調査REPORT
Meiji Yasuda Research Institute, Inc.

2026.9.11

【ECB 政策理事会（26 年 9 月）】

2 会合ぶりの利上げを決定

～景気の回復力を背景にインフレの長期化に対応～

経済調査部　主任エコノミスト
森田　幸大

ポイント

- **ECB の 9 月理事会は政策金利の引き上げを決定。預金ファシリティ金利を＋2.25%から＋2.50%に、＋0.25%引き上げた。声明文では、中東情勢の混乱がインフレ圧力を継続的に高めていると説明**
- **ECB スタッフ見通しはインフレの長期化を示す。ベースラインシナリオでは、2028 年の実質 GDP 成長率が 2025 年を上回る前年比＋1.5%となる一方、CPI は物価目標である 2%をわずかに上回る見通し**
- **コア CPI や期待インフレへの二次的影響の波及を抑制するため、ECB は利上げを選択肢に残すだろう。冬場の暖房需要でエネルギー価格の上昇が見込まれる 12 月の追加利上げと、その後のすえ置きを予想**

1．ECB は＋0.25%の利上げを決定

9月9－10日開催の欧州中央銀行（ECB）の政策理事会では、政策金利の＋0.25%の引き上げを全会一致で決定した。主要政策金利は、預金ファシリティ金利が＋2.50%、主要リファイナンスオペ金利が＋2.65%、限界貸出ファシリティ金利が＋2.90%となった。資産買入れ政策についての変更はない。資産買入れプログラム（APP）およびパンデミック緊急買入れプログラム（PEPP）によって買入れた資産の再投資が停止されており、各プログラムのポートフォリオは縮小を続けている（図表1）。

ECBは2026年6月に、2年9ヵ月ぶりとなる利上げを実施したが、今回はそれ以来となる追加利上げとなった（図表2）。

声明文では、「*中東情勢の混乱はインフレ圧力を継続的に高めており、インフレ率は長期にわたり目標を大幅に上回る見込み。今回の決定は、中期的にインフレ率を目標の2%に安定させるための金融政策を策定するというECBの決意を強調するもの*」とされた。これは、エネルギー価格の上昇に起因するインフレ率の高まりが、これまで想定よりも長期に及ぶことへの警戒を示したものといえる。また、今回、「決意」との表現を前面に出したが、これはエネルギー価格上昇の長期化が、価格や賃金設定、期待インフレの形成を通じて物価全般に波及するリスクをふまえ、インフレ

（図表1）ECBの主な金融政策

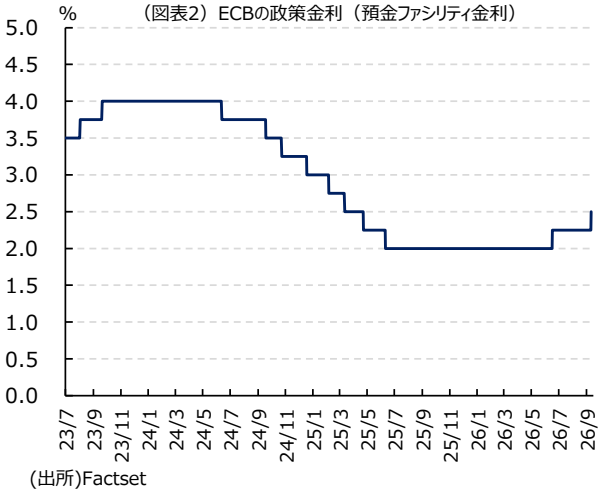
政策金利
預金ファシリティ金利　：＋2.25% ⇒ ＋2.50%
主要リファイナンスオペ金利：＋2.40% ⇒ ＋2.65%
限界貸出ファシリティ金利 ：＋2.65% ⇒ ＋2.90%

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、2025年1月に再投資を停止
・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

（図表2）ECBの政策金利（預金ファシリティ金利）

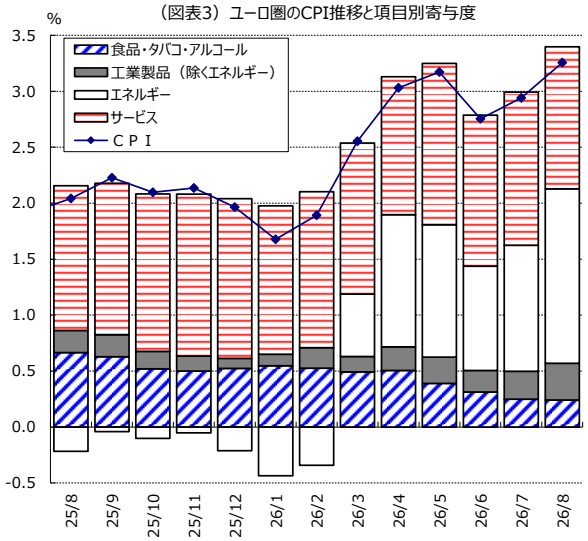


(出所)Factset

抑制姿勢を市場に示す狙いがあったと考えられる。一方、「***我々は紛争によって生じた不確実性に対処するための有利な立場（well positioned）を維持している***」とし、中東情勢の緊迫化以降用いてきた「***有利な立場***」との表現は維持した。

ラガルドECB総裁は記者会見において、「***良い意味で驚いている。成長率は予想以上に力強く、（中略）インフレ率は予想よりも低い水準にとどまっている***」と述べた一方で、「***インフレは予想よりも長く続くと考えている***」と説明した。そのうえで、「***本日下した決定は、迷う余地のないものだった***」と発言し、今回の追加利上げの必要性を強調した。中東情勢の影響を受けるなかでも、4－6月期の実質GDP成長率は前期比＋0.6%と伸びを拡大させるなど、ユーロ圏経済が想定以上の堅調さを維持していることが、追加利上げを後押ししたことを示唆している。

（図表3）ユーロ圏のCPI推移と項目別寄与度



（出所）Eurostat

足元では、コアCPIへの波及が明確に強まっているわけではなく、CPIの上昇は主にエネルギー要因によるものである（図表3）。このため、今回の利上げは、中東情勢に起因するエネルギー高が長期化し、今後、財・サービス価格や賃金などに波及する二次的影響の発生リスクを抑制するための対応と位置付けられるだろう。6月会合時点では、ラガルド総裁は利上げが予防的な措置であることを否定していたが、今回は、景気が想定以上に持ちこたえるなかで、将来的なコアCPIや期待インフレへの波及を未然に抑える狙いがより強まったと考えられる。

２．ECB スタッフ見通しは、インフレの長期化を示す

ECBスタッフによる四半期ごとの経済見通しが発表された。6月と同様、エネルギー価格の想定に応じ、穏健シナリオ、ベースライン、悪化シナリオ、深刻シナリオの、4つのシナリオが設定された[1]。いずれのシナリオにおいても、金利については足元の市場予想が前提とされており、短期金利[2]は2028年に3.0%と、2025年から0.8ﾎﾟｲﾝﾄの上昇する想定となっている。

このスタッフ見通しによると、2027年以降のCPIは全体的に上方修正された（図表4、5）。ベースラインでは、2028年でも前年比＋2.1%と、ECBの物価目標である2%をわずかに上回る見通しである。さらに、深刻シナリオでは、2027年に同＋5.4%まで上昇し、その後は低下に転じるものの、2028年でも同＋3.2%にとどまると見込んでいる。このように、今回の見通しでは、インフレの高止まりが従来想定よりも長期化するリスクが示された。一方、実質GDP成長率は、足元の

（図表4）ECBスタッフ見通し（ベースライン）

	9月見通し（ベースライン）			6月見通しからの修正幅		
失業率以外は前年比	2026	2027	2028	2026	2027	2028
実質GDP成長率	0.9	1.4	1.5	+0.1	+0.2	±0
個人消費	1.0	1.0	1.3	+0.3	+0.1	▲0.1
総固定資本形成	1.8	2.0	2.0	±0	+0.3	▲0.1
輸出	2.1	3.2	2.9	+1.0	+0.6	▲0.1
CPI	3.0	2.5	2.1	±0	+0.2	+0.1
コアCPI	2.5	2.6	2.3	±0	+0.1	+0.1
失業率	6.2	6.1	5.9	▲0.1	▲0.1	▲0.1

（出所）ECB　　単位：%

（図表5）ECBスタッフ見通し（4シナリオ）

前年比		6月見通し（ベースライン）	9月見通し			
			穏健シナリオ	ベースライン	悪化シナリオ	深刻シナリオ
実質GDP成長率	2026	0.80	0.90	0.90	0.90	0.80
	2027	1.20	1.50	1.40	1.10	0.40
	2028	1.50	1.60	1.50	1.40	1.40
CPI	2026	3.00	2.90	3.00	3.10	3.30
	2027	2.30	1.90	2.50	3.20	5.40
	2028	2.00	1.80	2.10	2.30	3.20
コアCPI	2026	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
	2027	2.50	2.50	2.60	2.80	3.50
	2028	2.20	2.20	2.30	2.40	3.20

（出所）ECB　　単位：%

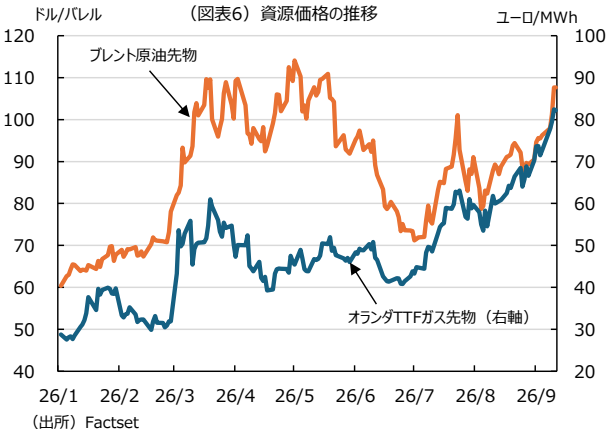
[1] ベースラインシナリオでは、2026年第4四半期には、原油価格（ブレント原油の先物価格）が85ドル/バレル、天然ガス価格（オランダTTFガスの先物価格）が60ユーロ/MWhとなり、その後は下落すると想定。穏健シナリオでは、2026年第4四半期には、原油価格が75ドル/バレル、天然ガス価格が50ユーロ/MWhまで下落すると想定。悪化シナリオでは、2026年第4四半期に原油価格が100ドル/バレル、天然ガス価格が75ユーロ/MWhに上昇し、その後は下落するものの、ベースラインを20～30%上回る水準で推移する想定。深刻シナリオでは、2026年第4四半期に原油価格が130ドル/バレル、天然ガス価格が130ユーロ/MWhに上昇し、その後も穏健シナリオの2倍程度の価格で推移する想定

[2] 欧州銀行間取引金利（3ヵ月物）

堅調な実績を反映して上方修正された。いずれのシナリオでも2027年には一定の下押しが見込まれるものの、2028年には同＋1%台半ばと、2025年の同＋1.3%を上回る伸びとなる予測となっている。

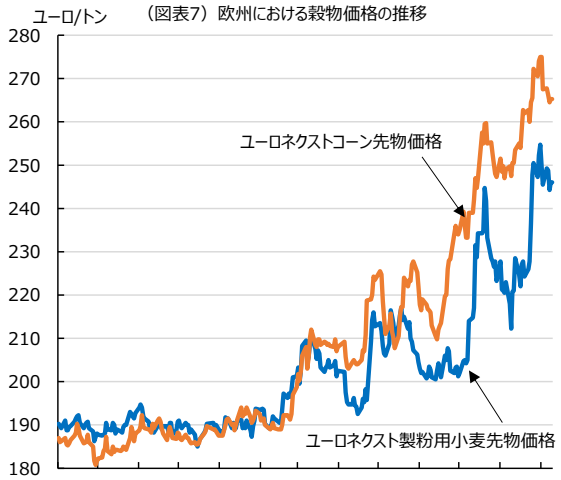
インフレの長期化が予測される背景には、原油価格の高止まりに加え、足元での天然ガス価格の上昇や、食品価格の上昇懸念があると考えられる。欧州の天然ガス価格は、足元で大きく上昇している（図表6）。EUは2027年11月までにロシア産ガスの輸入を停止することで合意しており、輸入量を段階的に削減している。そのなかで、中東産ガスの供給不安が生じていることに加え、欧州の広域を襲った熱波により冷房需要が増大したことが、天然ガス需給のひっ迫につながっている。また、食品価格についても、今後の上昇圧力が意識されている。熱波の影響により、本年の欧州における穀物収穫量は当初推計から900万トン下振れし、2億8,660万トンとなる見通しである[3]。これは2018年以降で最低水準であり、食料需給のひっ迫懸念を高めている。CPIにおける食品価格の伸びは、直近8月時点では前年比＋1.2%にとどまったものの、穀物の先物価格はすでに上昇基調を強めている（図表7）。この影響は、加工・流通過程を通じて徐々に商品価格に波及し、今後のCPIに反映されると考えられる。

（図表6）資源価格の推移



（出所）Factset

（図表7）欧州における穀物価格の推移



（出所）Factset

３．12 月会合での追加利上げを見込むが、年明け以降はすえ置きに転じると予想

経済が堅調さを維持するなかで、インフレの長期化リスクが高まっていることは、ECB が今後も追加利上げを選択肢として残すことを示唆する。ECB は昨年、中立金利のレンジを 1.75～2.25%と推定する報告書を公表しているが、今回の利上げにより、預金ファシリティ金利は 2.50%となり、このレンジを上回る水準に達した。ただし、ラガルド総裁はこれまで一貫して中立金利の水準について明確な言及を避けており、今回の会見でも「***中立金利はショックのない状況で定義されるべきであるが、我々は常にショックにさらされている。そのため、現在の状況では中立金利をそれほど重要視していない***」と述べている。このため、中立金利を上回ったこと自体が、追加利上げを躊躇させる要因になるとは考えにくい。

足元のインフレは、主としてエネルギーの供給制約に起因しており、金融引き締めがその根本原因を解決するわけではない。しかし、前述のとおり、ECB が追加利上げを二次的影響の発生リスクを抑制するための措置と位置付けているのであれば、エネルギー価格の高止まりが続く限り、追加利上げの可能性は排除されないだろう。

次回会合以降の政策について、声明文では従来どおり、「***データに基づき、会合ごとに状況に応じて判断する***」としている。今後の重要な判断材料は、エネルギー価格の動向と、それがコア CPI などに波及するリスクの大きさである。この点、冬場にかけて暖房需要が増大するなか、天然ガスを中心にエネルギー価格が一段と上昇することが見込まれるため、ECB は 12 月会合で追加利上げを実施する可能性が高い。一方、年明け以降は、中東情勢に伴うエネルギー価格上昇の前年比押し上げ効果が一巡し、CPI への上昇圧力は和らぐと見込まれる。その時点

[3] 欧州穀物・油糧作物輸出入組合（COCERAL）による推計

で、二次的影響が限定的であることが確認されれば、ECB は政策金利をすえ置く局面に移行すると考えられる。その後、エネルギー価格が落ち着きを取り戻し、インフレ率が 2%目標に向けて低下する蓋然性が高まれば、2027 年末にも利下げ局面へ転換すると予想する。

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 主任エコノミスト 森田 幸大
電話番号：080 2298 8286
e-mail：yu7-morita@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