2025. 1. 31

【ECB 政策理事会（25 年 1 月）】

米関税リスクと銀行の融資態度硬化が悩みの種

～インフレ退治が峠を越えて、力点は景気下支えへ～

経済調査部　エコノミスト
吉川　裕也

ポイント

- **ECB の 1 月理事会は、政策金利の引き下げを決定。声明文からは、インフレ退治が峠を越したとの認識が示され、景気下支えに力点がシフト**
- **米関税への懸念に揺れるドイツと政局が不安定なフランスで銀行のリスク許容度低下が顕著。設備投資資金需要の回復など、企業に前向き姿勢がみえるなか、銀行の冷淡さが景気回復の芽を摘む恐れ**
- **今後も毎回利下げが継続され、中銀預金金利は 2025 年 7 月に中立金利（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．貿易摩擦の増大と融資基準の厳格化に懸念

1 月 29－30 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＋2.75%、主要リファイナンスオペ金利が＋2.90%、限界貸出ファシリティ金利が＋3.15%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、1 月から再投資が全額停止となっている。

（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　：＋3.00%→＋2.75% 主要リファイナンスオペ金利：＋3.15%→＋2.90% 限界貸出ファシリティ金利　：＋3.40%→＋3.15%
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
・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1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、「*インフレ率は今年中に2%目標に戻る軌道にある*」と、インフレ退治が峠を越したとの認識が示される一方で、「*金融環境は引き続きタイトで、我々の金融政策は景気抑制的である*」とされていることから、ECB は追加利下げに前向きであるとみられる。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。

ラガルド ECB 総裁は記者会見で、「*経済成長のリスクは引き続き下方向である*」と述べた。貿易摩擦の増大が

輸出の下振れを通して域内景気の重荷となる可能性があるほか、ウクライナや中東での地政学リスクによる先行き不透明感が消費と投資の回復を妨げているとの認識が示された。直近の銀行融資担当者調査において、融資基準の厳格化が示されたことへの懸念も表明された。

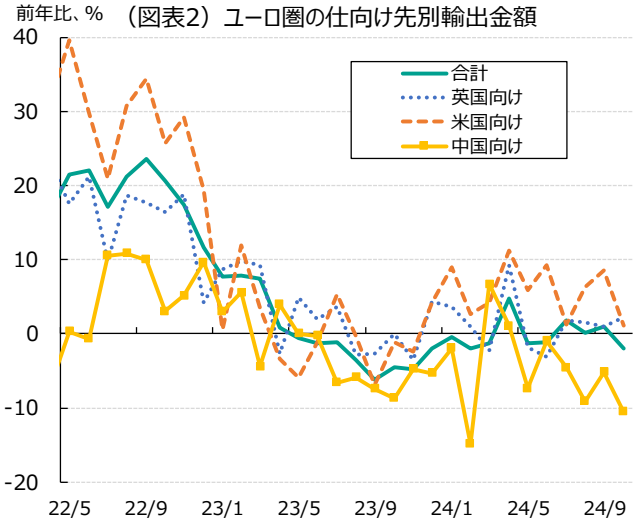
２．米関税は特にドイツに痛手

ECB の力点は景気下支えに移った。1 月 30 日に発表されたユーロ圏の 10－12 月期実質 GDP 成長率は前期比横ばいと冴えなかった。製造業の不振が続くドイツ（7－9 月期：同＋0.1%→10－12 月期：同▲0.2%）と五輪効果が剥落したフランス（同＋0.4%→同▲0.1%）がマイナス転落である。あわせて域内 GDP の半分を占めるドイツとフランスの低迷は、政局の混迷も加わって長期化する可能性がある。

1 月理事会で示された ECB の悩みの種は（1）米政権による関税リスクと（2）域内銀行の融資基準厳格化である。

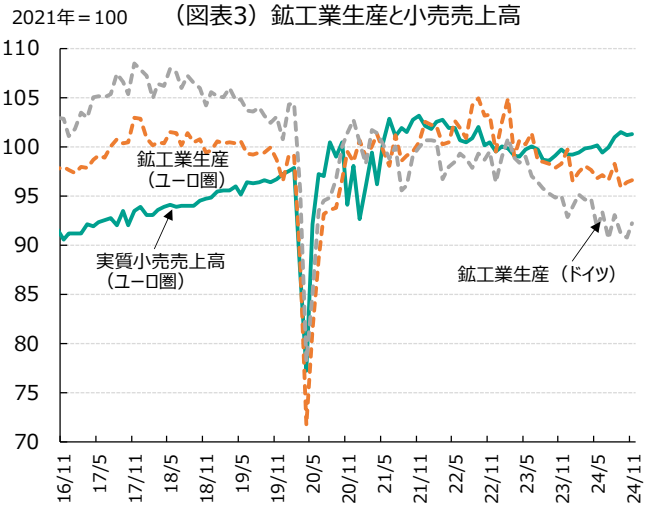
（1）米政権による関税リスクについては、すでに低迷しているユーロ圏の輸出動向（図表 2）と鉱工業生産（図表 3）に大きな打撃を与えることになる。特に、独鉱工業生産の不振は深刻であり、足もとコロナ前比▲10%pt 程度の水準にある。ロシアからの安価なエネルギー供給に頼った産業構造の見直しを迫られるなか、原発停止や中国との競争激化も重なり、独製造業の苦境は鮮明である。トランプ米大統領の通商政策次第ではさらに下押しされよう。

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 年も 2023 年に続いて通年でマイナス成長であり、2025 年についても予断を許さない。



（図表2）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

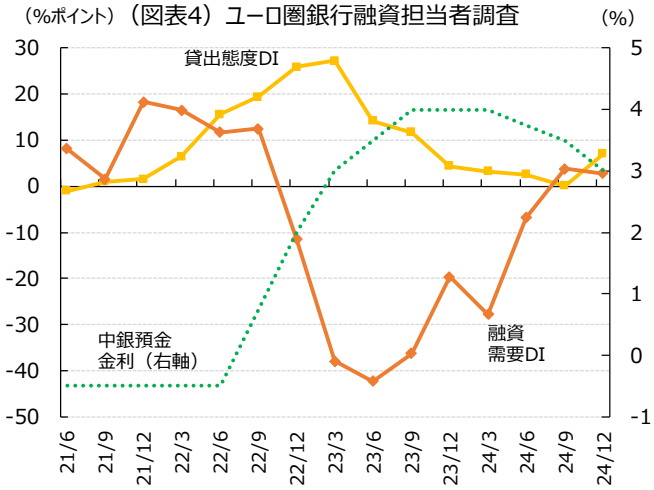


（図表3）鉱工業生産と小売売上高

（出所）ブルームバーグのデータより明治安田総研作成

３．企業の前向き姿勢に対して銀行が冷淡

（2）域内銀行の融資基準厳格化は域内成長の妨げになる。1 月 28 日に発表されたユーロ圏銀行融資担当者調査の結果は目を引くものであり、通常利下げとともに下がっていく貸出態度 DI（「融資基準を引き締めた先」―「緩めた先」）が＋7.05%pt へ上昇し、銀行の融資態度硬化が示された（図表 4）。米関税への懸念に揺れるドイツと政局が不安定なフランスで DI 上昇が顕著であり、銀行のリスク許容度は低下している。一方、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」）は 2.80%pt と 2 四半



（図表4）ユーロ圏銀行融資担当者調査

（出所）ブルームバーグのデータより明治安田総研作成
貸出態度DIは「融資基準を引き締めた先の割合」―「緩めた先の割合」
資金需要DIは「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」

期連続のプラスであり、企業の設備投資意欲等に持ち直しの兆しがみえる。せっかく企業に前向き姿勢がみえるなか、銀行の冷淡な姿勢が景気回復の芽を摘むリスクが見て取れる。よって、ECB は利下げの継続により金融環境の緩和を図っていく必要がある。

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、中銀預金金利は 2025 年 7 月に中立金利（2%前後とされる）を下回る 1.75%まで下がるとの予想を維持する

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