

【ECB 政策理事会（24年3月）】

景気底打ち感から、タカ派姿勢再び ～辛抱強くなった ECB、利下げ開始時期は6月が有力に～



経済調査部 エコノミスト
吉川 裕也

ポイント

- 3月7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。総じてタカ派寄りの情報発信
- ラガルド総裁は6月まで辛抱強くデータを見極める構え。声明文には、「強い賃金上昇に由来するインフレ圧力は強力である」と、労働市場の強さを警戒する文言が復活し、早期利下げ観測は大きく後退
- タカ派姿勢が強まった背景には、個人消費が底堅く、景気底打ち感が強まったことで、景気を過度に懸念することなく、インフレ率の低下を待つことが可能となったことがある。当研究所は、利下げ開始想定時期を4月から6月に後ろ倒しする

1. 総じてタカ派寄りの情報発信

3月7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4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、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は引き続き現行の政策金利が適切であるとみている。

昨年9月会合にて利上げ打ち止めを示唆した同文言が、現在は早期利下げ期待を牽制する役目を担っている。「**インフレ率は1月会合以降さらに低下した**」と、インフレ抑制に対して手ごたえを感じている様子が見えるが、「**強い賃金上昇に由来するインフレ圧力は強力である**」との追加文言は、ECBの政策修正がまだ先であ

（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、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 |

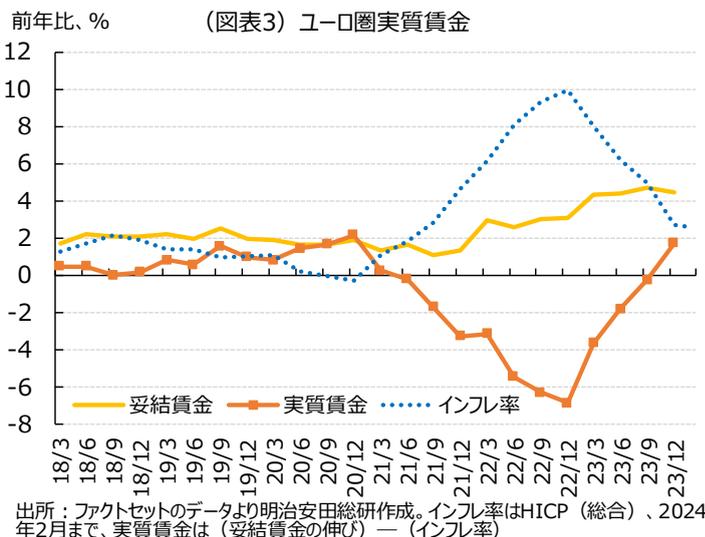
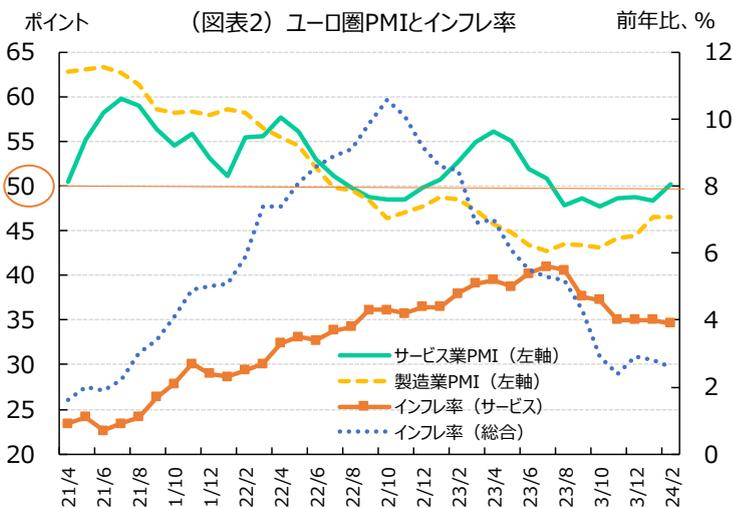
（出所）ECB公表資料より明治安田総研作成

ることを感じさせる。ラガルド総裁は会見にて、インフレ率の順調な低下を評価する一方で、2%目標達成に向かっている追加的な証拠が「今後数ヵ月の間に得られる」と述べた。さらに、「4月にはわずかなことしか知りえないが、6月には多くのことを知るができるだろう」と、政策転換時期は6月になる可能性を示唆した。

会見後、ユーロ/ドルはユーロ高方向に振れており、ECBの早期利下げ観測が後退したことを示唆している。引き締め過ぎへの懸念を滲ませた1月会合時に比べ、ECBがタカ派（物価安定重視）に傾いた背景には、ユーロ圏景気の底打ち感が高まったことがあるとみられる。特に、S&Pグローバル発表の2月ユーロ圏サービス業購買担当者景況感指数（PMI）が前月比+1.8ptの50.2と大幅に改善し（図表2）、好不況の境目である50を上回ったことが大きかったのではないかとみられる。ユーロ圏の10-12月期労使妥結賃金が前年比+4.5%と高水準を維持するなか、インフレ率は昨年10月以降同+3%を下回る推移となっており（図表3）、実質賃金の改善傾向が明確になってきている。また、3/1発表の2月ユーロ圏インフレ率は同+2.6%と、市場予想（同+2.5%）を上回っており、特にサービス価格が同+3.9%と粘り強いこともタカ派を勢い付かせた要因とみられる。過度な景気への配慮なしに、辛抱強くインフレ率の低下を待てる環境が2月の下旬以降整ってきたこと、インフレ率に関してはサービス価格の高止まりが、ECB理事会内の早期利下げ派の旗色を悪くしたとみられる。

2. 物価の基調は依然強く、ラストワンマイルは困難な道筋に

今会合で、ECBは経済見通しを改定した。まず、インフレ率に関してはエネルギー価格、特に天然ガス価格の低下見通しを背景に、2024年分が大幅に下方修正され（12月：前年比+2.7%→3月：同+2.3%）、2025年にはECBの目標である2%まで下がる見通しとなった（図表4）。一方で、エネルギーと食品を除くコアインフレ率の下方修正幅は小幅にとどまっている。人手不足を背景とする雇用者報酬の高止まりにより、物価の基調を示すコアインフレ率の下げ渋りが予想されることが、ECBのタカ派姿勢の根拠になっていると考えられる。インフレ率2%までのラストワンマイルは、労働市場が堅調な



(図表4) ECBスタッフ見通し (1)

| | 3月見通し | | | (前回) 12月見通し | | |
|-------------------------|-------|------|------|-------------|-------|-------|
| | 2023 | 2024 | 2025 | 2023 | 2024 | 2025 |
| 天然ガスと企業向け電気料金 以外は前年比 | | | | | | |
| インフレ率 | 5.4 | 2.3 | 2.0 | 5.4 | 2.7 | 2.1 |
| インフレ率（エネルギー） | ▲2.0 | ▲1.6 | 0.5 | ▲1.9 | 1.2 | 0.3 |
| コアインフレ率 | 4.9 | 2.6 | 2.1 | 5.0 | 2.7 | 2.3 |
| 雇用者報酬 | 5.3 | 4.5 | 3.6 | 5.3 | 4.6 | 3.8 |
| 天然ガス価格 | 41.0 | 30.0 | 32.0 | 42.0 | 47.0 | 44.0 |
| 企業向け電気料金 | 103.0 | 74.0 | 78.0 | 105.0 | 117.0 | 111.0 |

※コアインフレ率はエネルギーと食料を除く指数、天然ガス・電気料金はユーロ/MWh
(出所) ECB

単位：%

ことで困難な道筋となることを、ECB は警戒しているようだ。

3. 景気は最悪期を脱した模様

2024 年の実質 GDP 見通しは下方修正された(12 月: 前年比+0.8%→3 月: 同+0.6%、図表 5)。総固定資本形成の大幅な下方修正と個人消費の小幅な下方修正が影響しており、この部分は特にドイツにおける両項目の軟調さを反映しているとみられる。もっとも、ドイツ以外の主要国の景気は、サービス業を中心に底堅さを見せており、ユーロ圏全体の成長率は 2025 年にかけて改善していく見通しが示されている。労働市場は引き続き堅調さを保つ見通しであり、失業率の大幅な上昇は見込まれていない。総固定資本形成と輸出についても改善する見通しが示されて

(図表5) ECBスタッフ見通し(2)

| | 3月見通し | | | (前回) 12月見通し | | |
|-----------|-------|------|------|-------------|------|------|
| | 2023 | 2024 | 2025 | 2023 | 2024 | 2025 |
| 失業率以外は前年比 | | | | | | |
| 実質GDP成長率 | 0.5 | 0.6 | 1.5 | 0.6 | 0.8 | 1.5 |
| 個人消費 | 0.5 | 1.2 | 1.6 | 0.5 | 1.4 | 1.6 |
| 総固定資本形成 | 0.8 | ▲0.6 | 1.6 | 1.3 | 0.4 | 1.8 |
| 輸出 | ▲0.7 | 1.0 | 2.9 | ▲0.4 | 1.1 | 2.9 |
| 失業率 | 6.5 | 6.7 | 6.6 | 6.5 | 6.6 | 6.5 |
| 雇用者数 | 1.4 | 0.5 | 0.3 | 1.4 | 0.4 | 0.4 |

(出所) ECB

単位: %

いる。天然ガス価格と企業向け電気料金の大幅な低下(前掲図表 4)がユーロ圏製造業の追い風になること等が要因と考えられる。ユーロ圏景気は全体としては最悪期を脱し、回復に向かいつつあるとみてよさそうである。

4. 域内景気は底堅いものの、ドイツ景気の軟調さは ECB にとって頭痛の種

10-12 月期のユーロ圏実質 GDP 成長率(改定値)は前期比横ばいと、辛うじてテクニカルリセッションは回避された。外需と内需ともに不振のドイツ(7-9 月期: 同±0.0%→10-12 月期: 同▲0.3%)と設備投資が冷え込むフランス(同±0.0%→同±0.0%)が低迷する一方、観光業が堅調なスペイン(同+0.4%→同+0.6%)とイタリア(同+0.1%→同+0.2%)が比較的底堅く、ユーロ圏景気を下支えしている。2023 年通年でマイナス成長となったドイツ経済は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意識されている。ドイツ政府は 2/21、2024 年の成長率予想を前年比+0.2%とし、従来予想の同+1.3%から大幅に下方修正した。財政引き締めも逆風になると予想されるドイツ経済は、一歩間違えば 2 年連続でマイナス成長となる危険性を孕んでいる。ユーロ圏全体の景気動向をみて舵取りを行なう ECB のタカ派姿勢は、域内最大の経済大国ドイツにとっては逆風である。

当研究所ではこれまで、2024 年 4 月に利下げが開始されるとみていたが、想定よりもユーロ圏景気が底堅く、今会合にて理事会の明確なタカ派姿勢が確認されたことから、利下げ開始時期を 6 月に後ろ倒しする。ECB にとって、域内の成長率格差の広がりに対してどう対応していくかが課題になると考えられ、その後の利下げペースは依然不透明感が強い。

※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