

2024. 9. 13

【ECB 政策理事会（24年9月）】

内需見通し大幅悪化も、タカ派姿勢は残る

～四半期に1度の利下げが有力も、仏政局次第で連続利下げか～



経済調査部 エコノミスト
吉川 裕也

ポイント

- 9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するとともに今年の景気見通しを▲0.1%pt 下方修正。個人消費と投資の下方修正幅は大きく、景気への懸念はヘッドライン以上
- 一方、サービスインフレ高止まりを背景にコアインフレ率見通しは上方修正に。四半期に1度の緩やかなペースでの利下げがメインシナリオ
- フランスの債務削減ペースは遅く、債務残高対GDP比はコロナ前を大きく上回る。仏政局の不安定さが増して仏独スプレッドが拡大する場合、景気悪化懸念から連続利下げの可能性も

1. 景気見通し下方修正、追加利下げへ

9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）。利下げは6月理事会以来2会合ぶり。主要政策金利は預金ファシリティ金利が3.50%、主要リファイナンスオペ金利が3.65%、限界貸出ファシリティ金利が3.90%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は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。

声明文では、「最近入手したインフレのデータは想定通り」であり、「2025年後半にインフレ率は目標に戻ると見込まれる」なか、「消費と投資の弱含みを反映して景気見通しが下方修正」となり、「金融引き締め度合いを緩和するステップをさらに前進させることが適切

になった」と追加利下げに至った背景が説明されている。また、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」構えを示している。

ラガルド ECB 総裁は記者会見で、「データを見ながら会合ごとに判断する」と語るのみで、言質を取られるよ

（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	: +3.50%
主要リファイナンスオペ金利	: +3.65%
限界貸出ファシリティ金利	: +3.90%

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（TLTRO III）	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9月理事会での変更点

うな発言はしていない。総裁記者会見は慎重なトーンに終始し、先々の政策運営へのヒントはあまりなかった。

2. 内需が弱く、ヘッドライン以上に見通しは悪い

9月理事会では、経済見通しが改定されている。2024年と2025年の実質GDP見通しがそれぞれ0.1%ptずつ下方修正されたが、修正幅は小幅とはいえ、特に2024年については内容が悪い。2024年の個人消費は6月見通しから▲0.4%pt下方修正されており、実質賃金のプラス転換により消費の改善傾向が強まるとのECBのシナリオが少しずつ揺らいできている様子が見て取れる(図表2)。

2024年の総固定資本形成は6月見通しから▲0.6%pt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。輸出は▲0.1%ptと小幅な下方修正にとどまっており、ECBの懸念事項が専ら内需であることが示唆される。内需の弱さを反映してか、輸入が▲0.5%ptと大幅に下方修正され、純輸出が+0.3%pt上方修正されたことで、ヘッドラインの下方修正幅は小幅にとどまっているが、ECBの景気への警戒感は相当に高まってきていると考えられる。

域内最大の経済大国ドイツの鉱工業生産に下げ止まりの兆しはなく(図表3)、足もとコロナ前比▲15%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、フォルクスワーゲンが国内工場の閉鎖を検討するなど、EV市場での競争力低下などを背景とするドイツの自動車産業の苦境は鮮明である。ドイツの4-6月期実質GDPは前期比▲0.1%とマイナス成長に転落しており、2年連続での通年マイナス成長の可能性もあろう。

3. インフレへの警戒感は根強く、連続利下げの可能性は低い

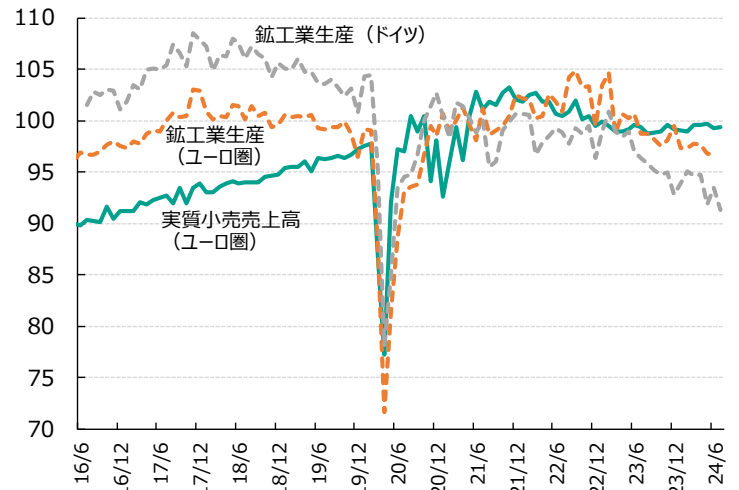
総合インフレ率の見通しはすえ置かれたが、コアインフレ率の見通しは2024年と2025年についてそれぞれ0.1%ptずつ上方修正された(図表4)。「サービスインフレは想定以上」との声明文の文言から、堅調な労働市場に裏打ちされた物価上昇圧力へのECBの警戒感が依然根強い様子が見えがえる。この点、労働市場の悪化に対応して雇用市場へと力点を移した米連邦準備制度理事会(FRB)とは対照的である。景気見通しが

(図表2) ECBスタッフ見通し(1)

	9月見通し			(前回)6月見通し		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
純輸出以外 前年比(%)						
実質GDP成長率	0.8	1.3	1.5	0.9	1.4	1.6
個人消費	0.8	1.4	1.5	1.2	1.7	1.6
総固定資本形成	▲0.5	1.2	2.1	0.1	1.5	2.0
輸出	1.2	2.6	3.0	1.3	2.9	3.1
輸入	0.0	2.8	3.3	0.5	3.3	3.3
純輸出(%pt)	0.7	0.0	0.0	0.4	0.0	0.1

(出所) ECB

2021年=100 (図表3) 鉱工業生産と小売売上高



出所: フルムバークのデータより明治安田総研作成

(図表4) ECBスタッフ見通し(2)

	9月見通し			(前回)6月見通し		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
失業率以外 前年比						
インフレ率	2.5	2.2	1.9	2.5	2.2	1.9
コアインフレ率	2.9	2.3	2.0	2.8	2.2	2.0
雇用者報酬	4.5	3.6	3.2	4.8	3.5	3.2
失業率	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.3
雇用者数	0.8	0.4	0.4	0.8	0.4	0.5

※コアインフレ率はエネルギーと食料を除く指数

単位: %

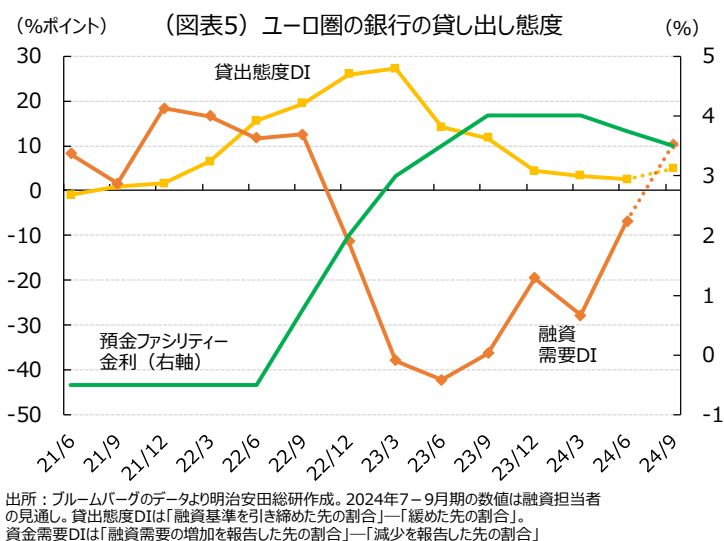
(出所) ECB

弱含むなかでも、タカ派（物価安定重視）の主張が一定の影響力を保っているため、ECB の利下げは四半期に 1 度程度の緩慢なペースで進むと考える。

4. フランスの政情不安は銀行の貸し出し態度悪化を通じて景気抑制要因に

景気の下振れリスクについては、銀行の厳しい融資態度の影響も大きいとみる。ECB が実施するユーロ圏銀行融資担当者調査（7 月調査）においては、融資需要 DI（「融資需要の増加を報告した先の割合」－「減少を報告した先の割合」）が▲6.84%pt と、水準的には依然低調であるものの、設備投資向け主導で改善傾向をたどっている（図表 5）。一方で、貸出態度 DI（「融資基準を引き締めた先の割合」－「緩めた先の割合」）は+2.54%pt であり、6 月の利下げ開始後も融資態度を厳しくする銀行の方が多く状況である。

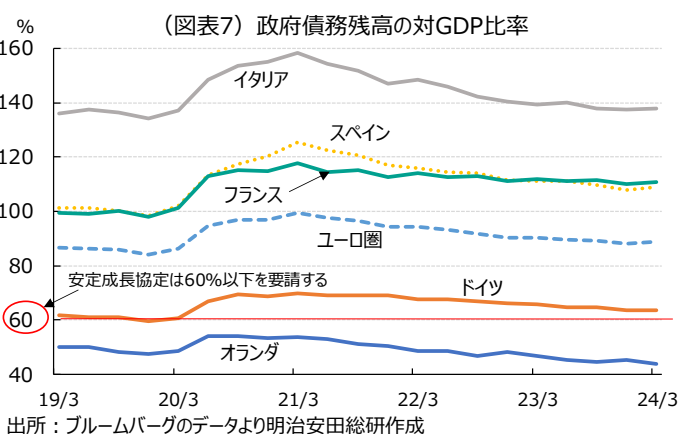
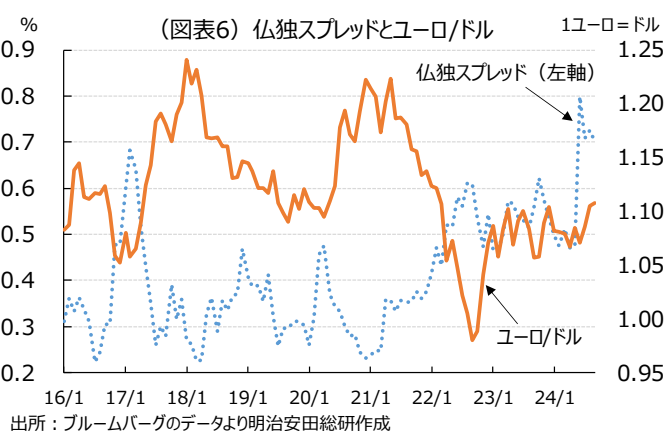
特に、フランスの DI 上昇が顕著であり、議会選挙以降の政情不安が銀行のリスクテイク行動を抑制している様子が窺われる。ドイツの DI 上昇についてもフランスの影響が大きいとみる。貸出態度のユーロ圏先行き判断 DI は+4.97%pt であり、銀行の慎重姿勢は当面継続する模様である。



5. フランスで新首相決定も仏独スプレッド高止まり

景気見通しが下方修正される一方、インフレへの警戒感もあわせて表明されたところを見れば、次回 10 月理事会での追加利下げの可能性は低いとみられる。連続利下げを見込んでいた向きはユーロ買いに動いたもようで、理事会後ユーロは対ドルで上昇している（図表 6）。

一方、仏独スプレッドは足もと 0.7%台前半と、フランス下院議会選挙前の水準からは低下したものの、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ている。9 月 5 日、マクロン大統領は共和党（中道右派）のバルニエ氏を首相に任命し、フランス国民議会（577 議席）は 200 議席強の少数与党による不安定な運営となる。政府は 10 月 1 日までに 2025 年度予算案を提出する予定であるが、最大会派の左派連合は不信任案提出の構えであり、新内閣は極右の主張（若年層の所得税撤廃、年金支給開始年齢の引き上げ停止など）を一定程度受け入れる可能性も意識されている。財政悪化観測が仏独スプレッド高止まりの要因と考えられる。



6. フランス政局の不安定さが増す場合、連続利下げの可能性も

ユーロ圏主要国の債務残高はコロナ禍で膨らんだ後、徐々に削減されてきているが、依然として安定成長協定（債務残高の対 GDP 比を 60%以内にする等）を逸脱している加盟国が多い（図表 7）。債務残高の対 GDP 比は、ユーロ圏全体としてはコロナ前の水準（約 90%）に戻っているが、主要国のなかではスペインとフランスがコロナ前に戻っていない。

特にフランスの債務削減ペースは遅く、2024 年 3 月末時点で 111%と、スペインを上回っている。政局の動向次第では仏独スプレッドが再拡大し、ユーロ相場が軟調になる可能性もある。過去の理事会議事要旨から、ECB は輸入物価上昇をもたらすユーロ安を警戒しているとみられるため、タカ派は追加利下げに慎重になるとみられる。一方で、利下げによりリスクセンチメントの改善を図らないと銀行の融資態度がさらに硬化して域内景気を冷え込ませるリスクが高まるため、ハト派は積極的な利下げを主張する可能性が高い。FRB が毎会合利下げを実行するようであれば、ユーロ安リスクは限定的とみられるほか、景気悪化への懸念が強まっていることから、フランス政局の不安定さが増す場合の ECB のパワーバランスはハト派に傾くとみておきたい。

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