

2025 年 7 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: 25 年第 2 四半期ユーロ圏 GDP 統計

駆け込み輸出の反動減から成長は前期から減速

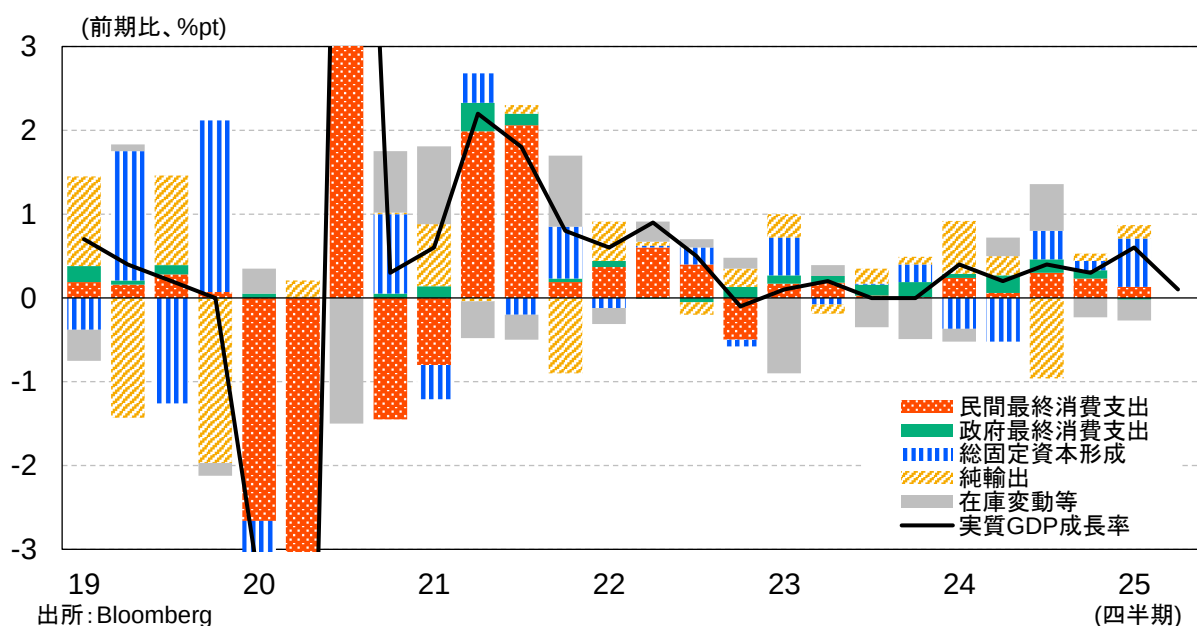
要約

- 2025 年第 2 四半期の実質 GDP は前期比 0.1%と前期から伸び率が減速した。
- 前期の駆け込み輸出の反動から輸出が減速し全体を下押しした一方、インフレ率鈍化の進展で実質購買力が回復したことを背景に個人消費が底堅く推移した可能性が高い。
- ECB は個人消費主導での景気回復を見通すも、15%で合意となった米相互関税がユーロ圏経済に与える影響を注視する必要がある。

伸び率は前期から減速もプラス成長を維持

7 月 30 日にユーロ圏の 2025 年第 2 四半期 GDP 統計(速報値)が公表され、前期比 0.1%と前期から伸び率が減速したが、市場予想(前期比 0.0%)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、米関税前の駆け込み輸出の反動から純輸出が低迷し全体を下押しする一方、インフレ率鈍化の進展で実質購買力が回復したことを背景とする個人消費の底堅さがプラスに寄与した可能性が高い。また、国別にみると、ドイツとイタリアがマイナス成長となったものの、フランスやスペインの高成長が補った格好となった(図表 2)。

【図表 1: ユーロ圏実質 GDP 成長率】

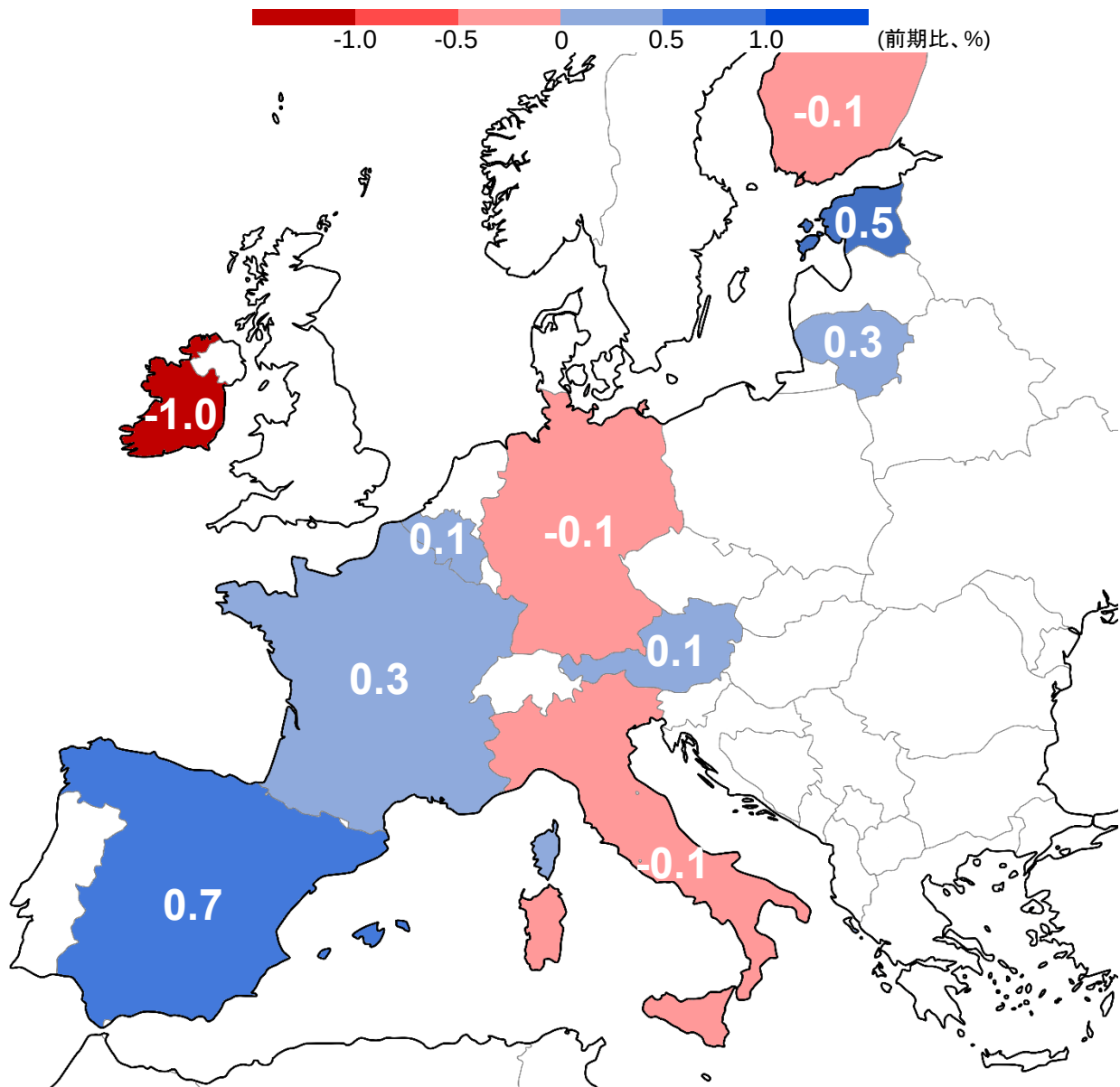


◎注意事項

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

足元の景況感は底堅く推移

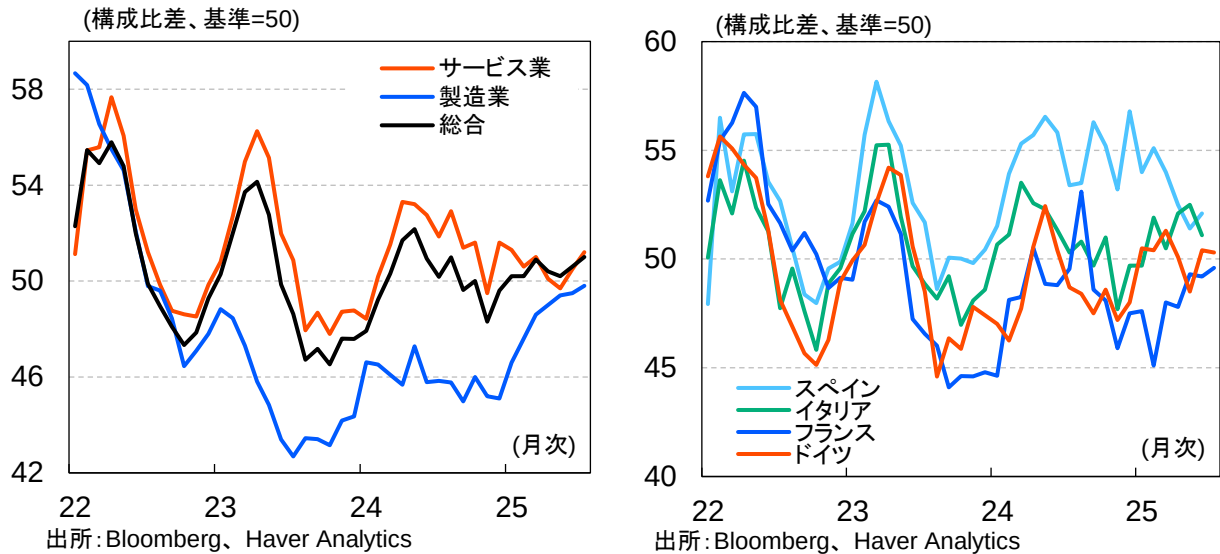
足元の景況感を確認すると、7月24日に公表された総合 PMI は 51.0 と、好不況の分かれ目となる 50 を上回り、前月から改善した (図表 3 左)。22 年のロシアによるウクライナ侵攻以来、長らく低迷していた製造業 PMI の改善傾向が続き、基準値の 50 に近づく水準まで持ち直しているうえ、サービス業 PMI は足元で弱含み傾向に一服感がみられる。国別では、昨年夏以来低迷していたフランスに改善がみられるほか、ドイツも底堅く推移している。依然として南欧諸国の方が景況感は相対的に良好だが、その差は徐々に縮小しつつある。(図表 3 右)。

◎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。

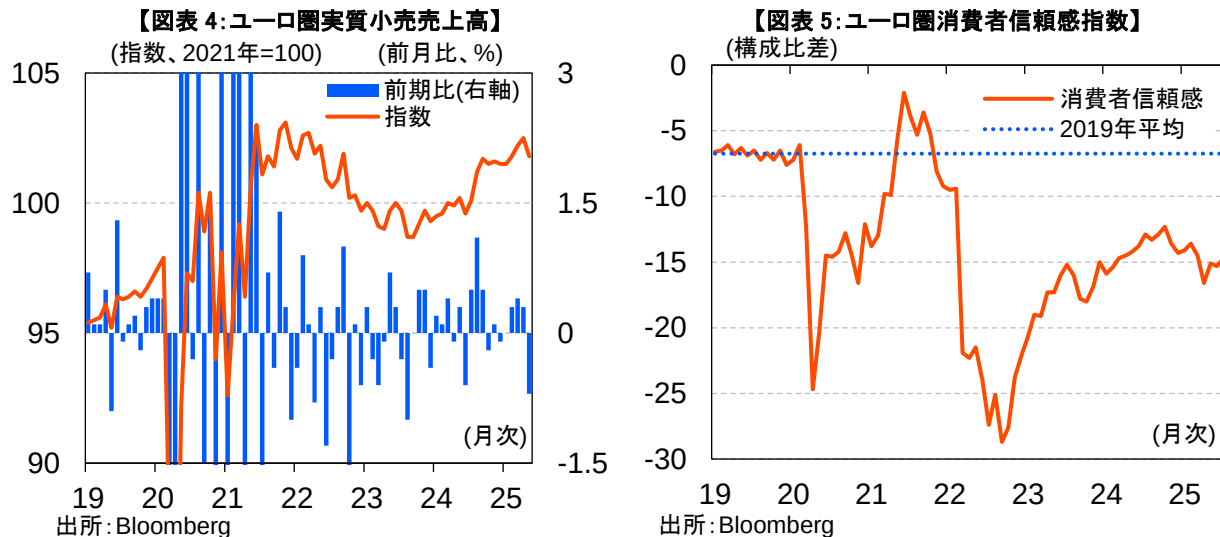
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

【図表 3: ユーロ圏 PMI(左: ユーロ圏全体、右: 主要国別総合)】



消費: マインドの低下は一服

7月7日に公表された5月小売売上高は前月比▲0.7%と市場予想(同▲0.6%)を小幅に下回ったが、4月にイースター休暇があった反動などが影響したとみられる(図表4)。昨年秋以降、ユーロ圏の個人消費は停滞感が強まっていたが、消費者マインドを表す消費者信頼感指数を確認すると、足元では下落傾向が一服している(図表5)。トランプ関税をはじめとする政治・経済での不確実性がやや後退し、加えてインフレ率の鈍化を背景とした実質購買力の回復が、消費者心理の下支えになっていると考えられる。



設備投資: 関税影響を見極めつつ徐々に拡大か

昨年6月以降の計8回に及ぶ利下げを受けて、徐々に金利低下の効果が経済に現れてくるフェーズにあるが、米関税に対する先行き不透明感から、企業は設備投資に対して慎重な姿勢を維持している。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)。27日の米欧関税合意を受け、不透明感がやや後退するなか、今後は企業業績への影響を見極めつ

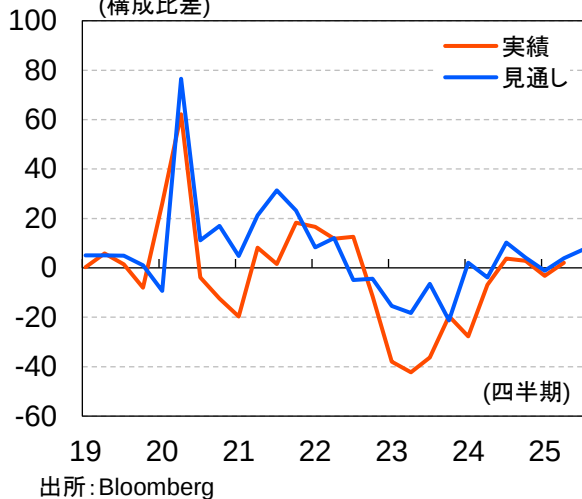
◎注意事項

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。

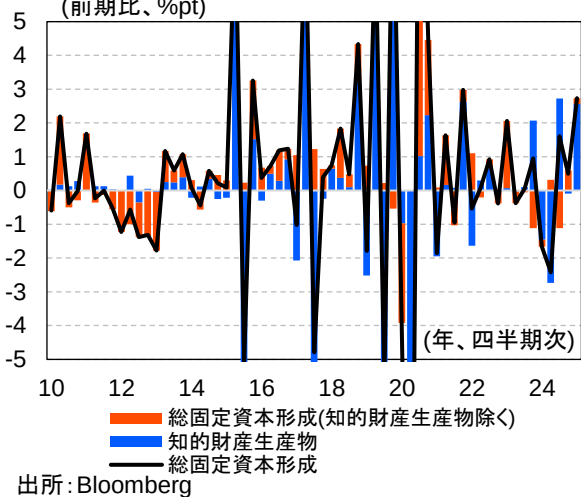
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

つ、設備投資を段階的に再開・拡大していく展開が想定される。また、近年の総固定資本形成は、R&D やソフトウェア投資などをはじめとした知的財産生産物の振れに大きく影響を受けやすい構造にある(図表 7)。25 年第 1 四半期には、総固定資本形成が前期比 2.7%と大きく上昇したが、これは知的財産生産物が同 11.8%と急増したことが主因となった。25 年第 2 四半期には、その反動により、多国籍企業が多く拠点を置くアイルランドの GDP が前期比▲1.0%と大幅に減少し、ユーロ圏全体の固定資本形成もこの影響を受け、横ばいないしは小幅な増加にとどまったものと考えられる。

【図表 6: 銀行貸出動向(企業向けローン需要変化)
(構成比差)



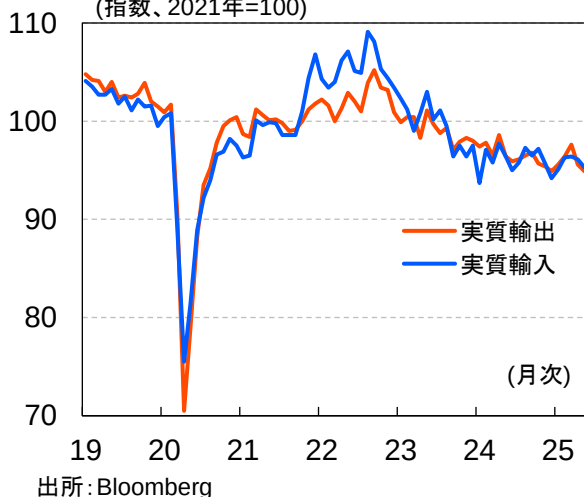
【図表 7: ユーロ圏総固定資本形成寄与度
(前期比、%pt)



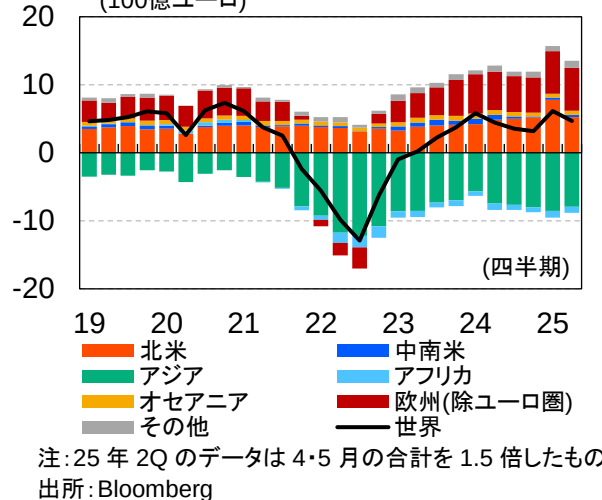
純輸出: 駆け込み輸出の反動減も思いのほか底堅い

実質輸出入の動向を確認すると、実質輸出は 3 月にかけて増加した後、4~5 月は減少に転じている(図表 8)。また、名目値である国際貿易収支でも、25 年第 1 四半期に一時的に拡大していた対北米黒字が、第 2 四半期には以前の水準に戻った(図表 9)。これらは、米関税発動を見越した米国への駆け込み輸出の反動とみられる。ただし、駆け込みで増加していた分を踏まえれば、米国向け輸出は大きく落ち込んでもおかしくはなかったが、現在のところは以前と同程度の水準を維持しており、輸出の底堅さもうかがえる。

【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を展望も、相互関税が経済に与える影響は引き続き注視が必要

6月に公表されたECBの経済見通しでは、27年にかけてインフレ率の鈍化を背景とした実質購買力の回復を通じて、個人消費主導で景気回復していく姿を想定している(図表10)。もっとも、このようなシナリオは外部環境の安定が前提であり、通商政策を巡る動向には注意が必要だ。7月27日に発表された米欧の貿易合意においては、EUに対する相互関税率が15%になることが決定したが、この水準の関税賦課は波及効果なども加味すればユーロ圏のGDPがおおよそ0.2%下押しされる(筆者推計による)。したがって、相対的には他国比で良い条件での合意となったことは事実だが、経済に相応の下押し圧力がかかることも念頭に置くべきだろう。

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1回の利下げをおおよそ8割の確率で織り込んでいる。筆者は、相互関税率が15%の場合は、財政拡張による先行きの景気下支え効果なども加味すれば追加利下げは不要とみている。ただし、企業業績が予想よりも大幅に悪化することなどによって景気やインフレ率に顕著な下押し圧力が掛かるおそれが高まった場合には、利下げを含む追加的な金融緩和措置を講じる余地があるとみられる。

【図表10: ECBの実質GDP成長率見通し】

	実質GDP 成長率	民間最終 消費支出	政府最終 消費支出	総固定 資本形成	輸出	輸入
2024Q1	0.4	0.2	0.1	-0.4	0.5	-0.8
2024Q2	0.2	0.1	0.2	-0.5	2.0	1.7
2024Q3	0.4	0.3	0.2	0.3	-1.5	0.4
2024Q4	0.3	0.2	0.1	0.1	-0.1	-0.3
2025Q1	0.6	0.1	0.0	0.6	2.2	2.0
2025Q2	0.1	0.2	0.4	0.4	0.1	0.5
2025Q3	-0.1	0.3	0.3	0.5	-2.5	-1.8
2025Q4	0.3	0.3	0.3	1.2	0.8	0.9
2026Q1	0.3	0.3	0.3	0.0	1.0	0.9
2026Q2	0.4	0.3	0.3	0.2	0.9	0.9
2026Q3	0.4	0.3	0.3	0.4	0.8	0.8
2026Q4	0.4	0.3	0.3	0.5	0.7	0.7
2027Q1	0.3	0.3	0.2	0.5	0.5	0.6
2027Q2	0.3	0.3	0.2	0.5	0.6	0.6
2027Q3	0.3	0.3	0.2	0.5	0.6	0.6
2027Q4	0.3	0.3	0.2	0.4	0.6	0.6

注：赤字は実績値。出所：Bloomberg、ECB

◎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
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)
194	2025/5/1	日本株	日本株4月セクター動向と5月見通し
195	2025/5/1	欧州経済	25年第1四半期ユーロ圏 GDP 統計
196	2025/5/7	欧州経済	25年4月ユーロ圏物価動向
197	2025/5/7	日本株	日本株需給(4月21日～4月25日)
198	2025/5/7	米国経済, 米国株	4月ISM製造業景況感指数
199	2025/5/7	米国経済	4月雇用統計
200	2025/5/8	米国経済	5月FOMC
201	2025/5/13	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025年5月)
202	2025/5/13	日本株	日本株需給(4月28日～5月2日)
203	2025/5/13	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 4
204	2025/5/14	米国経済	4月米CPI
205	2025/5/16	日本株	日本株需給(5月7日～5月9日)
206	2025/5/20	豪州経済	25年5月豪州概況
207	2025/5/23	日本株	日本株需給(5月12日～5月16日)
208	2025/5/26	欧州経済	25年第1四半期ユーロ圏賃金動向
209	2025/5/28	コモディティ	25年4・5月WTI原油先物価格
210	2025/5/29	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 FY2026 1Q
211	2025/5/30	日本株	日本株需給(5月19日～5月23日)
212	2025/6/3	日本株	日本株5月セクター動向と6月見通し
213	2025/6/3	米国経済	5月ISM製造業景況感指数
214	2025/6/4	欧州経済	25年5月ユーロ圏物価動向
215	2025/6/5	米国株	米国株5月レビューと6月見通し
216	2025/6/6	日本株	日本株需給(5月26日～5月30日)
217	2025/6/6	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
218	2025/6/10	米国経済	5月雇用統計
219	2025/6/13	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025年6月)
220	2025/6/13	日本株	日本株需給(6月2日～6月6日)
221	2025/6/13	米国経済	5月米CPI
222	2025/6/19	米国経済	6月FOMC
223	2025/6/19	豪州経済	25年6月豪州概況
224	2025/6/20	日本株	日本株需給(6月9日～6月13日)
225	2025/6/24	米国株, 日本株	ROE 分解からみえる米ハイテク株の優位性
226	2025/6/26	コモディティ	25年5・6月WTI原油先物価格
227	2025/6/27	日本株	日本株需給(6月16日～6月20日)
228	2025/7/1	日本株	日本株6月セクター動向と7月見通し
229	2025/7/2	米国経済, 米国株	6月ISM製造業景況感指数と米国株見通し
230	2025/7/2	欧州経済	25年6月ユーロ圏物価動向
231	2025/7/4	米国経済	6月雇用統計
232	2025/7/4	日本株	日本株需給(6月23日～6月27日)
233	2025/7/11	日本株	日本株需給(6月30日～7月4日)
234	2025/7/16	米国経済	6月米CPI
235	2025/7/17	豪州経済	25年7月豪州概況
236	2025/7/18	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly (2025年7月)
237	2025/7/18	日本株	日本株需給(7月7日～7月11日)
238	2025/7/25	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
239	2025/7/25	日本株	日米関税交渉と日本株バリュエーション
240	2025/7/28	日本株	日本株需給(7月14日～7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。