

2024. 6. 11

## 【ECB 政策理事会（24年6月）】

### ECB は利下げ局面入り

～景気見通し改善とユーロ安懸念で利下げは四半期に一度のペースか～



経済調査部 エコノミスト  
吉川 裕也

#### ポイント

- 6月6日開催のECBの政策理事会は、0.25%の利下げを決定。追加利下げ時期はデータ次第とした
- サービス業中心に景気の持ち直し基調が強まっていることから、インフレ率2%に向けたラストワンマイルは険しい道のりになる可能性も
- ラガルド総裁は、追加利下げが早くても9月になる可能性を示唆。追加利下げの必要性は差し迫ったものではない。また、欧州議会選挙での右派躍進を受け、ユーロ相場が軟調であることも、輸入物価上昇を警戒するECBにとっては懸念材料。連続利下げは想定しづらく、利下げは四半期に一度のペースか

#### 1. ECB は利下げ局面入り

6月6日開催の欧州中央銀行（ECB）の政策理事会は、0.25%の利下げを決定した（図表1）。2023年の10月理事会以降、5回連続で政策金利をすえ置いてきたECBであったが、インフレ率の順調な低下を受け、金融引き締め度合いの調整に踏み切った形である。今理事会での利下げは、「6月までにはより多くの情報を得ることができる」という表現でラガルド総裁が示唆していたため、市場は織り込み済みであった。主要政策金利は預金ファシリティ金利が3.75%、主要リファイナンスオペ金利が4.25%、限界貸出ファシリティ金利が4.50%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、「2023年9月以降、インフレ率は2.5%ポイント超の低下となり、インフレ見通しが顕著に改善した」ため、「金融政策の引き締め度合いを緩めるのが適切になった」と、利下げの判断に至った背景が説明されている。もっとも、「賃金上昇による域内のインフレ圧力は依然強い」というインフレを警戒する文言は残って

（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	: +3.75%
主要リファイナンスオペ金利	: +4.25%
限界貸出ファシリティ金利	: +4.50%

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

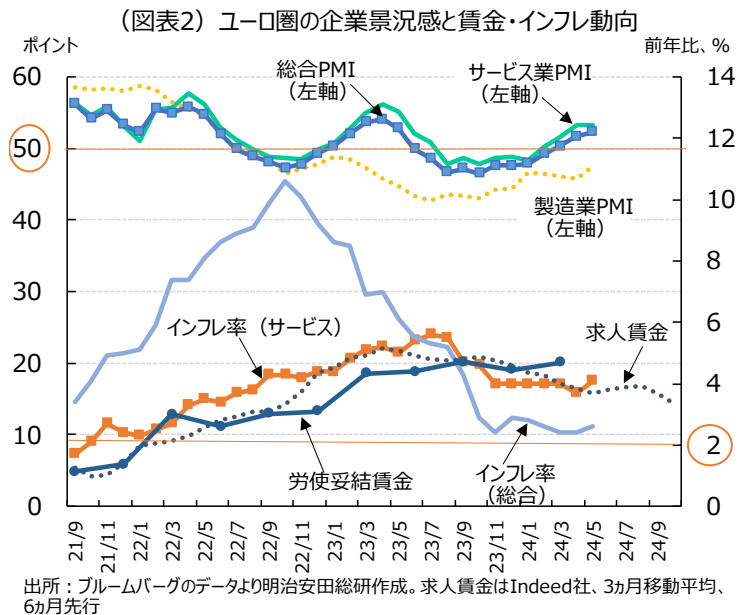
（出所）ECB公表資料より明治安田総研作成、赤字は6月理事会での変更点

おり、「インフレ目標達成に向けて必要な期間、金融政策を十分に景気抑制的なレベルにする」というタカ派（物価安定重視）的な文言からは、追加利下げへの慎重姿勢が見て取れる。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**」構えを引き続き示している。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。

今回の決定内容は反対票が1票入ったため、全会一致とはならなかった。理事会後にタカ派で知られるオーストリア中銀のホルツマン総裁が反対したことを自ら明らかにしている。同氏によれば、反対理由は理事会直前に発表された労使妥結賃金とユーロ圏基準消費者物価指数（HICP）が高めに出了ことにある。5月23日発表のユーロ圏1-3月労使妥結賃金は前年同期比+4.7%と前期（同+4.5%）から伸び率が加速し、5月30日発表の5月HICPも同+2.6%と前月（同+2.4%）から加速している（図表2）。また、一部報道によれば、利下げに転じるとのシグナルの発信があからさま過ぎたとして、数名の当局者が遺憾の意を表明している模様である。今理事会での利下げは4月理事会以降ECB高官が示唆してきた既定路線であったが、やや勇み足だった印象がある。ECBが今後、情報発信に対してより慎重になる可能性をみておきたい。また、ユーロ相場の動向も利下げ判断に影響する。前回4月理事会の議事要旨では、対米ドルでのユーロ安（理事会時：1ユーロ=1.07ドル）が継続すると、「ユーロ圏のインフレ鈍化プロセスを遅らせる可能性が高い」との認識が示された。ECBは輸入物価上昇によりインフレが助長されるというユーロ安のマイナス面をより重視している。6月9日に投票が終了した欧州議会選挙で右派が躍進したことを受け、政治的不透明感の高まりからユーロは対ドルで急落、一時1ユーロ1.073ドルを付ける場面があった。ユーロ相場の軟調さが継続するようであれば、ECBが利下げに消極的になる可能性も意識したい。

## 2. GDPとインフレの見通しを上方修正、景気見直し改善で利下げペースは緩慢なものに

今理事会では、経済見通しが改定された。なかでも、2024年のGDP見通しの上方修正（3月：前年比+0.6%→6月：同+0.9%）が目を引く（図表3）。これは、総固定資本形成と輸出の上方修正が要因である。総固定資本形成については、ドイツなどで製造業の景況感に底打ち感が出ており、設備投資意欲の回復が見込まれることが背景にあるとみられる。輸出については、主要輸出先である中国の景気持ち直しを反映した動きと考える。また、失業率は見直し期間にわたって改善方向に修正されており、堅調な雇用情



(図表3) ECBスタッフ見通し (1)

	6月見通し			(前回) 3月見通し		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
失業率以外は前年比	2024	2025	2026	2024	2025	2026
実質GDP成長率	0.9	1.4	1.6	0.6	1.5	1.6
個人消費	1.2	1.7	1.6	1.2	1.6	1.5
総固定資本形成	0.1	1.5	2.0	▲0.6	1.6	1.7
輸出	1.3	2.9	3.1	1.0	2.9	3.0
失業率	6.5	6.5	6.3	6.7	6.6	6.6
雇用者数	0.8	0.4	0.5	0.5	0.3	0.4

(出所) ECB

単位：%

(図表4) ECBスタッフ見通し (2)

	6月見通し			(前回) 3月見通し		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
前年比	2024	2025	2026	2024	2025	2026
インフレ率	2.5	2.2	1.9	2.3	2.0	1.9
コアインフレ率	2.8	2.2	2.0	2.6	2.1	2.0
雇用者報酬	4.8	3.5	3.2	4.5	3.6	3.0

※コアインフレ率はエネルギーと食料を除く指数

単位：%

(出所) ECB

勢が中期的に継続する見通しとなっている。雇用者報酬も高めの伸びが続く見通しが示されていることから、ECBが注視するコアインフレ率は2024年から2025年にかけて上方修正となった（図表4）。

ラガルド総裁は記者会見で「**プロジェクションミーティングにおいてより多くのデータが得られる**」と述べている。プロジェクションミーティングとは四半期に一度の経済見通しが示される理事会を指しており、年内は9月と12月に予定されている。このため、次回7月理事会での利下げ決定の可能性は低そうで、次回の利下げは早くても9月理事会となろう。サービス業中心に景気の持ち直し基調が強まっており（前掲図表2）、インフレ率2%に向けたラストワンマイルは険しい道りになる可能性もある。また、ユーロ安への警戒感も継続しよう。ECBの利下げペースは四半期に1回程度のゆっくりとしたペースで行なわれるとみる。

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