



## 中空 麻奈の 飛耳長目 クレジット編

BNPP Sales Commentary, Not Research

### 回復から強靱さの段階に移るユーロ圏経済

中空 麻奈 (BNP パリバ証券 グローバルマーケット統括本部 副会長)

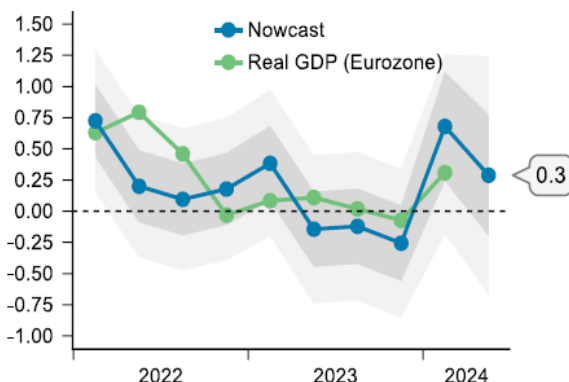
Markets360 の Mariana Reis Paiva Monteiro (Europe Economist)、Luca Pennarola (Senior Europe Economist) によるレポート『Eurozone: From recovery to resilience (6月7日付)』の抄訳である

- 第1四半期の GDP 確定値は、ユーロ圏経済の顕著な循環的回復が既に始まっており、2024年から2025年にかけて、回復が続くとの見方に対する当社の確信を一段と強めるものになった
- 当社 Markets360 では2024年の GDP 成長率をこれまで前年比+0.8%と予想してきたが、これを ECB 予想と同じ同+0.9%に引き上げる。これはコンセンサス予想よりも高い水準である
- 心強い点として、今回の回復はこれまでよりも幅広い国に広がっているとみられ、周辺国だけでなく、中核国の成長もプラスに転じた
- GDP データの詳細は ECB にとって、強弱入り混じったものになり、労働所得は力強く伸びているものの、依然として続く企業の収益性低下がそれを打ち消す形になった。通常、経済が強靱さを増すと、追加利下げに対する中央銀行の姿勢はそれまでよりも慎重になる

**ギア・チェンジ:**6月7日に発表された第1四半期のユーロ圏 GDP 確定値は2024年初頭にユーロ圏経済の回復が始まったことを裏付けるものになった。国によって微妙な差異はあるが、回復が幅広い国に広がっていることと、サーベイ・データが引き続き、力強いものとなっていることにより、今回の回復が「本物」であるとの当社の確信は一段と強くなっている。

前期比+0.3%になった第1四半期の成長率とその内容を詳しく分析した上で、当社は GDP 成長率予想を修正し、現在は2024年の成長率が前年比+0.9%になり、2025年の成長率が同+1.6%になると予想している(従来は2024年が同+0.8%、2025年が同+1.7%)。これに対して、コンセンサス予想では2024年の成長率が前年比+0.7%、2025年が同+1.4%になると見込まれており、当社予想は引き続き、コンセンサス予想を上回るものとなっている。

図表 1: BNPP ナウキャスト・モデルは第2四半期も成長モメンタム継続示唆



出所: Eurostat, Macrobond, ブルームバーグ、BNP パリバ

第1四半期の経済成長は、変動が激しいことで知られる純輸出がけん引役となったことは確かであり、さらに予想よりも早いドイツ経済回復の中心的原動力の1つは、異例の暖冬となったことによる建設業生産の加速であった。

だが、民間部門消費がさらに拡大したこと、これまでに発表された第2四半期のソフトデータが明るさを示していることから、当社は第1四半期の強さが一時的なものではないと考えている。実際、当社のナウキャスト・モデルは第2四半期も前期比+0.3%の成長になることを示しており(図表1)、さらにサーベイ・データからは、この数字に対しても、かなり上振れリスクがあることが分かる。

**さらに広がるモメンタム:** 成長の最大の源泉がサービス業であることに変わりはないが、製造業でも回復の初期的兆候は引き続き増加している。最後に挙げる点として、第1四半期のGDPデータの中でも特に心強い要素は経済活動の拡大が周辺国だけに限定されなくなったことである。例えば、ドイツ経済は景気後退ゾーンから持続性のある形で脱却する軌道について乗ることができた。

こうしたさまざまな点を総合した上で、当社は経済成長に対する短期的リスクが均衡していると考えている。当社予想に対する上振れリスクとなるのは、景気信頼感の回復に伴い、平均を上回る水準の家計貯蓄率が予想以上に速いペースで正常化することである。反対に、主な下振れリスクとなるのは引き続き、金融緩和が遅れるリスクと地政学的緊張が再び高まるリスクである。

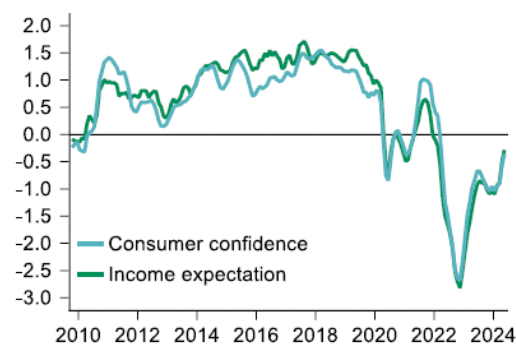
### 国別の状況: モメンタムに一層の広がり

**ドイツー回復の次の段階をけん引するのは個人消費:** ドイツでは年初の各種サーベイがきわめて悲観的な内容となっていたが、そうした見通しとは裏腹に、ドイツ経済は当社が予想していたよりも早期に回復し始めた。第1四半期のGDPを支出側からみたデータとこれまでに発表されている第2四半期のソフトデータを詳細に分析した上で、当社は第2四半期のGDP成長率予想を従来の前期比+0.1%から同+0.2%に引き上げる。さらに、2024年のドイツの年間経済成長率予想も、これまでの前年比+0.2%から同+0.3%に引き上げる(コンセンサス予想は同+0.2%)。第1四半期には個人消費が予想よりも大きく落ち込んだものの(前期比▲0.4%)、活発な投資と純輸出がそれを打ち消す形になった。だが、第2四半期には投資と純輸出がいずれも成長モメンタムの源泉にならず、今後の回復は一段と個人消費主導の色彩を強めるとみている。

特に、力強い回復をみせてきたドイツの輸出は世界的な需要とより整合性のある水準まで減速する公算が強い。さらに、投資についても、第1四半期は異例の暖冬となったことにより押し上げられた部分が大きく、第2四半期にはその反動で落ち込むことも考えられる。これに対して、最近のサービス業PMIの上昇と消費者信頼感の回復(図表2)は、個人消費が今年、一段と持続性のある形で拡大するとの見方に対する確信を強めるものになっている。

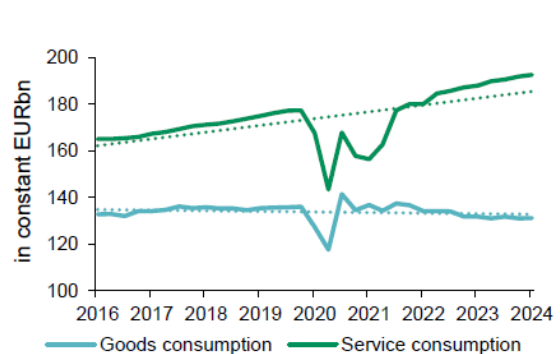
短期的には双方向のリスクがあると考えられる。企業の景況感の明るさを増しており、在庫は既に底入れしたとみられ、景気変動を増幅させる傾向にある在庫循環が再スタートすることになれば、当社予想に対する上振れリスクになる。だが、ドイツで発生した最近の洪水は経済活動の障害になっており、第2四半期の全体的な経済パフォーマンスに影響を与える可能性もある。

図表2: 実質所得の回復がドイツの消費者信頼感上昇の原動力に



出所: European Commission, GfK, Macrobond, BNPパリバ

図表3: フランスのサービス消費は堅調に推移



出所: INSEE, BNPパリバ

**フランスー個人消費の回復がサービスを押し上げ:** 国立統計経済研究所(INSEE)による過去データの改定により、フランスの経済活動のトレンドは以前に考えられていたよりも強いことが示された。2023年末時点でフランスのGDPはコロナ前の水準を3.2%上回っており(以前の推計値よりも2倍近く高い伸び)、2023年下半期のゼロ成長も回避されていたことが判明した。

第1四半期のGDP成長率は前期比+0.2%と予想を上回ったが、それに最も大きく寄与したのは予想以上の強さとなったサービス消費である。当社は第2四半期にフランス経済の成長がさらに加速し、前期比+0.3%になると予想している(以前は同+0.2%の成長を予想していた)。2024年1年間で見ると、フランスのGDP成長率は前年比+1.1%になると予想している(コンセンサス予想は同+0.9%)。



特に、当社は予想を下回った5月のPMIがシグナルではなく、ノイズの可能性が高いとみている。また、当社の2024年の成長率予想は今年夏に開催されるパリ五輪の経済効果を組み込んだものになっている。当社はパリ五輪により、第2四半期の成長率が0.05ポイント押し上げられ、第3四半期には第2四半期を上回る0.1ポイントの押し上げが期待されると考えている。

最近のフランスの長期ソブリン信用格付けの引き下げは財政緊縮化ペースの加速を迫る圧力になるが、当社はこの格下げが今年、もしくは来年の予算の大規模な変更につながるものではないと考えている。無論、予想以上に大規模な財政緊縮化が進められることになれば、当社予想に対する明らかな下振れリスクになるが、当社の基本見通しではそれほど大規模な財政緊縮化を見込んでいない。

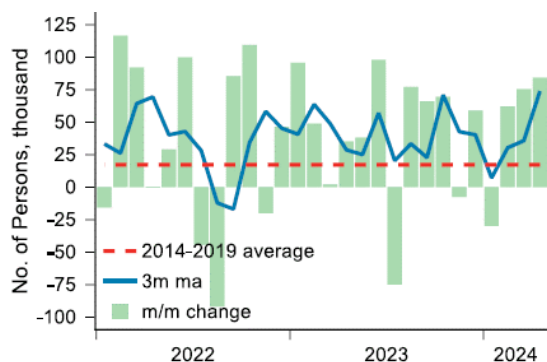
### 周辺国: 経済はさらに力強さを増す見込み

**イタリアー2024年の堅調な成長を見込める軌道:** 第1四半期の国民経済計算の内容と最近のサーベイ・データは、2024年にイタリア経済が堅調に拡大するとの当社見通しを裏付けるものになっている。当社は2024年のGDP成長率が前年比+1.1%になり、コンセンサス予想の同+0.8%を上回ると予想している。

当社は次世代EU(NGEU)資金の配分と堅調な労働市場、実質所得の増加、さらに現時点では顕在化していない製造業の回復により、向こう数四半期にわたり、経済の成長が続くと予想している。さらに、サービス輸出動向は当社が以前に予想していたよりもよもよも明るいものになっている。

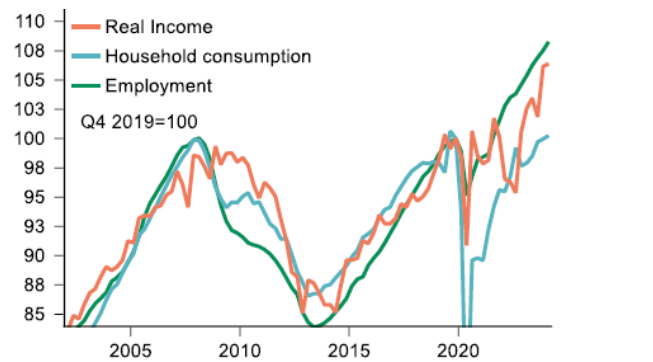
第2四半期については現在、モメンタムがやや弱まるとみており、第2四半期のGDP成長率予想をこれまでの前期比+0.3%から同+0.2%に引き下げた。これは環境負荷の軽減や耐震安全性の強化を目的とした建物の改修費用に対して高率の税額控除を認めた税優遇措置(「スーパー・ボーナス」)が段階的に廃止された時間差での影響により、建設セクターの活動が縮小するためである。当社は2024年を通じて、住宅部門の総固定資本形成が経済成長を下押しする要因になる可能性が高いと考えているが、それにより、イタリア経済の全体的な明るさが覆されることはないであろう。

図表 4: イタリアの雇用の伸びは依然として強い



出所: ISTAT, Macrobond, BNPパリバ

図表 5: スペインの個人消費はまだ伸びる余地あり



出所: INE, Macrobond, BNPパリバ

**スペイン: 力強い成長が持続:** スペイン経済は予想を上回る成長を続けており、第1四半期のGDP成長率は前期比+0.7%と力強いものになった。第1四半期のGDPデータの詳細な内容と最近の経済活動サーベイ・データを踏まえ、足元の成長動向に対する当社の見方は一段と楽観的になっている。そのため、第2四半期のGDP成長率予想も従来よりも0.2ポイント高い前期比+0.7%に引き上げ、2024年の年間成長率は前年比+2.6%になると予想している(コンセンサス予想は同+2.1%)。

全体として、当社はスペイン経済に対してさまざまな追い風が吹き続けると予想している。第1に、民間消費の伸びに対する確信は一段と強くなっており、力強い労働市場と実質所得の増加、移民の流入がその支援材料となろう。第2に、投資の拡大は続く可能性が高く、NGEU資金が拡大の火付け役となると考えている。輸出も引き続き活発になる可能性が高く、観光の力強いトレンドが続くことに加え、貿易相手国の経済活動の回復も輸出の拡大を下支えしよう。

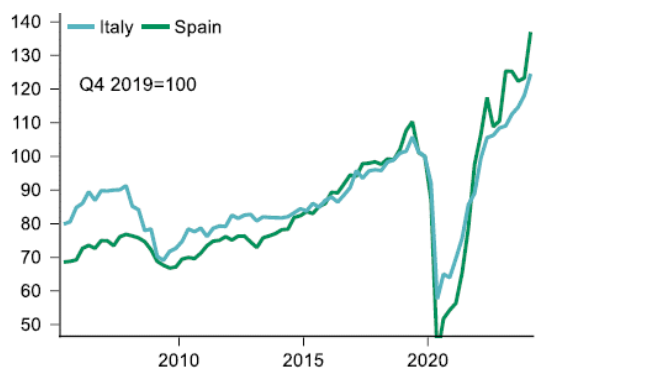
### 底堅い成長はECBの政策運営が慎重になることを示唆

ユーロ圏経済のモメンタムの盛り上がりを示す兆候はECBが利下げに対して、慎重な姿勢を取るとの見方を裏付けるものになる。だが、当社の2024年の経済予想はECBの予想とほぼ同じであり、さらに第1四半期のGDPデータの中身からすると、企業が利益を削り、労働所得の伸びを吸収していることは明らかであるため、当社の基本見通しは年内にさらに2回の利下げが行われるとの見方で変わっていない。





図表 6: スペインとイタリアのサービス輸出



出所: Eurostat, Macrobond, BNP パリバ

図表 7: GDP 予想 (ECB と BNP パリバ)

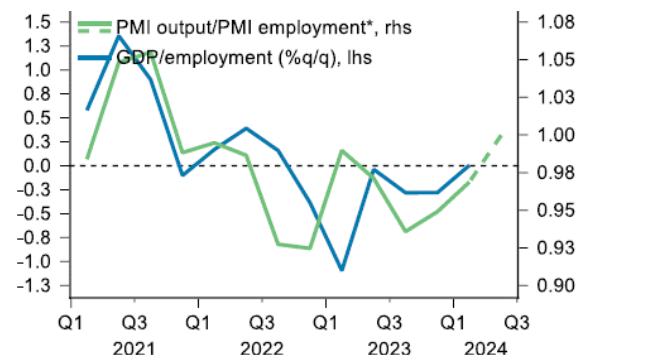
GDP growth (y/y, %)			
Region	2024	2025	2026
<b>BNPP forecast</b>	0.9	1.6	-
<b>ECB (Jun projections)</b>	0.9	1.4	1.6

出所: ECB, BNP パリバ

**成長率ではなく、成長のけん引役に注目:** ECB の反応関数に関して、当社は GDP 成長率そのものよりも、成長をけん引する要因が一段と注目されるものになっていると考えている。ECB は成長ダイナミクスに関して、賃金、企業利益、生産性という 3 つの要素を重視しており、この 3 つがユーロ圏内の物価圧力の展望を示す指針になると位置付けている。

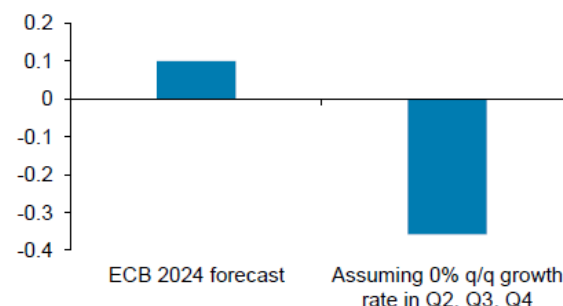
ユーロ圏統計局が発表した各国の国民経済計算確定値は、こうした指標のパフォーマンスがまちまちであったことを示している。労働者 1 人あたりの報酬は 2023 年第 4 四半期の前年同期比 +4.9% から同 +5.1% に加速したが、企業の収益性の伸びは昨年 4 四半期よりもさらに大きく落ち込んでいる (GDP デフレーターと単位労働コストに対する相対的な伸び率を測定すると、昨年 4 四半期の前年比 ▲1.1% に対して同 ▲2.7%)。こうした点を総合すると、これは ECB が金融緩和継続の必要条件と位置づける「負担共有」を裏付けるものと言える。だが、賃金と企業利益双方で前進が確認されない限り、ECB の全体的な懸念が解消されることはないと考えられる。

図表 8: 労働生産性と PMI 代用指標



出所: S&P Global, Eurostat, Macrobond, BNP パリバ 注: 6 月の総合 PMI 生産指数と雇用指数を横這いと想定

図表 9: ECB の労働生産性予想と第 1 四半期からのトレンドからの外挿比較



出所: ECB, Macrobond, BNP パリバ

**生産性は依然として出遅れ:** 最後に、生産性 (成長ダイナミクスのドライバーの 1 つであり、雇用者数に対する GDP の比率として測定) は第 1 四半期にフラットになったが、ECB は 2024 年 1 年間でみた場合、労働生産性の伸びが 2023 年の前年比 ▲0.9% に対して同 +0.1% になると予想している。エネルギー価格が大きく下落したこと、昨年と異なり、企業が重大な供給障害や労働保蔵に直面していないことから、当社も 2024 年に労働生産性が改善する可能性が高いとの見方を支持している。

生産性のトレンドを示す単純な代用指標 (ユーロ圏の総合 PMI 生産指数と総合 PMI 雇用指数の比) からは、第 2 四半期に状況が改善する可能性が高いことがうかがえる。だが、国民経済計算のデータと代用指標の間には常に完璧な連動性が認められるというわけではない。

さらに、第 2 四半期に入った時点で、各国の雇用データはきわめて強い状態を維持していた。それにもかかわらず、今四半期の成長ダイナミクスが一段と強くなる場合、今四半期も低迷するリスクが高いことになる。

図表 9 が示す通り、生産性の上昇がみられない場合、ECB の今年の予想は実態と大きく異なることになり、利下げペースが遅くなるリスクは高まることになる。



この文書は有価証券・外国為替等の購入、売却その他の取引を勧誘し、または推奨するものではありません。ご提供いたします情報は、十分信頼できる情報源に基づいておりますが、BNPパリバ証券株式会社は、情報の正確性および完全性について、保証はいたしません。本資料に記載された意見は表記の日付時点での弊社の判断を反映したものであり、今後変更されることがあります。弊社または弊社の関連会社は本資料に記載された有価証券・外国為替等（デリバティブを含みます）について、自己勘定でまたは他人の委託を受けて売買を行うことがあります。本資料を使用することにより生ずる、直接または間接のいかなる種類の損失に対しても、弊社は責任を負いかねます。この資料は投資判断の参考となる情報提供を目的としたものです。投資に関する最終決定はお客様ご自身でなさるようお願い申し上げます。

#### （金融商品取引法第37条に定める事項の表示）

金融商品取引を行うにあたっては、各金融商品等に所定の手数料等（たとえば、株式のお取引の場合には、約定代金に対し、事前にお客様と合意した手数料率の委託手数料および消費税、投資信託のお取引の場合には、銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費等）をご負担いただく場合があります。また、すべての金融商品には、関連するさまざまなリスクがあり、国内外の政治・経済・金融情勢、為替相場、株式相場、商品相場、金利水準等の市場情勢、発行体等の信用力、その他指標とされた原資産等の変動により、多額の損失または支払い義務が生じるおそれがあります。さらに、デリバティブのお取引の場合には、弊社との合意により具体的な額が定まる保証金等をお客様に差し入れていただくこと、加えて、追加保証金等を差し入れていただく可能性もあり、こうした取引についてはお取引の額が保証金等の額を上回る可能性があります（お取引の額の保証金等の額に対する比率は、現時点では具体的な条件が定まっていないため算出できません。）。また、上記の指標とされた原資産の変動により、保証金等の額を上回る損失または支払い義務が生じるおそれがあります。さらに、取引の種類によっては、金融商品取引法施行令第16条第1項第6号が定める売付けの価格と買付けの価格に相当するものに差がある場合があります。なお、金融商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該金融商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客様向け資料をよくお読みください。

権利行使期間がある場合は権利を行使できる期間に制限がありますので留意が必要です。

期限前解約条項、自動消滅条項等の早期終了条項が付されている場合は、予定された終了日の前に取引が終了する可能性があります。

商号等/BNPパリバ証券株式会社（金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第2521号）

加入協会/日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

#### （無登録格付に関する説明書）

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等を顧客に告げなければならないこととされております。

#### 登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

#### 格付会社グループの呼称等について

ムーディーズ・インベスターズ・サービス格付グループの呼称：  
ムーディーズ・インベスターズ・サービス（以下「ムーディーズ」と称します。）  
グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：  
ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官(格付)第2号）

S&Pグローバル・レーティング格付グループの呼称：  
S&Pグローバル・レーティング（以下「S&P」と称します。）  
グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：  
S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官(格付)第5号）

フィッチ・レーティングス格付会社の呼称：  
フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）  
グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：  
フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第7号）

#### 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について



ムーディーズ・ジャパン株式会社のウェブサイト (<https://ratings.moodys.com/japan/ratings-news>) の「規制関連」のタブ下にある「開示」をクリックした後に表示されるページの「無登録格付説明関連」の欄に掲載されております。

S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ (<http://www.spglobal.co.jp/unregistered>) の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」 (<http://www.spglobal.co.jp/ratings>) に掲載されております。

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ (<http://www.fitchratings.co.jp/web/>) の「規制関連」セクションにある「格付方針等の概要」に掲載されております。

### 信用格付の前提、意義及び限界について

ムーディーズ：ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

S&P：S&P の信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。

S&P は、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&P は、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

フィッチ：フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。信用格付の前提、意義及び限界の詳細にわたる説明については、フィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他の形態の意見に関する定義」をご参照ください。

この情報は、当社が信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記それぞれの会社のホームページをご覧ください。

© BNP Paribas (2024). All rights reserved.

