

【ECB 政策理事会（24年4月）】

ECB は 6 月理事会で利下げへ

～米国につられず独自路線、ユーロ安は容認姿勢～



経済調査部 エコノミスト
吉川 裕也

ポイント

- 4月11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し、6月会合での利下げを示唆
- 軟調な景気動向を背景に、ユーロ圏のインフレ率は、米国とは対照的に順調に鈍化している
- ユーロ圏輸入物価の安定と輸出の低迷から、ユーロ安はむしろ歓迎される状況とみられ、今後四半期に1度ずつ、年内3回の利下げが行なわれるとみる。景気動向によってはさらに1回分の利下げが年内に実行される可能性もみておきたい

1. 6月会合での利下げを示唆

4月11日開催の欧州中央銀行（ECB）の政策理事会は、主要政策金利のすえ置きを決定した（図表1）。すえ置きは5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。

声明文では、「**主要政策金利は、現在進むインフレ減速プロセスに十分寄与できる水準にある**」とされ、「**十分長期間にわたって維持されるならば**」との枕詞が削除されたことから、ECBが政策金利の調整を考え始めたことが示唆される。

また、「**アップデートされる見通しにおいて、インフレ率の目標への回帰に対する確信が更に深まるならば、現行の金融引き締め度合いを緩めることが適切となるだろう**」との文言が追加されたことで、ECBは利下げへの道を開いたとみなせる。「アップデートされる見通し」とは次回6月理事会における四半期経済見通しの改定を意味すると考えられる。ラガルド ECB 総裁が会見で「**6月までにはより多くの情報を得ることができ、新たな見通しを入手することができる**」と述べていることがその根拠である。もっとも、声明文には、「**域内のイン**

（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

フレ圧力は強く、サービス価格は高い」と、インフレへの警戒感を示す文言も残っている。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**」構えも示している。したがって今後は毎回の理事会がデータに依拠した、「ライブ会合」になる見通しである。

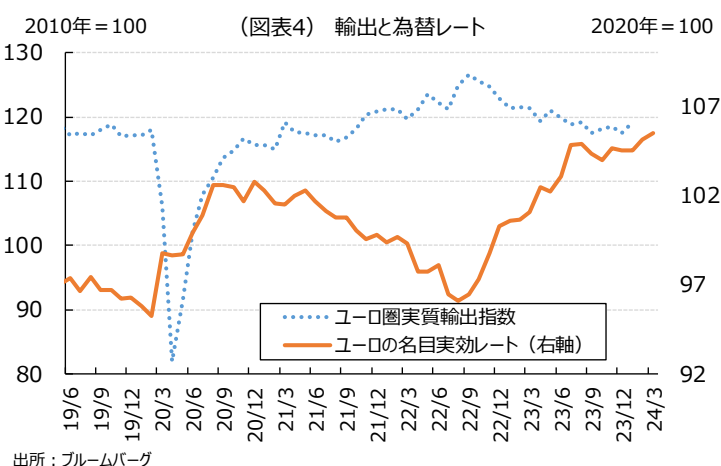
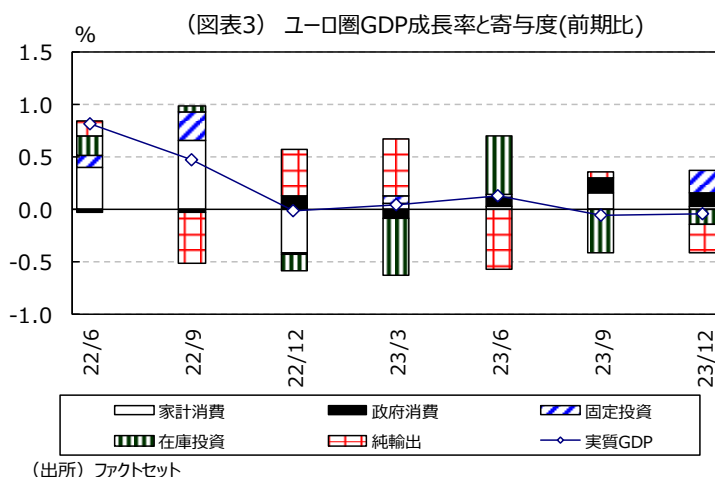
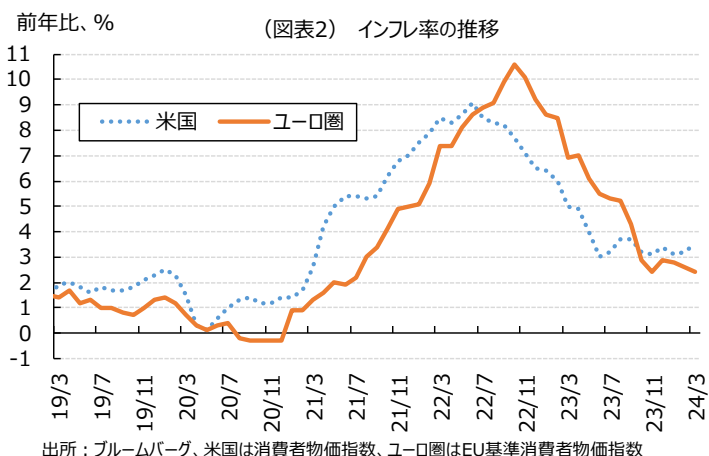
2. 米国につられず独自に判断

ラガルド総裁の会見では、米国との比較に基づいた質問が多く出ている。まず、高めで推移する米国のインフレ率が ECB の政策決定に影響するか、との質問に対しては「**我々は Fed に依存しているわけではなく、ユーロ圏のデータに依存している**」と回答し、あくまでユーロ圏のインフレ動向に基づいて政策決定する立場を強調した。順調に低下しているユーロ圏のインフレ率とは対照的に、米国のインフレ率は2024年に入って下げ渋っているが(図表2)、「米国の状況を見て、インフレ再燃への警戒感から利下げ判断を調整することもあるのでは」との見方を否定した形である。

また、潜在成長率(米連邦準備制度理事会の想定長期均衡水準: 1.8%)を上回る経済成長を続ける米国とは対照的に、ユーロ圏の実質 GDP 成長率は5 四半期連続でほぼゼロ成長と、景気停滞が長引いている(図表3)。インフレ動向の違いは主にユーロ圏と米国の景気動向の違いとみられるため、ラガルド総裁の発言は額面通り受け取ることができる。インフレ率高止まりを背景に米国の利下げ時期が後ろ倒しされても、6月理事会での ECB 利下げは動かないとみておきたい。

3. ユーロ安はむしろ歓迎か

次に出てくる質問が「ユーロ相場の下落可能性について」となるのは自然な流れである。ECB が米連邦準備制度理事会に先駆けて利下げ局面に入るとなれば、「**パリティ (1 ユーロ=1 ドル: 筆者注) も視野に入ってくるのでは**」との質問に対しラガルド総裁は、「**為替にはコメントしない**」と建前論を述べるとどまった。これは、ユーロの名目実効相場が高値圏にあり、実質輸出数量も低迷するなかで(図表4)、たとえユーロ安が進んでも大きな問題とは考えていないためと考えられる。ユーロ圏の輸入物価指数は天然ガス価格の低下などにより前年比マイナス圏に



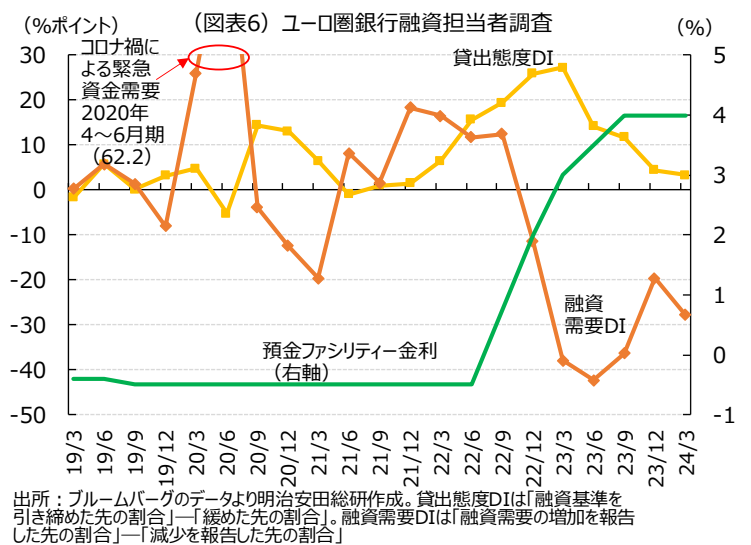
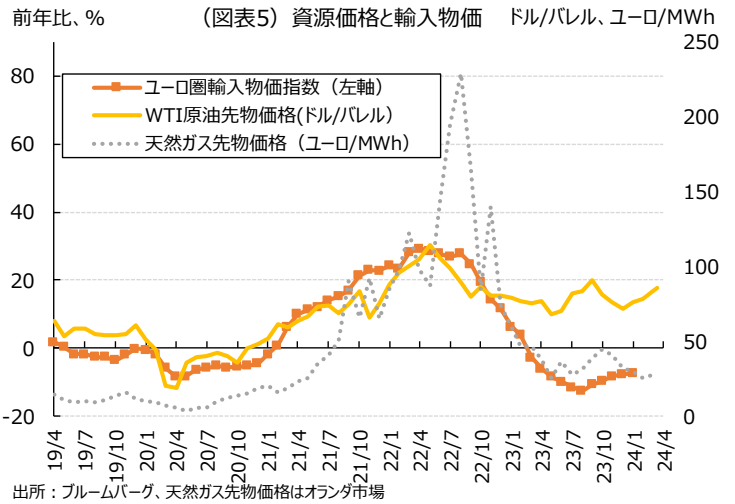
ある(図表5)。原油先物価格が ECB の想定(2024年: 79.7ドル)を上回って推移している点はやや気がかりではあるが、当面は輸入物価のマイナス基調に変化はなさそうである。多少ユーロ安になったとしても、輸入インフレ再燃が警戒される状況ではないため、ラガルド総裁の「ノーコメント」は事実上のユーロ安容認とみて差し支えないと考えられる。

4. 利下げは年内4回の可能性も

6月会合での利下げは既定路線としても、今後の政策金利の経路には依然不透明感が強い。4/9発表の1-3月期銀行融資担当者調査において、融資基準を厳格化させた銀行の割合から緩和させた銀行の割合を差し引いたDIは+3.3とプラス圏で推移しており、ユーロ圏の銀行の融資態度は依然厳しめである。設備投資向けの融資需要が上向いてこないため、銀行側の事前予想に反し融資需要DIが悪化している(図表6)。ユーロ圏の設備投資の持ち直しは当面先になる可能性が高い。

また、ユーロ圏最大の経済大国ドイツはいまだ浮上のきっかけをつかめておらず、1-3月期の成長率についても「良くてゼロ」(独連銀)と、リセッション入りの可能性も囁かれる。緊縮的な財政政策も逆風となっており、ドイツ経済の足取りは利下げペースが早まる要因になりうる。

一方、堅調な賃金動向を背景とするサービス価格の高止まりが、インフレ率2%へ向けてのラストワンマイルを起伏ある道筋にする懸念も残るが、当研究所では、2024年6月からECBが利下げ局面入りするというシナリオを維持する。インフレ率鈍化に合わせて、四半期に1度ずつ年内3回の利下げが行なわれよう。景気動向によってはさらに1回分の利下げが年内に実行される可能性もみておきたい。



※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