2024. 10. 18

【ECB 政策理事会（24 年 10 月）】

# 中立金利を下回るまで連続利下げを予想

## ～総裁はインフレ抑制を確信、景気下支えに舵を切る～

経済調査部　エコノミスト
吉川　裕也

**ポイント**

- **10 月 17 日開催の ECB の政策理事会は、政策金利の引き下げを決定。ラガルド総裁は「ディスインフレプロセスが軌道に乗ったことを確信している」という強いハト派的メッセージを発信**
- **スペイン以外の域内主要国の景気動向は冴えない。特にドイツの苦境は構造的かつ長期的なものである可能性が高い。フランス政局の混迷もリスク要因**
- **今後も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%まで下がると予想する**

### １．景気見通し悪化により、連続利下げ

10 月 17 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）。6 月に利下げ局面入りした ECB は、7 月理事会で政策金利をすえ置いた後、9 月、10 月と連続で利下げを実施した。主要政策金利は中銀預金金利が 3.25%、主要リファイナンスオペ金利が 3.40%、限界貸出ファシリティ金利が 3.65%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 |
|---|
| 中銀預金金利　：＋3.25%<br>主要リファイナンスオペ金利：＋3.40%<br>限界貸出ファシリティ金利 ：＋3.65% |
| **資産買入れ** |
| ・資産買入れプログラム（APP）<br>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）<br>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）<br>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）<br>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10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想定通り*」とされたほか、「*インフレ見通しは最近の経済指標が予想外に下振れた影響を受ける*」との文言が登場し、景気への懸念とインフレ下振れリスクが明確に示された。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*」構えを引き続き示している。

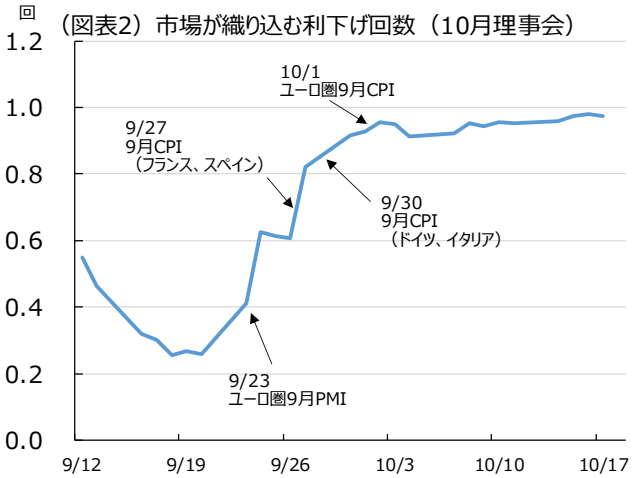
### ２．ラガルド総裁は、ディスインフレプロセスが軌道に乗ったと確信

ラガルド総裁は会見で、「*実質所得の増加が消費増につながるほか、利下げにより消費と投資が支えられることで景気が持ち直していく*」との中期的な景気見通しを維持する一方、「*鉱工業生産は不安定であり、製造業は弱含んでいるなか、非製造業についても、夏の観光シーズン後は活動が鈍化してきており、輸出も弱い*」と、当面の下振れリスクへの警戒感も示している。

質疑応答では、企業購買担当者景気指数（PMI）や消費者物価指数（CPI）といった9月会合後に示されたデータは「*すべて低い*」とし、企業への電話調査による定性情報は「*すべて下向き*」であることから、「*ディスインフレプロセスが軌道に乗ったことを確信している*」という強いハト派（景気安定重視）的な発言をした。6月理事会からの利下げ局面入りを示唆した4月理事会での情報発信の在り方について、あからさま過ぎたとの批判が出たことを気にしてか、6、7、9月の会見では言質を取られないよう慎重な言い回しに終始してきたため、ラガルド総裁の明確なハト派発言はかなりの重みを持つ。

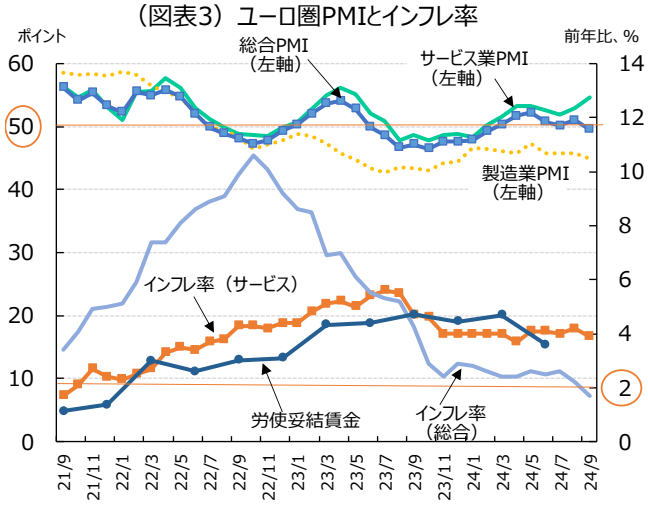
ハト派発言を受け、「なぜ0.5%の利下げをしないのか」という質問が出るのは自然な流れであった。ラガルド総裁はこれに対し、景気見通しは「*従来想定を少し下回っているだけ*」であり、「*引き続きソフトランディングを見込んでいる*」と0.25%の利下げにとどめた理由を説明した。ただ、少し下回るだけにしては、質疑応答序盤のトーンは暗すぎるとの印象を受けた。ドイツの苦境を念頭に「ユーロ圏がリセッションに陥る危険はないのか」という趣旨の質問が複数出たが、たとえ一つの大国が厳しい状況にあっても、「*ユーロ圏全体が同じように苦境に陥る必然性はない*」とのラガルド総裁の発言からは、それぞれ異なる事情を抱える国々を一つの金融政策でまとめていくことの困難さも滲む。

（図表2）市場が織り込む利下げ回数（10月理事会）



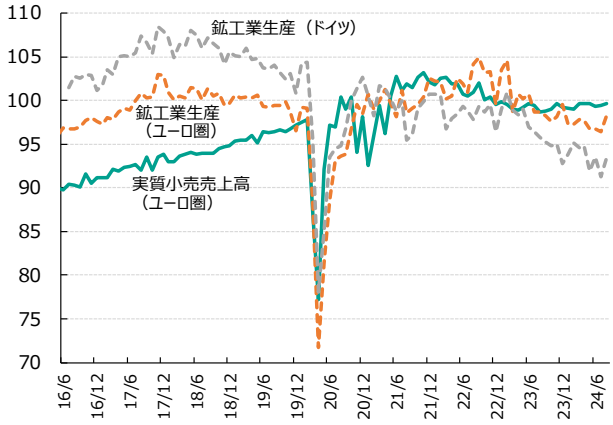

出所：ブルームバーグのデータより明治安田総研作成、OIS市場の織り込み

（図表3）ユーロ圏PMIとインフレ率




出所：ブルームバーグのデータより明治安田総研作成

2021年＝100　（図表4）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

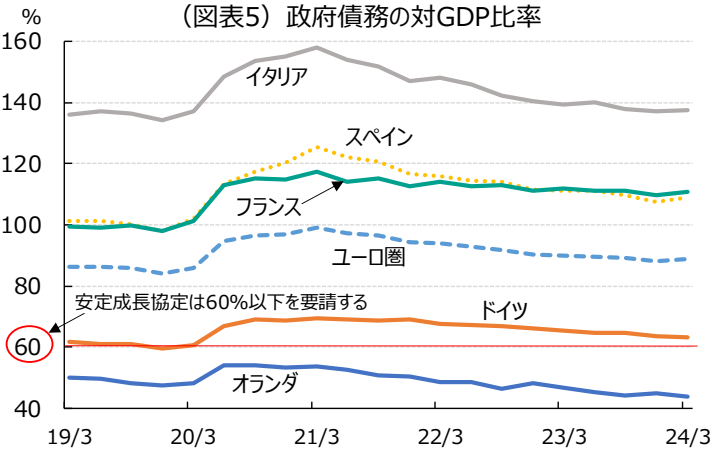
## 3．景気見通しは予断を許さず、ECBは連続利下げを継続へ

10月理事会での利下げは市場に織り込まれており（図表2）、通貨ユーロや債券市場への影響は限定的だった。9月理事会終了時点では連続利下げを見込む向きは少数派だったが、9月23日発表の9月ユーロ圏PMIが49.6と、7ヵ月ぶりに好不況の境目となる50を下回った（図表3）のを機に風向きが変わった。9月末に主要国のCPIが発表され、主要国が軒並み2%割れとなったことで、市場の連続利下げ観測は確信に変わった。ただ、今後の利下げペースはあくまで景気動向次第である。

ユーロ圏の4－6月期の実質GDP成長率は前期比＋0.2%と、前期（同＋0.3%）から減速したものの、プラス成長は維持している。マイナス成長のドイツ（同▲0.1%）、ゼロ成長付近のフランス、イタリア（ともに同＋0.2%）、

堅調なスペイン（同＋0.8%）と、主要国間で状況がまちまちなのが悩ましいが、スペイン以外は 9 月総合 PMI が 50 割れとなっており、域内全体の先行きの景気悪化リスクが高まっていると判断できる。

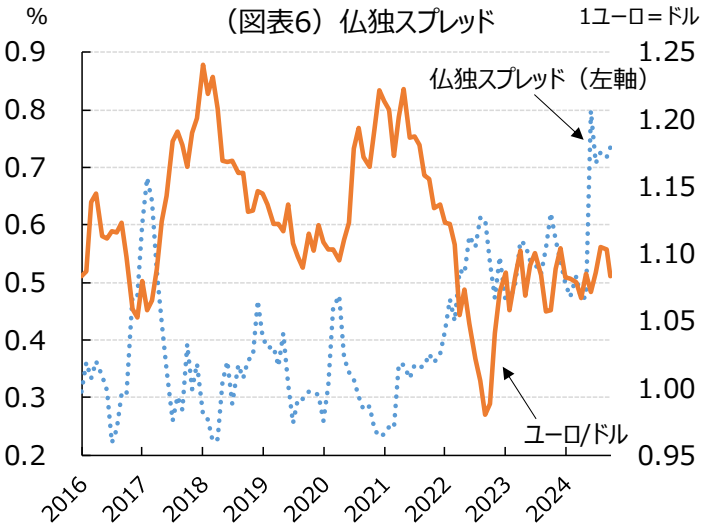
特に、ドイツは自動車産業の不振で鉱工業生産が低迷（図表 4）するなど、深刻な状況である。ドイツ政府は 10 月 9 日に発表した秋の経済見通しで、2024 年の実質 GDP 見通しを前年比▲0.2%（前回 4 月は同＋0.3%）に下方修正しており、2002－03 年以来の 2 年連続マイナス成長となる可能性が高まっている。ロシアからの安価なエネルギー供給が断たれるなか、原発停止や EV 補助金停止も重なっており、ドイツの苦境は構造的かつ長期的なものである可能性が高い。



（図表5）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

ドイツの政府債務の対 GDP 比率は 63.4%（2024 年 3 月末時点）と、ユーロ圏平均である 88.7%（同）を下回っている（図表 5）ものの、ドイツ政府は財政規律を守る方針であり、財政面からの支援は期待できない。



（図表6）仏独スプレッド

出所：ブルームバーグのデータより明治安田総研作成

フランスについても、財政面からのテコ入れは期待できそうにない。フランスの債務削減ペースは遅く、政府債務の対 GDP 比率は 2024 年 3 月末時点で 111%と、スペインを上回っている。財政健全化を急ぐフランス政府が 10 月 10 日に発表した 2025 年度予算案は、大企業や富裕層への増税や雇用支援縮小、EV 購入支援の見直しなど、歳出抑制を含む内容になった。しかし、予算案の審議は難航する可能性が高い。仏独スプレッド（独 10 年国債利回り―仏 10 年国債利回り）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（図表 6）。フランス政局の不透明感は引き続きフランス経済の大きなリスク要因である。

以上から、ユーロ圏の景気は予断を許さない状況が当面継続するとみられ、ECB は連続利下げを継続し、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