

2024. 1. 26

【ECB 政策理事会（24 年 1 月）】

ECB は景気への配慮を見せる

～ 予防的利下げの可能性高まる～



経済調査部 エコノミスト

吉川 裕也

ポイント

- 1 月 25 日開催の ECB の政策理事会は、主要政策金利のすえ置きを決定。総じてハト派寄りの情報発信
- 会見では、ラガルド総裁が鉱工業生産や小売売上高の弱さに言及する一幕も。利上げの効果が浸透し、インフレ率が順調に低下していることに満足している様子が窺えるとともに、引き締め政策が効き過ぎて景気が悪化することへの警戒感も滲んできた印象
- ドイツ経済の軟調推移やユーロ圏労働市場の先行指標の鈍化傾向などを踏まえ、景気悪化防止のための「予防」的な利下げが 4 月会合で実施されると予想する

1. 総じてハト派寄りの情報発信

1 月 25 日開催の欧州中央銀行（ECB）の政策理事会は、主要政策金利すえ置きを全会一致で決定した（図表 1）。すえ置きは 3 会合連続。主要政策金利は預金ファシリティ金利が 4.00%、主要リファイナンスオペ金利が 4.50%、限界貸出ファシリティ金利が 4.75%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、前回会合で示された方針が再確認された。

声明文においては、「**主要政策金利は、それが十分長期間にわたって維持されるならば、インフレを目標に戻すために大きく寄与できる水準にある**」との文言が維持されており、ECB は当面様子見姿勢を維持する構え。もっ

とも、「**単位労働コストの強い伸びに起因するインフレ圧力は強力である**」との文言が削除され、単に「**インフレ率の低下トレンドは継続している**」としており、インフレ抑制に対して手ごたえを感じている様子も見て取れる。ラガルド総裁は会見にて、今後の政策金利水準はデータ次第、との立場を繰り返すとともに、「**利下げの議論は時期尚早**」と述べ、市場の早期利下げ観測を牽制した。同時に、賃金以外のデータも注視しているとし、鉱工業生

（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	: +4.00%
主要リファイナンスオペ金利	: +4.50%
限界貸出ファシリティ金利	: +4.75%

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月末まで実施されるものの、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

産や小売売上高の弱さに言及する一幕もあった。利上げの効果が浸透し、インフレ率が順調に低下していることに満足している様子が窺えるとともに、引き締め政策が効きすぎて景気が悪化することへの警戒感も滲んできた印象を受ける。

会見後、ユーロ/ドルはユーロ安方向に振れ、独10年国債利回りは低下した。ラガルド総裁は夏頃に利下げが行なわれる可能性を示唆しているが、ややハト派（景気安定重視）寄りの今会合での情報発信を受けて、早期利下げ観測が勢いを盛り返した模様である。今後、景気悪化がより鮮明となり、インフレ率はECBの想定よりも早く低下するとみて、当研究所では、2024年4月から利下げが行なわれるとの見通しを維持する。

2. 景気見通し下方修正、懸念されるドイツの先行き

今会合で、ECBは2023年4QのGDP見通しを前期比横ばいとし、プラス成長を見込んでいた前回会合から下方修正した。ユーロ圏最大の経済大国ドイツの苦境が要因とみる。

1/15に発表された2023年の独実質GDP速報は前年比▲0.3%であり（図表2）、主要先進国で唯一のマイナス成長となった可能性が高い。中国景気の不振などで外需が減少する一方、内需も個人消費（同▲0.8%）や総固定資本形成（同▲0.3%）をはじめ軒並みマイナスとなった。引き締めの財政政策も逆風となっており、2024年の景気についても予断を許さない状況が続くと考えられる。1/25発表の1月独ifo企業景況感指数は期待、現状ともに前月から低下していることから（図表3）、ドイツ経済は冴えないスタートを切った可能性が高い。

ユーロ圏全体に目を向けると、鉱工業生産がコロナ前のトレンドを下回るなど、深刻な不振にあえいでいる（図表4）。外需と設備投資の軟調さなどから、持ち直しの気配は見えない。小売売上高も低迷している。1月ユーロ圏消費者信頼感指数は前月比1ポイント低下の▲16.1と、冴えない推移が続いており、消費意欲の低迷を示している。個人消費低迷の要因としては、2022年のエネルギー価格上昇による電気代高騰などでユーロ圏の家計に浸透した節約志向、借入金利の上昇、ウクライナや中東といった地理的に近い場所での地政学的リスクの高まりなどが挙げられよう。

ECBは「**経済成長のリスクは引き続き下方に傾いている**」とみており「**成長率は金融政策の効果が予想よりも強ければ低下する**」と声明文に記している。引き締め過ぎに起因する、2023年3Qと4Qの2四半期連続マイナス成長によるテクニカルリセッションとそれ以降の景気悪化の可能性を考慮しはじめたとみられ、まずは、1/30に発表される2023年4QのGDPに注目したい。

（図表2）ドイツの実質GDP（前年比）

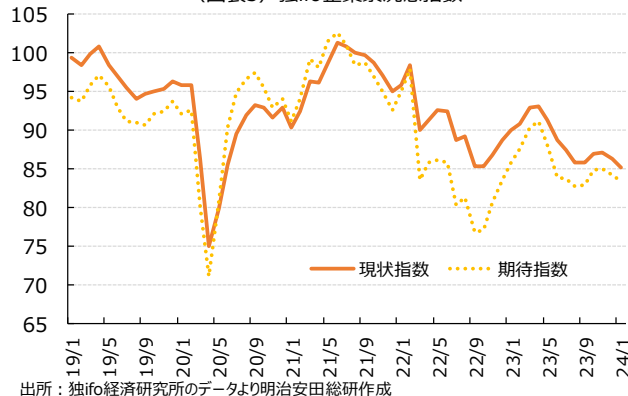
	2020	2021	2022	2023
実質GDP成長率	▲3.8	3.2	1.8	▲0.3
個人消費	▲5.9	1.5	3.9	▲0.8
政府消費支出	4.1	3.1	1.6	▲1.7
総固定資本形成	▲2.4	▲0.2	0.1	▲0.3
輸出	▲9.3	9.7	3.3	▲1.8
輸入	▲8.3	8.9	6.6	▲3.0
純輸出（寄与度）	▲1.0	0.9	▲1.2	0.6

※純輸出の単位は%ポイント

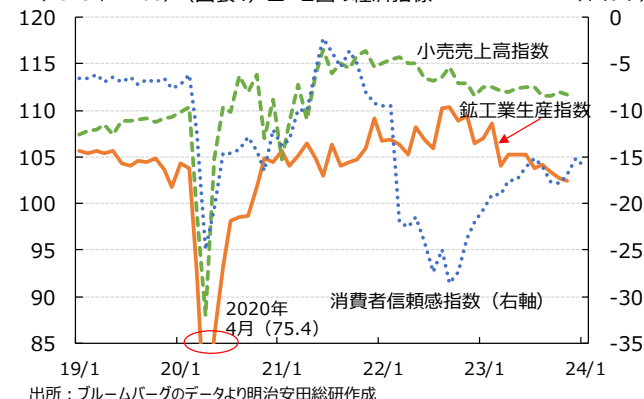
単位（純輸出以外）：%

（出所）ドイツ連邦統計局

（2015年=100）（図表3）独ifo企業景況感指数



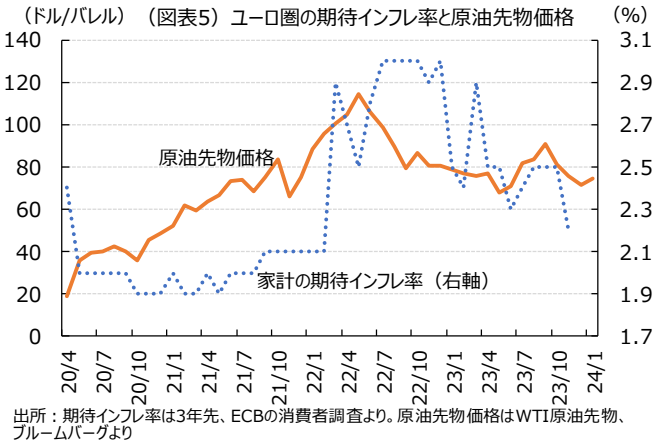
（2015年=100）（図表4）ユーロ圏の経済指標（ポイント）



3. インフレ見通し改善

2023年12月のインフレ率の伸びは、昨年のエネルギー高騰に対する財政措置の剥落により前年比+2.9%と前月（同+2.4%）から上昇したものの、リバウンド幅は想定よりも小さかったとECBはみている。エネルギーと食品を除いたコアインフレ率の伸びが同+3.4%と、前月（同+3.6%）から鈍化したこと、期待インフレ率が大幅に低下したことなどから（図表5）、「**インフレの鈍化傾向は継続している**」と、インフレ抑制に対して手ごたえを感じている模様である。

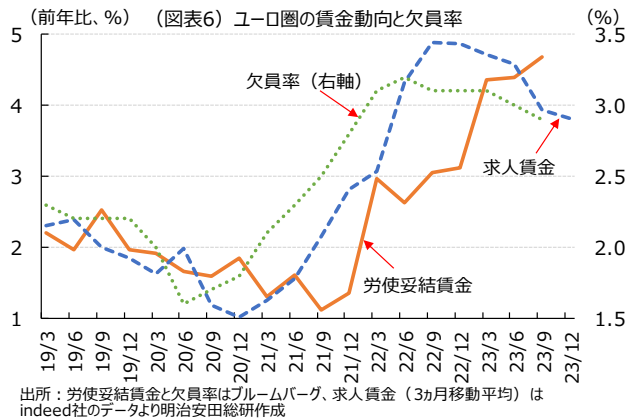
一方で、中東の地政学リスクがインフレのアップサイドリスクとの指摘もなされている。原油先物価格はじめエネルギー価格が大きく上昇するようであれば、ECBが再びタカ派（物価安定重視）姿勢を強める可能性があるが、今のところはリスクシナリオの範疇である。



4. 1～3月労使妥結賃金を待つ必要はなさそう

また、今会合では、労働市場に対する見方がやや弱まっている。「**2023年11月の失業率は6.4%と、史上最低水準にあるとはいえ、求人数の減少にみられるように、労働需要は鈍化してきている**」、との記載が声明文にある。また、賃金だけでなく、様々な指標をみていくというメッセージをラガルド総裁は会見で発している。

ユーロ圏の労働市場のデータを見ると、労使妥結賃金は上昇傾向にあるものの、先行指標である求人賃金の伸びは鈍化傾向に転じている（図表6）。求人数の減少などを反映して欠員率も低下傾向にある。よって、発表時期が遅い労使妥結賃金を待たなくとも、他指標で賃金の伸びが鈍化していく見通しを立てることができれば、ECBは金融緩和方向に舵を切ることもできよう。今年に入ってから賃金データ（2024年1～3月）の労使妥結賃金の発表は4/11のECB理事会には間に合わないが、今会合での景気認識の弱さなどを踏まえれば、6月理事会よりも前に利下げに踏み切る可能性が高い。引き締め過ぎに対する懸念は声明文に記されているが、より具体的な認識は1/13のレーン理事の発言に見て取れる。同理事は、2023年9月の利上げ（今利上げ局面における最終利上げ）はインフレ再燃に対する「保険」という面もあったとし、金融緩和の際には考慮に入れると発言している。現行の政策金利は高すぎる、との認識が理事会内で広がっている模様であり、ラガルド総裁が利下げの議論はしていないと述べたのは市場を牽制するためのポーズに過ぎないとみる。更なる景気悪化を防止するための「予防」的な利下げが4月に実施されると予想する。



※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。

●照会先●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