

2024年7月31日 全5頁

## 4-6 月期のユーロ圏 GDP は意外な底堅さ

ドイツはマイナス成長転換も、ユーロ圏全体では成長ペース維持

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4-6月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比+0.3%と、2四半期連続のプラス成長となった。市場予想（Bloomberg調査、以下同）では前期比+0.2%と、1-3月期（同+0.3%）からわずかに成長率が鈍化すると見込まれていたが、予想に反して前期並みの成長ペースを維持する結果となった。成長率自体は決して高いとはいえないものの、ユーロ圏経済の回復の底堅さを確認させる結果であったといえる。
- 国別の結果を見ると、ドイツがプラス成長の市場予想（前期比+0.1%）に反して同▲0.1%とマイナス成長に転じ、期待外れの結果となった。一方で、減速が見込まれていたフランス（同+0.3%）、スペイン（同+0.8%）が前期と同程度の伸びを維持したことが、ユーロ圏全体として市場予想から上振れする要因となった。
- 2024年後半以降のユーロ圏経済については、個人消費をけん引役とした改善が続くと見込む。インフレ率は前年比+2%台まで上昇ペースが鈍化しており、実質賃金の上昇が続くことで、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。加えて、ECBは2024年6月に利下げを実施し、先行きも当面の間、利下げを続けていくと見込まれる。金利低下は耐久財を中心とした個人消費や投資にプラスに働く公算が大きい。
- ただし、なおもインフレ率の高止まりを警戒するECBは、慎重に利下げを進めていくとみられ、景気抑制的な（中立金利よりも高い）金利水準はしばらく維持される可能性が高い。また、景気の拡大ペースが速まれば、かえってそれがECBの利下げペースを遅らせる要因となり得る。こうした状況下で成長ペースの急加速は見込み難く、ユーロ圏の景気拡大はあくまで緩やかに進むことになるだろう。

## ドイツは再びマイナス成長も、フランス、スペインが下支え

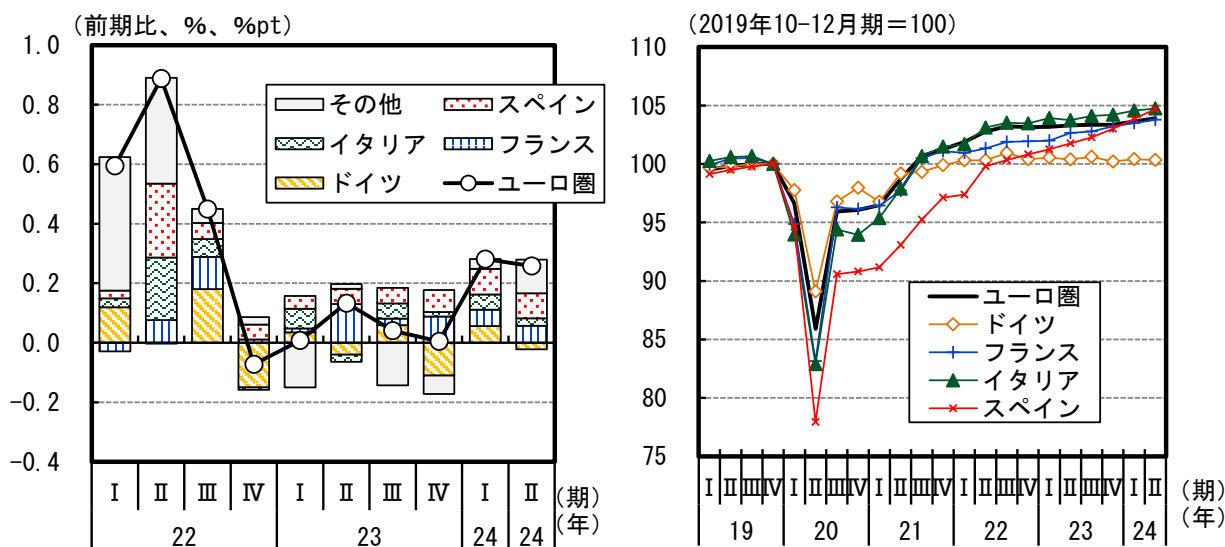
ユーロ圏の2024年4-6月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比+0.3%(前期比年率+1.0%)と、2四半期連続のプラス成長となった。市場予想(Bloomberg調査、以下同)では前期比+0.2%と、1-3月期(同+0.3%)から成長率が鈍化すると見込まれていたが、予想に反して前期並みの成長ペースを維持する結果となった。成長率自体は決して高いとはいえないものの、ユーロ圏経済の回復の底堅さを確認させる結果であったといえる。

発表されたユーロ圏各国の成長率では、成長率が公表された10カ国のうち、7カ国(ベルギー、アイルランド、スペイン、フランス、イタリア、リトアニア、ポルトガル)がプラス成長、1カ国(オーストリア)が横ばい、2カ国(ドイツ、ラトビア)がマイナス成長となった。

ユーロ圏最大の経済規模を持つドイツは、プラス成長の市場予想(前期比+0.1%)に反して、同▲0.1%と再びマイナス成長に転じ、期待外れの結果となった。一方、フランス(同+0.3%)、スペイン(同+0.8%)が前期と同程度の伸びを維持し、減速を見込んでいた市場予想(フランス:同+0.2%、スペイン:同+0.5%)を上回ったことが、ユーロ圏全体として市場予想から上振れする要因となった。イタリアは同+0.2%とプラス成長を維持しつつも前期から減速し、市場予想通りの結果であった。

主要4カ国以外では、アイルランドが前期比+1.2%と、成長率が公表される国の中で唯一、前期から伸びが加速し、最も高い成長率となった。また、リトアニアが同+0.9%と、前期と同様の高い伸びとなっている。ベルギー(同+0.2%)、ポルトガル(同+0.1%)は、前期から伸びが縮小し、小幅なプラスにとどまった。

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

## フランスは内需がプラス転換、スペインは引き続きインバウンドが好調

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+0.3%となり、前期と同じ伸びとなった。内外需別では、外需（純輸出）寄与度が+0.2%pt と前期（+0.3%pt）からわずかに縮小する一方、内需寄与度が+0.1%pt と 3 四半期ぶりのプラスに転じた。

需要項目別に内訳を詳細に見ていくと、個人消費は前期から横ばいとなった。個人消費のうち、サービス消費は前期比+0.5%と前期から伸びが加速し、堅調さを維持した。中でも、輸送サービス（同+1.8%）、宿泊・外食サービス（同+0.8%）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た。一方、財消費については、前期から横ばいとなった。もっとも、直前 2 四半期の財消費はマイナスであったことから、財消費もモメンタムは改善している。食料品が同▲1.6%と減少したものの、気温が低かったことによるガス・電力の増加を主因にエネルギーが同+1.4%増加したほか、自動車の増加が押し上げに寄与した。なお、サービス消費が増加、財消費が横ばいにもかかわらず、個人消費全体が横ばいとなったことに関して、INSEE（フランス国立統計経済研究所）は、海外居住者による消費が国内居住者よる海外での消費以上に増加したことが下押し要因になったと説明している。

総固定資本形成は前期比+0.1%と 4 四半期ぶりの増加に転じた。情報サービス関連が同+2.3%と増加し押し上げ要因となる一方、輸送用機械（同▲0.7%）、資本財（同▲1.6%）の減少が全体の伸びを抑制した。また、建設投資は同▲0.6%と 6 四半期連続で減少となり、減少トレンドが続いている。総固定資本形成全体としては増加に転じたものの増加幅は限定的であり、力強さは感じられない。

外需に関して、輸出は前期比+0.6%と、前期（同+0.7%）からわずかに減速しつつも 3 四半期連続で増加した。船舶の増加を主因に輸送用機械が同+1.8%と増加したことが主な押し上げ要因となった。一方、輸入は前期から横ばいだった。専門・企業向けサービスが同+0.5%と増加に転じたことが押し上げに寄与したものの、輸送用機械の減少（同▲2.4%）などがそれを相殺した。

スペインの実質 GDP 成長率は前期比+0.8%と前期と同程度の伸びとなり、ユーロ圏全体の中でも相対的に堅調な状況が続く結果となった。成長率の内訳を見ると、内需寄与度が+0.3%pt、外需寄与度が+0.5%pt となり、前期と同様、外需による押し上げが大きかった。内需については在庫によるマイナス寄与が縮小する一方、国内最終需要のプラス幅が縮小しており、やや成長ペースに陰りがみられる。

個別の需要項目では、個人消費は前期比+0.3%と、前期（同+0.4%）からわずかに減速した。ただし、政府消費は同+0.2%と 2 四半期ぶりの増加に転じており、官民合わせた消費支出全体では前期比+0.3%と、前期（同+0.1%）から加速している。

総固定資本形成は前期比+0.9%と 2 四半期連続で増加したものの、伸びは前期（同+2.6%）

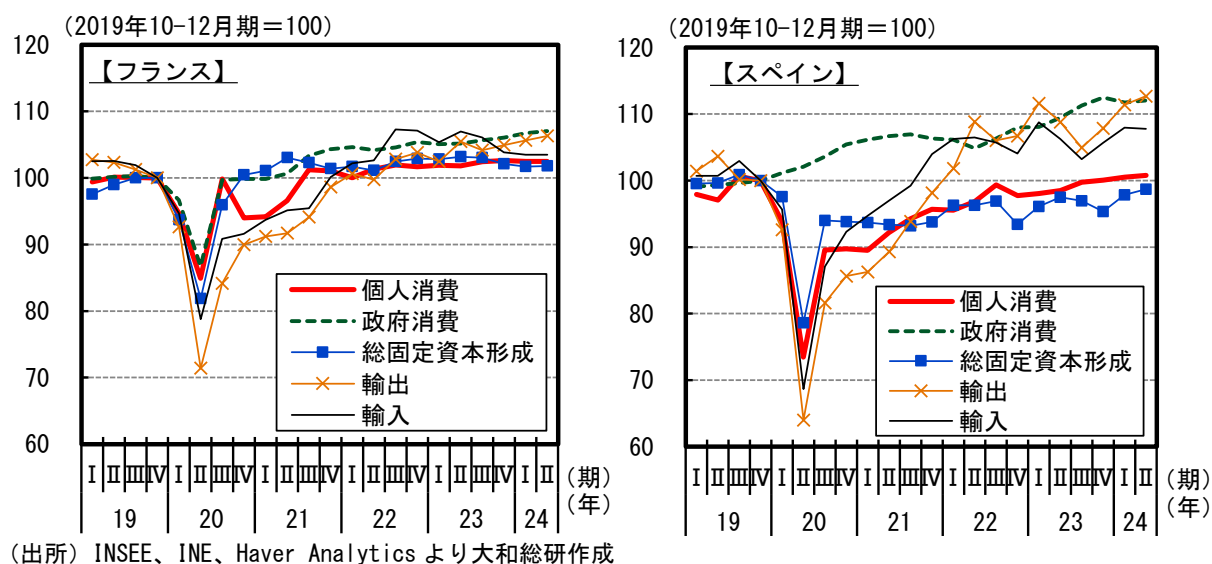
から縮小した。内訳では、機械・設備・武器システム等（同+0.1%）、建設投資（同+1.3%）がどちらも増加を維持しつつ、増加幅が前期から縮小している。他方、知的財産生産物（同+1.0%）は3四半期ぶりの増加に転じた。

外需（純輸出）に関して、輸出は前期比+1.2%と増加する一方、輸入は同▲0.2%と3四半期ぶりの減少に転じた。輸出の内訳を見ると、財輸出が同+1.3%と2四半期ぶりの増加に転じ、サービス輸出は同+1.0%と3四半期連続で増加した。サービス輸出の伸びは前期から縮小したが、前期に同+10.8%と大幅に増加していたことに鑑みれば、堅調な結果といえる。サービス輸出のうち、非居住者による支出は前期の同+17.4%に続き、4-6月期も同+2.5%と増加しており、インバウンドの好調さが外需をけん引する形が続いている。輸入については、財輸入が同+0.5%と3四半期連続で増加する一方、サービス輸入が同▲3.1%と3四半期ぶりの減少に転じた。居住者による海外での支出（アウトバウンド）が前期は同+22.4%と大幅に増加しており、そこからの反動で同▲11.4%と減少したことが輸入全体を押し下げた。

なお、実質 GDP 成長率が前期比▲0.1%とマイナ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、機械投資および建設投資の減少が押し下げ要因になっ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、在庫投資の増加によって内需寄与度がプラスとなる一方、外需寄与度はマイナスだったという。産業別では、サービス業が増加する一方、農林水産業、鉱工業が減少した。

図表2 フランスとスペインの実質 GDP の需要項目別推移



## 年後半以降も緩やかなペースでの景気拡大が基本シナリオ

7-9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、7月は前月差▲0.1ptと小幅に低下し、95.8となった。しかし、市場予想（95.2）

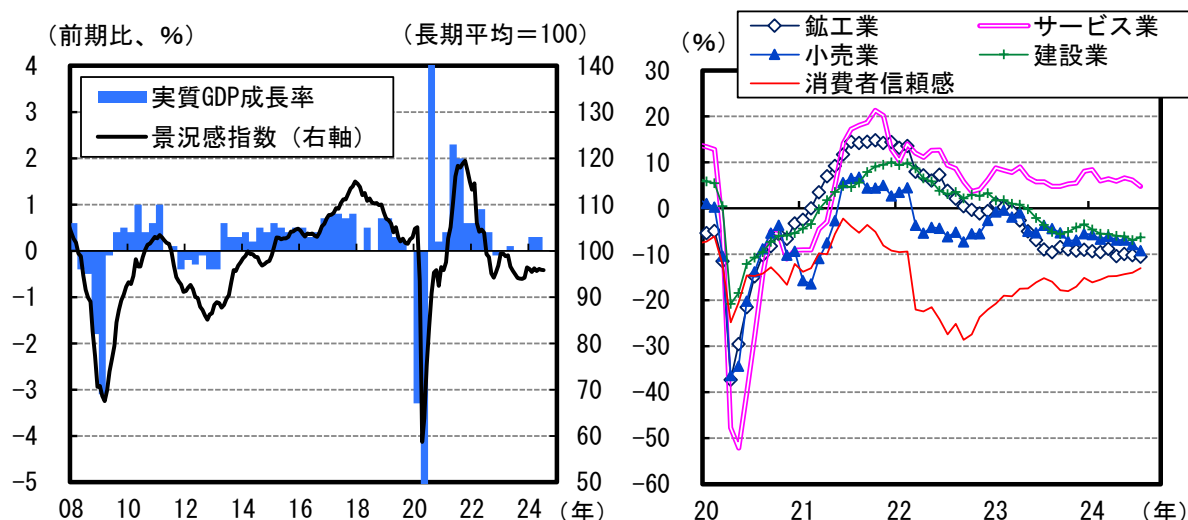
に比べれば低下幅は小さく、景況感指数は横ばい圏で推移している。7月の指数の水準は、2024年1-3月期、2024年4-6月期平均（いずれも95.9）からほぼ変わっておらず、1-3月期、4-6月期のGDPがいずれも小幅なプラス成長であったことに鑑みると、7月もユーロ圏経済は緩やかなペースでの拡大が続いたことを示唆する。

景況感指数の内訳を見ると、サービス業が前月差▲1.4ptと大きく低下したほか、小売業が同▲1.3pt低下した。また鉱工業も同▲0.3ptと小幅ながら2ヵ月連続で低下した。景況感指数に先立って公表されていたユーロ圏のPMIも7月はサービス業、製造業ともに低下しており、企業景況感は総じて冴えない。他方、消費者信頼感と同+1.0ptと6ヵ月連続で上昇、増加幅は2023年12月以来の大きさとなり、改善ペースが加速する形となった。

2024年後半以降のユーロ圏経済については、個人消費をけん引役とした改善が続くと見込む。HICP（消費者物価指数）は前年比+2%台まで上昇ペースが鈍化しており、実質賃金の上昇が続くことで、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。加えて、ECBは2024年6月に利下げを実施しており、ペースは不透明ながら先行きも当面の間、利下げを続けていくと見込まれる。金利がピークアウトしたことで、ECBサーベイなどに見る借入需要は増加に転じており、個人消費の中でも、特に借入が必要となる耐久財消費の押し上げが期待されよう。これまでサービス消費中心だった個人消費の増加が財消費にも広がれば、停滞が続く製造業の回復にも繋がると見込まれる。また、金利低下、借入需要の増加は投資にもプラスに働く公算が大きい。

ただし、なおもインフレ率の高止まりを警戒するECBは、慎重に利下げを進めていくとみられ、景気抑制的な（中立金利よりも高い）金利水準はしばらく維持される可能性が高い。また、景気の拡大ペースが速まれば、かえってそれがECBの利下げペースを遅らせる要因となり得る。こうした状況下で成長ペースの急加速は見込み難く、ユーロ圏の景気拡大はあくまで緩やかに進むことになるだろう。

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