

【欧州中銀会合（23年12月）】

## ECB、BOE ともにタカ派姿勢を維持

～市場の早期利下げ期待を押し戻す～



経済調査部 エコノミスト  
吉川 裕也

### ポイント

- 12月14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。インフレ率とGDPの見通しは下方修正となったものの、根強い賃金上昇圧力などにより、利下げの議論は見送りに
- ECBの景気見通しは楽観的にみえる。当研究所ではインフレ率の順調な低下を見込んでおり、ECBの利下げ開始想定時期を2024年6月から4月に前倒しする。PEPPの資産圧縮は緩やかなペースで進むため、景気への影響は限定的とみる
- 一方、BOEのタカ派姿勢は健在。当研究所では、2024年6月に利下げがはじまるとの従来からの予想を維持

### 1. 政策金利のすえ置きとPEPPの資産圧縮日程を公表

12月14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2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、2024年末まで全額再投資を行なうとのこれまでの方針から変更があった。償還された債券は2024年6月末まで全額再投資されるものの、7月～12月末にかけては半額となる。それに伴って、2024年下半年期において、PEPPの残高は月平均75億ユーロずつ減少していく見込みとされ、2025年1月から再投資は全額停止になると発表された。2024年下半年期には計450億ユーロ削減される見通しであるが、足もとのPEPPの残高（約1兆

（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月末まで実施し、7月～12月末にかけては半額再投資とする。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、赤字は12月会合での変更点

6,700億ユーロ)の約2.7%にすぎないため、債券市場への影響は限定的とみられる。理事会後、独伊スプレッド(伊10年債利回りー独10年債利回り)は縮小しており(1.75%→1.67%)、緩やかなバランスシート正常化ペースを市場は好感している。

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たため、ECBは当面様子見姿勢を維持するとみられる。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ことで追加利上げの余地を残すとともに、「**利下げについては全く議論していない**」と述べ、市場の早期利下げ観測を牽制した。会見後、ユーロ/ドルはユーロ高方向に振れており、利下げの議論開始に言及した12月13日のパウエル米連邦準備制度理事会議長の見通しとの違いがサプライズとして受け止められている。また、会見では賃金動向への言及が多くなっており、ホームメイドインフレへの根強い警戒感がタカ派(物価安定重視)姿勢維持の背景とみられる。しかし、外需や設備投資の低迷は長引いており、ユーロ圏景気の足取りは不安定化していることから、今後ハト派(景気安定重視)が勢いを増す展開が想定され、議論の焦点は利下げ時期に移行していくと見込まれる。

(図表2) ECBスタッフ見通し(1)

## 2. 根強いコアインフレ率

今会合では、経済見通しが改定された。インフレ率は、2023年と2024年が下方修正され、2025年はすえ置きとなった(図表2)。天然ガス価格が下方修正され、エネルギー価格が落ち着いていく見通しが立ったことが主因とみられる。2023年と2024年のコアインフレ率も下方修正されたものの、修正幅はヘッドラインインフレに比し小幅にとどまり、2025年については逆に上方修正された。見通し期間にわたって単位労働コストが上方修正されているところが注目点である。根強い賃金上昇圧力が中期的に続く見込みとなったことで、サービス価格の高止まりが警戒される状況にある。インフレ率は2%に戻っていく軌道にあるものの、3%を切ったからの「ラストワンマイル」は難路であると想定されている。

	12月見通し			(前回)9月見通し		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
天然ガス価格以外は前年比						
インフレ率	5.4	2.7	2.1	5.6	3.2	2.1
インフレ率(エネルギー)	▲1.9	1.2	0.3	▲1.3	5.6	1.4
コアインフレ率	5.0	2.7	2.3	5.1	2.9	2.2
単位労働コスト	6.1	4.1	2.6	5.8	3.5	2.4
天然ガス価格	42.0	47.0	44.0	43.0	54.0	47.0

※コアインフレ率はエネルギーと食料を除く指数、天然ガス価格はユーロ/MWh 単位(天然ガス価格以外):%(出所)ECB

## 3. GDP見通しは小幅な下方修正に

実質GDP見通しは2023年と2024年が小幅下方修正され、2025年はすえ置きとなった(図表3)。外需の低迷により、輸出が大幅に下方修正された。もっとも、見通し期間にわたって雇用者数の伸びが上方修正されており、失業率も改善方向に修正されたことから、個人消費は底堅く推移するとの見通しとなっている。雇用情勢が堅調なため、景気の大規模な悪化は避けられる見通しであることが、ECBがタカ派姿勢を続けることを可能にしている。原油価格が落ち着いたことも、エネルギーを輸入に頼るユーロ圏

(図表3) ECBスタッフ見通し(2)

	12月見通し			(前回)9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	0.6	0.8	1.5	0.7	1.0	1.5
個人消費	0.5	1.4	1.6	0.3	1.6	1.6
総固定資本形成	1.3	0.4	1.8	1.7	▲0.4	1.4
輸出	▲0.4	1.1	2.9	1.3	2.5	3.1
失業率	6.5	6.6	6.5	6.5	6.7	6.7
雇用者数	1.4	0.4	0.4	1.2	0.2	0.2

(出所)ECB 単位: %

にとっては好材料である。逆に、景気見通しが明確に悪化すれば、ECBはタカ派姿勢を緩めよう。ECBは2024年4Qの実質GDP成長率を前期比+0.1%と予想しており、市場コンセンサス(同▲0.1%)よりも楽観的である。鉱工業生産の軟調推移などから、当研究所では、4QのGDP成長率はマイナスになる可能性が高いとみており、3Q(同▲0.1%)に続く2期連続のマイナス成長と、いわゆるテクニカルリセッションに陥る状況をメインシナリオと置いている。2024年の春先には景気悪化が鮮明となり、インフレ率はECBの想定よりも早く低下するとみられるため、当研究所では、利下げ開始想定時期を2024年6月から4月に前倒しする。

#### 4. BOEはタカ派姿勢維持

イングランド銀行(BOE)は12月13日開催の金融政策委員会(MPC)で、政策金利すえ置きを決定、14日に発表した。すえ置きは3会合連続。声明文では、「サービス、製造、建築と幅広い業種で生産高の減少が観察されており、英国の10月GDPの伸びは前月比▲0.3%と弱い」と、景気への懸念が表明されたほか、雇用者数の伸びが鈍化したことで、「10月の週平均賃金は前年比+7.3%と、11月見通しを0.5ポイント下回った」と、物価上昇圧力が弱まりつつあるとの見方が示された。さらに、「10月の消費者物価指数(CPI)は前年比+4.6%と、9月(同+6.7%)から大幅に鈍化」しており、「CPIは想定よりも速いペースで鈍化している」と、インフレ抑制への自信を示した。そして、「現在の金融政策スタンスは抑制的」であり、「今会合で委員会は政策金利を5.25%にすえ置く」と、すえ置き継続に至った背景を説明している。CPI上昇率が2%に戻ると想定される時期は「2025年の終盤」と、11月会合時の見方が維持された。もっとも、サービス価格高止まりへの警戒感は根強く、「持続的なインフレ圧力の兆しが出てくれば、さらなる金融引き締め用の用意がある」と、追加利上げの余地は残した。

政策委員9名の内、ベイリー総裁ら6名がすえ置きに賛成した。議事録によれば、「経済活動は弱含んでおり、引き締め過ぎのリスクもある」ことなどが理由である。一方、ハスケル委員ら3名は0.25%の利上げを支持した。利上げ派は、「経済活動は弱含んでいるが、実質家計所得は上昇しており、サービス物価は高止まりしている」ことから、「持続的なインフレの兆候が確認できる」と、インフレへの警戒感を示している。議事録によれば、ベイリー総裁らすえ置きに賛成したメンバーも利下げの議論は時期尚早としており、市場の早期利下げ観測を牽制した。景気動向は軟調であるものの、BOEのタカ派姿勢は健在であり、当研究所では、BOEの利下げ開始は2024年6月との従来からの予想を維持する。

※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