

2024年5月1日 全5頁

# ユーロ圏はテクニカルリセッションを脱出

1-3 月期 GDP は前期比+0.3%、市場予想から上振れ

ロンドンリサーチセンター シニアエコノミスト 橋本 政彦

## [要約]

- ユーロ圏の2024年1-3月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比+0.3%と、3四半期ぶりのプラス成長に転じた。これによって、ユーロ圏は2023年後半に陥ったテクニカルリセッションを脱したことになる。プラス成長への転換は想定通りだが、プラス幅は市場予想（Bloomberg調査、同+0.1%）を上回り、ポジティブな結果であった。
- 国別では、速報段階で成長率が公表される10カ国全てがプラス成長となった。成長が一部の国に偏ったものではなく多くの国に広がっている点も、ヘッドラインの上振れに加えて好材料である。なお、主要4カ国（ドイツ、フランス、イタリア、スペイン）の全てが市場予想を上回る結果となったこともポジティブサプライズである。
- 4-6月期に入ってからユーロ圏経済の動向に関して、景況感指数（総合、欧州委員会発表）を確認すると、4月は前月差▲0.6ptと2カ月ぶりの低下に転じ、低調なスタートとなった。もっとも、ユーロ圏経済を取り巻く環境は着実に改善しつつある。インフレ率の鈍化によって実質賃金は増加に転じており、これは所得と消費者マインドの両面から個人消費を押し上げるとみられる。
- ECBは2024年6月にも利下げを開始する可能性が高く、借入コストの低下は、個人消費や投資を後押しすることになろう。ユーロ圏経済は、年後半にかけて成長ペースが緩やかに加速していくという従来の見通しに変更はない。

## 主要国の成長率は軒並み市場予想を上回る

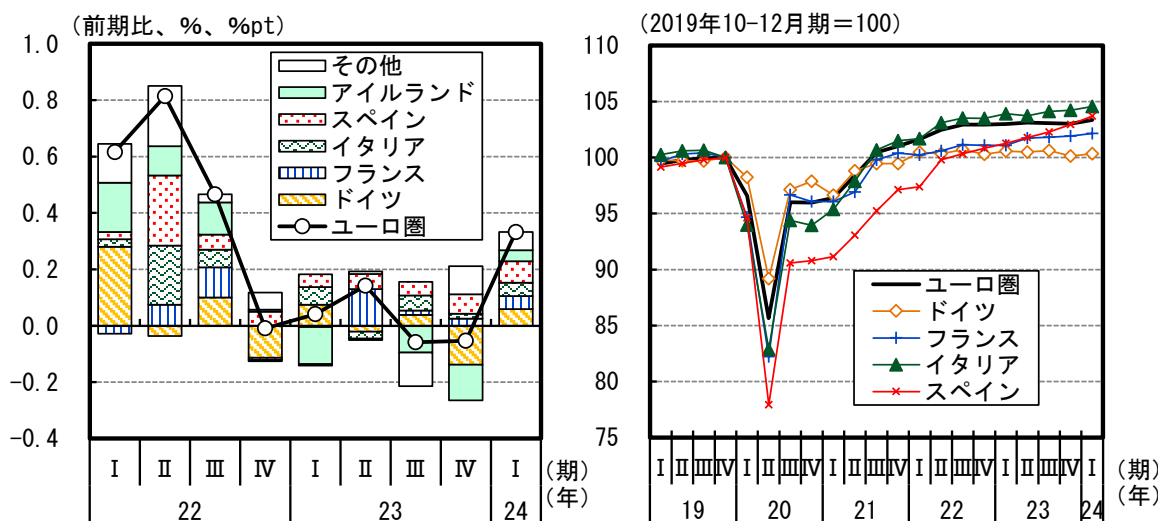
ユーロ圏の2024年1-3月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比+0.3%と、3四半期ぶりのプラス成長に転じた。これによって、ユーロ圏は2023年後半に陥ったテクニカルリセッションを脱したことになる。プラス成長への転換は事前に予想されていた通りの結果である。しかし、プラス幅が市場予想（Bloomberg調査、同+0.1%）を上回り、2022年7-9月期以来の高い伸びとなったことは想定外であり、ポジティブな結果であった。

発表されたユーロ圏各国の成長率では、速報段階で成長率が公表される10カ国全てがプラス成長となった。成長が一部の国に偏ったものではなく多くの国に広がっている点も、ヘッドラインの上振れに加えて好材料といえる。

成長率を具体的に見ていくと、アイルランドが前期比+1.1%と最も高い伸びとなったが、これは2023年1-3月期から4四半期連続で続いたマイナス成長、しかも2023年10-12月期には同▲3.4%と大幅に落ち込んだことからの反動とみられる。次いでラトビア、リトアニアが同+0.8%、スペイン、ポルトガルが同+0.7%と相対的に高め伸びとなった。ただし、スペイン以外の国は経済規模が小さいため、ユーロ圏全体の成長率押し上げへの寄与は限定的である。一方、イタリア、ベルギーは同+0.3%、ドイツ、フランス、オーストリアは同+0.2%となり、経済規模が大きい国の成長率は総じて小幅なものとなった。

なお、個別国の結果を市場予想と比べると、主要4カ国（ドイツ、フランス、イタリア、スペイン）の全てで市場予想（Bloomberg調査、ドイツ：前期比+0.1%、フランス：同+0.1%、イタリア：同+0.1%、スペイン：同+0.4%）を上回った。ドイツ、イタリアでは前期の実績が下方修正されているという点はやや割り引いて見る必要があるが、主要国の成長率が軒並み上振れたこともポジティブサプライズである。

図表1 ユーロ圏実質GDP成長率の国別寄与（左）、ユーロ圏と主要国の実質GDP水準（右）



(出所) Eurostat より大和総研作成

## フランスでは個人消費が加速、スペインは投資が好調

ユーロ圏全体の需要項目別の内訳は速報段階で明らかになっていないため、以下では内訳が明らかになっているフランスとスペインの需要項目別の動きを見ていく。

フランスの実質 GDP 成長率は前期比+0.2%となり、前期（同+0.1%）から成長ペースが加速した。前期に減少していた国内最終需要が増加に転じたことが全体を押し上げた。一方、外需（純輸出）の寄与度は+0.0%pt と前期（+1.0%pt）から縮小したが、これは輸入の増加が原因であり、輸出の伸びが前期から加速している点を踏まえれば、数字ほどに内容は悪くない。

需要項目別に内訳を詳細に見ていくと、個人消費は前期比+0.4%と増加ペースが前期（同+0.2%）から加速した。サービス消費が同+0.7%と、前期（同+0.8%）に引き続き堅調だったことが全体を押し上げた。中でも、輸送サービス（同+2.1%）、宿泊・外食サービス（同+1.5%）の伸びが前期から加速しており、娯楽関連の好調さがサービス消費の押し上げに寄与している。財消費については前期比+0.1%と小幅な伸びに留まった。前期の減少からの反動に加えて、インフレ率の低下が追い風となり、食料品（同+0.5%）、エネルギー（同+0.7%）が増加に転じた一方、新車販売の低調さから輸送用機械が同▲3.5%と減少に転じたことが全体の足を引っ張った。

総固定資本形成は前期比+0.3%と 3 四半期ぶりの増加に転じた。輸送用機械（同+1.5%）、資本財（同+0.2%）などの機械投資が増加に転じたことに加え、情報サービス関連が同+2.2%と好調だった。ただし、不動産サービスについては同▲8.6%と前期から減少幅が拡大し、建設投資は小幅ながら同▲0.1%と 5 四半期連続で減少するなど、一部では引き続き弱さが見られる。

外需に関して、輸出は前期比+0.5%と、2 四半期連続で増加し、増加幅は前期（同+0.4%）から拡大した。農作物輸出が同+14.9%と急増したことなどから財輸出が好調だった。また、サービス輸出についても同+0.1%と小幅ながら増加に転じている。輸入は前期比+0.2%となり、3 四半期ぶりの増加に転じた。石油製品および輸送用機器の増加が押し上げに寄与する一方で、資本財の輸入は減少が続いたことで、輸入全体の伸びは小幅に留まっている。

スペインの実質 GDP 成長率は前期比+0.7%と前期と同程度の伸びとなり、堅調さを維持する結果となった。成長率の内訳を見ると、内需寄与度が+0.2%、外需寄与度が+0.5%と、外需による押し上げが大きい。ただし、内需の中では、在庫投資の寄与度がマイナス（▲0.2%pt）となっており、在庫を除いた国内最終需要は前期からむしろ加速している。内需も必ずしも弱いわけではない。

個別の需要項目を見ていくと、個人消費は前期比+0.3%と、前期と同程度の伸びとなった。だが、政府消費は同▲1.0%と 7 四半期ぶりの減少に転じており、官民合わせた消費支出全体では前期から横ばいとなっている。

一方で、総固定資本形成は前期比+2.6%と 3 四半期ぶりの増加に転じており、これが国内最終需要を押し上げた。内訳では、機械・設備・武器システム等（同+3.7%）が 2 四半期ぶりの増加となったほか、建設投資（同+3.0%）が 3 四半期ぶりの増加に転じた。知的財産生産物（同

▲0.3%)については、マイナス幅が縮小しつつも2四半期連続で減少しており低調である。

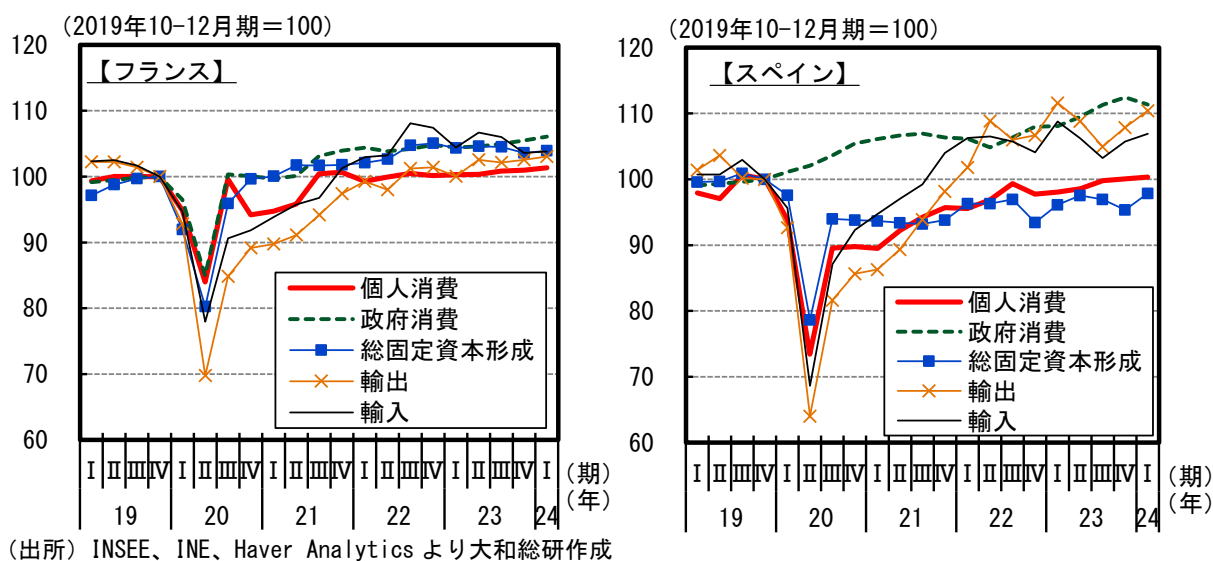
外需（純輸出）に関して、輸出は前期比+2.4%、輸入は同+1.1%と、いずれも2四半期連続で増加したものの、輸出、輸入ともに増加率は前期から縮小した。輸出の内訳を見ると、財輸出が同▲1.7%と2四半期連続で減少する一方、サービス輸出が同+11.1%と大幅に増加したことで輸出全体としては増加を維持する形となっている。サービス輸出のうち、非居住者による支出が同+19.0%と急増しており、インバウンドの好調さが輸出の増加に大きく寄与したことが見て取れる。輸入についても、財輸入が同▲0.3%、サービス輸入が同+6.8%と、サービスの増加が全体を押し上げる構図は輸出と同様である。やはり、居住者による海外での支出（アウトバウンド）が同+20.4%と大幅に増加したことがサービス輸入を押し上げており、人の移動の活発化が貿易全体を押し上げた。

なお、実質 GDP 成長率が前期比+0.2%とプラスに転じたドイツについては、まだ需要項目別の詳細が公表されていないものの、ドイツ連邦統計局によれば、建設投資および輸出の増加が押し上げ要因になったという。他方、個人消費については前期から減少したと報告されている。

また、前期比+0.2%となったイタリアに関して、イタリア国家統計局によれば、在庫投資の減少によって内需寄与度がマイナスとなる一方、外需寄与度はプラスであった。また、産業別では、農林水産業、鉱工業、サービス業がそろって増加した。

需要項目別の動向は国によって異なるが、現時点で手に入る情報を総合すると、1-3月期は外需、および総固定資本形成がユーロ圏全体でもプラス寄与になるとみられる。他方、個人消費についてはドイツで減少したことに鑑みると、大幅な増加は期待し難い。

図表2 フランスとスペインの実質 GDP の需要項目別推移



## インフレ率の鈍化、利下げ開始で年後半にかけて成長ペースは加速

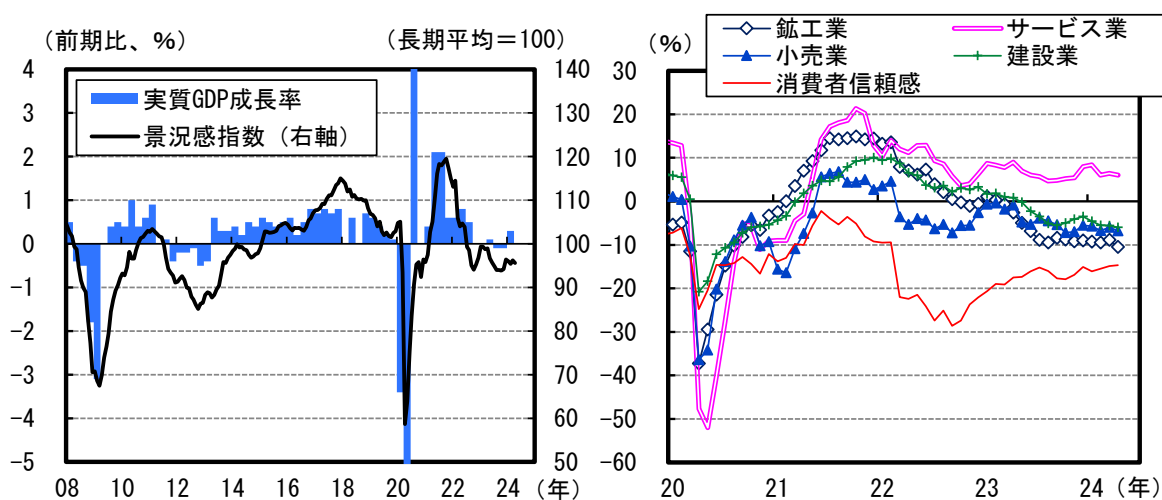
4-6 月期に入ってからユーロ圏経済の動向に関して、景況感指数（総合、欧州委員会発表）を確認すると、4 月は前月差▲0.6pt の 95.6 となり、改善を見込んでいた市場予想（Bloomberg 調査：96.7）に反して 2 ヶ月ぶりの低下に転じた。4 月の指数の水準は、マイナス成長であった 2023 年 7-9 月期平均（94.3）、10-12 月期平均（94.8）を上回っているものの、2024 年 1-3 月期平均（95.9）を下回っており、4-6 月期は低調なスタートとなった。

景況感指数の内訳を見ると、消費者信頼感が前月差+0.2pt と 3 ヶ月連続で上昇し、緩やかな改善傾向が続いたものの、企業関連の四系列が前月から低下し全体を押し下げた。建設業（同▲0.4pt）が 4 ヶ月連続で低下したことに加え、鉱工業（同▲1.6pt）、小売業（同▲0.8pt）、サービス業（同▲0.4pt）はいずれも 2 ヶ月ぶりの低下に転じた。特に減少幅が大きかった鉱工業の指数の水準は、2020 年 7 月以来の低さとなっており、企業部門の中でもとりわけ製造業の軟調さが全体の足を引っ張っている。

もっとも、ユーロ圏経済を取り巻く環境は着実に改善しつつある。インフレ率の鈍化によって実質賃金は増加に転じており、これは所得と消費者マインドの両面から個人消費を押し上げるとみられる。景況観指数が示唆するように、企業部門、とりわけ製造業については当面、弱い動きが想定されるが、個人消費の回復が続けば、それは徐々に企業部門へも波及することが期待される。

また、ユーロ圏の HICP（消費者物価指数）は 2024 年 4 月時点（速報値）で前年比+2.4%と、ECB の目標である 2%に近づいており、ECB は 2024 年 6 月にも利下げを開始する可能性が高い。先行きの利下げペースについては不透明だが、利下げサイクル開始による借入コストの低下は、個人消費や投資を後押しすることになる。ユーロ圏経済は、年後半にかけて成長ペースが緩やかに加速していくという従来の見通しに変更はない。

図表 3 ユーロ圏の景況感指数と実質 GDP 成長率（左）、景況感指数の内訳（右）



(出所) Eurostat、欧州委員会より大和総研作成