政治面にも影響を及ぼしている

現地通貨建ての実質輸出額（2020年3月31日=100）



出所: 欧州連合統計局（ユーロスタット）、セントルイス連邦準備銀行経済データベース（FRED）、メッツラー
2026年3月31日時点

ここで、根本的な問題は、中国国内の需要が慢性的に低迷していることだと見ています。実際に中国では、家計が国民総所得に占める割合が比較的低く、社会保障も不十分であり、医療、教育、老後資金等に対する不安が増幅していること等から、多くの人々が多額の貯蓄をせざるを得ない状況に置かれていると思われます。

同時に、中国では不釣り合いなほど多大な割合の経済社会資源が、企業やインフラへと流れ込んでいると見られ、このように、一国の経済が、自国の消費者需要で賄いきれる量を一貫して超えて生産し続ける場合、その余剰分は輸出されなければならないことを示唆していると思われます。従って、中国の貿易黒字は、単に産業の強さを反映しているのではなく、同国経済のバランスを欠いた成長モデルの裏返しでもあるとの解釈も可能ではないかと考えています。

欧州に必要なものは「防衛」であり安易な「保護主義」ではない

欧州企業は、新たな競争環境に適応する為の時間を必要としていると思われ、今後は、さらに、新しい技術を開発し、コスト構造の見直しも求められていると考えられます。産業のサプライチェーンや技術的ノウハウは一度失われてしまえば、それらを再構築することは極めて困難なことは自明である為、市場メカニズムによる自然な競争環境を考慮すれば、新たな環境に適応する為の時間は自動的に与えられるものでないことに留意が必要だと思われます。

従って、欧州連合（EU）は、中国に対する貿易防衛措置を大幅に強化すべき時が近づいていると思われます。中国製品が国家の支援を受けて不当に低い価格で欧州市場に流入し続ける状況下では、より高い関税が必要となる可能性があると考えています。とりわけ、通商政策上、極めて過敏な分野においては、数量制限やその他のセーフガード措置も正当化され得るのではないかと考えています。

しかしながら、保護主義にはそれ特有のリスクが伴うことには留意が必要であり、関税の壁によって、欧州企業が全ての市場競争から隔離される結果、国を代表するような『ナショナル・チャンピオン企業』が、動きが鈍く、イノベーションを起こせない独占企業へと変貌してしまうような事態は避けなければならないことは自明だと考えられます。つまり、欧州は、海外からの国家によって過度に歪められた競争から身を守る必要があると同時に、域内における激しい競争環境の維持も必要な立ち位置に置かれていると思われます。

従って、正しい戦略とは、中国との競争を完全に排除して、欧州自身の非効率性を助長し兼ねたい措置に置き換えるのではなく、不公平な競争を制限しつつ、欧州の単一市場をさらに深化させ、イノベーションを促すような改革を行うことが必要で、すなわち、一貫した欧州の競争政策と併せて実施されなければならないと考えています。

本当の解決策は中国に

中国製品に関税を課すことで、欧州が今後適応しなければならない改革措置による自国への圧力を和らげることは可能ですが、しかし、関税によって根本的なマクロ経済の不均衡が解消されるわけではない為、持続可能な解決策として、中国側の成長モデルにおいて大幅な転換が必要不可欠であろうと考えています。公正な競争条件を大まかにでも回復させるには、中国の人民元の対ユー

market:update

Capital Markets Outlook, Week 32

2026 年 8 月 6 日

口相場が大幅に、恐らく約 30%程度は上昇する必要があると考えられます。実際にこのような上昇が実現すれば、中国の輸出製品の価格が高くなる一方、中国の家計の国際的な購買力を同時に高めることが可能だと思われ、これは中国が何年も前から表明しつつも、これまでは十分に行えていない経済転換、すなわち『投資や輸出への依存から脱却し、個人消費の拡大へ移行すること』をまさに後押しすることになると思われます。

さらに重要なのは、中国の社会保障制度を大幅に拡充することだと思われます。中国でより信頼できる退職年金、より充実した医療、そして個人が負担する教育費の削減が実現すれば、将来に備えて貯蓄をする必要性は低くなり、家計はもっと消費に資金を回せるようになります。従って、中国企業も自国の国内市場に向けてより多くの製品を生産するようになると考えられ、産業の余剰分を海外に売り出さなければならないという圧力も減少することになると思われます。これは、決して、欧州に対する譲歩ではなく、中国自身の長期的な利益になることであり、一国の経済が、拡大し続ける自国の生産余剰を他国に吸収してもらうことに、いつまでも依存し続けるわけには行かないであろうと考えています。

政治的なタイムリミットが迫っている

目下、欧州は、国家によって歪められた競争から自国の産業基盤を『防衛』しなければならないと同時に、保護貿易主義が経済的な慢心に繋がるのを防ぐ必要があるという二重の課題に直面しています。さらに、差し迫った問題として、製造業における雇用喪失は、単に生産能力の低下を意味するに留まらず、地域全体を経済的、そして社会的に不安定化させる可能性があると考えています。この為、こうした経済と政治の関連性を無視し、安価な輸入製品の利点だけに目を奪われている人々は、2001 年以降に米国が通商政策で犯した最大の過ちを、まさに繰り返していると言えます。

米国が経験したチャイナ・ショックでは、経済モデルにおける経済調整コストは、一時的なものと思われていても、時間が経過して単に消え去るわけではなく、雇用の減少や、民主主義制度に対する信頼の喪失といった形で、数十年に亘り持続的な影響を及ぼす可能性があることが明らかになりました。これを踏まえると、欧州は、チャイナ・ショック 2.0 によって同様の因果関係が科学的に改めて証明されるのを、ただ待っているべきではないと思われます。恐らく、かような研究結果が公表される頃には、工場はすでに全て閉鎖され、政治的な負の影響が顕在化した後である可能性がある為、時間的な猶予は限られていると思われます。

世界経済の回復は終焉したのか

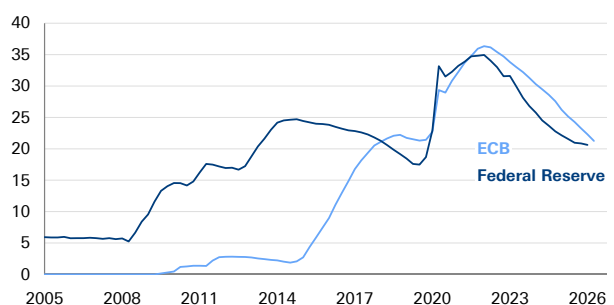
2026 年 7 月の購買担当者景気指数（PMI）の速報値は、世界的に明るい改善傾向を示しており、今週発表された同製造業 PMI の確報値でも、若干の下方修正はありながらも堅調さが維持されたと見られます。もしイラン情勢の緊張がなければ、今頃、世界経済は堅調な回復軌道に乗っていた筈だと考えていますが、再び、緊張が高まるなど予断を許さない状況が続いていることから、これから数ヶ月間は、とりわけ欧州において、顕著な景気減速が再び見られるのではないかと懸念されます。今週、米国では、2026 年 6 月の求人件数（JOLTS）のデータが発表され市場予想をやや下回りましたが、今後は今週末に発表予定の労働市場レポート（雇用統計）に注目していますが、現時点の先行指標では、失業率が概ね横ばいで推移する安定した雇用環境が示唆されていると見ています。

中央銀行による緊急流動性供給が減少

社債市場における BBB 格債のスプレッド、及び、欧米株式市場の株価収益率（PER）を対象としたメツラーの予測モデルでは、2022 年の初頭から社債スプレッドの上昇と株式バリュエーションの低下が示唆され、この傾向は同年 10 月まで社債市場において顕著に確認されていました。しかし、その後は予想外の反転が起り、社債スプレッドは著しく縮小し、株式バリュエーションは大幅に上昇する現象が見られました。このように、2022 年の秋までは、社債スプレッドの動向は景気循環と ECB（欧州中央銀行）の金融政策によって、十分に説明することができましたが、その後は 2023 年の利上げと景気の低迷の局面を含めて、当該モデルを用いた予測が難しい環境となりました。

欧州中央銀行（ECB）と米連邦準備制度理事会（FRB）が緊急流動性を縮小

GDP（国内総生産）に対する緊急流動性の割合（％）



出所: 欧州中央銀行（ECB）、米連邦準備制度理事会（Fed）、メツラー
2026 年 6 月 30 日時点

market:update

Capital Markets Outlook, Week 32

2026年8月6日

2022年秋以降の金融市場での異例の動きは、2020年のパンデミック以降に中央銀行が実施した巨額の緊急流動性措置の余韻が原因であった可能性があると考えられます。前掲のグラフでは、中央銀行のバランスシートに基づいて、緊急流動性措置のGDPに対する割合が示されていますが、今後は、予測モデルにおいて、当該ファクターが極めて重要な示唆を与える可能性があると考えています。こうした中央銀行による緊急措置はごく最近の技術革新である為、長期的な時系列データが存在しないのですが、足元において、FRBとECBが緊急流動性の供給を着実に縮小させていることが確認されており注視しています。こうした状況から、長期的に金融市場における流動性が枯渇する方向に向かっていることが示唆されており、将来の金融市場が悪いニュースに対して非常に敏感に反応する可能性が高くなると見て留意しています。



メッツラー・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、メッツラーグループが提供する情報をメッツラー・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。
- 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。
- 8.) 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。

メッツラー・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 資産運用業協会

W26-026