2025. 6. 6

【ECB 政策理事会（25 年 6 月）】

経済見通しに下方修正余地、9 月に追加利下げへ

～ベースラインとシビアシナリオの中間での推移が有力～

経済調査部　エコノミスト
吉川　裕也

ポイント

- **ECB の 6 月政策理事会は、政策金利の引き下げを決定。インフレに対する楽観から、しばし様子見へ**
- **インフレ見通し下方修正の主因はエネルギー価格の低下とユーロ高**
- **2025 年の GDP 見通しはすえ置きも、輸出や総固定資本形成が下方修正されるなど、中身は悪い**
- **EU と米国が 20%の関税をかけあうシビアシナリオは悲観的すぎる一方、現状が継続するベースラインシナリオは楽観的にみえる**
- **ベースラインシナリオとシビアシナリオの中間での推移が有力とみて、9 月の追加利下げを想定**

1．インフレ鈍化により様子見へ

6 月 4－5 日開催の欧州中央銀行（ECB）の政策理事会は、7 会合連続で政策金利の引き下げを決定した（図表 1）。主要政策金利は中銀預金金利が＋2.00%、主要リファイナンスオペ金利が＋2.15%、限界貸出ファシリティ金利が＋2.40%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が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）で買い入れた資産については、1 月から再投資が全額停止となっている。

（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　：＋2.25%→＋2.00%
主要リファイナンスオペ金利：＋2.40%→＋2.15%
限界貸出ファシリティ金利：＋2.65%→＋2.40%

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。2025年1月から再投資は全額停止
・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（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、赤字は6月理事会での変更点

声明文では、足もとのインフレのデータは「*中期目標の 2%付近にある*」とされ、賃金上昇率が緩やかになっていることなどから、「*基調的なインフレ指標の大半は、インフレ率が 2%前後で持続的に落ち着くことを示唆している*」と、インフレの先行きに対して楽観的な見通しが示された。景気については、不確実な貿易政策により「*短期的には企業の投資や輸出が下押しされる*」ものの、「*中期的には防衛・インフラ分野の政府支出が経済成長を下支えする*」とされ、さほど悲観的ではない。

インフレの鈍化を歓迎しつつ、景気見通しが悲観に傾いた様子でもないため、声明文は総じて様子見姿勢に転じることを示唆する内容とみなせよう。ECB は 1 月の月報で景気を煽りも冷ましもしない中立金利を 1.75～

2.25%とする研究結果を示しており、今回の利下げで市場が代表的な政策金利とみなす中銀預金金利はレンジ中央値まで下がった。物価安定を重視するタカ派はさらなる追加利下げに反発するとみられ、利下げを巡る議論は今後紛糾しよう。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***」構えを引き続き示している。

ラガルド ECB 総裁は記者会見で、現在の政策金利水準は「***不確実な環境を乗り切るうえで良好な位置にいる***」との認識を示し、当面様子見を続ける可能性を示唆した。さらに、コロナ蔓延やウクライナ紛争にはじまる一連の危機対応サイクルが「***終わりへと近づいている***」との発言は利下げ終了を市場に意識させ、域内長期金利の上昇につながっている。

改定された 6 月の ECB スタッフ見通しによると、インフレ率は 2025 年が前年比＋2.0%に、2026 年が同＋1.6%にそれぞれ▲0.3㌽ずつ下方修正された（図表 2）。主因は原油価格と天然ガス価格の想定が実勢に合わせて下方修正されたことと、ユーロ高である。4 月以降米通商政策が混乱するなか、財政出動による中長期的な成長期待を背景にユーロがドル売りの受け皿になっている。エネルギー価格の低下は電気料金低下などを通して企業のコスト削減につながるほか、ユーロ高は輸入物価上昇率の鈍化をもたらし、中間財や消費財の価格低下要因となる。これらのディスインフレ圧力は米通商政策による景気下振れ懸念を幾分和らげるとみられる。

（図表2）ECBスタッフ見通し

	6月見通し				（前回）3月見通し			
	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027
インフレ率	2.4	2.0	1.6	2.0	2.4	2.3	1.9	2.0
1人当たり雇用者報酬	4.5	3.2	2.8	2.8	4.6	3.4	2.8	2.6
原油価格	82.0	66.7	62.8	64.2	82.0	74.7	70.3	68.7
天然ガス価格	34.4	38.0	33.2	29.3	34.4	50.2	40.4	31.7
ユーロ/ドル	1.08	1.11	1.13	1.13	1.08	1.04	1.04	1.04

（出所）ECBのデータより明治安田総研作成。インフレ率・1人当たり雇用者報酬は（前年比、%）
原油価格はブレント（ドル/バレル）、天然ガスはオランダTTF（ユーロ/MWh）、ユーロ/ドルは（1ユーロ＝ドル）

２．GDP 見通しすえ置きも、米通商政策への警戒感が滲む

ECB スタッフ見通しでは、2025 年の実質 GDP 見通しはすえ置きとなった（図表 3）。もっとも、中身をみると輸出が▲0.3㌽、総固定資本形成が▲0.5㌽下方修正されるなど、米通商政策への警戒感が滲む。底堅く推移してきた個人消費も▲0.2㌽の下方修正となっており、実質賃金のプラス転換後も消費の回復ペースはECBの想定よりも遅いもよう。GDP 全体の数字がすえ置きなのは在庫変動の寄与度見通し上方修正が主因であり、短期的な景気判断はやや弱気というのが実情であろう。

（図表3）ECBスタッフ見通し（ベースライン）

	6月見通し				（前回）3月見通し			
純輸出、在庫変動以外は前年比（%）	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027
実質GDP成長率	0.8	0.9	1.1	1.3	0.8	0.9	1.2	1.3
個人消費	1.0	1.2	1.2	1.2	1.0	1.4	1.2	1.2
総固定資本形成	▲1.8	0.7	1.7	1.9	▲1.8	1.2	1.7	1.2
輸出	1.1	0.5	1.6	2.6	0.9	0.8	2.3	2.7
輸入	0.2	1.9	2.0	2.7	0.1	1.9	2.6	2.8
純輸出（%pt）	0.4	▲0.6	▲0.1	0.1	0.4	▲0.5	0.0	0.1
在庫変動（%pt）	▲0.3	0.4	0.0	0.0	▲0.3	0.1	0.0	0.0

（出所）ECB

３．9 月に追加利下げを見込む

6 月の ECB スタッフ見通しには、米通商政策の動向によって 2 つのサブシナリオが用意されている。図表 3 で示したのは相互関税が現行の 10%で推移したケースであり、ベースライン

（図表4）ECBスタッフ見通し（シナリオ別）

	マイルド				シビア			
前年比（%）	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027
実質GDP成長率	0.8	1.2	1.5	1.4	0.8	0.5	0.7	1.1
インフレ率	2.4	2.0	1.7	2.1	2.4	2.0	1.5	1.8

（出所）ECB

シナリオと呼ばれる。相互関税が 2025 年 7－9 月期に撤廃され、貿易政策不確実性指数（すべての新聞のうち 1%が貿易政策の不確実性について議論していれば 100 となる指数、第一次トランプ政権時に一時 200 に到達、足もとは 800 付近：Caldara et al.（2019）参照）が低下に転じて 2027 年には 2018 年以前の長期平均に戻るというのがマイルドシナリオ（図表 4）であり、実質 GDP、インフレ率ともにベースシナリオから上振れる。

一方で、現在停止されている相互関税の上乗せ分が再適用となり（関税率：20%）、EU が同率の報復関税を米国に課すケースがシビアシナリオである（前掲図表 4）。これは、2025 年度の実質 GDP が前年比＋0.5%に減速し、財政出動効果発現が期待される 2026 年に至っても同＋0.7%と低調な成長率にとどまる厳しいシナリオである。インフレ率は 2027 年でも同＋1.8%であり、追加金融緩和が要請される状態といえる。

米国と EU の通商交渉の進捗は思わしくなく、相互関税が現行の 10%で推移するベースラインシナリオでさえやや楽観的だと考えられる。ベースラインシナリオとシビアシナリオの中間で関税の状況が推移する可能性が高く、夏場以降米通商政策の悪影響が鉱工業生産などの経済指標に表れてくると考えられることから、9 月理事会ではベースラインシナリオの修正とともに追加利下げが決定されるとみておきたい。

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