

2025 年 5 月 1 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: 25 年第 1 四半期ユーロ圏 GDP 統計

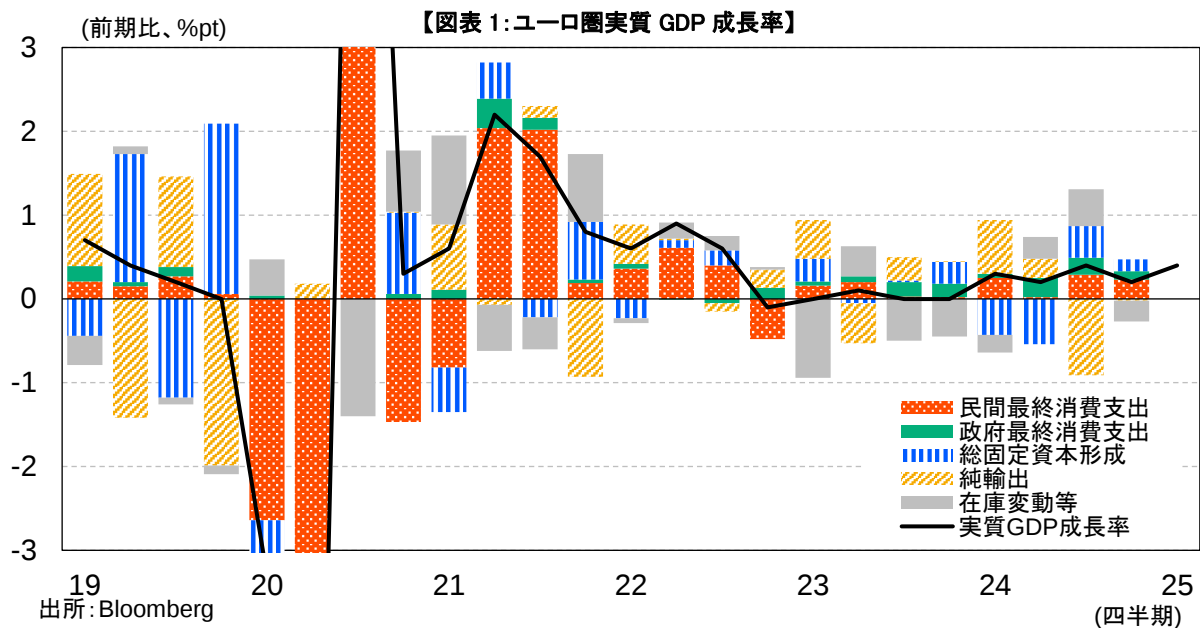
前期から成長加速も、駆け込み輸出や在庫増の影響が大きい

要約

- 2025 年第 1 四半期の実質 GDP は前期比 0.4%と前期から伸び率が加速した。
- 個人消費は足元停滞気味、設備投資は横ばい圏での推移が続くなか、純輸出はトランプ関税を前に米国への駆け込み輸出が増加したことで一時的に高い伸びとなった可能性が高い。
- ECB は個人消費主導での景気回復を見通すも、トランプ関税が経済に打撃を与える可能性が高まっていることには注意が必要。

伸び率は前期から加速、ドイツやフランスもプラス成長に回復

4 月 30 日にユーロ圏の 2025 年第 1 四半期 GDP 統計(速報値)が公表され、前期比 0.4%と前期から伸び率が加速し市場予想(前期比 0.2%)を上回った(図表 1)。内訳の公表は確報値まで待たないとならないが、個人の消費マインドが低迷する中、トランプ関税前の駆け込み輸出や企業の在庫積み増しなどが成長に寄与した可能性が高い。また、国別にみると、前期マイナス成長となった二大大国のドイツとフランスがプラス成長に回復したほか、スペインやアイルランドなどの高成長が当期も続いた(図表 2)。

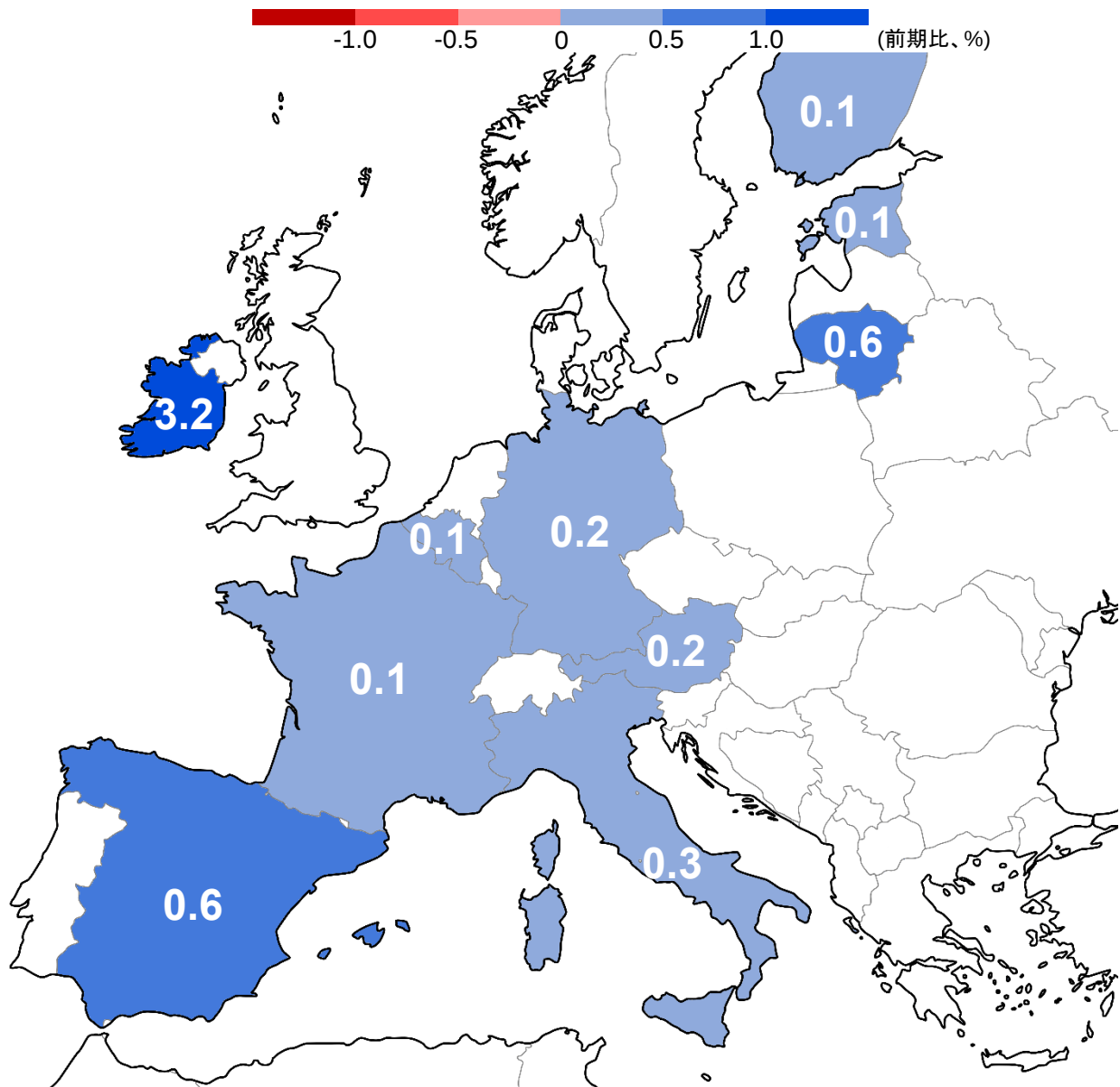


◎注意事項

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

足元の景況感是好不況の分かれ目付近を推移

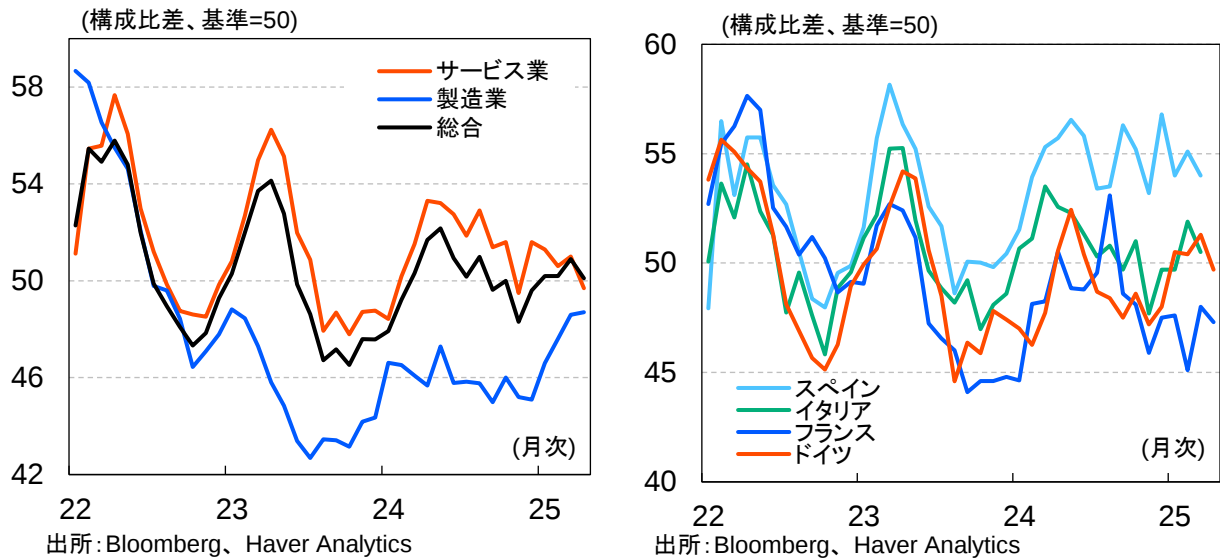
足元の景況感を確認すると、4月23日に公表された総合PMIは50.1と好不況の分かれ目となる50を上回ったものの、前月から悪化した(図表3左)。22年のロシアによるウクライナ侵略以来、長らく低迷していた製造業の景況感の改善傾向が続いている一方で、サービス業指数は弱含み、かつ製造業指数は回復傾向とはいえ依然として基準値の50を大幅に下回る活動縮小の状況であり予断を許さない状況が続いている。また、国別では、フランスの低迷が続くほか、ドイツが再び基準値の50を割れて下落するなど、依然としてスペインとその他で景況感が明確に異なる状況が続いている(図表3右)。

◎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。

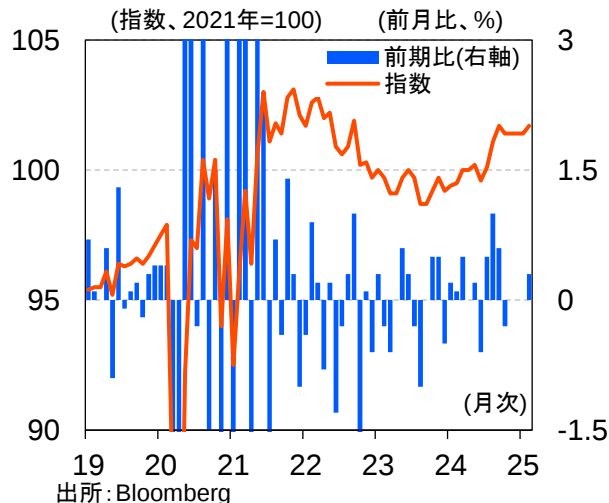
【図表 3: ユーロ圏 PMI(左: ユーロ圏全体、右: 主要国別総合)】



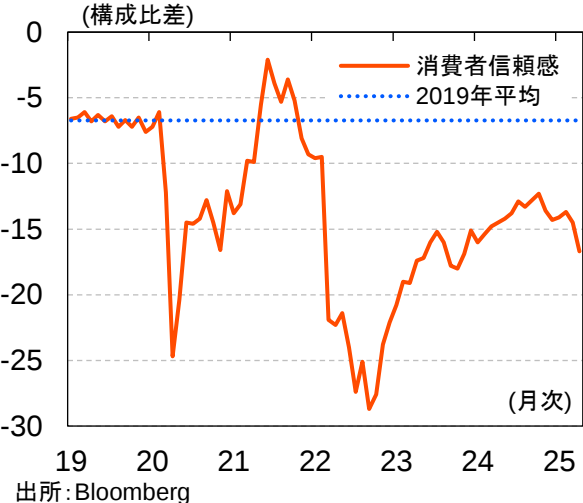
消費: マインドの低下が継続

4月7日に公表された2月小売売上高は前月比0.3%と市場予想(同0.5%)を下回ったが、昨年9月以来の前月比プラス成長となった(図表4)。しかし、昨年秋以降、ユーロ圏の個人消費は停滞感が強まっている。消費者のマインドを表す消費者信頼感指数を確認すると、昨年秋以降の下落傾向は足元まで継続している。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、トランプ関税をはじめとする政治・経済における大きな不確実性が消費マインドに影響していると考えられる。

【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】

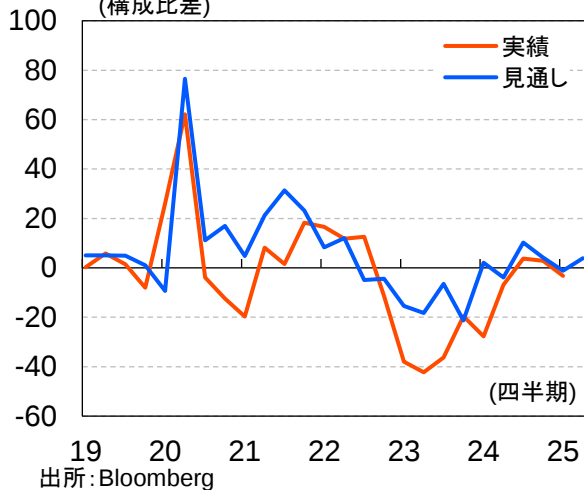


設備投資: 回復速度は鈍い

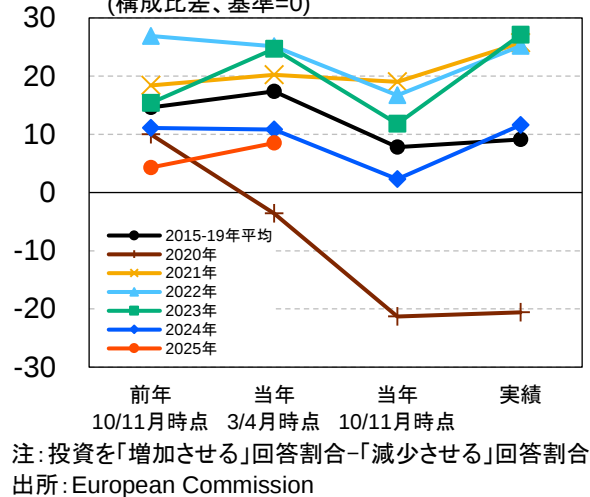
昨年6月以降の利下げ局面入りを受けて、徐々に金利低下の効果が経済に現れてくるフェーズではあるが、トランプ関税に対する先行き不透明感が大きく、企業は設備投資に対して慎重な姿勢を崩していないようだ。銀行貸出動向の調査によれば、24年以降、企業向けローンの需要は実績・見通しともに横ばい圏内での推移が

続いている(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、25 年春の調査では 25 年見通しが 8.5 と、前回調査に引き続き例年と比較して低調な数字となっている(図表 7)。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つつあるものの、トランプ関税など近い将来の大きな不確実性が企業の投資行動を抑制し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)



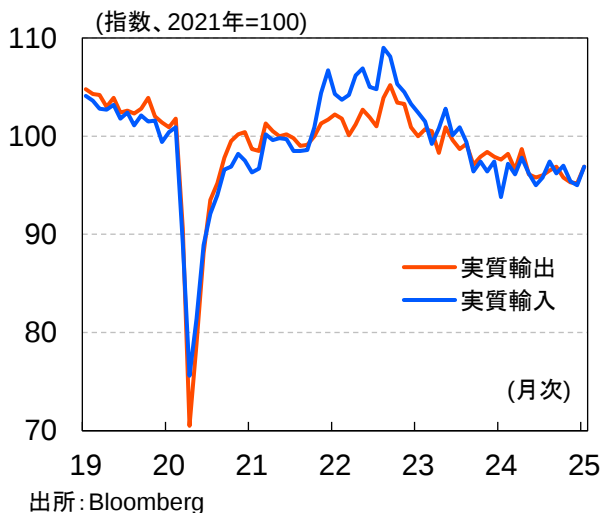
【図表 7: ユーロ圏製造業設備投資計画】
(構成比差、基準=0)



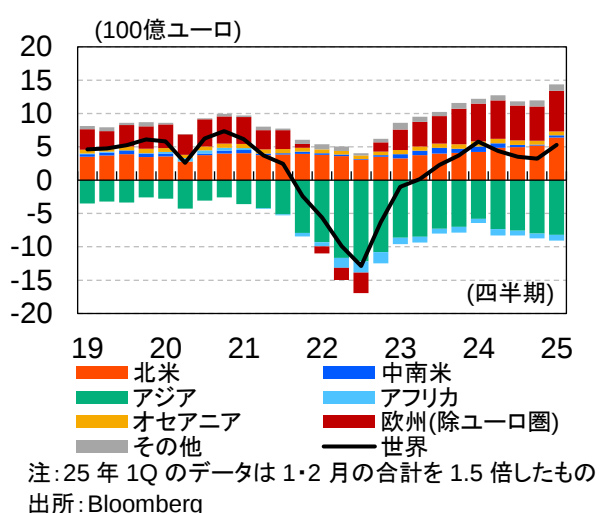
純輸出: 関税前の駆け込みで米国への輸出が増加

実質輸出入の動向を確認すると、輸出入ともに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 年以降続いていた貿易黒字縮小の動きに一服感がみられ、要因としては、トランプ関税の発動を前にした米国への駆け込み輸出の増加が考えられる。また、昨年末から上昇していた天然ガスの価格が落ち着いていることを受け、欧州(除ユーロ圏)からの輸入額が減少したことも大きな原因だろう。

【図表 8: ユーロ圏実質輸出入】



【図表 9: ユーロ圏国際貿易収支】



◎注意事項

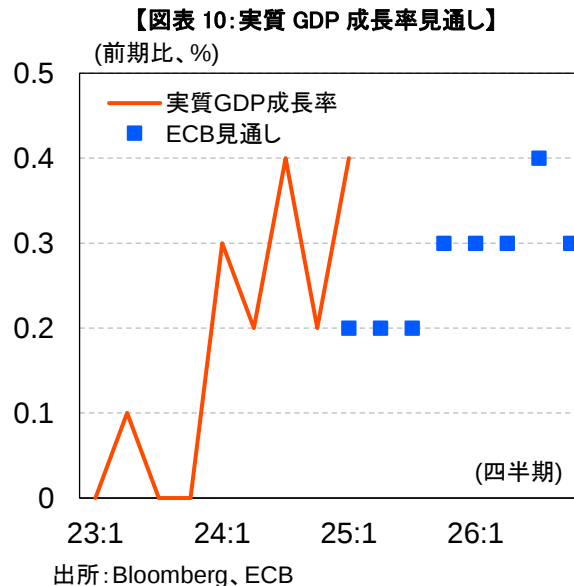
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

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を展望もトランプ関税次第の面が大きい

3月に公表されたECBの経済見通しでは、26年度にかけて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、実質賃金の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ろう。また、4月2日に発表された米国の相互関税においては、EUへの関税上乘せ分が10%と判明したが、合計で20%の関税付与は波及効果なども加味すればユーロ圏のGDPがおおよそ0.3%下押しされる(筆者推計による)ことから、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、米国の相互関税による経済下押しリスクを鑑みて、年末までに2回以上の利下げを織り込んでいる。筆者は、一部デールが成立し相互関税の影響が緩和されることを想定すれば次回6月会合での利下げで打ち止めとみている。ただし、関税の交渉が不調に終わった場合などは、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。



■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
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
151	2025/1/31	欧州経済	24 年第 4 四半期ユーロ圏 GDP 統計
152	2025/1/31	日本株	日本株需給(1/20～1/24)
153	2025/1/31	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
154	2025/2/3	日本株	日本株 1 月セクター動向と 2 月見通し
155	2025/2/3	日本株, 米国株	2 月日米株バリュエーション～日本：中立、米国：中立
156	2025/2/4	米国経済	1 月 ISM 製造業景況感指数
157	2025/2/4	欧州経済	25 年 1 月ユーロ圏物価動向
158	2025/2/7	日本株	日本株需給(1 月 27 日～1 月 31 日)
159	2025/2/13	米国経済	1 月米 CPI
160	2025/2/14	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025 年 2 月)
161	2025/2/14	コモディティ	25 年 1 月 WTI 原油先物価格
162	2025/2/17	日本株	日本株需給(2 月 3 日～2 月 7 日)
163	2025/2/25	日本株	日本株需給(2 月 10 日～2 月 14 日)
164	2025/2/27	欧州政治	2025 年 2 月ドイツ連邦議会選挙
165	2025/2/28	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 4Q
166	2025/2/28	豪州経済	25 年 2 月豪州概況
167	2025/3/3	日本株	日本株の 2 月セクター動向と 3 月見通し
168	2025/3/3	日本株	日本株需給(2 月 17 日～2 月 21 日)
169	2025/3/4	欧州経済	25 年 2 月ユーロ圏物価動向
170	2025/3/4	米国経済, 米国株	2 月 ISM 製造業景況感指数
171	2025/3/7	半導体, 米国株	日本株需給(2 月 25 日～2 月 28 日)
172	2025/3/7	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
173	2025/3/12	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025 年 3 月)
174	2025/3/13	米国経済	2 月米 CPI
175	2025/3/14	日本株	日本株需給(3 月 3 日～3 月 7 日)
176	2025/3/19	米国株	2025 年の米国株見通し(2025 年 3 月号)
177	2025/3/21	米国経済	3 月 FOMC
178	2025/3/24	日本株	日本株需給(3 月 10 日～3 月 14 日)
179	2025/3/28	日本株	日本株需給(3 月 17 日～3 月 21 日)
180	2025/4/1	日本株	日本株 3 月セクター動向と 4 月見通し
181	2025/4/4	日本株	日本株需給(3 月 24 日～3 月 28 日)
182	2025/4/4	米国経済, 日本株, 米国株	トランプ関税の影響整理と株価見通し
183	2025/4/10	米国経済, 米国株	トランプ関税の影響整理と株価見通し 2
184	2025/4/11	日本株	日本株需給(3 月 31 日～4 月 4 日)
185	2025/4/11	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025 年 4 月)
186	2025/4/11	米国経済	3 月米 CPI
187	2025/4/15	米国経済, 日本株, 米国株	トランプ関税の影響整理と株価見通し 3
188	2025/4/15	コモディティ	25 年 3 月 WTI 原油先物価格
189	2025/4/17	豪州経済	25 年 4 月豪州概況
190	2025/4/18	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
191	2025/4/18	日本株	日本株需給(4 月 7 日～4 月 11 日)
192	2025/4/22	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025 年 4 月)-特別号
193	2025/4/25	日本株	日米欧 Market View : 日本株需給(4 月 14 日～4 月 18 日)

◎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。