

2024. 7. 19

【ECB 政策理事会（24年7月）】

景気判断下方修正、9月利下げの確度高まる

～フランス政局混迷の影響もあり、域内銀行の融資態度は依然厳しい～



経済調査部 エコノミスト
吉川 裕也

ポイント

- 7月18日開催のECBの政策理事会は、政策金利のすえ置きを決定するとともに、景気判断を「下方に傾いている」へ下方修正
- フランス政局混迷の影響からか、利下げ後も域内銀行の融資態度は厳しく、融資需要の回復に答えきれていない模様。フランスの債務削減ペースは遅く、債務残高対GDP比はコロナ前を依然大きく上回る
- 仏独スプレッドの高止まりの割に、ユーロ相場は堅調推移。輸入物価上昇につながるユーロ安を警戒してきたECBにとっては、利下げに向けた障害が小さい状況。9月理事会での利下げがメインシナリオ

1. 9月の行動はワイドオープン、景気判断は下方修正

7月18日開催の欧州中央銀行（ECB）の政策理事会は、政策金利のすえ置きを決定した（図表1）。6月理事会で利下げ局面入りしたECBであるが、連続利下げは見送った形となった。主要政策金利は預金ファシリティ金利が3.75%、主要リファイナンスオペ金利が4.25%、限界貸出ファシリティ金利が4.50%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、6月末までは全額再投資となっていたが、7月以降再投資額は半額となり、PEPP残高は月平均75億ユーロずつ削減されていく。

声明文では、「最近入手したデータは中期的なインフレ見通しと整合的」であるが、「域内のインフレ圧力はなお根強い」ため、「政策金利を十分景気抑制的な水準に留め置くことが適切」とすえ置きの判断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。

（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	: +3.75%
主要リファイナンスオペ金利	: +4.25%
限界貸出ファシリティ金利	: +4.50%

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

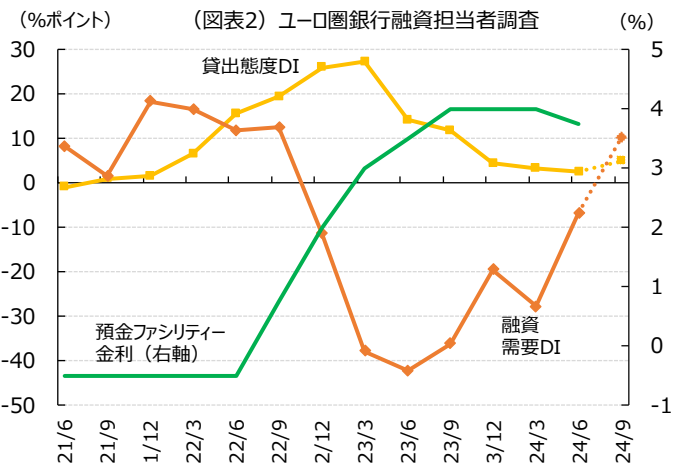
（出所）ECB公表資料より明治安田総研作成

ラガルド ECB 総裁は記者会見で、「9月の行動についてはワイドオープン」と語るのみで、言質を取られるような発言はしていない。4月理事会後の会見で次回理事会での利下げを強く示唆したものの、6月理事会前に発表された労使妥結賃金やインフレ指標は高めだった。シグナルの発信があからさま過ぎたとの批判を招き、利下げに反対票が1票入って全会一致での決定ができない異例の事態となった経緯を意識してか、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。

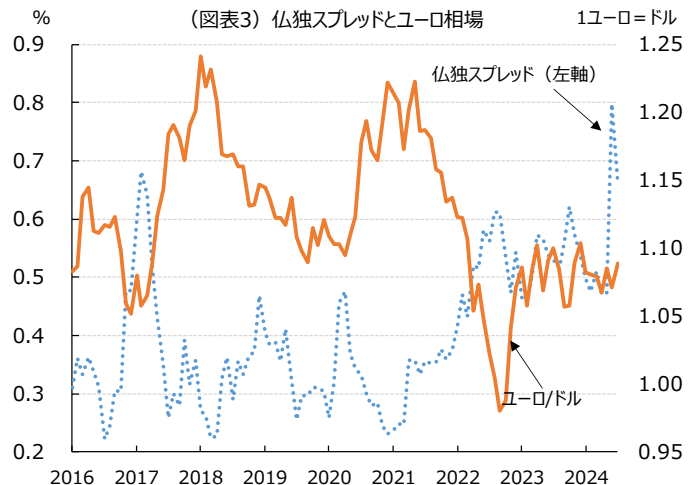
インフレ率が2025年後半に2%に戻るとの見通しが維持される一方で、景気判断は「短期的には均衡している」から「下方に傾いている」へと下方修正された。サービスセクターが回復を続ける一方で、主要国間の貿易摩擦などを背景に鉱工業生産や外需が弱く、景気の足枷になっているとの認識である。実質賃金の増加による消費の回復に支えられて、景気が回復基調をたどるとの基本的な見方は維持されているものの、4-6月期の実質GDP成長率は1-3月期（前期比+0.3%）を下回る可能性が高いとされるなど、短期的な下振れ懸念が強まっている。

2. 資金需要は持ち直し傾向も、融資環境は引き締め継続、フランスの政情不安が影を落とす

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、設備投資向け主導で改善傾向をたどっているものの、水準的には銀行が融資に対して慎重姿勢を維持している様子が示されている（図表2）。7月調査における貸出態度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、利下げ後も融資態度を厳しくする銀行の方が多い状況である。特に、フランスのDI上昇が顕著であり、議会選挙を巡る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。フランスとドイツの長期金利差を示す仏独スプレッドが高水準にあることから、銀行のリスク回避姿勢が見て取れる。仏独スプレッドは足もと0.6%台後半と、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3）。マクロン仏大統領による首相任命や新内閣発足の目途が立たないなか、政府は9月20日までに欧州委員会に財政改善計画を提出しなければならない。フランスの政情不安は当面払拭されない見込みであり、引き続き銀行の厳しい融資態度が景気抑制要因となろう。



出所：ブルームバーグのデータより明治安田総研作成。2024年7-9月期の数値は融資担当者の見通し。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」

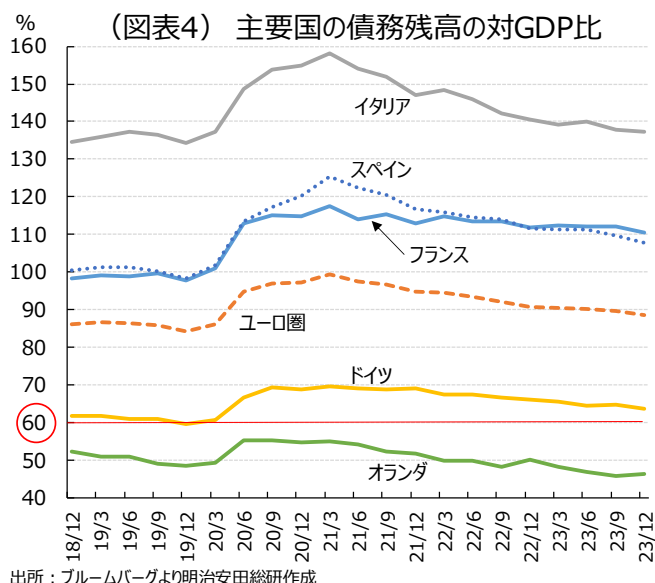


出所：ブルームバーグのデータより明治安田総研作成

3. ユーロ相場は底堅く、利下げへの障害は少ないが、フランス情勢への警戒は怠れない

もつとも、過去、仏独スプレッド拡大時にユーロ安となる傾向にあったユーロ/ドルは足もと底堅さを維持している（前掲図表3）。サービス業の回復が主導する形で景気の底打ち感が意識されていることや米国で弱めの経済指標が増加したことでドルが弱含んだことなどが要因として考えられる。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、ユーロ/ドル相場が堅調であれば、利下げ判断はしやすいと考えられる。短期的とはいえ景気下振れリスクが浮上している状況にあることや、労使妥結賃金の先行指標である求人賃金の伸びが鈍化傾向で推移していることを踏まえると、次回9月理事会での利下げ実行の確度は高いとみる。

波乱要因としてはフランス情勢が挙げられる。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4）。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、2023年12月末時点で111%と、スペインを上回っている。現在仏下院で絶対多数政党は存在せず、内閣発足に向け連立協議が続いている。アタル仏首相は辞任後暫定内閣の首相にとどまるとみられるが、今後パリ五輪（7月26日～）や2025年予算案の審議（9月～）が控えるなか、政局の混迷が深まる可能性もあろう。後任首相の目途は立っていない。与党連合は穏健な左派政党との協力を模索している模様であるが、左派の影響力拡大は財政健全化の後ずれを連想させる。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ことで、9月の利下げが見送られる可能性も考えられるが、今のところリスクシナリオの範疇を出ないとみておきたい。



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