

2025年1月31日
欧州経済りそなホールディングス 市場企画部
渋谷 和樹

日米欧 Market View: 24年第4四半期ユーロ圏 GDP 統計

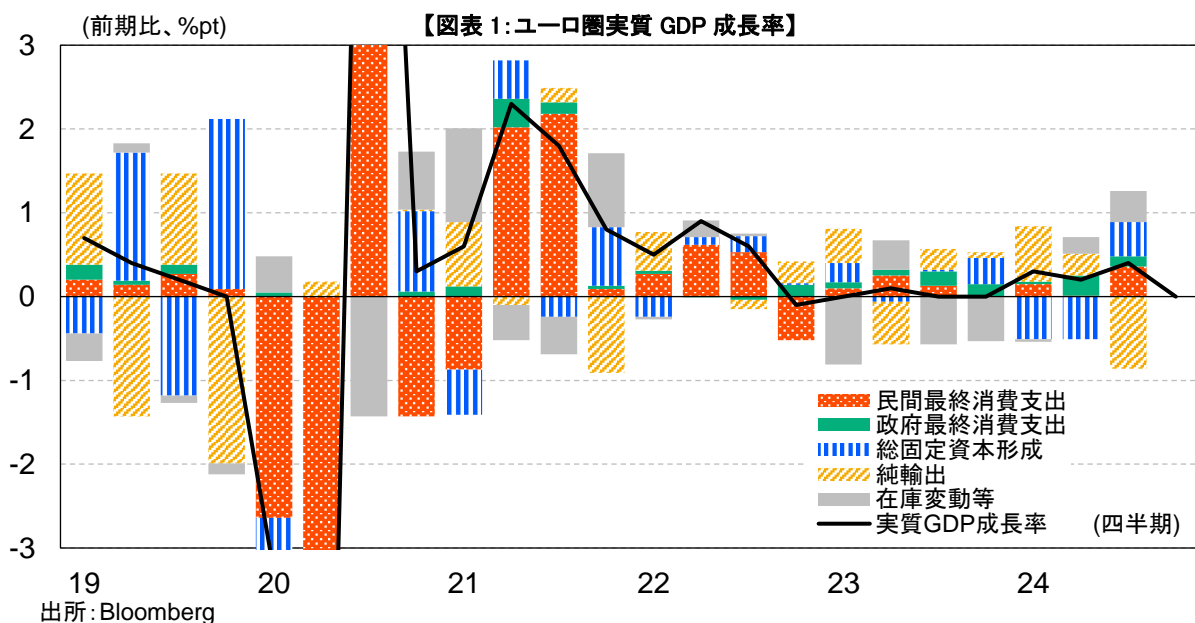
個人消費下支えも横ばい着地、ドイツやフランスは揃ってマイナス成長

要約

- 2024年第4四半期の実質 GDP は前期比 0.0%と前期から伸び率が減速した。
- 個人消費は足元停滞気味、設備投資は最悪期を脱したものの拡大局面には至らず、純輸出は実質輸出の低下が続くなか中国からの輸入増加やエネルギー価格高騰によって低迷する状況。
- ECB は個人消費主導での景気回復を見通すも、個人消費が弱含み景気回復が遅れるリスクや、貿易摩擦による経済成長の圧迫リスクなどに注意が必要か。

伸び率は前期から鈍化もマイナス成長は回避

1月30日にユーロ圏の2024年第4四半期 GDP 統計(速報値)が公表され、前期比 0.0%と前期から伸び率が減速し市場予想(前期比 0.1%)を下回ったが、マイナス成長は回避した(図表 1)。内訳の公表は確報値まで待たないとならないが、設備投資の回復が進まず、また外需が頭打ちとなるなか、個人消費の伸びが成長率を下支えした可能性が高い。また、国別にみると、イタリアやオーストリアが2期連続小幅マイナス成長でテクニカルリセッション、またドイツやフランスもマイナス成長となるなど主要国の経済活動が軒並み低調となるなか、スペインやポルトガルなど南欧の高成長がユーロ圏全体を下支えした(図表 2)。

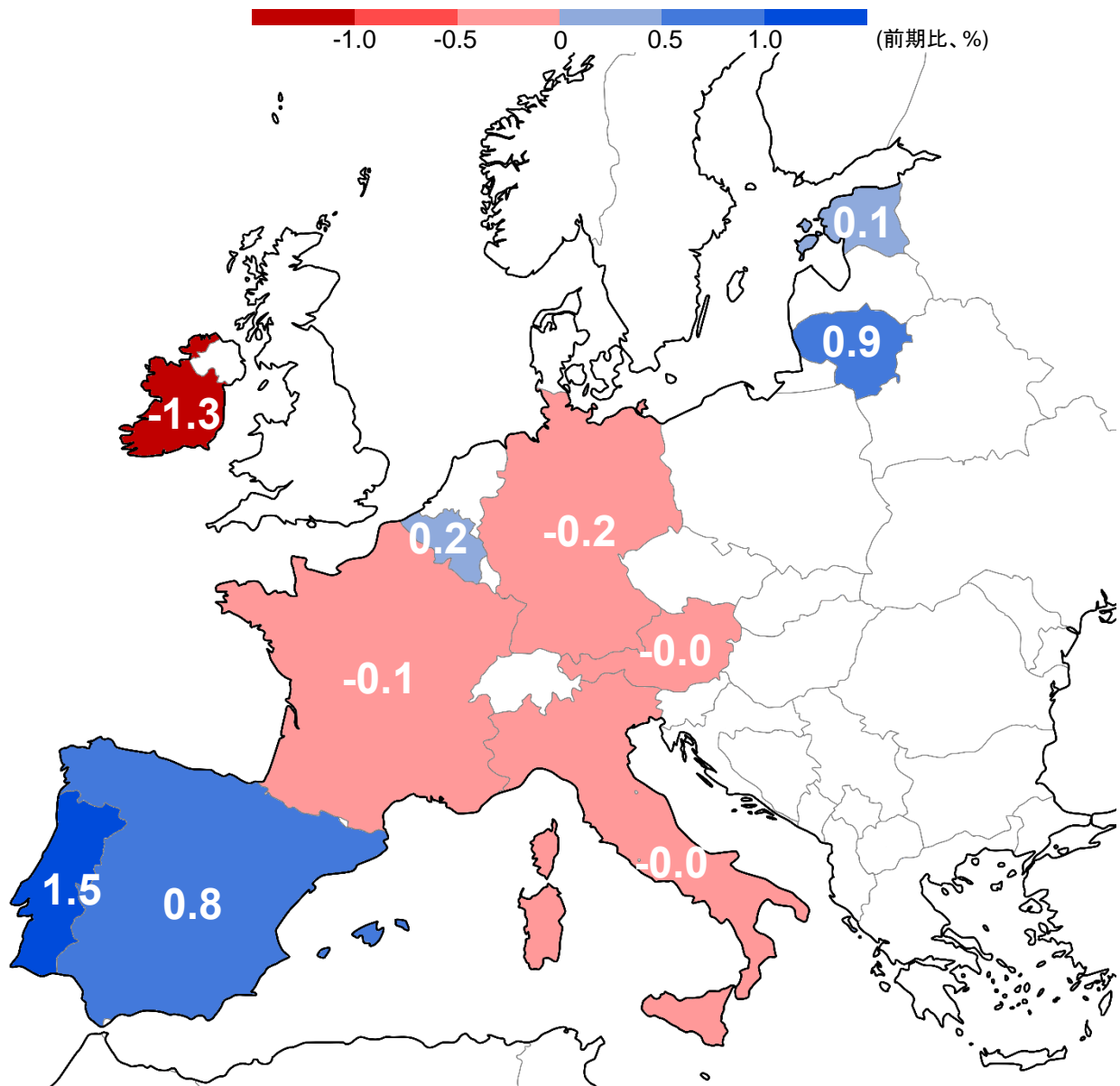


◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

【図表 2: 各国の実質 GDP 前期比】



出所: Bloomberg, eurostat, 白地図専門店

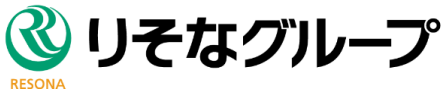
足元の景況感は幾分改善も予断許さず

足元の景況感を確認すると、1月24日に公表された総合 PMI は 50.2 と前月から小幅に改善し、好不況の分かれ目となる 50 を上回った(図表 3 左)。22 年のロシアによるウクライナ侵略以来、長らく低迷していた製造業の景況感が改善傾向を示したことが寄与したようだ。ただし、総合指数が 50 を上回ったとはいえ、サービス業指数は前月から低下、かつ製造業指数は依然として基準値の 50 を大幅に下回る活動縮小の状況であり予断を許さない状況が続いている。また、国別では、ドイツが基準値の 50 を回復するなど、これまで低迷が続いていたドイツやフランスの改善傾向が目立つものの、依然としてヨーロッパの南北で景況感が明確に異なる状況が続いている(図表 3 右)。

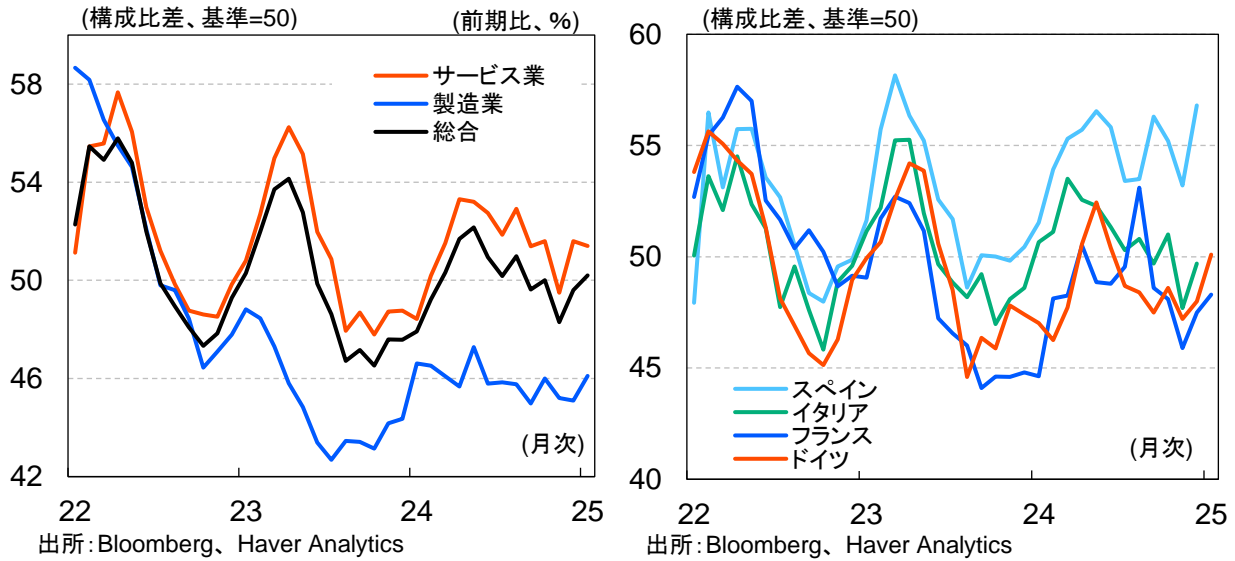
◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。



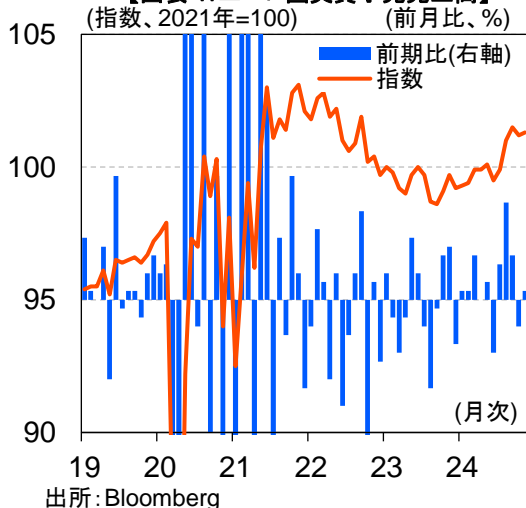
【図表 3: ユーロ圏 PMI(左: ユーロ圏全体、右: 主要国別総合)】



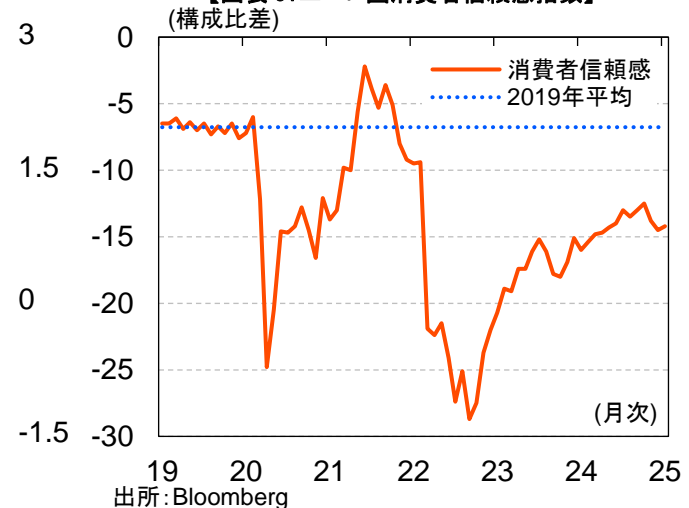
消費: 足元は停滞気味

1月9日に公表された11月小売売上高は前月比0.1%と市場予想(同0.3%)を下回った(図表4)。24年夏ごろはパリ五輪特需も影響して大きく伸びたが、秋以降足元にかけては消費の停滞感が強まっている。同様の傾向は消費者信頼感指数にもみられ、コロナ禍以前の水準には未だ到達していないながらも改善傾向を示してきた同指標だが、直近2カ月は足踏み状態となっている。名目賃金の大きな伸びとインフレ率の鈍化によって実質賃金は上昇しているが、政治・経済の不確実性が消費マインドを抑制している面は相応にあらう。

【図表 4: ユーロ圏実質小売売上高】



【図表 5: ユーロ圏消費者信頼感指数】



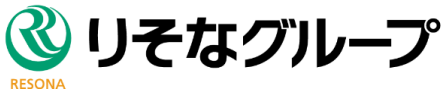
設備投資: 回復速度は鈍い

昨年6月以降の利下げ局面入りを受けて、徐々に金利低下の効果が経済に現れてくるフェーズではあるが、独仏の政治不透明感やトランプ米大統領の関税政策など下方リスクが目立つこともあり、企業は設備投資に対して慎重な姿勢を崩していないようだ。銀行貸出動向の調査によれば、24年に入ってから企業向けローンの需

◎注意事項

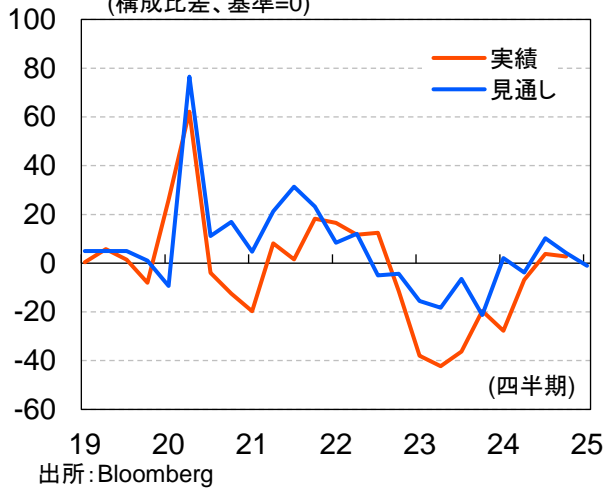
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

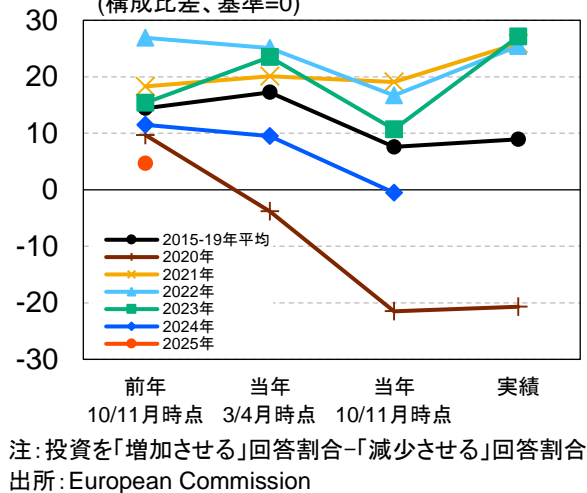


要は回復しつつあるが明確な拡大局面には至っておらず、見通しも横ばい圏内となっている(図表 6)。また、企業に対するアンケート調査でも同様の傾向が確認できる。「当年の設備投資を前年よりも増加させるか」という質問に対して「増加させる」と回答した企業の割合から「減少させる」と回答した企業の割合を差し引いて作成した指数は、24 年秋の調査では 25 年見通しが 4.7 と、例年と比較して低調な数字となっている (図表 8)。これらの結果からは、高金利環境が終了し企業の設備投資マインドは最悪期を脱したものの、近い将来の不確実性が大きいことなども影響しその回復速度は鈍くなっていることが示唆される。

【図表 6: 銀行貸出動向(企業向けローン需要変化)
(構成比差、基準=0)



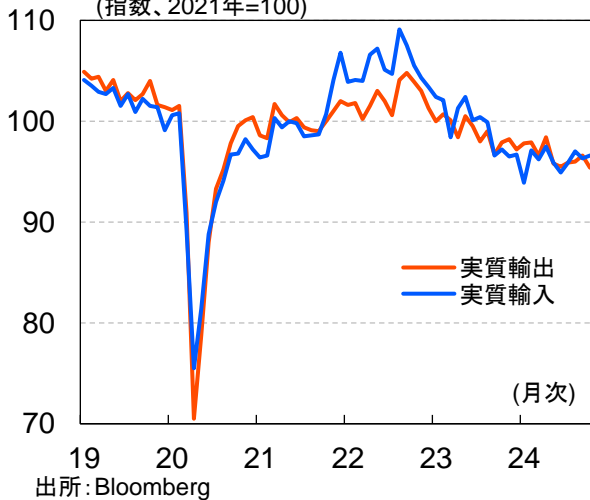
【図表 7: ユーロ圏製造業設備投資計画】
(構成比差、基準=0)



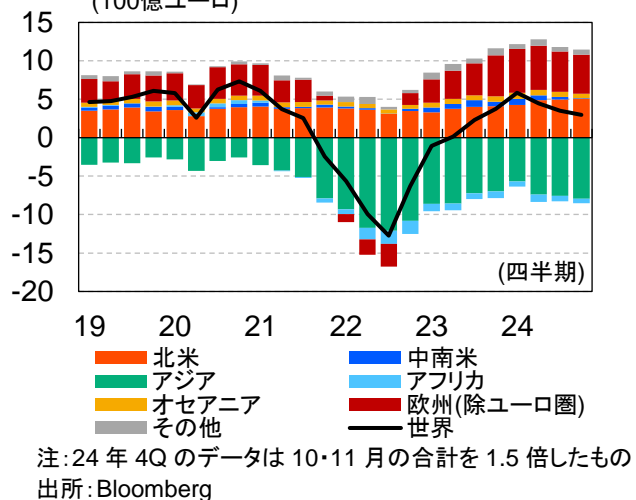
純輸出: 関税前の駆け込みで輸入が増加か

実質輸出入の動向を確認すると、実質輸出が低下を続ける一方で実質輸入は底打ちの動きがみられる(図表 8)。また、名目値である国際貿易収支でも 24 年に入ってから貿易黒字縮小の動きが続いており、要因としては、米国による追加関税措置がとられる前に中国が駆け込みで輸出を増加させている影響を一部受けていることが考えられる。また、足元で天然ガスの価格が上昇しており、欧州(除ユーロ圏)に対する貿易黒字が縮小している大きな原因だろう。

【図表 8: ユーロ圏実質輸出入】
(指数、2021年=100)



【図表 9: ユーロ圏国際貿易収支】
(100億ユーロ)



◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

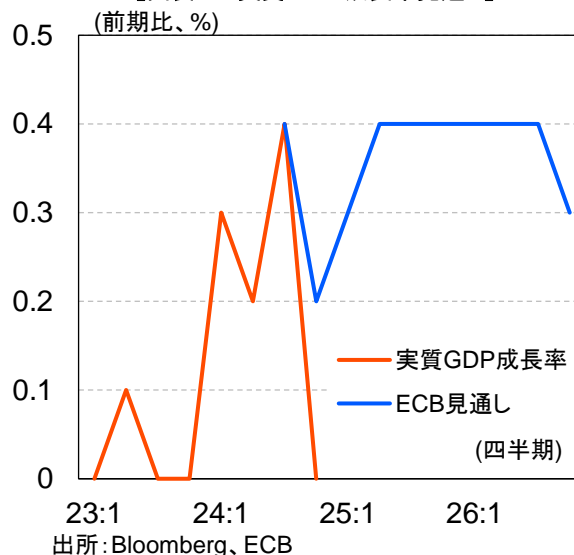
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

見通し：個人消費主導で回復も弱含みのリスクに注意

上記のように、ユーロ圏の経済成長は個人消費が下支えする格好となっており、ECBも個人消費主導での景気回復を見通している(図表 10)。しかし、実質賃金が上昇する一方で政治・経済の不確実性を受けて消費マインドが抑制されているとみられ、さらに今後名目賃金の上昇率が急速に鈍化すれば実質賃金の上昇も頭打ちになる可能性がある。そうなれば、ECBの描くような景気回復シナリオの実現が難しくなってしまうことも考慮に入れる必要がある。また、米国時間 27 日にトランプ米大統領が「中国は好き勝手やっているが、EU はもっとひどい。(米国から)自動車も農産物も買わない」と発言し、欧州に対して追加関税を課す意向を示したように、貿易摩擦の激化によって経済成長が圧迫される下方リスクが現実味を帯びてきている。

金利先物市場は、今回の GDP 統計公表を受けて、ECB の次回 3 月会合において 50bps の大幅利下げを 3 割程度織り込んでいる。筆者は、サービスインフレの高止まりが依然続いていることから直近会合における大幅利下げの可能性は考えにくいとみているが、景気回復が ECB の見通しよりも大幅に遅れるような場合、また米国からの追加関税により経済の下方リスクが顕現した場合などにおいては、利下げを前倒しで行う可能性や中立金利を下回る緩和的な水準までの利下げ継続などについても念頭におくべきだろう。

【図表 10: 実質 GDP 成長率見通し】



◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

■バックナンバー(直近発行レポート 50 本)

No	発行日	テーマ	タイトル
101	2024/10/30	日本経済	9月物価オルタナティブデータ～日経 CPINow
102	2024/10/30	日本経済	9月賃金オルタナティブデータ～HRog 賃金 Now
103	2024/11/1	欧州経済	ユーロ圏 GDP 統計
104	2024/11/1	日本株	日本株需給(10月21日～10月25日)
105	2024/11/5	日本株	日本株 10月セクター動向と11月見通し
106	2024/11/5	米国経済	10月ISM製造業景況感指数
107	2024/11/5	米国経済	10月雇用統計
108	2024/11/5	日本株, 米国株	11月日米株バリュエーション～日本: 中立、米国: 強気
109	2024/11/5	欧州経済	10月ユーロ圏物価動向
110	2024/11/8	米国経済	11月FOMC
111	2024/11/8	米国政治, 米国株	2024年米大統領選挙結果のマーケットへの影響
112	2024/11/11	日本株	日本株需給(10月28日～11月1日)
113	2024/11/11	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2024年11月)
114	2024/11/14	米国経済	10月CPI
115	2024/11/14	コモディティ	10月WTI原油先物価格
116	2024/11/14	豪州経済	11月豪州概況
117	2024/11/15	日本株	日本株需給(11月5日～11月8日)
118	2024/11/22	欧州経済	2024年第3四半期ユーロ圏賃金動向
119	2024/11/22	米国株, 日本株	エヌビディアの決算とマーケットへの影響 2025 3Q
120	2024/11/22	日本株	日本株需給(11月11日～11月15日)
121	2024/11/29	日本経済	10月物価オルタナティブデータ～日経 CPINow
122	2024/11/29	日本経済	10月賃金オルタナティブデータ～HRog 賃金 Now
123	2024/11/29	日本株	日本株需給(11月18日～11月22日)
124	2024/12/2	欧州経済	11月ユーロ圏物価動向
125	2024/12/2	日本株	日本株 11月セクター動向と12月見通し
126	2024/12/3	米国経済	11月ISM製造業景況感指数
127	2024/12/3	日本株, 米国株	12月日米株バリュエーション～日本: 中立、米国: 中立
128	2024/12/6	日本株	日本株需給(11月25日～11月29日)
129	2024/12/9	米国経済	11月雇用統計
130	2024/12/11	米国経済, 米国株	2025年のマーケット見通し～米国編
131	2024/12/13	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
132	2024/12/13	日本株	日本株需給(12月2日～12月6日)
133	2024/12/13	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2024年12月)
134	2024/12/19	米国経済	12月FOMC
135	2024/12/19	コモディティ	11月WTI原油先物価格
136	2024/12/20	日本株	日本株受給(12月9日～12月13日)
137	2024/12/20	日本経済, 日本株	2025年のマーケット見通し～日本編
138	2024/12/20	豪州経済	12月豪州概況
139	2024/12/27	日本株	日本株需給(12月16日～12月20日)
140	2024/12/27	日本株	日本株 12月セクター動向と1月見通し
141	2025/1/6	米国経済	12月ISM製造業景況感指数
142	2025/1/10	日本株	日本株需給(12月23日～12月27日)
143	2025/1/14	米国経済	12月米雇用統計
144	2025/1/15	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025年1月)
145	2025/1/20	日本株	日本株需給(1月6日～1月10日)
146	2025/1/20	コモディティ	12月WTI原油先物価格
147	2025/1/22	豪州経済	1月豪州概況
148	2025/1/24	日本株	日本株需給(1月14日～1月17日)
149	2025/1/27	日本株	日本株とESG投資～GPIF採用指数の視点から
150	2025/1/30	米国経済	1月FOMC

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。