

2021年2月10日

新型コロナウイルス第2波によって景気が冷え込む中、ドイツおよび欧州にとって中国が頼み綱に

キャサリン・ナイス, PhD, 欧州チーフ・エコノミスト

リトゥシュ・ダルミア, 欧州エコノミック・アナリスト, グローバル・マクロ経済リサーチ

今年の初めにリリースしたレポートにおいて、昨年末に欧州連合（EU）と中国との間で合意された包括的投資協定（CAI）が欧州、とりわけドイツにとって多面的な含意があることを検証した。米国にとっては非常に不本意なことに、[CAIによって世界第2位と第3位の経済圏の結び付きが強化された](#)。同協定の発効は2022年となる見込みだが、欧州各国が引き続き新型コロナウイルスの第2波に悪戦苦闘していること、およびワクチンの普及には時間を要することを考えると、同協定の重要性は既に明白なものとなっている。広範なワクチン接種プログラムを通じて集団免疫が確保されるまでは、ソーシャルディスタンス政策による制約とそれに伴う経済的影響が今後も欧州にとって大きな足枷となり、特にサービス・セクターには大きな皺寄せがあるだろう。しかし、欧州の第4四半期の国内総生産（GDP）速報値は意外にも予想を上回り、好調な製造業部門がこれを牽引した可能性がある。中国における持続的な景気回復は、欧州にとって非常に重要な外需の源泉となっており、欧州各国で実施されている厳しい都市封鎖に伴う低調な国内需要を相殺するために不可欠なものとなっている。こうしたプラス要素は、欧州における大規模な金融・財政支援策とも相俟って、ドイツのような輸出依存型の国を中心に、欧州のより広い範囲で、経済の冷え込みという厳しい冬を乗り切るための支援材料となるであろう。

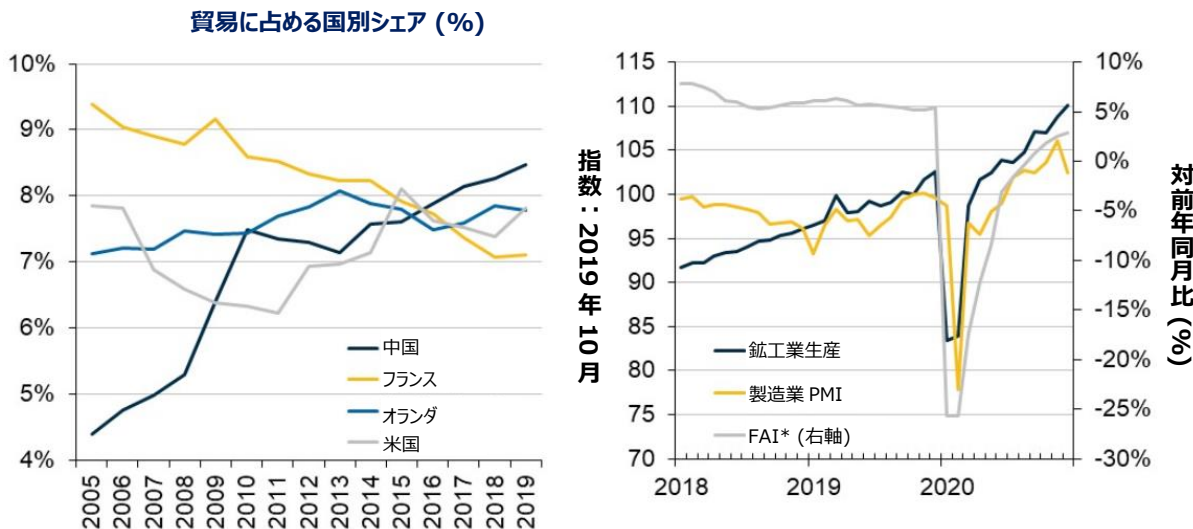
中国経済の回復は、ドイツおよびEUにとって重要である

世界第3位の経済圏であるEUは、米国と比べても非常に開放された市場であり、米国のGDPに占める輸出の比率が10%であるのに対し、欧州では30%近くを占めている。¹ EU域内では、ドイツが最大かつ最も開放された市場でGDPの50%近くを輸出が占めており、域内の他国と貿易面で大きな繋がりを持っている。こうした中、2016年には中国が数量ベースでドイツ最大の貿易相手国になるという節目を迎え（図1）、それ以降は貿易量が拡大し続けている。2019年の貿易内訳によると、ドイツは中国に対して、とりわけ機械製品や輸送機器などの資本集約型の製品を中心に輸出しており、こうした製品を製造するためのサプライチェーン網が既に欧州にわたって張り巡らされている。こうしたことから、コロナ禍からの中国経済の回復は、欧州全域にとって重要な意味を持っている。

中国経済の回復は加速している

中国は2020年初めに発生した新型コロナウイルスの更なる感染拡大の抑制に成功しており、鉱工業生産、製造業PMI、固定資産投資などの経済指標は、同年末までに2019年第4四半期の水準にまで回復した（図2）。足元では、旧正月による一時的な影響が鉱工業生産の減速に反映されている可能性があるが、昨年来続く回復基調は維持されており、これは中国経済のモメンタム加速を示唆するものである。

図1および図2：ドイツの主要貿易相手国、および中国の製造業の回復状況



出所：左図はドイツ連邦統計局、右図はハーバー・アナリティクス *年初来の固定資産投資。

中国経済の回復は、主な貿易相手国、特にドイツにとって好ましい兆候である。新型コロナウイルスが世界規模で感染拡大する直前の数年間、米中貿易摩擦の激化も部分的に影響して世界経済が減速した。こうした中、ドイツ製品の輸出の伸びも2018年から2019年にかけて減速し、新型コロナウイルスの感染拡大直後には急激に落ち込んだ。しかし、その後は輸出が回復し、ドイツの対中輸出は12ヶ月前の水準を上回っている。

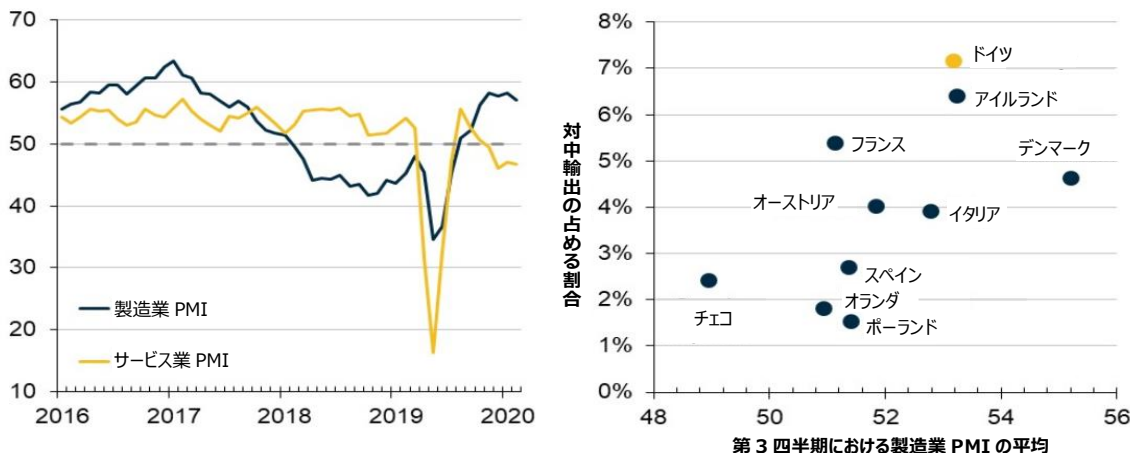
中国経済の回復によって、ドイツおよびEUの製造業が上向きに

ドイツの製造業 PMI は、2020年初に大幅に低下した後、同年末には2019年第4四半期を上回る水準にまで回復し、その後は2018年初以来となる拡大ペースを示している（図3）。この指標は、ドイツの鉱工業生産が更に回復し、引き続きサービス業が低迷する中で鉱工業生産の回復が直接的にGDPに寄与し経済活動を支えることを示唆している。このことは、ドイツの2020年GDP成長率が最新の予測では-5.3%（これは世界金融危機時よりも小幅な落ち込みに留まる）になると見込まれる一方、2021年のGDP成長率は+4.0%程度にまで回復するという我々の予測にも反映されている。

更に、統計分析によれば、中国の製造業 PMI が1%ポイント増加すると、5ヵ月後にドイツの対中輸出が3%ポイント近く増加することが示唆されている。例えば、中国の製造業 PMI の2020年10月～11月における1.3%ポイントの増加によって、2021年4月までにドイツの対中輸出が3.7%ポイント押し上げられる可能性があることが示唆されている。よって、昨年末からの中国製造業の回復が、引き続きドイツ経済に恩恵をもたらすと考えられる。ソーシャルディスタンス政策の実施によって、サービス業は今後数ヵ月にわたって低迷が続くと見込まれる中、対中輸出の増加がサービス業の低迷を部分的に相殺すると思われる。

中国経済の回復がもたらすプラスの波及効果は、欧州域内の他国においても顕著である。図4は、欧州各国の第3四半期における製造業 PMI の回復と、中国への輸出比率を比較したものである。コロナ禍が直撃した2020年第2四半期に経済が落ち込んだ後に、米国など他の地域でも見られたように、欧州においても物品に対する需要が大きく持ち直して経済が回復したが、製造業 PMI の回復にはこうした要素がある程度反映されていることは間違いない。しかし、この比較を見てみると、対中輸出の比率が高い国ほど、第3四半期の製造業 PMI も上昇していることが分かる。2020年の欧州全体のGDP成長率は対前年比-6.8%だと予想される中、我々は2021年の成長率予想をこれまでの+4.0%から+5.0%に上方修正した。

図3および図4：ドイツの製造業 PMI とサービス業 PMI、および欧州各国の製造業 PMI と対中輸出比率の比較



出所：左図は IHS マークイットおよびハーバー・アナリティクス（2021年1月時点）、右図はハーバー・アナリティクス（2020年第3四半期時点）

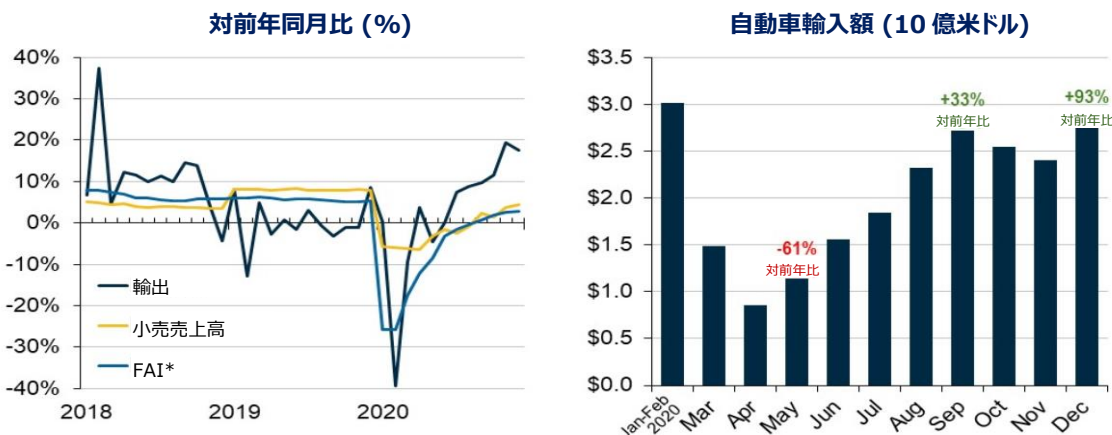
中国経済の回復は消費者にも波及し始めている

最近発表された中国の12月のPMI指標によると、生産拡大のペースはピークを打った可能性がある。しかし、足元では中国経済の回復が同国の消費者にも波及しているように見受けられる。これは、米国や欧州で見られたパターンとは大きく異なるものである。² 図5は、消費の代理変数である小売売上高が、中国においてはコロナ禍が最悪期を脱して以降は輸出の回復を下回るペースで推移していることを示している。これは恐らく同国の社会的セーフティ・ネット（コロナ禍の影響から消費者を守るための政策）が限定的であることを踏まえて、消費者が慎重な行動を取っていることが反映されたものと思われる。小売売上高の2019年第4四半期水準への回復の遅れは、同国の消費者信頼感指数にも表れている。

ドイツと欧州の自動車サプライチェーンは、中国における自動車販売の回復により恩恵を受ける

中国における自動車販売はコロナ禍の発生以前から既に減速傾向にあったものの、恐らくコロナ禍への対応策の一環として中国政府が実施した新車購入に対する補助金支給が支援材料となって、自動車販売の回復が顕著となっている。ドイツ車の販売台数の1/3を中国市場が占めていることを考えると、中国経済の回復と共に自動車販売も回復することで、大々的な自動車サプライチェーンを持つドイツやその他の欧州各国は大きな恩恵を受ける。実際、中国の自動車販売の回復と、ドイツの自動車輸出が前年比93%増加したことに大きな関係がある（図6）。

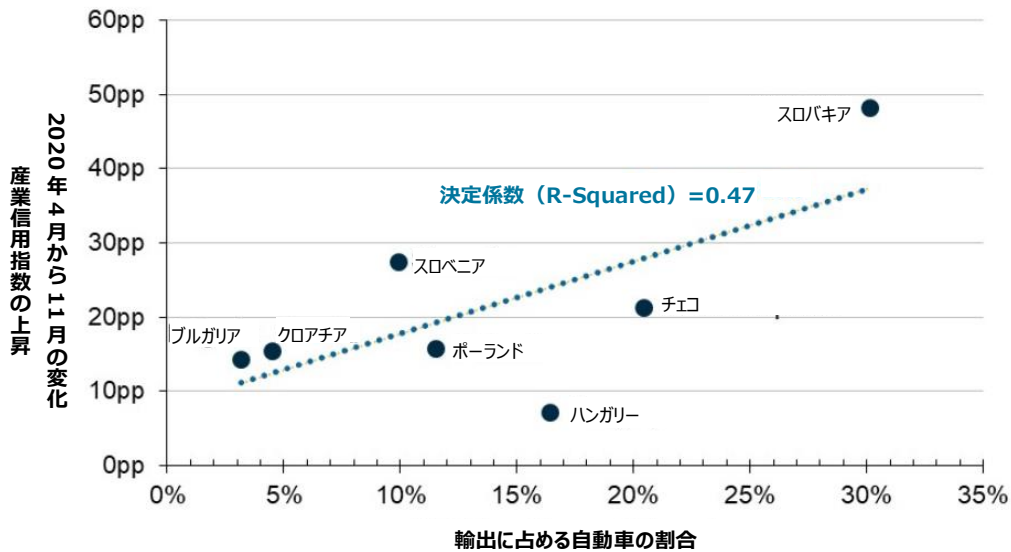
図5および図6：中国の2019年第4四半期のリターンと、中国のドイツからの自動車輸入のいずれかを対象としたリテール販売の増加を示している



出所：左図はハーバー・アナリティクス、右図は中国税関 *年初来の固定資産投資（2020年12月現在）

自動車および自動車関連部品を製造するための広範な自動車サプライチェーンを持つ中・東欧諸国においても、同様に産業信用指数が上昇している（図7）。

図7：欧州各国における自動車および自動車関連部品の輸出と産業信用指数の比較



出所：ハーバー・アナリティクス（2020年11月現在）。

中国は欧州にとって引き続き戦略的に重要な存在となるだろう

コロナ禍以前においても、欧州の命運は中国の経済動向と密接な関係性を持っていた。新型コロナウイルス第2波の封じ込めやワクチン普及のための物流網の確保に欧州が苦戦する中、主要貿易相手国である中国が持続的な回復の兆しを見せていることは非常に好材料である。中国からの需要は、欧州、とりわけ中国に機械製品や輸送機器を大々的に輸出しているドイツにとって、厳格な都市封鎖がサービス部門に及ぼす影響の少なくとも一部を相殺するための下支えとなるだろう。この先、CAIの批准及び発効は2022年となる見込みであるが、今後数年にわたる新型コロナウイルス収束後の経済回復期において、中国は欧州にとって引き続き戦略的に重要な存在となることを見込まれる。

¹ 国際比較プログラムの最新データについては、2020年5月のユーロスタット（EU統計局）による発表を参照。

² PGIMフィクスト・インカムがリリースした“A Visual Tour of China’s Strong - Yet Unsettled Recovery from the Great Lockdown”を参照。

³ <https://www.dw.com/en/are-german-carmakers-too-dependent-on-china/a-55400204>

本資料は2020年2月10日現在の執筆者の見解を反映したものであり、情報提供または教育のみを目的として作成されたものです。データの出所（特に断りのない限り）：PGIMフィクスト・インカム。

留意事項 1

PGIM フィクスト・インカムは、1940 年米国投資顧問会社法に基づき米国で登録している投資顧問会社であり、プルデンシャル・ファイナンシャル・インク（PFI）の子会社である PGIM インクを通して事業を行っています。登録投資顧問会社としての登録は、一定の水準またはスキルまたはトレーニングを意味するものではありません。PGIM フィクスト・インカムは、ニュージャージー州ニューアークを本拠とし、以下の拠点を含め世界で事業を展開しています。(i) ロンドン拠点の PGIM Limited.における債券運用部門、(ii) アムステルダム拠点の PGIM ネーデルラント B.V. (iii) 東京拠点の PGIM ジャパン株式会社（PGIM Japan）、(iv) 香港拠点の PGIM（香港）における債券運用部門（PGIM Hong Kong）、(v) シンガポール拠点の PGIM（シンガポール）における債券運用部門（PGIM Singapore）。米国のプルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするプルデンシャル社、あるいは M&G plc の子会社であり英国を本拠とするプルデンシャル・アシュアランス・カンパニーとはなんら関係がありません。Prudential、PGIM、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものでもありません。これらの情報を提供するに当たってPGIMはお客様に対して、受託者としての役割を果たしているものではありません。本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、意見および提言について示したものです。本資料を当初の配布先以外の方（当初の配布先の投資アドバイザーを含む）に配布することは認められておりません。またPGIMフィクスト・インカムの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたします。本資料に記載されている情報は、現時点でPGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した情報源から入手したのですが、その情報の正確性、完全性、および情報が変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、現時点（または本資料に記載したそれ以前の日付）における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIMフィクスト・インカムは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示黙示を問わず何ら保証または表明するものでなく、誤謬についての責任を負うものでもありません。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。どのようなリスク管理技術も、いかなる市場環境においてもリスクを最小化または解消できることを保証することはできません。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。投資は損失となることがあります。本資料に記載されている情報や本資料から導出した情報を利用したことにより（直接的、間接的、または派生的に）被り得るいかなる損失についても、一切責任を負いません。PGIMフィクスト・インカムおよびその関係会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。

本資料はそれぞれのお客様の置かれている状況、投資目的、あるいはニーズを考慮しておりません。また、特定のお客様もしくは見込み客に対して特定の証券、金融商品、または投資戦略を推奨するものでもありません。いかなる証券、金融商品、または投資戦略についても、これらが特定のお客様もしくは見込み客にとって適切であるかどうかに関する決定は下していません。本資料に記載された証券または金融商品についてのご判断はご自身で行ってください。

利益相反: PGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社が、本資料で言及した有価証券の発行体との間で、投資顧問契約や他の取引関係を結ぶ可能性があります。時にはPGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社や役員が、本資料で言及した有価証券や金融商品をロングもしくはショートするポジションを保有する可能性、およびそれらの有価証券や金融商品を売買する可能性があります。PGIMフィクスト・インカムの関連会社が、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行することがあります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料作成者以外のPGIMフィクスト・インカムの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見を、口頭もしくは書面でPGIMフィクスト・インカムのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。利益相反もしくはそのおそれについて、詳しくはPGIMフィクスト・インカムのフォーム ADV第2A部をご覧ください。

英国では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドがプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMリミテッドの登記上の所在地は以下の通りです：Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR. PGIMリミテッドは、英国の金融行動監督庁(FCA)の認可および規制を受けています。(企業参照番号：193418) 欧州経済領域 (EEA) では、PGIMネーデルラント B.V. がプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMネーデルラント B.V.は、オランダ金融市場庁 (Autoriteit Financiële Markten - AFM)によりオランダで認可を受けており、欧州パスポートに基づいてサービスを提供しています。特定のEEA諸国では、それが認められる場合には、英国のEU離脱後の一時的な許可取決めにに基づき、PGIMリミテッドが利用できる規定、免除またはライセンスに従って、プロの投資家に対して情報提供を行います。これらの資料は、PGIMリミテッドまたはPGIMネーデルラント B.V.によって、FCAの規則が定めるプロの投資家、および/または第2次金融商品市場指令 2014/65/EU (MiFID II)で定義されているプロの投資家に対して情報提供されるものです。アジア太平洋地域の一部の国では、シンガポール金融管理局 (MAS) に登録、認可を受けているシンガポールの資産運用会社PGIM (シンガポール) Pte.Ltd.が情報を提供しています。日本では、日本の金融庁に投資顧問会社として登録しているPGIMジャパン株式会社が情報を提供しています。韓国では、投資顧問サービスのライセンスを有するPGIMインクが直接韓国の投資家に情報提供を行っています。香港では、香港の証券・先物取引監察委員会の規制対象企業であるPGIM (香港) リミテッドの担当者が証券先物条例の第一項第一条で定義されている適格機関投資家に対して情報の提供を行っています。一部の投資運用サービスは、上記に挙げられている会社の関係会社であり、米国投資顧問会社法に基づき米国で登録されているPGIMインクに委託されることがあります。オーストラリアでは、PGIM (オーストラリア) Pty Ltd. (PGIM オーストラリア)が、(豪州2001年会社法で定義されている) 販売会社に対して情報を提供しています。PGIMオーストラリアはPGIMリミテッドの代理人であり、PGIMリミテッドは金融サービスに関して豪州2001年会社法により必要とされる豪州金融サービス・ライセンスの取得が免除されています。PGIMリミテッドは英国法に基づきFCAの監督下にあり(登録番号：193418)、オーストラリア証券投資委員会のクラス・オーダー03/1009が適用されるためです。なお、英国法はオーストラリア法と異なります。南アフリカでは、PGIMインクが金融サービス・プロバイダーとして認可を受けています。(ライセンス番号：49012) カナダでは、情報開示基準であるNI 31-103における国際アドバイザー登録の免除に従い、PGIMインクは次の事項について通知しています。(1) PGIMインクはカナダにおいて登録されており、NI 31-103に基づくアドバイザー登録要件の免除に依存しています。(2) PGIMインクの所在地は米国ニュージャージー州です。(3) PGIMインクはカナダ国外に所在しており、全部または実質的に大部分の資産がカナダ国外にある可能性があるため、法的権利を行使することが困難な場合があります。(4) カナダ各州におけるPGIMインクの手続きの代理人の氏名および住所は次の通りです。ケベック州：Borden Ladner Gervais LLP, 1000 de La Gauchetière Street West, Suite 900 Montréal, QC H3B 5H4、ブリティッシュコロンビア州：Borden Ladner Gervais LLP, 1200 Waterfront Centre, 200 Burrard Street, Vancouver, BC V7X 1T2、オンタリオ州：Borden Ladner Gervais LLP, 22 Adelaide Street West, Suite 3400, Toronto, ON M5H 4E3、ノバスコシア州：Cox & Palmer, Q.C., 1100 Purdy's Wharf Tower One, 1959 Upper Water Street, P.O. Box 2380 - Stn Central RPO, Halifax, NS B3J 3E5、アルバータ州：Borden Ladner Gervais LLP, 530 Third Avenue S.W., Calgary, AB T2P R3.

© 2021 PFI and its related entities.

留意事項 2

資料はPGIMフィクト・インカムが市場動向に関する情報提供としてプロの投資家向けに作成した"CHINA HELPS GERMANY - AND THE EU - THROUGH THE WINTER OF THE SECOND WAVE"をPGIMジャパン株式会社が翻訳の上でレポートにしたものです。

本資料は、特定の金融商品の勧誘または販売を目的としたものではありません。過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。

本資料に記載されている市場動向等に関する意見等は本資料作成日時点でのPGIMフィクスト・インカムの見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。

本資料は、PGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した各種情報源から入手した情報に基づき作成していますが、情報の正確性を保証するものではありません。PGIMフィクスト・インカムは、米国SEC 登録投資顧問会社であるPGIM インクのパブリック債券運用部門です。

原文（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文（英語版）の内容が優先します。

当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

"Prudential"、"PGIM"、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国プルデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIMジャパン株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第392号
加入協会 一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会
PGIMJ79306