

MURC Focus

利下げ姿勢を強める欧州中央銀行

～ドイツの政策停滞とフランスの財政再建が2025年の欧州経済を圧迫～

調査部 副主任研究員 土田 陽介

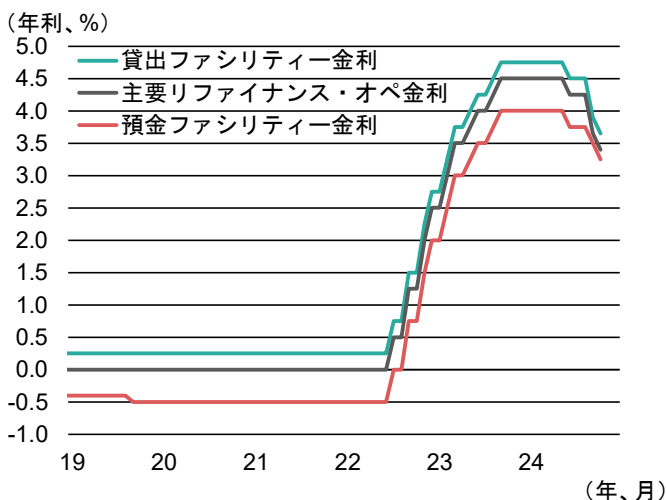
OECB は10月17日に開催した政策理事会で、二会合連続となる利下げを行った。欧州経済の弱さを受けてインフレが下振れしたことで、ECB は追加利下げ姿勢を強めている。
 OECB は先行きの欧州のインフレが景気の低迷を受けて予想よりもさらに下振れする恐れを警戒しているが、実際にドイツの政策停滞やフランスの財政再建が、2025年の欧州経済の下押し要因となる。
 OECB が欧州経済の弱さから追加利下げ姿勢を強める一方で、FRB は米国景気の強さから追加利下げに慎重であるため、欧米間の金利差が広がり、ユーロの対ドル相場はユーロ安基調で推移しよう。

1. 10月も追加利下げを行った欧州中銀

欧州中央銀行(ECB)は10月17日に開催した政策理事会で、政策金利の下限であり事実上の主要金利である預金ファシリティー金利を3.5%から3.25%に引き下げた(図表1)。また主要リファイナンス・オペ金利を3.65%から3.4%に、上限である貸出ファシリティー金利を3.9%から3.65%に、それぞれ引き下げた。利下げは二会合連続。適用は週明けの10月23日からとなる。

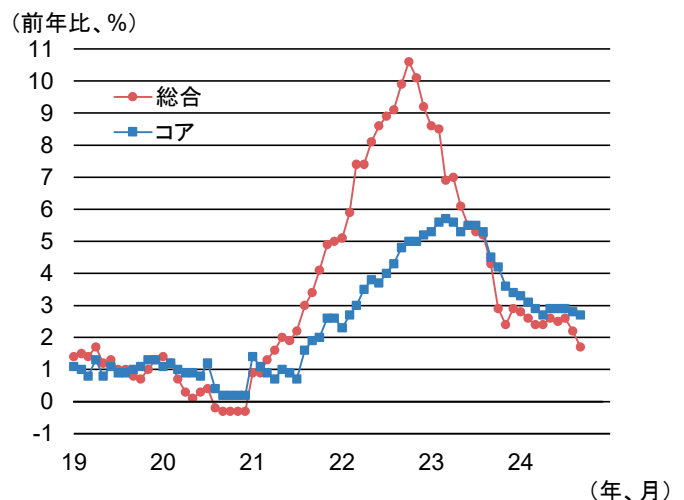
ECB は9月の理事会まで、追加利下げに慎重な姿勢を示していた。9月の理事会の際に示した物価見通しでも2024年通年の消費者物価を2.5%と予想しており、年内は2%を上回る展開をメインシナリオとしていた。しかしその後に発表された9月の消費者物価(確定値)が前年比1.7%上昇と、ECB が掲げる2%の物価目標を下回ったことで、ECB は一転して追加利下げに対して積極的な姿勢となった(図表2)。

図表1. ECB の政策金利



(出所) 欧州中央銀行(ECB)

図表2. ユーロ圏の消費者物価



(注) コアは食品・アルコール・エネルギーを除くベース。
(出所) 欧州連合統計局(ユーロスタット)

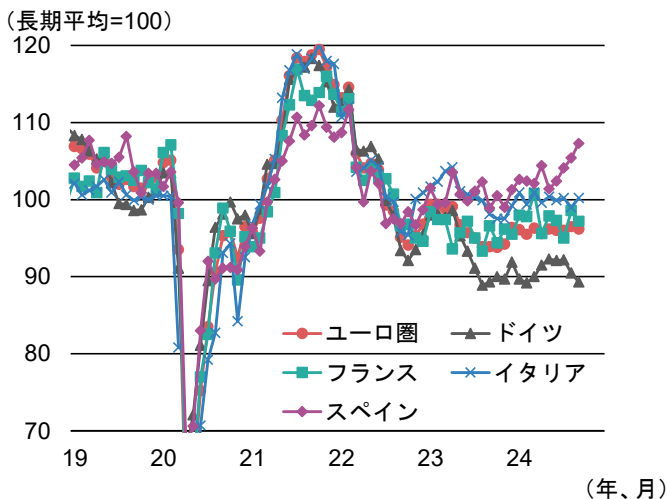
インフレが下振れした主因は、欧州経済の弱さにある。最新4~6月期のユーロ圏の実質GDP(国内総生産)の確定値は前期比0.2%増と3四半期連続で小幅なプラス成長となり、欧州景気は緩慢ながらも拡大している。とはいえ景況感指数の動きが示すように、主要国の景気は「三極化」しており、スペインが堅調な一方で、フランスとイタリアは横ばい、ドイツが下振れしている(図表3)。

堅調なスペイン景気をけん引しているのは国外からのインバウンド需要である。インバウンド需要を示す旅行サービス輸出は直近4~6月期に名目GDPの6.0%と、コロナショック前の2019年の水準を上回るまで拡大している(図表4)。とはいえインバウンド需要は、主に他の欧州諸国からの観光客が中心であるため、欧州景気そのものが低迷すれば失速を余儀なくされることから、スペイン景気の足腰は必ずしも強くないと判断される。

フランスとイタリアの景気は内需を中心に底堅いが、外需は失速している。フランスの場合、7~9月期にはパリ五輪に伴う景気浮揚が見込まれるが、それはあくまで一時的である。他方で、ドイツ景気は内需と外需の両面から圧迫されている。内需面では、高インフレと高金利を受けて、個人消費や設備投資が不調に陥っている。一方で、人件費や材料費の高騰などから競争力が低下した輸出も、低迷を余儀なくされている。

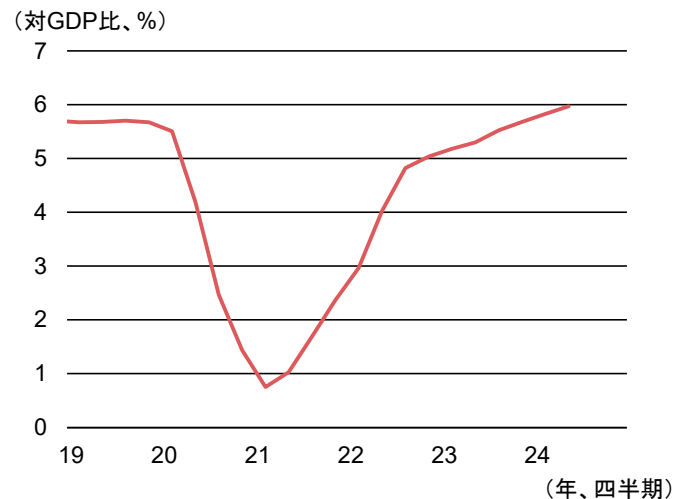
このように弱含む欧州景気をインフレの下振れは反映しているため、ECBは追加利下げ姿勢を強めている。ECBの政策理事会のメンバーであるフランス中銀のフランソワ・ビルロワドガロー総裁は10月7日付のイタリアの日刊紙ラ・レプブリカとのインタビューで、インフレが予想よりもさらに下振れ(アンダーシュート)する可能性に言及しており、ECBの当局者が警戒感を高めている様子がうかがい知れる。

図表3. ユーロ圏の景況感指数



(出所) 欧州委員会 ECFIN

図表4. スペインの旅行サービス輸出



(注) 4四半期後方移動累積ベース。

(出所) ユーロスタット

2. 2025 年はドイツの政策停滞とフランスの財政再建が圧迫要因

実際に先行きの欧州のインフレは、景気の低迷を受けてさらに下振れする恐れがある。景気を下押しする要因としては、まずドイツの政策停滞がある。2025 年 9 月 28 日に総選挙を控えているドイツでは、下野が必至であるオラフ・ショルツ首相率いる左派連立政権のレームダック化が顕著である。一方で、第一党になると予想される中道右派のキリスト教民主同盟・同社会同盟 (Union) も、過半数には至らない見通しである (図表 5)。

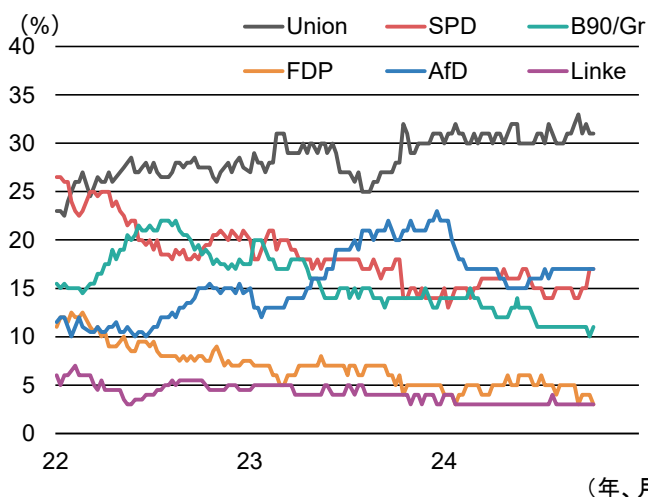
ドイツの組閣協議は越年を視野に長期化すると予想されることから、新政権による政策運営が軌道に乗るのは 2026 年以降のことになるだろう。加えて、この間はいわゆる「債務ブレーキ」(新規債務による借入を GDP の 0.35% までに抑えるという憲法の規定) の柔軟な運用に向けた見直しも進まないため、財政面からの経済対策も期待できない状況が続く。こうしたことから、ドイツ景気は 2025 年も厳しい状況が続くものと予想される。

他方でフランス景気も、財政再建のために 2025 年は低迷を余儀なくされる。フランスの財政赤字は削減が進んでおらず、欧州連合 (EU) よりその是正が求められている (図表 6)。こうした状況を受けてミシェル・バルニエ首相は、10 月 1 日に行われた国民議会 (下院) での所信表明演説の際に、25 年の財政赤字を名目 GDP の 5% に引き下げ、29 年までに 3% 未満にするという目標を掲げ、財政再建を目指す方針を示した。

バルニエ首相は財政再建に必要な 600 億ユーロのうち、400 億ユーロは歳出の削減で、200 億ユーロは大企業と富裕層に対する増税の組み合わせで対応すると発表している。法定最低賃金の 2% 引き上げや初めて住宅を購入する人向けの無利子融資制度の適用要件緩和といった民需下支え策も採用される模様だが、基本的に 2025 年のフランス景気は、歳出削減に伴う公需の減少と増税に伴う民需の圧迫の両面から下押しされよう。

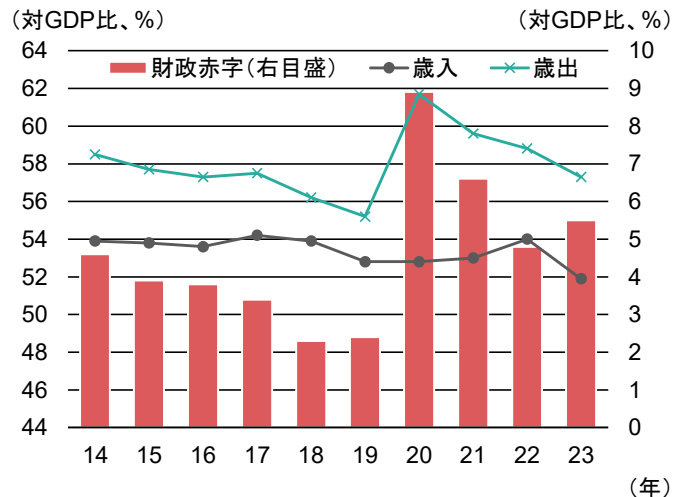
このように欧州経済の両翼を担うドイツとフランスの景気が 2025 年も低迷すると予想されるため、ECB はインフレが下振れする可能性を踏まえつつ、追加利下げ姿勢を強めるに至っている。

図表5. ドイツ主要政党の支持率



(注) 以下、上位四党の略称。Union: キリスト教民主・同社会同盟、SPD: 社会民主党、B90/Gr: 同盟90/緑の党、AfD: ドイツのための選択肢。
(出所) Forsa

図表6. フランスの財政収支



(出所) ユーロスタット

3. ユーロ安ドル高を起点とする円高の可能性も

ECBが欧州経済の弱さから追加利下げ姿勢を強める一方で、米連銀(FRB)は米国景気の強さから追加利下げに慎重である。ECBは政策理事会を年に8回開催するが、2025年は全会合で0.25%ポイントずつ計2%ポイントの利下げを行う可能性が金融市場では意識されるようになっている。そのため欧米間の金利差が広がり、ユーロの対ドル相場は基本的にユーロ安ドル高基調で推移するものと考えられる。

他方でドル円相場は、急激ではないものの日米金利差の縮小が見込まれるため、基本的には円高ドル安基調で推移するものとみられる。そのためユーロの対円相場は、対ドル相場以上にユーロ安基調で推移する可能性が高いだろう。また仮にインフレが下振れした場合や、フランスの財政問題に端を発した金融ショック(例えば格下げによる債券価格や株式価格の急落)が生じた場合、ECBは大幅な利下げを行うと予想される。

そうした欧州発の金融ショックが世界の金融市場の混乱につながった場合、FRBも大幅な利下げを行うことになる。この展開となったら円高が急速に進む可能性があることには留意すべきだろう。

－ ご利用に際して －

- 本資料は、執筆時点で信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客さまの決定、行為、およびその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。