

2025 年 1 月 31 日 全 5 頁

10-12 月期ユーロ圏 GDP ゼロ成長に失速

ドイツ、フランスのマイナス成長が足を引っ張る

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 10-12 月期の実質 GDP 成長率（速報値）は、前期比+0.0%（前期比年率+0.1%）となり、7-9 月期（前期比+0.4%、前期比年率+1.6%）から伸びが縮小した。ゼロ近傍の成長にサプライズ感はなく、2024 年 7-9 月期まで成長ペースが加速傾向にあったユーロ圏経済が、2024 年終盤にかけて再び失速したことを確認させる結果であった。
- 国別では、成長率が公表された 10 カ国のうち、半数の 5 カ国はプラス成長となる一方、3 カ国がマイナス成長であった。マイナス成長の国の数は、プラス成長の国よりも少なかったものの、経済規模が大きいドイツ（前期比▲0.2%）、フランス（同▲0.1%）がマイナス成長となり、ユーロ圏全体を下押しした。
- もっとも、フランスのマイナス成長については、前期のオリンピック効果からの反動が影響した。個人消費を中心に内需の増加は維持されており、過度に悲観すべき内容ではない。需要項目別の詳細がまだ公表されていないドイツについても、ドイツ連邦統計局からは個人消費の増加と輸出の大幅な減少が報告されており、ユーロ圏全体でも個人消費が増加する一方、外需が主な下押し要因になった可能性が高い。
- ユーロ圏経済の先行きに関して、実質所得増加を背景とした個人消費の増加をメインドライバーに再加速していくという見方に変更はない。また、GDP 統計公表と同日に開催された ECB 理事会では、4 会合連続となる 0.25%pt の利下げが決定された。中立金利に向けた利下げサイクルは今後も続く公算が大きく、2025 年の景気再加速を後押しする要因になると見込まれる。

ユーロ圏の 10-12 月期 GDP は前期比+0.0%、2024 年末にかけて失速

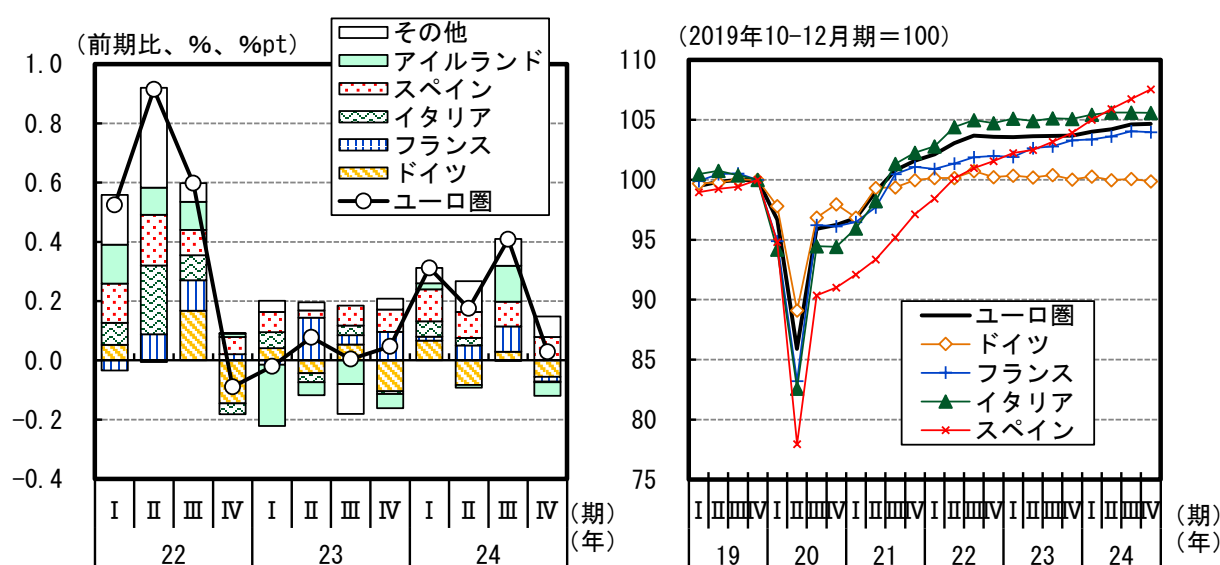
ユーロ圏の 2024 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率（速報値）は、前期比+0.0%（前期比年率+0.1%）となり、7-9 月期（前期比+0.4%、前期比年率+1.6%）から伸びが縮小した。市場予想（Bloomberg 調査、以下同：前期比+0.1%）をわずかに下回ったものの、ゼロ近傍の成長は概ね想定範囲内であり、サプライズ感はない。2024 年 7-9 月期まで成長ペースが加速傾向にあったユーロ圏経済が、2024 年終盤にかけて再び失速したことを確認させる結果であった。

国別の動向では、成長率が公表された 10 カ国のうち、半数の 5 カ国（ベルギー、エストニア、スペイン、リトアニア、ポルトガル）はプラス成長となり、2 カ国（イタリア、オーストリア）が横ばい、3 カ国（ドイツ、アイルランド、フランス）がマイナス成長となった。マイナス成長の国の数は、プラス成長の国よりも少なかったものの、経済規模が大きいドイツ（前期比▲0.2%）、フランス（同▲0.1%）が小幅ながらマイナス成長となったことが、ユーロ圏全体の低成長の要因となった。また、多国籍企業の影響により毎期の振れが大きいアイルランドが、前期の高成長の反動で同▲1.3%と大きく落ち込んだことも全体を下押しした。

他方、プラス成長の国を見ていくと、ポルトガルの成長率が前期比+1.5%と最も高く、これにリトアニア（同+0.9%）、スペイン（同+0.8%）が続いた。ドイツ、フランス、イタリアが市場予想から下振れする中、スペインは唯一、主要国の中でも市場予想（同+0.6%）を上回った。スペインの成長がユーロ圏全体を下支えするという構図は 10-12 月期も続く形となっている。

なお、今回の結果を受け、ユーロ圏の 2024 年通年の実質 GDP 成長率は前年比+0.7%となった。2023 年（同+0.4%）からは加速したものの、+1%強とみられる潜在成長率を下回る低成長にとどまった。

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

フランスはオリンピック効果の反動が下押し、スペインは内需が好調維持

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▲0.1%と、2023 年 1-3 月期以来のマイナス成長に転じた。もっとも、押し下げ要因となったのは、外需寄与度が▲0.2%pt とマイナスだったことであり、内需寄与度は+0.2%pt とプラスを維持した。7-9 月期はオリンピックによる一時的な押し上げがあり、そこからの反動があったことも踏まえれば、マイナス成長ではありつつも、過度に悲観すべき内容ではない。

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%となり、前期（同+0.6%）から伸びが縮小しつつも、2 四半期連続で増加する底堅い結果となった。財・サービス別では、サービス消費が前期から横ばいにとどまったものの、財消費が同+0.4%と増加し全体を下支えた。サービス消費の内訳では、オリンピックのチケット購入に関連した家計サービスの反動減（同▲5.7%）が見られた一方、輸送サービス（同+1.0%）、宿泊・飲食サービス（同+0.7%）の増加がこれを補った。財消費では、温暖な気温で暖房需要が小さかったことを理由にエネルギー（同▲0.9%）が減少した一方で、自動車を中心とした輸送用機器（同+3.3%）、および食料品（同+0.5%）が増加に寄与した。

総固定資本形成は前期比▲0.1%と 5 四半期連続で減少した。主な押し下げ要因となったのは建設投資の減少であり、同▲1.2%と 8 四半期連続で減少し、減少幅は 2022 年 4-6 月期以来の大きさとなった。他方、資本財（同+1.1%）、輸送用機械（同+0.2%）が増加に転じたほか、専門サービスや不動産を含む市場サービスは同+1.1%と増加を維持しており、総固定資本形成全体の減少幅は前期から縮小している。

外需に関して、輸出は前期比▲0.2%と 2 四半期連続で減少した。オリンピックの放映権によって前期に大きく増加した情報通信サービスで反動減（同▲8.0%）があったことが下押し要因となり、サービス輸出が同▲2.0%と減少した。財輸出は化学製品などの増加により同+0.7%と増加に転じたものの、サービス輸出の減少分を補うには至らなかった。輸入については、サービス輸入が同▲0.7%と減少したものの、エネルギー（同+6.7%）や農業産品（同+6.2%）など、財輸入の増加が押し上げに寄与し、全体では同+0.4%と 2 四半期ぶりの増加に転じている。

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った（小数点第 2 位では、7-9 月期が同+0.80%、10-12 月期が同+0.75%でわずかに減速）。内外需別の内訳では、外需寄与度が▲0.4%pt と、マイナス幅が拡大する一方、内需寄与度は+1.2%pt となり、前期からプラス幅が拡大している。

個別の需要項目では、個人消費は前期比+1.0%となった。前期（同+1.2%）からは伸び率が縮小したものの、なおも堅調な伸びが続いている。個人消費の内訳では、国内家計による耐久財消費が同+1.8%と、前期の大幅な伸び（同+4.6%）にもかかわらず増加を維持した。また、耐久財以外の消費は同+1.1%と前期の同+0.8%から加速する形となっており、中身を見ても非

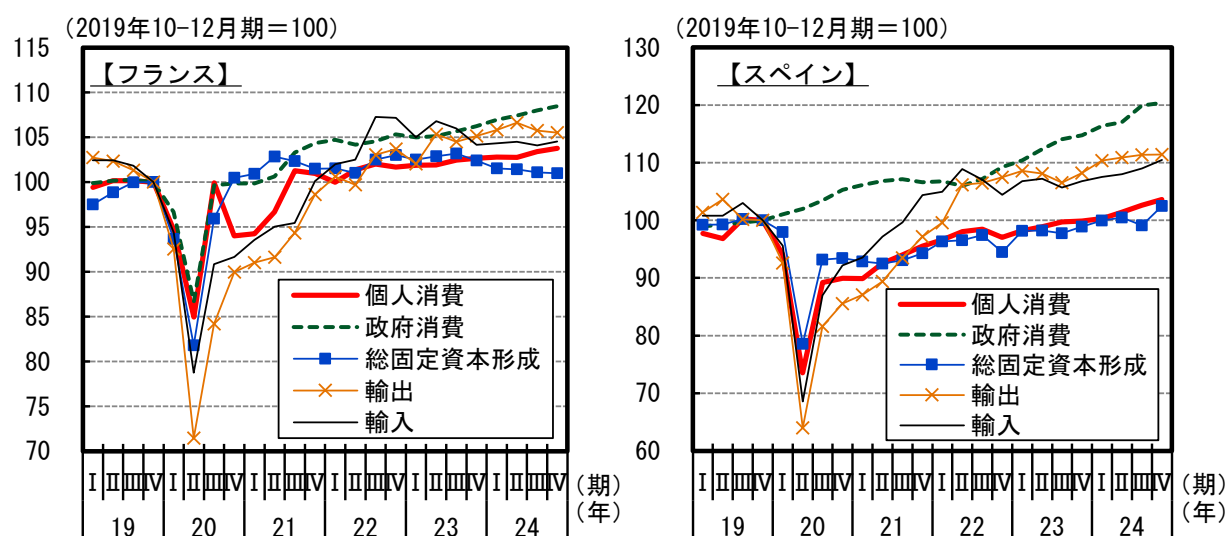
常に底堅い。

加えて、総固定資本形成は前期比+3.4%と2四半期ぶりに増加し、増加幅は2023年1-3月期以来の大きさとなった。輸送用機器の大幅な増加(同+15.1%)を主因に、機械・設備・武器システム等が同+7.8%と大きく増加したことが全体を押し上げた。また、建設投資は同+1.6%、知的財産生産物は同+1.9%といずれも2四半期ぶりの増加に転じており、幅広く投資が増加している。スペインでは10月末から11月初旬にかけて、記録的豪雨による大規模な洪水被害が発生しており、その後の復興需要が投資の増加に寄与した可能性がある。

外需面では、輸出が前期比+0.1%と小幅な増加にとどまったのに対し、輸入は同+1.3%と増加したことで、外需(純輸出)寄与度は2四半期連続のマイナスとなった。輸出では、非居住者による支出(インバウンド)が同+4.5%と大きく増加したことを主因に、サービス輸出が同+2.3%と前期から加速した。引き続き、観光需要の堅調さが輸出増加の大きな要因となっていることがうかがえる。他方、財輸出が同▲1.1%と5四半期ぶりの減少に転じたことで全体の伸びが抑制された。輸入では、財輸入が同+0.8%と減速する一方、サービス輸入が同+3.6%と大きく増えたことが全体を押し上げた。

なお、再びマイナス成長(前期比▲0.2%)に転じたドイツについては、まだ需要項目別の詳細な計数は公表されていないが、ドイツ連邦統計局によれば、輸出の大幅な減少がGDPを押し下げる一方、個人消費、および政府消費は増加したという。また、2四半期連続のゼロ成長となったイタリアに関して、イタリア国家統計局は、在庫投資によって内需寄与度がマイナスとなる一方、外需がプラスに寄与したと報告している。これらの情報を総合すると、10-12月期はユーロ圏全体としても個人消費の増加が続いたとみられる一方、輸出の停滞および、輸入の増加による外需のマイナス寄与が内需のプラス分を相殺した可能性が高い。

図表2 フランスとスペインの実質GDPの需要項目別推移



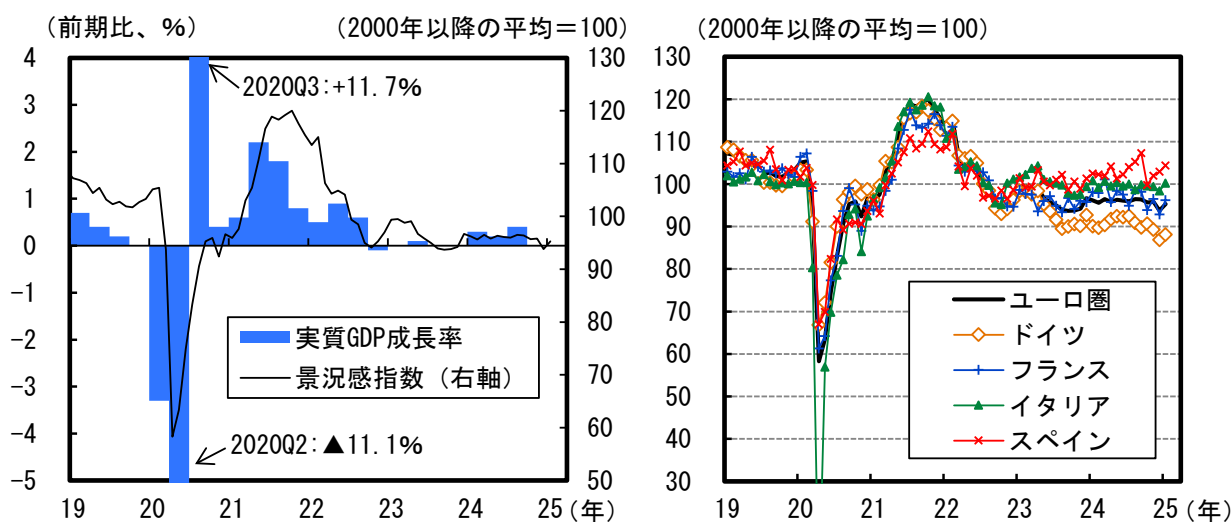
(出所) INSEE、INE、Haver Analytics より大和総研作成

2025 年に入り景況感はわずかに持ち直し、景気再加速がメインシナリオ

ユーロ圏経済の先行きに関して、実質所得増加を背景とした個人消費の増加をメインドライバーに再加速していくという見方に変更はない。また、GDP 統計公表と同日に開催された ECB 理事会では、4 会合連続となる 0.25%pt の利下げが決定された。ECB は金融政策の先行きに関して、金利パスを事前にコミットしないというスタンスを維持しているものの、利下げ後も政策金利水準はなおも引き締めの（＝中立金利を上回る）との認識を示しており、中立金利に向けた利下げサイクルは今後も続く公算が大きい。利下げの効果はタイムラグを伴って実体経済への波及を強めるとみられ、2025 年の景気再加速を後押しする要因になると見込まれる。

2025 年に入ってから状況を月次統計で確認すると、10-12 月期に比べて幾分改善の兆しが見られる。2025 年 1 月のユーロ圏 PMI 速報値は、サービス業が前月から小幅に低下する一方で製造業が上昇し、総合では 2 カ月連続の上昇となり、3 カ月ぶりに基準となる 50 を上回った。また、欧州委員会が公表する 2025 年 1 月の景況感指数（総合）も、前月差+1.5pt と 2 カ月ぶりの上昇に転じている。1 月の景況感指数の内訳では、このところ改善が続いていた小売業が前月差▲0.5pt と 4 カ月ぶりの低下に転じたものの、これ以外の 4 系列（鉱工業、サービス業、建設業、消費者信頼感）が上昇した。国別では、ドイツ（同+1.2pt）、フランス（同+3.3pt）、イタリア（同+1.8pt）、スペイン（同+1.5pt）と、主要国が揃って前月から改善している。もっとも、指数の水準には国によって隔たりがあり、ドイツが相対的に厳しい状況にあることに変わりはない。

図表 3 ユーロ圏の景況感指数と実質 GDP 成長率（左）、ユーロ圏主要国の景況感指数（右）



(出所) Eurostat、欧州委員会より大和総研作成