

2026. 3. 23

【ECB 政策理事会（26年3月）】

政策金利すえ置きも、中東情勢への警戒強まる ～エネルギー価格上昇への対処として、5月の利上げを見込む～



経済調査部 主任エコノミスト

森田 幸大

ポイント

- ECBの3月理事会は、政策金利のすえ置きを決定。ただし、声明文では、中東情勢をふまえたインフレリスクへの警戒感を強めた
- ECBスタッフ見通しは、エネルギー価格の推移に応じて3シナリオを設定。最も悲観的なシナリオでは、CPIは2027年に前年比+4.80%まで上昇するものの、2028年には同+2.80%まで戻ると予測
- 5月会合での利上げを見込む。今後の会合では、利上げを極力避けたいハト派と、先手を打ちたいタカ派が拮抗する展開となろう

1. 政策金利をすえ置いても、エネルギー価格上昇への警戒感が強まる

3月18-19日開催の欧州中央銀行（ECB）の政策理事会では、6会合連続で政策金利のすえ置きを全員一致で決定した。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）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）。

声明文では、「**インフレ率は目標である2%前後で推移しており、長期的なインフレ期待も安定している**」と、基調的なインフレ率が目標の

2%と整合的な水準で安定していると評価する一方、「**中東での戦争は、経済見通しを著しく不確実なものにし、インフレ率の上昇リスクと経済成長の下落リスクを生み出している**」としており、中東情勢に伴うエネルギー価格上昇への警戒感を強めている。「**ECBは、中期的にインフレ率を目標の2%に安定させることに全力を尽くす**」と宣言している通り、エネルギー価格がインフレ率に対して中期的に影響を及ぼすと判断した場合には、利上げを選択肢に用意していることを示唆しており、中立的であった2月会合までとはスタンスが異なっている。

（図表1）ECBの主な金融政策

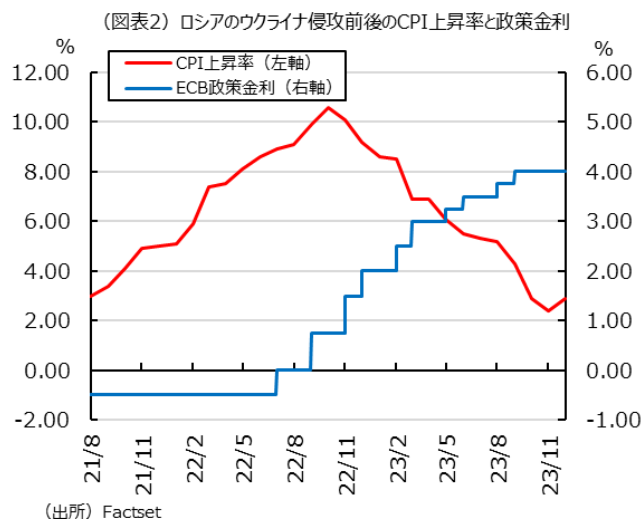
政策金利	
預金ファシリティ金利	: +2.00%
主要リファイナンスオペ金利	: +2.15%
限界貸出ファシリティ金利	: +2.40%

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、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（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

また、ラガルドECB総裁は記者会見において、「私たちは有利な立場 (base) から出発している。良い位置にある (in a good place) と言っているわけではない」と述べ、これまで用いていた「我々は良い位置にある」との表現を修正した。他方、ロシアのウクライナ侵攻に伴いエネルギー価格が上昇した2022年との違いを問われ、「2022年にはショックが発生した時点でインフレ率はすでに6%に達していた」点、「労働市場は堅調だが2022年ほど過熱していない」点を挙げ、コロナ禍を背景にインフレが進んでいた当時とは経済の基調が大きく異なるとした。2022年当時は、ロシアのウクライナ侵攻の開始から利上げに踏み切るまでに4ヵ月以上を要しており、CPI上昇率は10月に前年比+10.6%にまで達した(図表2)。今回の発言には、足下の不確実性は適切な金融政策によりコントロール可能であり、かつ、その用意も十分にあるため、2022年に起きたような急速なインフレは避けられることを強調する意図があったとみる。



2. ECB スタッフ見通しは、エネルギー価格の想定に応じて3つのシナリオを設定

今回、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。ただし、足下の中東情勢の不確実性をふまえて、通常3月上旬となる基準時点を3月11日まで後ろ倒し、さらに2026年第2四半期時点におけるエネルギー価格想定とその後の推移に応じて、ベースライン、アドバースシナリオ、シビアシナリオと、3つのシナリオが設定された¹。

スタッフ見通しによると、CPIは、ベースラインおよびアドバースシナリオでは、2026年に一時的に高まるものの、追加の金融政策がなくとも2027年には前年比+2%前後の水準に戻ると見込んでいる。また、最も高いエネルギー価格を設定し、かつその戻りも緩やかと想定するシビアシナリオでも、CPIは最大同+4.8%まで上昇するものの、2028年には同+2.8%まで戻ると見込んでいる。

実質GDP成長率に関しては、直近の12月予測値と比較して、個人消費や総

(図表3) ECBスタッフ見通し (ベースライン)

	3月見通し (ベースライン)			12月見通しからの修正幅		
	2026	2027	2028	2026	2027	2028
失業率以外は前年比						
実質GDP成長率	0.9	1.3	1.4	▲0.3	▲0.1	±0
個人消費	1.0	1.1	1.2	▲0.2	▲0.2	+0.1
総固定資本形成	1.9	1.7	2.1	▲0.3	▲0.7	▲0.1
輸出	1.2	2.4	2.8	▲0.4	±0	+0.2
CPI	2.6	2.0	2.1	+0.7	+0.2	+0.1
コアCPI	2.3	2.2	2.1	+0.1	+0.3	+0.1
失業率	6.3	6.3	6.2	▲0.1	▲0.1	▲0.1

(出所) ECB

単位: %

(図表4) ECBスタッフ見通し (3シナリオ)

前年比		12月見通し	3月見通し			3月4日基準
			ベースライン	アドバースシナリオ	シビアシナリオ	
実質GDP成長率	2026	1.20	0.90	0.60	0.40	1.00
	2027	1.40	1.30	1.20	0.90	1.40
	2028	1.40	1.40	1.60	1.90	1.50
CPI	2026	1.90	2.60	3.50	4.40	2.30
	2027	1.80	2.00	2.10	4.80	1.90
	2028	2.00	2.10	1.60	2.80	2.00
コアCPI	2026	2.20	2.30	2.40	2.60	2.20
	2027	1.90	2.20	2.70	3.90	2.00
	2028	2.00	2.10	2.10	2.90	2.10

(出所) ECB

単位: %

¹ ベースラインシナリオでは、2026年第2四半期に原油価格(ブレント原油の先物価格)が90ドル/バレル、天然ガス価格(オランダTTFガスの先物価格)が50ユーロ/MWhでピークに達し、その後は下落すると想定。アドバースシナリオでは2026年第2四半期にそれぞれ119ドル/バレル、87ユーロ/MWhでピークに達し、その後、2027年第3四半期までにベースラインの想定値に収束すると想定。シビアシナリオでは、2026年第2四半期にそれぞれ145ドル/バレル、106ユーロ/MWhでピークに達するものの、その後の下落は緩やかで、残り期間を前者2シナリオより高い水準で推移する想定となっている

固定資本形成が下方修正されたことで、どのシナリオも2026年、2027年には一定の下振れがあるものの、2028年には同+1%台半ばから後半の伸びとなっている（図表3、4）。いずれのシナリオについても、インフレ率が同+10%まで達した2022年ほどの経済ショックは生じないとの予測になっている。

3. 5月会合での利上げを見込む

ECB スタッフ見通しではアドバースシナリオでもCPIへの影響がほぼ2026年のみにとどまる点を考慮して、政策判断においては、エネルギー価格上昇の影響は短期的なものと捉えられる可能性がある。一方、世界の原油やLNGの2割が通過すると言われるホルムズ海峡の航行が、長期間にわたって制約を受ける可能性もあるなか、エネルギー価格が高止まりすることも考えられる。その点、今後の政策理事会においても、影響が短期的なものであることを念頭に利上げを極力避けたいハト派と、2022年当時の経験もふまえ先手先手で対処したいタカ派が拮抗していく展開が予想される。

次回会合以降の政策について、声明文では、「**データに基づき、会合ごとに状況に応じて判断する**」としており、なかでも3月末に公表されるユーロ圏消費者物価指数（3月）の動向が大きな判断材料となる。ただし、3月末時点ではエネルギー価格の上昇が3月の全期間にわたって反映されきっていないことや、中期的なインフレ動向を示唆するコアCPIやインフレ期待の上昇が確認できるまでには一定のタイムラグがあることから、4月会合では利上げに踏み切るための材料が揃わないと見込む。中東情勢がより切迫した状況となれば、先手を打って利上げに踏み切る可能性はあるものの、5月会合での利上げ決定を基本的なシナリオとして見ておきたい。

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 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