2024. 12. 13

【ECB 政策理事会（24 年 12 月）】

製造業の不振と米通商政策を睨み、ハト派傾向に

～ドイツへの助け船は必須、中立金利を下回るまで連続利下げか～

経済調査部　エコノミスト
吉川　裕也

ポイント

- **12 月 12 日開催の ECB の政策理事会は、政策金利の引き下げを決定。声明文からは、政策金利を景気抑制的に保つとの文言が削除され、ハト派姿勢が明確に**
- **総固定資本形成と輸出の見通しが大幅に下方修正された。製造業の競争力低下や米通商政策への懸念が背景とみられ、特にドイツ経済にはマイナス成長が継続するリスクがある**
- **毎回利下げが継続され、2025 年 7 月に中銀預金金利は中立金利（2%前後とされる）を下回る 1.75%まで下がる、との従来予想を維持**

１．中立金利に向けて、利下げ継続へ

12 月 12 日開催の欧州中央銀行（ECB）の政策理事会は、政策金利の引き下げを決定した（図表 1）。主要政策金利は中銀預金金利が＋3.00%、主要リファイナンスオペ金利が＋3.15%、限界貸出ファシリティ金利が＋3.40%である。資産買入れ政策については、資産買入れプログラム（APP）で保有する資産の再投資が引き続き全額停止となる。パンデミック緊急買入れプログラム（PEPP）で買い入れた資産については、月平均 75 億ユーロずつ削減する方針が維持された。

（図表1）ECBの主な金融政策

政策金利
預金ファシリティ金利　：＋3.25%→＋3.00% 主要リファイナンスオペ金利：＋3.40%→＋3.15% 限界貸出ファシリティ金利　：＋3.65%→＋3.40%
資産買入れ
・資産買入れプログラム（APP） 債券の買入れは2022年7月1日に終了。2023年7月に再投資を停止
・パンデミック緊急買入れプログラム（PEPP） 債券の買入れは2022年3月末に終了。償還された債券の全額再投資は2024年6月末まで実施、7月～12月末にかけては半額となる。2025年1月から再投資は全額停止へ
・伝達保護措置（TPI） 財政基盤の弱い加盟国の国債利回り上昇による域内格差を是正するための債券買入れ措置
民間金融機関への資金供給オペレーション
・条件付き長期資金供給オペレーション第3弾（TLTROⅢ） 銀行による返済が進み、段階的に縮小傾向

（出所）ECB公表資料より明治安田総研作成、赤字は12月理事会での変更点

声明文では、足もとのインフレのデータは「*オントラック（想定通り）*」であり、「*インフレ率は 2%目標に向かっていく*」とされたほか、ECB スタッフは「*9 月見通しよりも景気を弱めに見ている*」との表現があった。「*政策金利を十分に長い間景気抑制的な水準にとどめる*」とのフォワードガイダンス削除は、インフレ抑制に自信を深めた ECB がハト派寄りのスタンスに傾いたことを窺わせる。理事会は「*会合ごとに適切な政策を検討*」し、「*あらかじめ政策金利の経路を示すことはしない*」構えを引き続き示している。

改定された ECB スタッフ見通しによると、2025 年のインフレ率が前年比＋2.1%に下方修正されており（図表

2)、インフレ率が 2%へ到達する時期は 2025 年後半から 2025 年 4－6 月期へと前倒しされた。2025 年の雇用者報酬下方修正（▲0.3%pt）が注目点であり、ドイツにおける一時金などで 2024 年 7－9 月期に同＋5.4%と大幅に増加した労使妥結賃金を踏まえても、なお賃金動向が落ち着く方向にあると ECB は認識し、サービスインフレへの警戒感は加速していないとみられる。むしろ、2026 年に同＋1.9%と、目標を下回る見通しのインフレ率を、さらに下振れないように支えることに ECB の重点が移りつつあると考えられる。

（図表2）ECBスタッフ見通し（1）

	12月見通し			（前回）9月見通し		
失業率以外は前年比	2024	2025	2026	2024	2025	2026
インフレ率	2.4	2.1	1.9	2.5	2.2	1.9
コアインフレ率	2.9	2.3	1.9	2.9	2.3	2.0
雇用者報酬	4.6	3.3	2.9	4.5	3.6	3.2

※コアインフレ率はエネルギーと食料を除く指数　　単位：%

（出所）ECB

２． 米通商政策と製造業の競争力低下を背景に、GDP 見通し下方修正

ECB スタッフ見通しでは、2024 年と 2025 年の実質 GDP 見通しがそれぞれ▲0.1%pt、▲0.2%pt 下方修正された（図表 3）。修正幅は小幅とはいえ、内訳をみると、ユーロ圏経済の構造的な弱さと米通商政策への警戒感が読み取れる。実質賃金の上昇を背景に個人消費が底堅く推移するシナリオは維持されているが、総固定資本形成と輸出は大幅に下方修正されている。

（図表3）ECBスタッフ見通し（2）

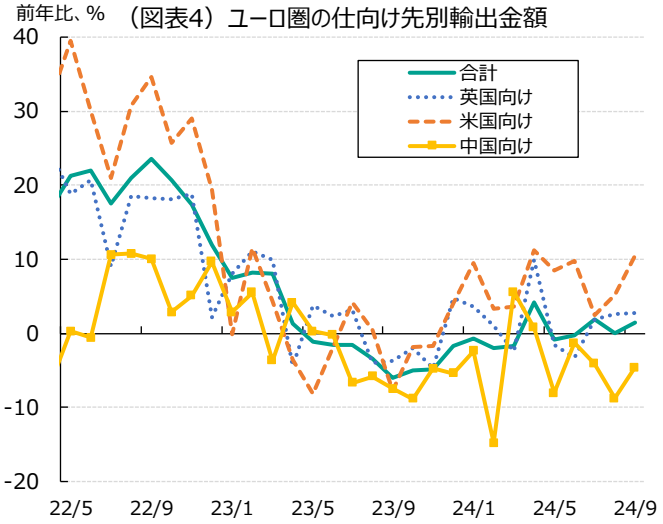
	12月見通し			（前回）9月見通し		
純輸出以外は前年比（%）	2024	2025	2026	2024	2025	2026
実質GDP成長率	0.7	1.1	1.4	0.8	1.3	1.5
個人消費	0.9	1.3	1.3	0.8	1.4	1.5
総固定資本形成	▲1.7	1.2	2.2	▲0.5	1.2	2.1
輸出	1.0	1.6	3.0	1.2	2.6	3.0
輸入	0.1	2.3	3.1	0.0	2.8	3.3
純輸出（%pt）	0.5	▲0.2	0.1	0.7	0.0	0.0

（出所）ECB

2024 年の総固定資本形成は 9 月見通しから▲1.2%pt の前年比▲1.7%と、大幅に下方修正されており、ドイツ経済の低迷やフランスの政情不安などを背景とする企業の低調な投資行動を反映しているとみられる。2025 年については、伸び率こそ同＋1.2%ですえ置きであるが、2024 年の大幅下方修正を踏まえると、水準は下方修正となっている。利下げにより借り入れコストが下がったとしても、設備投資の回復は鈍い見通しとなっており、根深い構造的問題の存在が窺われる。

2025 年の輸出は 9 月見通しから▲1.0%pt の同＋1.6%である。トランプ次期米政権による通商政策への警戒感が大きいとみられる。輸出の下方修正幅が輸入のそれ（▲0.5%pt）よりも大幅なので、純輸出の寄与度が▲0.2%pt となり、2025 年実質 GDP 下方修正の主因になっている。ユーロ圏の輸出動向は、中国向けの不振を米国向けが補っている状況であり（図表 4）、対 EU の追加関税が発動されれば、すでに冴えない輸出は大きな打撃を受けることになろう。

（図表4）ユーロ圏の仕向け先別輸出金額

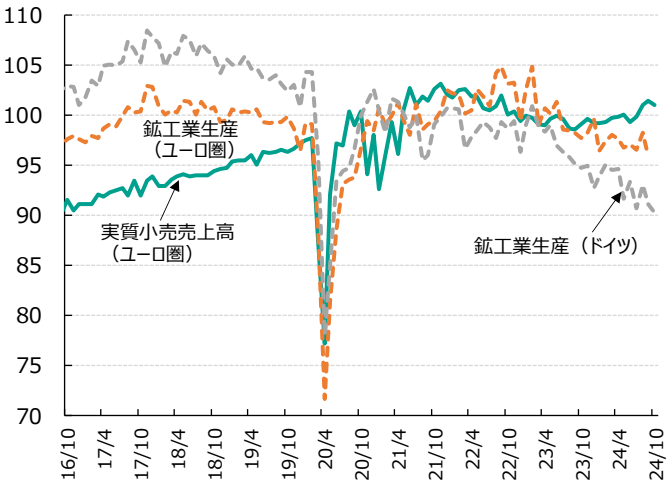


（出所）ブルームバーグのデータより明治安田総研作成

ECB の懸念が設備投資や輸出にあるのであれば、域内最大の経済大国ドイツの不振が最大の心配事であろう。独鉱工業生産に下げ止まりの兆しはなく（図表 5）、足もとコロナ前比▲10%pt 程度の水準にある。ロシアからの安価なエネルギー供給に頼った産業構造の見直しを迫られるなか、原発停止や中国との競争激化も重なり、独製造業の苦境は鮮明である。トランプ次期米政権の通商政策次第ではさらに下押しされよう。トランプ第一次政権時は、2018 年 3 月にユーロ圏含め広範に課された鉄鋼・アルミニウム関税と、同年 7 月から本格化した米中貿

易戦争のあおりを受け、独鉱工業生産が 2019 年 12 月に関税賦課前の 17 年 12 月比で▲6.5%の水準まで落ち込んだ。ドイツの実質 GDP は 2024 年 7－9 月期まで 3 四半期連続で前年比マイナスであり、2024 年も 2023 年に続いて通年でマイナス成長になる可能性が高い。独連銀はトランプ次期米大統領の唱える関税政策実行による 2025 年の独 GDP 下押し効果を 1%pt 程度と見積もっており、米通商政策次第で 3 年連続マイナス成長の可能性も浮上する。

2021年＝100 （図表5）鉱工業生産と小売売上高

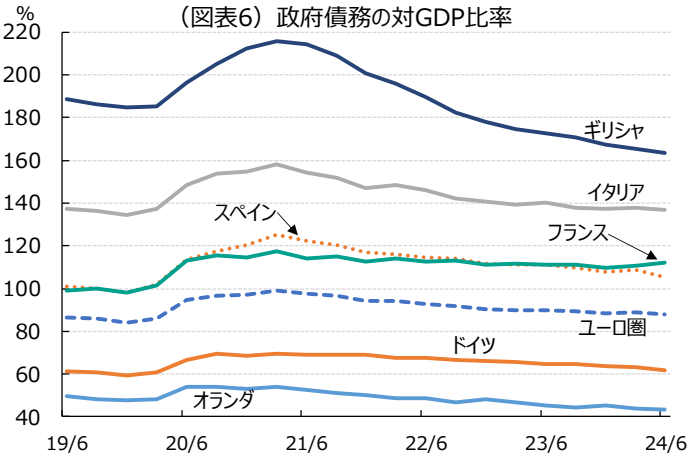


（出所）ブルームバーグのデータより明治安田総研作成

３．南欧景気は底堅いが、財政問題などもあり、利下げの障壁は低い

ユーロ圏主要国を見渡すと、観光業が好調なスペイン経済は堅調であり、フランスとイタリアについては、好調とはいえないものの、マイナス成長の気配はない。域内各国の状況は様々であるが、財政状況の悪いスペインやイタリアの中銀総裁は従来からハト派であり、中立と目されてきたフランスの中銀総裁が自国の財政再建の遅れを懸念してか、ここ 1 年ほどはハト派的な議論を主導している。伝統的にタカ派的な金融政策を主張するドイツの景気が南欧の景気よりも弱い状況では、利下げの合意が図りやすいと考えられる。

（図表6）政府債務の対GDP比率



（出所）ブルームバーグのデータより明治安田総研作成

債務残高の対 GDP 比は、域内全体ではコロナ前の水準（約 90%）に戻るも、主要国ではフランスとスペインが戻っていない（図表 6）。特にフランスの債務削減ペースは遅く、2024 年 6 月末時点で 112%とスペイン（105%）を上回る。2025 年の予算成立時期が見通せないなか、仏独スプレッドは足もと 0.7%台後半（2023 年末比＋0.25%pt）と、極右政党のルペン氏が大統領選で善戦した 2017 年の水準付近で高止まりし、ギリシャと同水準である。

もっとも、2023 年末に 1.0%だったギリシャの対独スプレッドは、順調な債務削減動向を好感して足もと 0.7%台後半まで低下し、スペインも同傾向にあるなど、フランス以外の国の財務リスクは概ね低下傾向である。しかし、今後、マクロン大統領が下院解散を突如発表した時のように、仏長期金利が大幅に上昇する場面があれば、域内各国の長期金利が軒並み上昇し、利下げによる景気下支え効果が減殺される可能性があろう。ドイツでは、ショルツ首相が景気低迷に財政拡大で対応しようとしたが、緊縮財政派の反発を招き、政権交代が現実味を帯びてきた。フランスの財政再建の遅れは域内金利上昇により景気を冷やす可能性がある一方、ドイツは財政が健全でも景気下支えになかなか踏み出せない。財政機能不全はユーロ圏景気の足枷である。

米通商政策への懸念や製造業の競争力低下、財政問題など、ユーロ圏の景気下振れリスクは高く、ECB は毎会合利下げを継続し、2025 年 7 月に中銀預金金利は中立金利（2%前後とされる）を下回る 1.75%まで下がると引き続き予想する。

本レポートに関するご取材やお問い合わせは以下までご連絡ください
明治安田総合研究所 エコノミスト 吉川　裕也
電話番号：03-6261-7947
e-mail：yu-kikkawa@myri.co.jp

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●発行元●株式会社明治安田総合研究所　〒102-0073東京都千代田区九段北3－2－11　TEL03-6261-6411